

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EVOLUÇÃO E ADMINISTRAÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA  
FEDERAL APÓS O PLANO REAL

Mario Maia Nevares  
No. de matrícula 9816658-7

Orientador: Luiz Roberto de Azevedo Cunha

Dezembro de 2002

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

A EVOLUÇÃO E ADMINISTRAÇÃO DA COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA  
FEDERAL APÓS O PLANO REAL:

---

Mario Maia Nevares  
No. de matrícula 9816658-7

Orientador: Luiz Roberto de Azevedo Cunha

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Dezembro de 2002

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

**ÍNDICE ANALÍTICO**

<b>I.</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>5</b>
<b>II.</b>	<b>PERGUNTAS SOBRE DÍVIDA PÚBLICA.....</b>	<b>7</b>
<b>III.</b>	<b>ESTRUTURA TEMPORAL DAS TAXAS DE JUROS.....</b>	<b>9</b>
<b>IV.</b>	<b>ASPECTOS MACROECONÔMICOS 94-98.....</b>	<b>14</b>
<b>V.</b>	<b>DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL 94-98.....</b>	<b>19</b>
<b>VI.</b>	<b>DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL 99-02.....</b>	<b>33</b>
<b>VII.</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>50</b>
<b>VIII.</b>	<b>ANEXO – Características dos Principais Títulos Públicos Federais.....</b>	<b>53</b>
<b>IX.</b>	<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>57</b>

## **I. Introdução**

O que é a Dívida Pública Mobiliária?

A Dívida Pública Mobiliária corresponde ao total de títulos públicos federais fora do Banco Central, incluindo, além dos títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central. Como se trata de dívida consolidada, os títulos de emissão do Tesouro Nacional pertencentes à carteira do Banco Central não estão incluídos. Para os governos estaduais e municipais, corresponde ao total dos títulos emitidos pelos respectivos Tesouros, menos os títulos em tesouraria. Incluem-se os títulos emitidos para pagamento de precatórios.

O Tesouro Nacional utiliza a emissão de títulos públicos como uma das formas de captação de recursos para financiar atividades do governo federal, tais como educação, saúde e infra-estrutura. Os títulos públicos são uma opção de investimento para a sociedade e representam a dívida mobiliária da União.

A Dívida Pública Mobiliária Federal Brasileira fora do Banco Central apresentou um enorme crescimento no período compreendido entre 1994 até os dias de hoje. Em agosto de 2002, a dívida mobiliária federal fora do Banco Central, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$622,8 bilhões. Levando-se em comparação com o Produto Interno Bruto, a Dívida Mobiliária cresceu consideravelmente: de 11,5% no início de 1995 para algo em torno de 46% do PIB em agosto de 2002. Esse rápido crescimento da dívida a partir de 1995 demonstra a relevância do tema, uma vez que decisões relacionadas à composição da dívida podem levar a variações substanciais nas despesas de juros. Neste sentido observamos um interesse crescente na política de gerenciamento da dívida.

A partir da adoção do Plano Real, a questão da administração da dívida pública mobiliária federal tem despertado interesse crescente no Brasil. Devido ao longo período de inflação crônica, a dívida pública existente no início do Plano Real era caracterizada por curtíssimos prazos de vencimento e alto grau de indexação - requisitos indispensáveis para

rolagem da dívida em condições de alta inflação. Até então, a demanda por títulos indexados à variação de um índice de preços era extremamente elevada, pois os altos níveis da inflação brasileira não tornava atraente a compra de papéis que não fossem corrigidos por esta. Isto acontecia porque o rendimento dos papéis não indexados não era suficiente para compensar as perdas causadas pela elevação dos preços.

Outro ponto importante neste período de estabilização, foi a mudança do regime cambial fixo para o regime flutuante no ano de 1999 ao mesmo tempo em que ocorre uma expressiva desvalorização da moeda brasileira. Devemos lembrar que a partir da desvalorização cambial, surge uma forte demanda por títulos indexados ao câmbio devido a possibilidade dos detentores destes títulos se protegerem contra oscilações na taxa de câmbio doméstica em relação a uma moeda estrangeira, principalmente ao dólar americano.

Com a estabilização dos preços as estratégias de administração da dívida inviáveis no período inflacionário tornaram-se possíveis, passando a se colocar a questão de que tipos de títulos emitir — prefixados, indexados a índices de preços, a taxa de câmbio, ou a taxa de juros — e também a questão da maturidade ideal dos títulos públicos.

Frente a este novo cenário econômico e aos objetivos de uma melhor administração da dívida mobiliária federal, o governo passa a apresentar possibilidades para emissões de papéis indexados a variação cambial, taxa de juros pós-fixadas e pré-fixadas .

O objetivo desta monografia é analisar como a composição da dívida mobiliária federal evoluiu nos anos pós- estabilização. Frente a um cenário de constante crescimento da dívida pública, o maior objetivo do governo é procurar implementar um ajuste fiscal que possa trazer um equilíbrio para as contas públicas. Uma boa administração da dívida mobiliária auxilia neste ponto, pois a utilização dos recursos disponíveis torna-se mais eficiente. A intenção será então de estudar como os gestores da dívida mobiliária atuaram durante os diferentes cenários enfrentados nos anos após a implementação do Plano Real.

## **II. Perguntas sobre Dívida Pública<sup>1</sup>**

### ***1) Qual é a composição e o montante da dívida bruta?***

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) abrange o total das dívidas de responsabilidade dos governos federal, estaduais e municipais (incluindo administração direta e indireta e o INSS) junto ao setor privado, ao setor público financeiro, ao Banco Central do Brasil (BCB) e ao resto do mundo. Os créditos representados por títulos públicos que se encontram em poder dos órgãos da administração direta e indireta e dos fundos públicos não integram a dívida bruta.

Em junho de 2002, a Dívida Bruta do Governo Geral totalizou R\$999,7 bilhões, ou seja, 78,1% do PIB

### ***2) Qual é a composição e o montante da dívida líquida?***

A Dívida Líquida do Governo Geral é o balanço entre os créditos e os débitos dos governos federal, estaduais e municipais. Em junho de 2002, a Dívida Líquida do Governo Geral totalizou R\$729,4 bilhões, ou seja, 57% do PIB. A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que inclui os governos federal, estaduais e municipais, o Banco Central do Brasil, a Previdência Social e as empresas estatais totalizou, R\$750,3 bilhões em junho de 2002 (58,6% do PIB).

### ***3) Que montante da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é dívida interna?***

Dentre os R\$750,3 bilhões (58,6% do PIB) da DLSP, a dívida interna líquida responde por R\$591,7 bilhões (46,2% do PIB) e a dívida externa líquida pelos R\$158,6 bilhões (12,4% do PIB) restantes.

#### **4) Quem detém a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi)?**

Os principais detentores da DPMFi são os investidores domésticos, que detém quase 100% da mesma.

#### **5) Que ativos do governo são incluídos na Dívida Líquida?**

Desagregando-se os Créditos do Governo Geral (CGG) em ativos líquidos e ilíquidos, percebe-se que, em junho, aproximadamente 50% são líquidos, totalizando 10% do PIB. Os ativos líquidos são depósitos bancários da Previdência Social, impostos governamentais coletados e não transferidos, em todos os níveis de governo e depósitos em todos os níveis de governo - incluindo os depósitos do Tesouro Nacional no BCB. Os outros ativos são créditos externos do governo federal, créditos de empresas estatais, Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), investimentos de fundos constitucionais e outros créditos governamentais.

#### **6) Quanto da dívida atual decorre do reconhecimento de "esqueletos"?**

No sentido de aumentar a transparência e a prestação de contas à sociedade, o Banco Central do Brasil, a partir de 1996, passou a explicitar o reconhecimento de dívidas passadas ("esqueletos"). Essas dívidas tiveram aumento no seu montante reconhecido nos últimos anos. Caso não houvesse esse reconhecimento, o valor da DLSP seria de R\$585,7 bilhões em junho de 2002, o equivalente a 45,8% do PIB. O Gráfico 1 apresenta a DLSP ocorrida e a dívida sem o impacto do reconhecimento de esqueletos.

---

<sup>1</sup> Relatório Focus do Banco Central do Brasil

### III. Estrutura Temporal das Taxas de Juros<sup>2</sup>

#### 1 - Teoria das expectativas puras

A teoria das expectativas puras pressupõe um mercado concorrencial perfeito para fundos disponíveis para empréstimo. Assim, supõe-se a existência dos seguintes itens: grande número de ofertantes e demandantes de recursos financeiros produto homogêneo (inexistência de diferenciações entre títulos, exceto os prazos), livre mobilidade de recursos, previsão perfeita quanto às taxas, ausência de custos de transação, perfeita substituibilidade entre títulos de curto e longo prazos e agentes neutros em relação ao risco.

Esses pressupostos conduzem a duas conclusões importantes :

a) as taxas de juros a termo se igualam às taxas à vista esperadas para cada período de dada estrutura temporal; e b) as taxas de retorno de diferentes estratégias de aplicação, dado um período ou horizonte de aplicação, são iguais. A primeira conclusão decorre da perfeita previsibilidade. As taxas de juros a termo implícitas em um contrato de  $n$  anos coincidirão com as taxas esperadas para o final de cada ano, ao longo da maturidade do empréstimo. Além disso, a taxa para os  $n$  anos será dada pela média geométrica das referidas taxas esperadas. Tem-se, então, a fórmula fischeriana (1), segundo a qual a taxa de longo prazo é igual à média geométrica das de curto prazo:

$$Rn = [(1 + r1) (1 + r2) \dots (1 + rn)]^{1/n} - 1 \quad (1)$$

onde:

$Rn$  = taxa de retorno (*yield to maturity*) para  $n$  anos;

$r1, r2, \dots, rn$  = taxas a termo, iguais às taxas à vista esperadas; e

$n$  = maturidade

---

<sup>2</sup> Dívida Mobiliária Federal e Impactos Fiscais 1995/1999 – Maurício Mota Saboya Pinheiro

A segunda conclusão pressupõe que a taxa de retorno sobre a aplicação de um período é a mesma, independentemente da maturidade do título. Por exemplo, se o horizonte de aplicação de um agente é de um ano, este pode se valer de várias estratégias de aplicação. Adquirir um título de um ano ou comprar títulos de dois, três ou mais anos e vendê-los ao final do primeiro ano são exemplos dessas possíveis estratégias.

De acordo com a teoria das expectativas puras, a forma da curva de rendimento (yield curve) será determinada pela evolução das taxas à vista esperadas para igorar em um período (mês, ano etc.). Ou seja, se os agentes esperarem taxas à vista de curto prazo tenderão a crescer com o passar do tempo, observaremos uma yield curve com inclinação positiva. Caso as expectativas sejam de uma taxa de juros cada vez menor, a yield curve terá inclinação negativa. Caso as expectativas sejam de que as taxas à vista permaneçam constantes, a yield curve dará lugar a uma curva de rendimento horizontal, uma curva flat.

## **2 - Teoria do prêmio de liquidez**

Relaxando-se a premissa de previsão perfeita subjacente à teoria das expectativas puras, obtém-se um comportamento diferente da estrutura temporal das taxas de juros. Em ambiente de incerteza, o aplicador vai ponderar diferentes rendimentos de títulos de diversos prazos pelos respectivos riscos de que os rendimentos esperados não se concretizem. Como princípio geral, tem-se que maiores riscos devem ser compensados por maiores rendimentos (prêmios).

Se existe incerteza quanto à evolução futura das taxas de juro, então o valor do título é igualmente incerto, o que justifica a existência do prêmio associado ao risco de perda patrimonial. Em geral, os títulos de longo prazo são mais sujeitos a variações patrimoniais do que os de curto prazo, quanto maior o prazo do título maior tende a ser seu prêmio de risco, também chamado de prêmio de liquidez. Portanto, em geral, as taxas de longo prazo tendem a ser mais elevadas do que as de curto prazo.

A teoria do prêmio de liquidez, portanto, pressupõe implicitamente que existe uma escassez de aplicadores a longo prazo, relativamente ao curto prazo. Assim, por exemplo, o retorno de um título de dois anos será maior do que o retorno conjunto de dois títulos de um ano de maturidade cada. Logo, segundo a teoria do prêmio de liquidez, as duas estratégias estilizadas do problema do aplicador não serão equivalentes. Nesse caso, as taxas a termo dos contratos de empréstimo serão iguais às taxas à vista esperadas mais o referido prêmio.

A construção das curvas de rendimento é similar à da teoria das expectativas puras, diferindo apenas no acréscimo dos prêmios de liquidez (constantes ou não, dependendo da hipótese adotada) às taxas à vista esperadas. Como resultado, o prêmio de liquidez tende a elevar a inclinação da *yield curve*, se comparada ao formato que assumiria sob as premissas da teoria das expectativas puras. Em outras palavras, o prêmio de liquidez tende a aumentar a declividade da curva de rendimento, tornando-a mais positivamente inclinada.

Analisando com cuidado a teoria do prêmio de liquidez, uma *yield curve* com inclinação positiva pode sinalizar qualquer cenário quanto às expectativas para as taxas de juros futuras. Tanto crescentes, decrescentes ou constantes. Isto porque estas expectativas podem estar sendo compensadas por um prêmio de liquidez positivo para prazos mais longos. Já uma *yield curve* com um formato horizontal ou com inclinação negativa apenas sugere que as expectativas são de taxas futuras menores, porque se mesmo com o acréscimo de um prêmio de liquidez a curva mantém uma forma horizontal, é porque as taxas futuras esperadas estão menores do que as taxas vigentes.

### **3 - Teorias do hábitat preferido e segmentação de mercado**

A teoria de segmentação de mercado não estabelece relação alguma entre as taxas de juros de curto, médio ou longo prazo. A curva de rendimento será dada pela interação, no mercado, entre oferta e demanda de títulos que satisfaçam o perfil escolhido pelos agentes.

Se a demanda por títulos de longo prazo superar a respectiva oferta, então a taxa de juros de longo prazo superará a de curto prazo, configurando uma *yield curve* ascendente. Caso

contrário — ou seja, sendo maior a demanda por títulos de curto prazo —, a taxa de curto prazo ficará acima da de longo prazo e a curva de rendimento dos títulos será descendente.

As linhas de argumentação que posteriormente seriam chamadas de “teoria do mercado segmentado” e “teoria do hábitat preferido” partem do pressuposto de que os agentes, avessos ao risco, têm estruturas preferidas de maturidade de seus direitos e obrigações, de modo a manter certo equilíbrio entre prazos de ativos e passivos. Na primeira teoria mencionada, supõe-se que os tomadores de dívida permanecem fiéis a suas maturidades desejadas, não as alterando, mesmo diante de diferenciais de rendimento. Nesse caso, a curva de rendimento seria construída a partir da análise da oferta e demanda de fundos em cada segmento de mercado (prazo). Por sua vez, a teoria do hábitat preferido pressupõe agentes menos avessos ao risco, não preferindo, *a priori*, a maior liquidez dos títulos de curto prazo. Os aplicadores podem deixar seus hábitats preferidos, mediante prêmios dados pelos diferenciais de rendimento entre ativos. Ou seja, excessos relativos de oferta de títulos de curto ou longo prazos requererão prêmios a fim de atrair agentes dispostos a aplicar nesses títulos.

#### **4 - Inflação e *yield curve***

A inflação é um dos principais elementos formadores das expectativas de taxas de juros. Em períodos de baixa e estável variação de preços, as curvas de rendimento tendem a ser positivamente inclinadas. Se a inflação aumenta além do nível de longo prazo considerado normal, essa curva apresentará forma de “lombada”, com o pico correspondendo à maturidade (período) em que se espera a ocorrência da inflação excepcionalmente alta .

As teorias das expectativas puras e da preferência pela liquidez pressupõem que as taxas de inflação futuras são conhecidas. Novo problema se coloca, porém, quando há incerteza quanto às futuras taxas de variação dos preços, uma vez que o valor real dos títulos se torna incerto. Em outras palavras, há um risco de perda patrimonial associado à inflação, que deve ser coberto com remuneração adicional. Tem-se, então, mais um prêmio de risco, não destinado a compensar riscos de *default*, não-liquidez ou “descasamento” de prazos entre ativos e passivos, mas tão-somente o risco de perda patrimonial proveniente da inflação não

prevista. Nesse caso, a taxa a termo deve superar a taxa à vista esperada, em montante que cubra esse último risco .

## **IV. Aspectos Macroeconômicos (1994-1998)**

### **IV.1 Plano Real**

Em relação aos planos que o precederam, o Plano Real foi um dos que provocaram menores alterações na economia, uma vez que seu lançamento foi precedido por três fases iniciais.

A primeira fase teve o objetivo de atingir o equilíbrio das contas públicas, não só através de medidas temporárias que visavam o equilíbrio rápido do orçamento como também medidas que objetivassem um equilíbrio consolidado no longo prazo. Em outras palavras, o Plano Real distancia-se dos demais planos já implementados no Brasil especialmente por ter partido do diagnóstico claro de que o desequilíbrio fiscal do setor público é a principal causa da inflação, o que faz com que um efetivo ajuste fiscal seja imprescindível para garantir a estabilidade sustentada no longo prazo. Não que essa característica tenha sido exclusiva do Plano Real, mas se pode dizer que foi efetivamente nele que a preocupação com o ajuste fiscal sustentado como condição necessária para a eliminação da inflação de forma permanente desdobrou-se em medidas mais consequente, já que o plano inclui uma fase preparatória de ajuste fiscal.

Na Segunda fase, o lançamento do Plano Real foi precedido pela Unidade Real de Valor (URV) e pelo cruzeiro real (moeda transitória entre o cruzeiro e o real), com a finalidade de alinhar os preços e contribuir para que a transição provocada pela reforma monetária fosse menos traumática do que em oportunidades anteriores (Plano Cruzado e Plano Collor).

Na terceira fases, ocorreria a transição para a moeda estável, o Real, concluindo a reforma monetária iniciada. Além disso , ao contrário de todos os planos que o procederam, a partir do Plano Cruzado, o Plano Real não foi acompanhado de um congelamento de preços.

Como já mencionado acima, o período de implementação do Real, de maio de 1993 a junho de 1994 tinha como objetivo a adoção de medidas que atingissem um pleno equilíbrio fiscal.

O evento fiscal mais importante no período foi o anúncio do Programa de Ação Imediata (PAI) em 14 de junho de 1993, que acabou marcando oficialmente o início da primeira etapa do Plano Real (obtenção do equilíbrio das contas públicas). Conforme a exposição de motivos de Medidas Provisórias do Real, o PAI estabeleceu um conjunto de medidas voltadas para a redução e maior eficiência dos gastos da União no exercício de 1993; recuperação da receita tributária federal; equacionamento da dívida de Estados e Municípios para com a União; maior controle dos bancos estaduais; início do saneamento dos bancos federais e aperfeiçoamento do programa de privatização. Em outras palavras, seus pontos mais importantes eram a redução das despesas públicas, controle das transferências da União para os Estados e Municípios, controle sobre a ampliação de crédito dos bancos federais e estaduais, combate a sonegação, aceleração das privatizações e a assinatura do acordo da dívida externa com o Fundo Monetário Internacional e os bancos credores. O PAI era considerado um pacote que abrangeria mais medidas estruturais do que emergenciais, afinal, na época em que este programa foi lançado, o governo registrava um superávit de 3% do PIB e com isso não havia necessidade de adotar medidas de grandes impactos no curto prazo.

O Plano Real demonstrou êxito no controle do processo inflacionário brasileiro, apresentando taxas bem abaixo da média habitual das últimas décadas no Brasil. Se no primeiro semestre de 1994, a economia brasileira defrontava-se com uma inflação mensal de 43,2% em média, no final desse ano alcançou-se uma forte redução dessa mesma taxa, que passou para 5,9% em média, alcançando em dois anos, especificamente no segundo semestre de 1996, uma taxa de 0,44% ao mês.

## **IV.2 Agregados Macroeconômicos**

A implantação do Plano Real provocou mudanças substanciais nos agregados macroeconômicos brasileiros.

O principal objetivo da política econômica foi a consolidação da estabilidade monetária. De modo geral, os instrumentos de política, sobretudo nas áreas monetária e cambial, foram orientados para a consecução daquele objetivo. Tratou-se, acima de tudo, de garantir a estabilidade do valor da moeda nacional. Embora os resultados das políticas macroeconômicas tenham sido positivos no combate à inflação, a estabilidade não se consolidou. Isso porque essa última deve ser encarada como um processo que depende de reformas estruturais, ainda não concluídas no Brasil. O período em foco é, portanto, melhor caracterizado como de transição a uma estabilidade mais duradoura.

A política monetária atuou para impedir que possíveis excessos de liquidez pressionassem a demanda agregada e, conseqüentemente, o nível de preços. Fez uso, para isso, de instrumentos clássicos (por exemplo, depósitos compulsórios e redesconto) a fim de manter agregados monetários sob controle. O principal instrumento, porém, foram as taxas de juros, que permaneceram elevadas para conter o nível de atividade econômica nas épocas de maior expansão e impedir fugas de capitais nos momentos de crise internacional. Assim, a administração da Dívida Pública Mobiliária Federal interna, sobretudo durante as crises internacionais, sofreu restrições.

A política cambial adotada pelo governo, entre julho e setembro de 1994, se constituiu na retirada da autoridade monetária no mercado de câmbio que adicionado ao influxo de capital externo determinou a valorização da moeda em relação ao dólar. Em setembro de 1994, no entanto, o real havia alcançado seu maior valor frente à moeda norte-americana e o Banco Central passou a intervir no mercado para que as cotações não ultrapassassem certos limites. Em março de 1995, com a crise mexicana, iniciou-se a formalização das bandas cambiais, podendo ser caracterizado como um período profundamente complicado para a economia brasileira e suas contas externas.

A valorização do câmbio, decorrente da sustentação da estabilidade de preços na âncora cambial, inverteu a situação da balança comercial, transformando um megasuperávit até 1994 em um megadéficit a partir de então. Nesse contexto, iniciou-se um profundo movimento de importação e, conseqüentemente, de deterioração do saldo da balança comercial. Se por um lado tinha-se o barateamento dos produtos importados, por outro se reduzia o grau de competitividade dos produtos brasileiros no exterior. Se em 1994 o saldo da balança comercial apresentava um superávit de US\$ 10,5 bilhões, em 1995 configurou-se um déficit de US\$ 5,5 bilhões em 1996.

A entrada de capitais externos aliada à abertura comercial serviram de base de sustentação para o processo de estabilização, alterando-se, assim, o processo de formação de preços na economia brasileira, onde os *mark-ups* se reduziram e se estabilizaram, finalizando o processo inflacionário que atravessou a economia ao longo dos anos 80. Em consequência, o déficit em transações correntes cresceu e tornou muito mais elevadas as necessidades de financiamento do setor externo

O Brasil esteve sujeito a crises mundiais, devido ao avançado grau de integração de sua economia aos fluxos financeiros internacionais. Essas crises, cujo sinal mais evidente foram fugas abruptas de capital e o esvaimento de reservas internacionais, provocaram reações defensivas da política econômica que acabaram por frear o crescimento. Outro obstáculo externo proveio do insatisfatório desempenho do balanço de pagamentos, pautado por crescentes déficits em transações correntes. Tais déficits, com exceção dos períodos das crises (México no final de 1994, Ásia em setembro de 1997, Rússia em agosto de 1998 e Brasil em janeiro de 1999), foram mais que compensados pela entrada de capitais, fazendo aumentar significativamente as reservas internacionais brasileiras. No âmbito da política comercial, contudo, apesar dos esforços do governo, as exportações não reagiram a contento, permitindo a ampliação de déficits comercial e em conta corrente, e aumentando a dependência do país em relação a capitais externos.

As altas taxas de juros internas, ou melhor, pode ser considerado um forte estímulo à entrada de capitais que determinaram a acumulação de reservas internas. Contudo, nesse

ambiente de incerteza, instabilidade e globalização financeira, com a explosão da crise do México, esse nível reduziu-se drasticamente e de maneira veloz devido à saída de um intenso volume de recursos de curto prazo. Sendo assim, o programa de estabilização, via âncora cambial, enfrentou seu primeiro desafio com a crise do México no final de 1994 e início de 1995, fazendo uso das reservas internacionais para assegurar a estabilidade cambial e atravessar a crise.

Até 1998, o cerne da política econômica baseava-se na relação da taxa de câmbio valorizada e das taxas de juros elevadas, o que culminou em uma piora na situação do endividamento do setor público, desenvolvendo assim, uma crise de confiança no governo dado os elevados patamares de dívida pública.

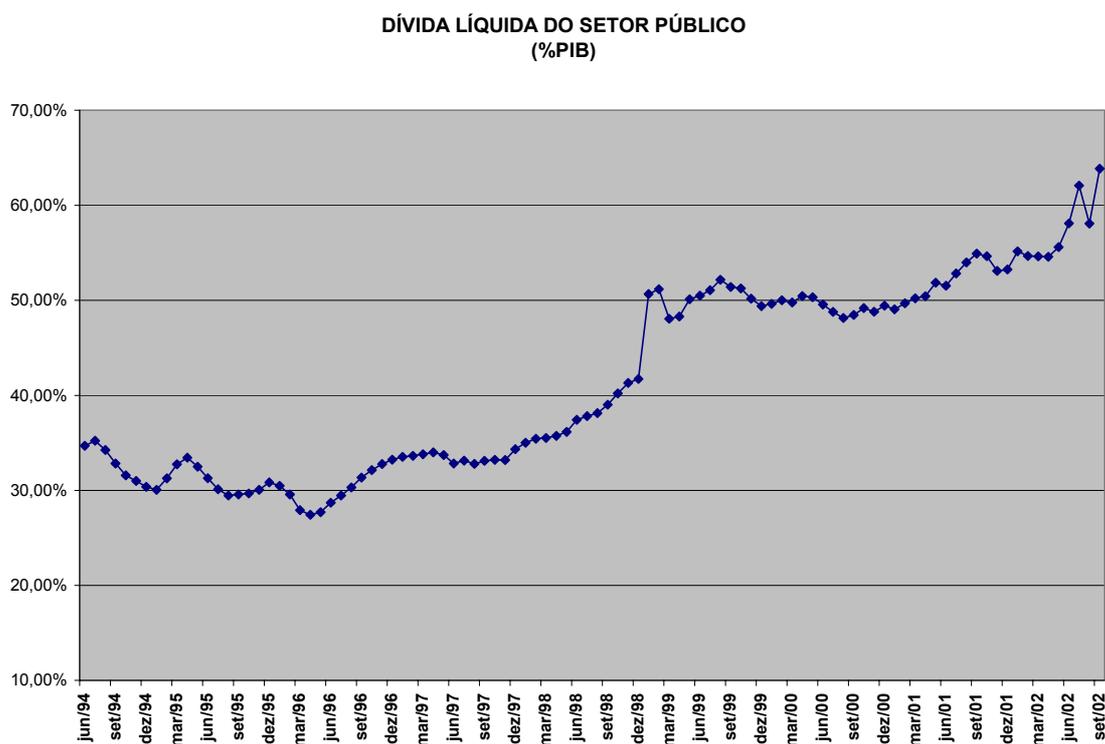
Em resumo, a política monetária implantada no Plano Real combinou uma política de valorização da taxa de câmbio com uma política de altas taxas de juros, pois eram esses juros elevados em relação ao mercado externo que incentivaram a entrada de capital estrangeiro, formando um amplo volume de reservas internacionais que desempenhavam a função de sustentáculo da sobrevalorização da taxa de câmbio.

Uma das conseqüências principais após o Plano Real foi a expansão do déficit público. A tamanha ampliação da dívida não se deve somente ao contexto internacional, mas também às decisões de políticas econômicas adotadas internamente quanto ao comportamento de variáveis como juros, câmbio e inflação. Diante dos diferentes papéis desempenhados pelos títulos públicos após a implantação do Plano Real, a trajetória crescente do endividamento público retorna à pauta das discussões como possível elemento limitador do raio de ação da política econômica nacional.

## V. Dívida Mobiliária Federal (1994-1998)

Os objetivos atuais da política econômica brasileira são a consolidação da estabilidade dos preços, o equilíbrio externo e o controle do déficit público. O aumento dos encargos financeiros do setor público, ao longo dos cinco primeiros anos do Plano Real, continua sendo fator de desequilíbrio, capaz de comprometer a estabilidade de preços a médio prazo.

Um dos principais focos de tensão no plano fiscal são a magnitude e o crescimento da Dívida Mobiliária Federal. O controle da dívida é obtido graças a uma política fiscal consistente, capaz de gerar superávits primários sustentados. A gestão dessa dívida isto é, administração de prazos, taxas e perfil do estoque em mercado pode auxiliar a consecução dos objetivos de política fiscal.



O período após a estabilização, foi marcado por uma grande preocupação no que concerne a administração da dívida Mobiliária Federal Brasileira. Uma das razões para tal

preocupação era a alta vulnerabilidade da dívida pública brasileira a período de turbulências no mercado financeiro que deixava desorientados os gestores deste passivo do Governo. As sucessivas crises internacionais observadas neste período como a crise do México, trouxeram fortes impactos no fluxo de capitais internacionais.

Frente à crise mexicana, com a crescente desvalorização do peso, o Brasil sofreu um forte reflexo especialmente na Bolsa de Valores, que apresentou queda de 10,77% no mês de janeiro. As incertezas que rondavam as economias periféricas acabaram por determinar uma saída no capital estrangeiro, reduzindo o volume de reservas internacionais.

No segundo semestre de 1994, após a estabilização dos preços, a dívida mobiliária federal interna, resultante de anos de inflação elevada, era composta em sua maior parte por títulos indexados e com prazos de maturidade muito curtos. Em setembro de 1994 o prazo médio da dívida em mercado era de quatro meses e 15 dias revelando que bastavam menos de cinco meses para que um volume expressivo do total da dívida tivesse de ser rolado. Além disso, somente 30,4% do total da dívida eram compostos por títulos prefixados com o restante indexado à taxa *over*/Selic, TR, câmbio e IGP-M.

A partir do segundo semestre de 1994 a política de administração da dívida mobiliária baseou-se na elevação dos prazos de vencimento dos títulos públicos e no conseqüente alongamento da maturidade média da dívida total. O alongamento foi realizado pela emissão sistemática de títulos prefixados com maturidades crescentes. Uma vez que os títulos mais longos pagam taxas de juros superiores aos títulos mais curtos, a escolha de financiar a dívida aumentando a proporção dos primeiros eleva o custo de financiamento. Além disso, para aumentar a proporção de títulos longos no total da dívida o governo deve elevar as taxas pagas nestes em relação aos títulos mais curtos, o que eleva o custo da dívida.

Adicionado a isso, os administradores da Dívida Mobiliária Federal buscaram elevar o montante de títulos prefixados no total da dívida para se proteger do risco de elevação das taxas de juros, que poderiam elevar substancialmente a carga de juros do governo e assim

reduzindo a participação dos títulos indexados ao câmbio, a índices de preços (IGP-M) e juros (*over/Selic* e TR)

Os principais objetivos para o Tesouro Nacional nesse período foram expressos pela diretoria de dívida pública da Secretaria do Tesouro Nacional : minimizar o custo de juros; obter uma estrutura de dívida equilibrada em termos de maturidade, duração, composição e riscos; favorecer o desenvolvimento dos mercados financeiros domésticos; e restabelecer a curva de rendimentos dos títulos públicos (rendimento de um mesmo tipo de título em função do prazo de vencimento).

No final de 1994 o Tesouro Nacional e o Banco Central só conseguiam colocar no mercado LTN (rendimento prefixado) de 30 dias para o vencimento, BBC (prefixado) de 35 dias e NTN-D (indexada ao câmbio) de seis meses, além de outros títulos. Com o processo de alongamento, em dezembro de 1995 as autoridades de administração da dívida conseguiram colocar títulos no mercado de 120 dias (LTN) e de 63 dias (BBC).

A partir do segundo semestre de 1995, adotaram-se alguns procedimentos operacionais a fim de aperfeiçoar a administração da dívida e facilitar o processo de tomada de decisão nos leilões do Tesouro Nacional as quais combinadas com uma melhor estabilidade macroeconômica, obtiveram resultados positivos no que tange a maturidade e o perfil da dívida como:

- a) início da realização de leilões quinzenais, em contraste com leilões mensais realizados até então distribuindo assim os vencimentos da Dívida Pública Mobiliária Federal
- b) desindexação gradual da dívida por intermédio da emissão de títulos prefixados e da suspensão de novas colocações de papéis indexados à inflação ou às taxas de juros diárias (*overnight*).
- c) Estímulo à liquidez dos títulos do Tesouro. Essa estratégia estava pautada na oferta regular, em leilões, de papéis com as mesmas características.

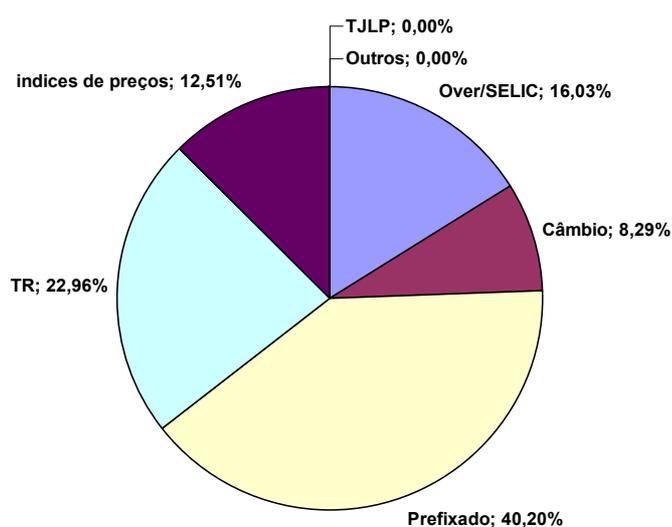
- d) Alongamento gradual do perfil da dívida a custos aceitáveis. As expectativas de estabilidade econômica e de queda das taxas de juros fizeram com que o prêmio de risco pedido pelo mercado financeiro para comprar títulos de prazos maiores do Tesouro se reduzisse.
- e) Alcançar um fluxo de vencimentos uniformemente distribuído, com a finalidade de reduzir o risco de refinanciamento da dívida.
- f) Formação de comitê composto por membros do Tesouro Nacional e Banco Central, para avaliar variáveis conjunturais e planejar os leilões do Tesouro Nacional; e
- g) Elevação do grau de transparência e previsibilidade da administração da dívida pública, mediante ampliação dos canais de comunicação com instituições financeiras.

Devemos lembrar que embora o Tesouro Nacional seja autônomo para decidir quanto à periodicidade de seus leilões, o sucesso na implementação dessas medidas é, em grande parte, dependente do grau de aceitabilidade dos investidores. Ou seja, a demanda e as expectativas do mercado são determinantes da velocidade e eficácia do Tesouro em pôr em prática tais medidas.

Essa elevação dos prazos aos quais eram emitidos os novos títulos levou, naturalmente, a um alongamento da maturidade média da dívida total. O prazo médio de vencimento da dívida total passou de quatro meses e 10 dias em outubro de 1994 para oito meses e um dia em dezembro de 1996. Assim, em pouco mais de dois anos a maturidade média da dívida dobrou. Em setembro de 1997 o governo conseguiu alongar o prazo médio da dívida para cerca de 10 meses e 18 dias. Isso representou uma forte elevação da maturidade da dívida, porém devemos notar que ela ainda permanece com uma maturidade relativamente curta, que pode ser reduzida rapidamente em poucos meses no caso de uma queda significativa na demanda dos investidores por títulos mais longos.

Os objetivos desse alongamento com títulos prefixados foram reduzir o grau de exposição da dívida ao risco de elevação inesperada na taxa de juros de curto prazo e possibilitar um grau de liberdade maior na condução da política monetária, uma vez que uma dívida prefixada com maturidade mais longa não recebe o impacto imediato de uma elevação das taxas de juros. Além disso, o alongamento permite elevar o grau de eficácia da política monetária, pois efeitos-riqueza relevantes nos títulos públicos (alterações significativas no valor de mercado dos títulos em poder do público) que alterem a riqueza, e conseqüentemente o consumo, somente são obtidos quando a dívida é prefixada e não possui prazos de vencimento muito curtos.

### Composição da Dívida Mobiliária Federal (1994)

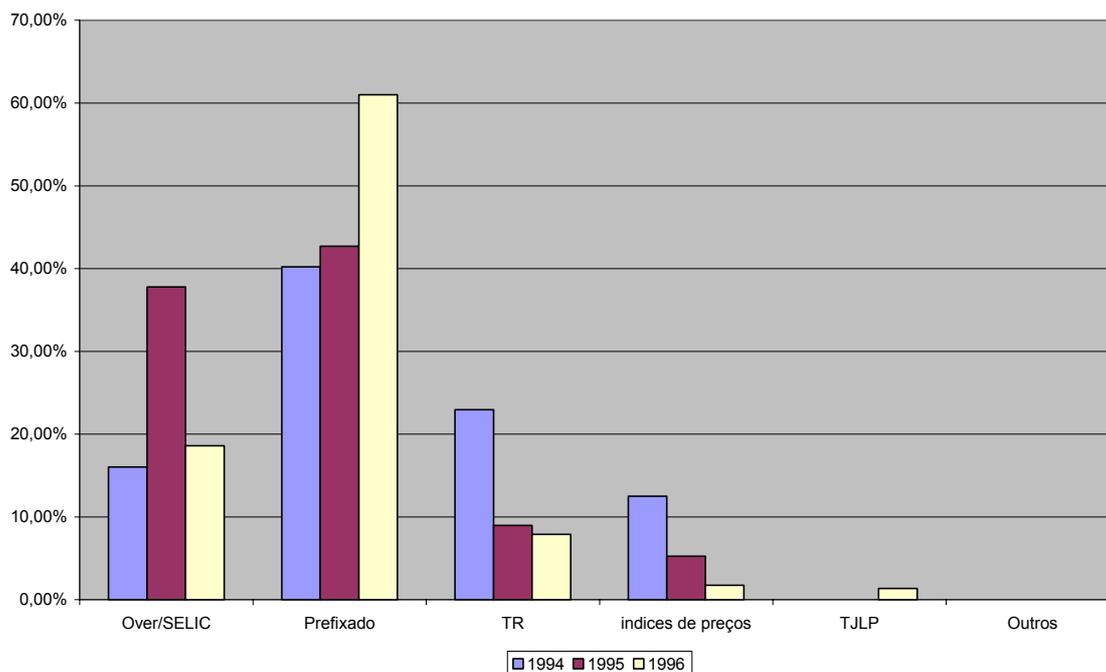


Fonte: BACEN

Devemos ressaltar que a política monetária de compulsórios elevados e a obrigatoriedade de aplicação de parte dos fundos de investimento proporcionaram uma demanda obrigatória por títulos federais considerável até meados de 1996. Em janeiro de 1996 havia cerca de 14% da dívida mobiliária em poder do mercado na forma de recolhimentos

compulsórios em títulos públicos. Esse mercado cativo permitia elevar o poder de barganha do TN e do BC para rolar a dívida e negociar as taxas de juros.

### Composição da Dívida Mobiliária Federal (94/95/96)



Fonte: BACEN

Em 1997, procurou-se consolidar e aperfeiçoar o planejamento da DMF de responsabilidade do Tesouro Nacional, não obstante a crise de confiança que se instaurou a partir de outubro, produto da assim chamada “crise da Ásia”. O Governo procurava também consolidar o alongamento dos prazos da dívida por meio das colocações de LTN de 730 dias e NTN-D de 60 meses, em setembro.

Para entender a Crise da Ásia, podemos mencionar que os principais países Asiáticos (Tigres), tinham como principal parceiro comercial o Japão. Em 1996, alinharam suas moedas ao dólar americano que nesta época sofreu uma apreciação que junto a uma depreciação da moeda chinesa, colocou em cheque os sistemas financeiros da região ocasionando a falta de

credibilidade do sistema financeiro da região e desvalorizações competitivas das diversas moedas.

Sabe-se que a onda de desvalorizações monetárias que atingiu diversos países pegou a grande maioria dos investidores desprevenidos. As altas perdas financeiras oriundas dessa crise conseqüente de origem global, espalhando-se o receio, por parte de investidores, de que outras economias emergentes também entrassem em colapso.

Nesse contexto de crise, instaurou-se o rompimento da trajetória de queda dos juros no Brasil, que, no período entre março de 1995 e setembro de 1997, haviam se reduzido de 4,26% a.m. para 1,59% a.m. respectivamente.

Então em outubro de 1997 o Governo adotava a primeira medida extrema para proteger a economia brasileira dos efeitos da crise financeira asiática, iniciada em julho. O governo brasileiro reagiu elevando a taxa de juros, a fim de manter o volume de reservas internacionais e eliminar a incerteza quanto às decisões de manutenção da política cambial.

A partir do final de outubro, em cenário de incerteza quanto aos rumos da economia brasileira, a política de alongamento dos prazos da dívida mobiliária foi, temporariamente, interrompida. O prazo das LTNs foi reduzido para dois meses em novembro, aumentando para três ao final de dezembro. Além disso, cessaram as emissões de NTN-D de 60 meses, permanecendo apenas as de 36 meses.

Apesar de ter sido capaz de suportar o ataque especulativo à moeda sem que tivesse que desvalorizar o Real, o governo passou a enfrentar enormes dificuldades em seus leilões, para emitir títulos que não tivessem correção cambial ou que não fornecessem proteção perante possíveis novos aumentos das taxas de juros.

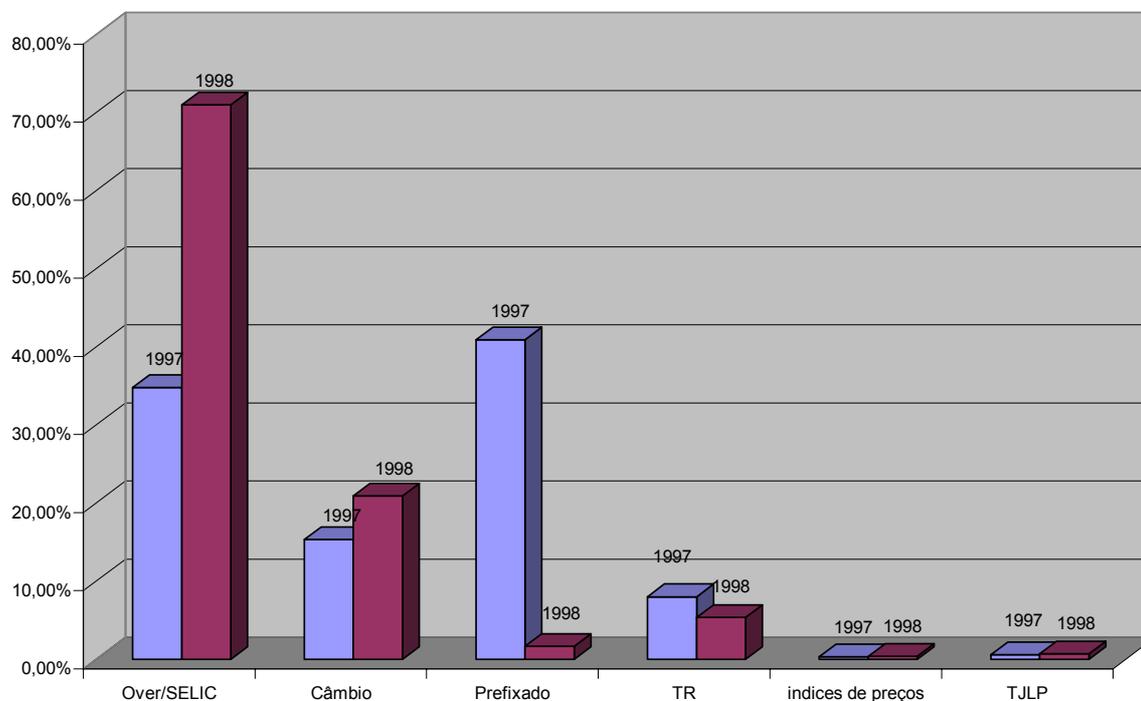
Não se deve esquecer que a vulnerabilidade da economia brasileira não se deu somente por fatores externos, mas também por fatores endógenos criados pela própria opção de política econômica do governo, sustentada pela política monetária, que se encontrava amarrada ao

capital internacional de curto prazo. O programa de estabilização brasileiro para enfrentar essa nova crise na Ásia lançou mão do uso de um pacote fiscal e do aumento da taxa de juros, a fim de diminuir o déficit primário do setor público.

Sendo assim, a partir de meados de novembro de 1997, o Tesouro Nacional passou a realizar, em caráter de emergência, leilões semanais de títulos públicos, em substituição às tradicionais ofertas quinzenais. Visava-se, com isso, aumentar a probabilidade de sucesso dos leilões em momento de diminuição considerável do prazo dos títulos emitidos. Como parte dessa nova tática, procurou-se também reduzir os tipos de títulos emitidos, concentrando-se naqueles de maior aceitação pelo mercado.

Diante desse novo ambiente financeiro, a dívida mobiliária federal fora do Banco Central continuava apresentando crescimento. Em 1997, em relação ao ano de 1996 passou de R\$ 176 bilhões atingindo o montante de R\$ 255,5 bilhões no final de 1997. Na passagem do ano de 1997 para 1998 verifica-se uma importante alteração na composição da dívida mobiliária. Se em dezembro de 1997 o título mais significativo era a LTN, em apenas um ano, em dezembro de 1998, passou a ser a LFT por oferecer prazos ainda menores de vencimento.

### Composição Dívida Mobiliária Federal (97-98)



Fonte: BACEN

Logo após a crise da Ásia a situação fiscal em que o Brasil se encontrava era extremamente desconfortável, com a deteriorização dos resultados primários e assim, contribuindo para uma tendência crescente no que se refere à relação dívida/PIB.

Em consequência da crise internacional a crise Russa agravou-se. A desconfiança se generaliza e o mercado financeiro afasta-se da Rússia que não consegue honrar seus compromissos internacionais.

O Brasil assim é severamente atingido pelo default da Rússia. O risco-país dos emergentes mais uma vez dispara e as reservas internacionais brasileiras sofrem uma perda de US\$ 30 bilhões em um prazo de 50 dias.

Para o caso brasileiro, os efeitos dessa crise se manifestaram de forma intensa, e outras medidas surgem após a crise russa, em mais um teste para a política econômica do Plano Real,

exigindo um novo "pacote" do governo. Nesse período verificou-se o relativo fracasso da política de elevação das taxas de juros, que não impediu a redução do nível de reservas internacionais do país de R\$ 66,5 bilhões, em agosto/98, para R\$ 41,6 bilhões, em outubro/98. Essas fugas de capitais indicavam mais a falta de confiança nas estratégias de gestão macroeconômicas do que a baixa rentabilidade financeira proporcionada pelo mercado.

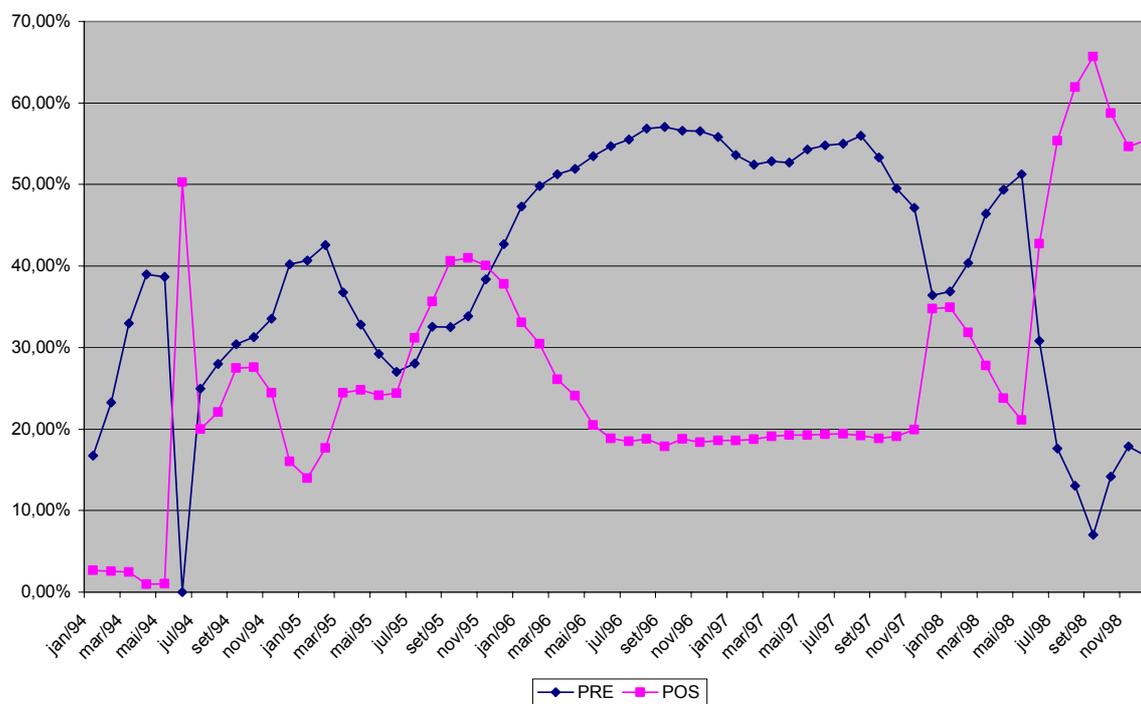
O Governo assinou o termo de compromisso com o FMI comprometendo-se a: não alterar a sua política cambial; honrar todos os compromissos internos e externos; não criar empecilhos à saída de capitais; manter os juros flexíveis; realizar as reformas estruturais; promover um profundo ajuste fiscal.

Segundo o governo, o novo "pacote" visava buscar o equilíbrio das contas públicas, que apresentavam um déficit nominal (conceito que inclui as receitas e despesas correntes do governo mais o pagamento de juros e a correção monetária) de 7,04% do PIB nos nove primeiros meses de 1998.

Em fins de 1998, vê-se um amplo movimento de saída de capitais do Brasil. Deste modo, a presença de choques externos, a instabilidade do sistema financeiro mundial, entre outros fatores, conduziram à uma alteração na composição da dívida mobiliária. Os reflexos foram sentidos logo nos primeiros meses de 1998, onde o agravamento das crises financeiras e o movimento constante de redução das taxas de juros determinaram uma demanda pelas Letras do Tesouro Nacional (LTN) de prazos de 182 e 364 dias, juntamente com LTN de 91 dias, no final de ano.

Frente a esse ambiente de incerteza, deu-se preferência por colocações de LFT que relacionadas ao overnight, possibilitaram a ampliação nos prazos de emissão, para um prazo em torno de sete a doze meses. E desta maneira, a dívida mobiliária passou a apresentar uma composição bem diversa do ano anterior.

### Evolução Pré X Pós (94 - 98)



Fonte: BACEN

À medida que se agravava a situação das reservas com a saída brusca de capitais diante de cada crise externa, buscou-se estimular o regresso desses pelos incentivos fiscais, como a isenção de impostos de renda para aplicações estrangeiras em renda fixa. Outra medida efetuada, simultaneamente, foi a emissão no mercado de títulos públicos indexados à moeda norte-americana, para assim, atrair recursos estrangeiros para esse investimento que se apresentava com maior confiabilidade aos investidores financeiros.

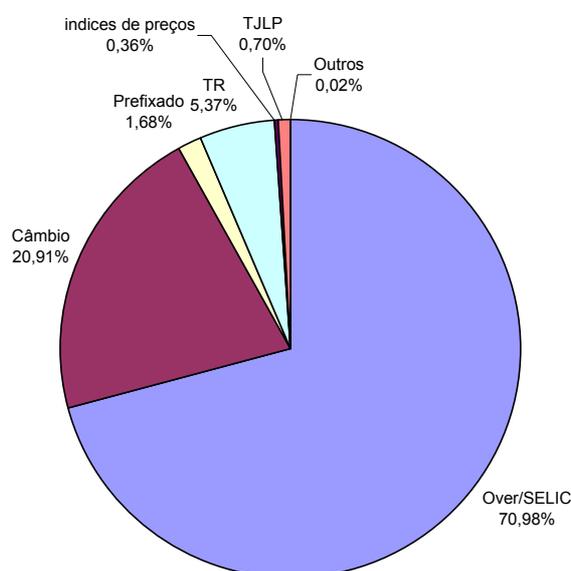
O governo buscava assegurar o volume de reservas não somente elevando a taxa de juros como havia executado até então, pois era preocupante o impacto da elevação dos juros durante os últimos 4 anos sobre as contas públicas. O Comitê de Política Monetária simulando situações onde a taxa Selic seria elevada em 12% durante 3 meses, e onde a taxa Selic seria elevada em 5% em quatro meses, obtia o custo para as finanças públicas em cada caso. O custo fiscal ocasionado pelo primeiro, dado o estoque da dívida de 38% do PIB, seria de 1%

do PIB no déficit nominal e o segundo incrementaria 0,5% do PIB.

Diante do ambiente de incerteza internacional, os países da América Latina estavam no centro das atenções, especialmente o Brasil, dado que o comportamento dos seus ativos financeiros condicionava o comportamento da economia internacional, o que induziu aos investidores internacionais ao “*flight to quality*”.

O governo reagiu de imediato buscando assegurar ao mercado que não efetuará nenhuma alteração na política de câmbio vigente, nem colocaria algum empecilho ao movimento de capitais no país. Simultaneamente, o governo responde com novas elevações da taxa de juros de 20% a.a. para 30% a.a., e poucos dias depois para 40% a.a. evitando a saída abrupta de capital dos investimentos feitos no Brasil.

### Composição da Dívida Mobiliária Federal (1998)



Fonte: BACEN

A elevação dos juros básicos da economia para o patamar de 40% ao ano, como reação

à turbulência nos mercados asiáticos no final de outubro de 1998, obrigou a autoridade monetária a encurtar o prazo de sua dívida mobiliária em mercado. Primeiro, porque a própria elevação do custo da rolagem de sua dívida impôs restrições à colocação de papéis mais longos e, em segundo lugar, porque o mercado passou a exigir um prêmio maior devido à elevação do risco no encarteamento de papéis pré-fixados. Resultado: encarecimento e encurtamento da dívida mobiliária que geraram deterioração fiscal e piora das expectativas do mercado.

A retomada do alongamento do perfil da dívida mobiliária federal deveria ocorrer com a redução dos juros no curto prazo e conseqüente elevação da liquidez do sistema. O alongamento será dado, da mesma forma, pela percepção de piso para os juros nominais, pois com isso seria recuperada a inclinação positiva para a curva de juros. Este piso vincula-se à noção de risco do mercado com relação à continuidade das atuais políticas monetária e cambial que garanta um nível de prêmio adequado ao capital estrangeiro (cupom cambial) e estabilidade dos fluxos cambiais.

O modelo de reinserção da economia brasileira na globalização limitou as alternativas de política econômica. Essa restrição tornou-se clara ao se observar o comportamento da política econômica frente às crises financeiras internacionais, onde o governo apresentava-se impotente diante dos ataques especulativos do mercado que condicionaram a uma maxidesvalorização em 1999.

O medo de uma desvalorização se tornava cada vez maior. Mesmo quando o governo conseguiu reeleger Fernando Henrique Cardoso e quando foi anunciado o acordo com o Fundo Monetário Internacional, a suspeita em relação a uma possível desvalorização da moeda brasileira ainda era enorme. Devemos ressaltar que no final de 1998 a situação acaba se agravando ainda mais com o calote de Minas Gerais, a rejeição no Congresso de uma importante medida fiscal, impossibilitando que as reformas estruturais propostas avançassem.

A virada do ano foi um marco no que diz respeito à incerteza quanto ao que aconteceria à política cambial do país. Em meados de janeiro de 1999, as reservas

internacionais chegava a perder US\$ 1 bilhão por dia e a credibilidade do Governo Federal era extremamente baixa. Outro ponto importante a ser mencionada era o enorme déficit na Balança Comercial causada pelo aquecimento das importações causadas pelo Plano Real o que contribuiu ainda mais para aumentar os temores do mercado financeiro.

***Reservas Internacionais (jun/98 – mar/99)***

<b>jul/1998</b>	<b>ago/1998</b>	<b>set/1998</b>	<b>out/1998</b>	<b>nov/1998</b>	<b>dez/1998</b>	<b>jan/1999</b>	<b>fev/1999</b>	<b>mar/1999</b>
70.210	67.333	45.811	42.385	41.189	44.556	36.136	35.457	33.848

Fonte: BACEN

Podemos ver claramente a queda abrupta das reservas internacionais do Brasil. O Governo não obteve outra saída, em meados de janeiro deste ano o sistema de bandas cambiais foi abandonado.

## **VI. Dívida Mobiliária Federal (1999 – 2002)**

Não há como negar que o alto patamar de juros mantido nos últimos anos contribuiu para que o endividamento estatal se avolumasse, pressionando as contas públicas. Todos reconhecem a impossibilidade de se retomar uma trajetória de crescimento sustentado sem uma redução dos juros e, pelo menos, uma estabilização da relação dívida/PIB. Naturalmente, o esforço para a estabilização dessa relação será tanto maior quanto maior for a taxa de juros média do período e quanto mais tempo se prolongar o desajuste fiscal, que tem como maior componente as despesas financeiras do setor público, em um círculo vicioso.

Um primeiro ponto a ser compreendido é que uma política cambial de desvalorizações anunciadas, como a que se praticava antes de janeiro de 1999, limitava a redução das taxas de juros. Isto porque a remuneração das operações financeiras em reais sempre embutiria a remuneração em dólares, mais a desvalorização prevista, mais o prêmio de risco da economia brasileira. Assim, mesmo na melhor das hipóteses de avaliação do prêmio de risco brasileiro (bastante afetado, aliás, pelas crises da Ásia e da Rússia) a política de desvalorização gradual limitaria o piso dos juros aos 6% dos títulos americanos, mais 7,5% de desvalorização oficial, mais uns 6% da combinação dos prêmios cambiais e prêmios de risco, totalizando cerca de 20% ao ano, valor ainda muito superior às taxas vigentes no mercado internacional. Por esta razão, muitos eram os questionamentos, nos meses precedentes à flutuação do câmbio, em relação à sustentabilidade de uma política de câmbio fixo com desvalorizações anunciadas.

No ano de 1999, a economia brasileira foi marcada por: i) introdução do regime de câmbio flutuante; ii) alteração do regime monetário, com a adoção do regime de metas inflacionárias; e iii) cumprimento das metas fiscais acordadas junto ao FMI.

O "pacote" com o FMI se dividiu em medidas de duas ordens: as de longo prazo, de caráter estrutural (Regulamentação da Reforma Administrativa, Reforma da Previdência Social, Reforma Tributária, Legislação Trabalhista), tratadas no âmbito das reformas constitucionais; as de curto prazo, de caráter emergencial (redução de gastos, redução dos

gastos correntes com Estatais, combate à sonegação e renúncia fiscal , universalizar a contribuição de 11% à Previdência do servidor público, prorrogação da CPMF, aumento do Cofins) tratadas com o objetivo de melhorar rapidamente os resultados das contas públicas.

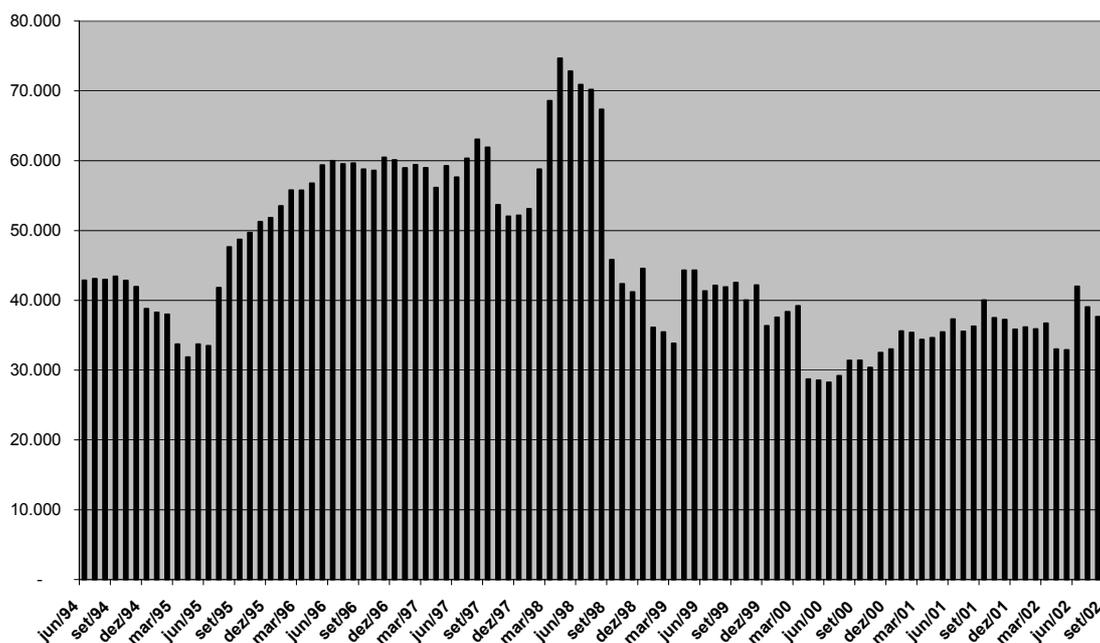
O ano de 1999 iniciou com um grande desafio: impedir o retorno da inflação, como consequência da mudança no regime cambial. As pressões sobre o câmbio já vinham sendo sentidas pelo País desde o final de 1998, em decorrência dos efeitos das crises internacionais do Sudeste Asiático em 1997 e da Rússia no ano seguinte. Sendo assim tornava-se cada vez mais iminente a adoção de medidas conjunturais e estruturais a fim de responder a tais pressões, permitir a redução da taxa de juros e o aumento da poupança interna. A necessidade de ajuste fiscal refletiu-se, então, em um primeiro momento, na elaboração do Programa de Estabilidade Fiscal, apresentado pelo Governo Brasileiro em 28/10/98, no qual foi estabelecido um conjunto de medidas estruturais - dentre as quais, ações nas áreas previdenciária, tributária e Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) – e de curto prazo (redução das despesas do governo federal e previdência e aumento das receitas), com o objetivo de obter superávits primários do setor público consolidado, de 3,1% em 1999, 3,25% em 2000 e 3,35% no ano 2001 (conforme reavaliação constante do Memorando Técnico de Entendimentos com o FMI em março de 1999), para a estabilização da relação dívida/PIB.

Os valores do resultado primário e da dívida líquida do setor público consolidado (novembro/99) superaram as metas estabelecidas com o FMI, conforme o quadro I abaixo.

<b>DADOS</b>	<b>Estimativa 1999 *</b>	<b>Realizado1999 **</b>
<b>PIB real (a.a.)</b>	-1%	0,82%
<b>Inflação (IPCA – a.a.)</b>	6% - 10%	8,94%
<b>NFSP primário (% PIB)</b>	3,10%	3,55%
<b>Dív. Líq. Setor Púb.(% PIB)</b>	51%	47,70%

A desvalorização do real foi gerada em uma situação de deterioração das condições de custo, prazo e volume do financiamento externo voluntário, disponível para os tomadores públicos e privados da economia brasileira. A acelerada trajetória de queda das reservas internacionais, em um quadro de ruptura das condições progressas de financiamento externo, agravou os riscos inscritos na desvalorização. Estes crescem à medida que a intensidade e o timing da depreciação nominal são majorados por uma dinâmica defensiva dos investidores, bancos e empresas, (quando estes buscam diminuir o nível de suas posições descobertas em moeda estrangeira), o que reforça intensidade e o tempo de pressão sobre a taxa de câmbio nominal.

### RESERVAS INTERNACIONAIS (em bilhões)



Fonte: BACEN

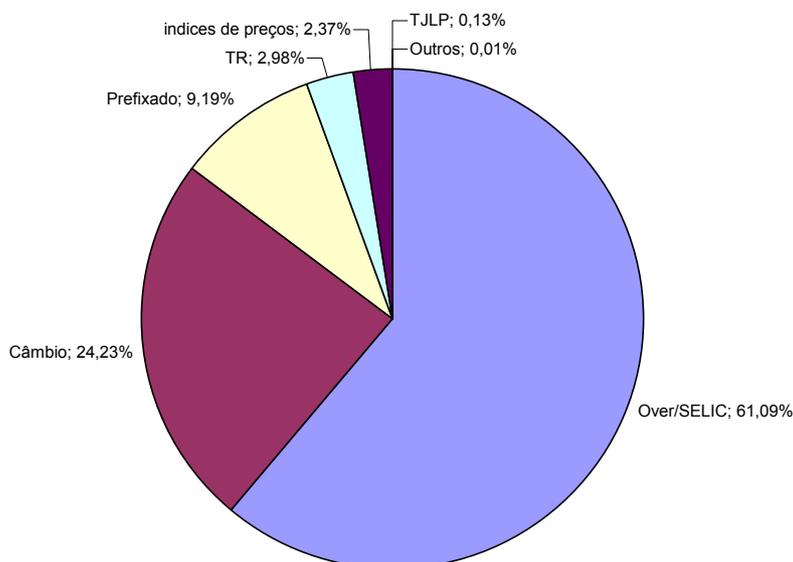
Em resumo, no ano de 1999, a desvalorização do Real se refletiu diretamente sobre as contas públicas, tendo um crescimento da dívida em títulos federais de R\$ 40,618 bilhões no mês de janeiro em janeiro.

Sustentou-se a estratégia de ampliar a participação dos títulos prefixados e reduzir os pós-fixados no total da dívida. De um montante de papéis emitidos de R\$ 21,8 bilhões, somente R\$ 4,2 bilhões eram de LFT, com vencimento de 364 dias, o que significava que cerca de R\$ 17,7 bilhões eram relacionados às LTN, com vencimento de até 91 dias.

Contudo, em julho de 1999, o Tesouro Nacional a fim de propiciar um aumento de liquidez ao mercado secundário de títulos públicos, retornou à emitir títulos prefixados e de prazos mais longos que a LFT, passando a emitir R\$ 500 milhões em Letras do Tesouro Nacional de 362 dias, ou seja, com vencimento em 5 de julho de 2000, na tentativa de alterar novamente a composição da dívida mobiliária federal.

De acordo com dados do Tesouro Nacional, a economia brasileira a dívida mobiliária federal era constituída em 61,09% de títulos corrigidos pela taxa Selic, 24,23% pelo câmbio, sendo os pré-fixados responsáveis por apenas 9,19% dos papéis.

### Composição da Dívida Mobiliária Federal (1999)

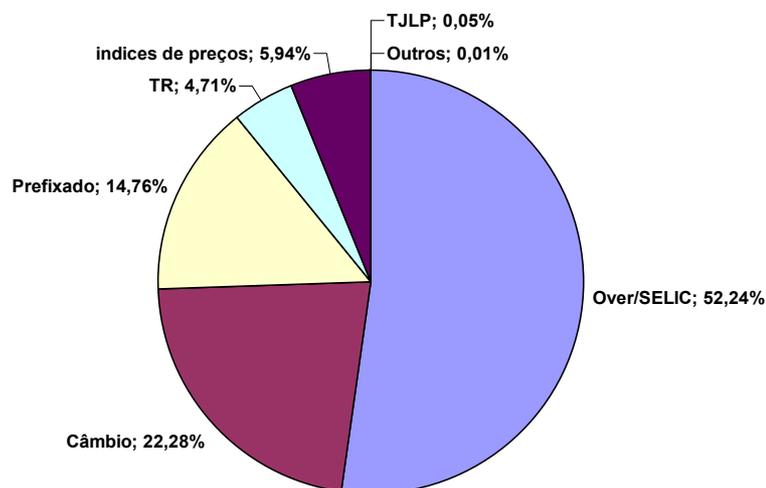


O ano de 2000 revelou uma pequena mudança no quadro observado ao final de 1999. Conforme o Plano Anual de Financiamento, os objetivos dos administradores da Dívida Mobiliária já se mostraram e as principais diretrizes foram:

- Alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública (Letras do Tesouro Nacional – LTN, Letras Financeiras do Tesouro – LFT e Notas do Tesouro Nacional – série C – NTN-C);
- Substituição gradual dos títulos remunerados à taxa Selic por títulos com 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 (alteração dos dispositivos legais).

Como resultado dessas medidas adotadas acima, a participação percentual dos títulos com rentabilidade prefixada elevou-se de 9% em dezembro/99 para 15% ao final de 2000. Em contrapartida, os títulos remunerados à taxa Selic reduziram sua participação no estoque total, de 61% para 52%, enquanto os demais títulos permaneceram com percentual praticamente constante.

### Composição da Dívida Mobiliária Federal (2000)



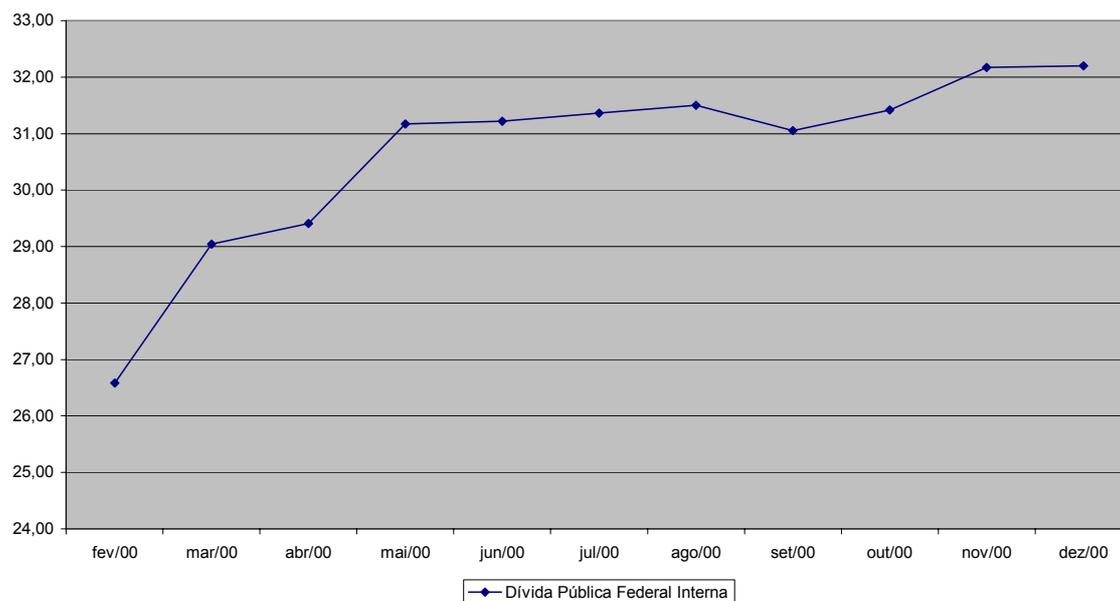
Fonte: BACEN

No mês de janeiro de 2000, as ofertas públicas de títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional eram compostas por LTN de 3 e 6 meses, LFT de 12 meses e NTN-C de 3 e 7 anos. Já os títulos remunerados por índice de preços eram ofertados apenas uma vez por mês em leilões de troca, aceitando-se também moeda corrente. Ainda neste mês de janeiro, foi realizado o primeiro leilão de oferta firme, com a emissão de LTN de 12 meses o qual obteve um excelente aceitação pelo mercado financeiro. Isto já representava um bom alongamento do prazo da dívida pré, visto que as últimas Letras do Tesouro leiloadas tinham prazos muito curtos como de 3 meses. Adicionalmente, o prazo de emissão das LFT ampliou-se de 12 para 18 meses, passando, em março, para 24 meses e, em abril, para 36 meses. Em relação às Notas do Banco Central – Série Especial (NBC-E, indexada a variação do dólar), o prazo de emissão variou entre 24 e 60 meses ao longo do ano, atingindo o ápice em outubro.

Em maio e junho, devido ao aumento das incertezas no cenário internacional, às elevações dos preços internacionais do petróleo e às expectativas quanto à condução da

política monetária norte-americana, as emissões de LTN de 6 e 12 meses foram suspensas por cinco e sete semanas, respectivamente.

**Prazo Médio da Dívida Mobiliária Federal em mercado no ano de 2000  
(em meses)**



Fonte: BACEN

Devemos ressaltar também que esse alongamento de prazo de emissão das LFT que, ao final do mês de outubro, passou para 48 meses. Tal movimento foi de muita importância para o perfil de maturação da Dívida Pública Interna como um todo, já que os títulos indexados à taxa Selic respondem por parcela expressiva (52% em dez/00) da Dívida Pública Federal Interna – DPFi em poder do público.

O bom desempenho da economia brasileira em 2000 permitiu que fossem obtidos avanços importantes na gestão da Dívida Pública Federal. O prazo médio de maturação atingiu praticamente 30 meses em relação aos cerca de 27 meses observados em dezembro de 99, e o percentual de vencimentos em 12 meses declinou para 42%, comparando-se favoravelmente aos 53% do período anterior. Em relação à sua composição, cabe destacar o aumento da participação dos títulos prefixados, de 9% para 15%, em linha com a estratégia de redução

gradual da exposição do Tesouro Nacional ao risco de flutuações de curto prazo das variáveis econômicas.

No plano institucional, também foram registrados progressos significativos. A Lei de Responsabilidade Fiscal definiu com clareza as atribuições relativas à emissão de títulos da dívida federal, representando importante avanço rumo à maior segregação e transparência das políticas monetária e fiscal. Nessa mesma direção, foram consolidadas em um único instrumento legal (Decreto nº 3.540, de 11 de Julho de 2000) as características gerais e as formas de emissão dos títulos públicos federais. Ademais, foi implementada ampla reestruturação da área da Secretaria do Tesouro Nacional responsável pela administração da dívida pública.

Ao final de 2000, para a construção da estratégia de financiamento do Tesouro Nacional relativa ao exercício de 2001, tomou-se inicialmente por um cenário macroeconômico básico interno de tendência, assumindo um ambiente de crescimento, aliado à estabilidade de preços e continuidade do influxo de investimentos diretos, continuidade da redução dos juros domésticos, redução do risco soberano. Devemos ressaltar que os gestores da dívida mobiliária assumia o estrito cumprimento do ajuste fiscal fixados para 2001, a consecução de superávits primários expressivos, bem como de outras receitas próprias (privatizações, principalmente), assume papel importante na trajetória da relação da dívida pública/PIB, constituindo-se, ademais, em pressupostos relevantes para a formulação da estratégia de financiamento.

No âmbito externo, tomou-se por um cenário macroeconômico assumindo menores pressões oriundas dos preços internacionais do petróleo, trajetória de relaxamento nas condições monetárias nos EUA, recuperação gradual da economia argentina, após a liberação do pacote de ajuda econômica do FMI; recuperação do euro e da economia européia, com reflexos positivos sobre as exportações de países emergentes.

De acordo com essas projeções, abre-se espaço para aperfeiçoamentos no processo de administração da dívida pública.

A despeito da sucessão de choques que atingiram a economia mundial e doméstica ao longo de 2001, a sólida política fiscal implementada pelo Governo brasileiro, juntamente com os significativos sinais de melhora nos fundamentos macroeconômicos ao final do ano, levaram à reversão parcial dos impactos adversos sobre os principais indicadores econômicos, corroborando a opção de política econômica adotada.

A desaceleração da economia americana e o agravamento da situação econômica da Argentina causaram repercussão direta no mercado financeiro nacional e dificultaram a implementação integral da estratégia planejada pelo Tesouro Nacional para 2001, divulgada no Plano Anual de Financiamento para aquele ano.

O medo de que a crise Argentina pudesse gerar uma fuga de capitais devido à elevação do risco dos países emergentes fez com que a taxa de juros domésticas de 15,25% no início de ano para 19,00% no mês de julho. O que também pesou para a decisão de adotar medidas restritivas era o medo de que o Brasil não conseguisse cumprir as suas metas de inflação para o ano de 2001 já que a alta volatilidade da cotação do dólar assustava o Governo através do pass-through (repassa da variação cambial para os índices de preços). Devemos lembrar também que a crise energética brasileira trouxe impactos extremamente negativos para as políticas adotadas pois comprometia bastante a tendência de trajetória do crescimento do PIB do país.

O Plano de Financiamento para 2001 apontava como objetivo básico da gestão da dívida pública a minimização dos custos de longo prazo, considerando níveis prudentes de risco. Partindo deste objetivo, foram estipuladas, como principais diretrizes:

- (i) alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública;
- (ii) substituição gradual dos títulos remunerados à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada;
- (iii) desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxas de juros;

(iv) padronização dos instrumentos de financiamento e obtenção de fungibilidade para os títulos pós-fixados.

(v) A manutenção da política de desindexação da dívida através da troca de títulos remunerados pela taxa Selic e variação cambial por papéis com remuneração pré-fixada.

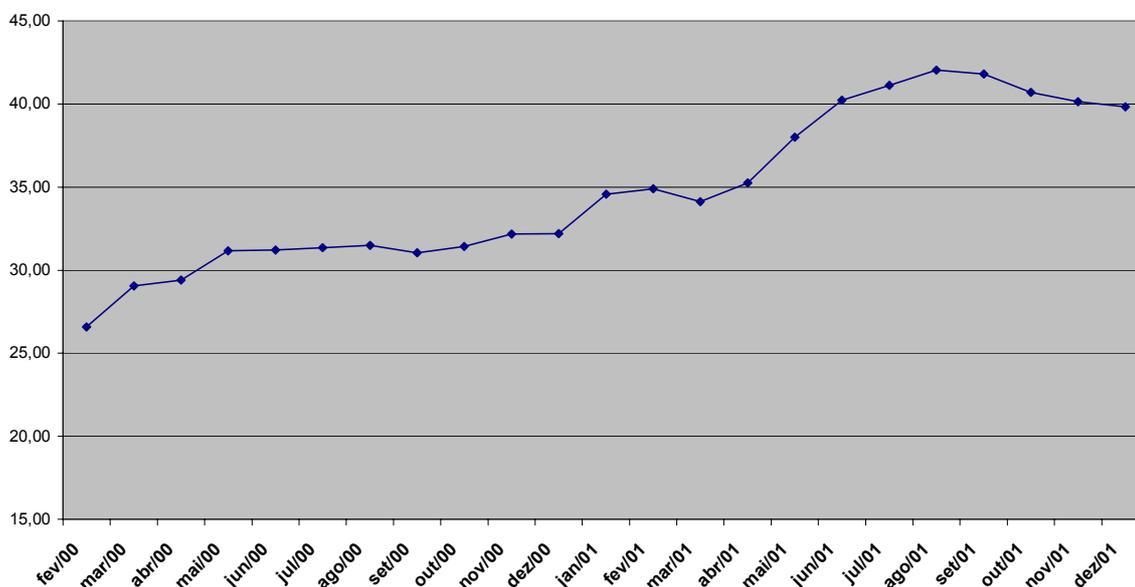
A estratégia básica divulgada no Plano Anual de Financiamento 2001 previa emissões líquidas de LTN (ordem de R\$ 29 bilhões) e resgates líquidos de LFT (ordem de R\$ 52 bilhões) a partir de pressupostos como: emissões de prefixados com até 36 meses; alongamentos adicionais de prazo de emissão para os títulos remunerados à taxa Selic e ofertas regulares de títulos remunerados a índice de preços (NTN-C) com prazo de até 10 anos.

O cenário macroeconômico para o período esperado pelo Governo não ocorreu (causas discutidas anteriormente) acabou dificultando a atuação do mesmo na condução da administração da Dívida Mobiliária Federal citadas anteriormente.

De fato, passou-se a privilegiar o alongamento do prazo médio da dívida pública e a redução do percentual a vencer em 12 meses, de forma a reduzir adicionalmente o risco de refinanciamento, seja o efetivo, seja o percebido.

No início de 2001, o Governo emitia Letras do Tesouro com prazos de 6 e de 12 meses, passando a alongar estes vencimentos para 12 a 18 meses alcançando até a leiloar LTNs com prazos de 24 meses. Mas, devido cenário conturbado tanto no front externo quanto no front interno, provocou novamente a suspensão da emissão de LTN (pré-fixado) nos meses de março, julho e setembro.

**Prazo Médio da Dívida Pública Federal em mercado  
(em meses)**



Fonte: BACEN

Em relação ao alongamento do prazo de emissão das Letras Financeiras do Tesouro, cabe destacar sua evolução de 48 para 60 meses em janeiro. Já a partir do mês de outubro e novembro, entretanto, a demanda por LFT de longo prazo reduziu-se, devido aos limitados vencimentos destes títulos públicos nos últimos meses do ano e à maior demanda por instrumentos cambiais e prefixados no período já que a oscilação do do câmbio estava extremamente alta.

O total de títulos da dívida pública indexados ao dólar elevou-se de US\$ 65,63 bilhões em junho de 2001 para US\$ 66,64 bilhões em julho de 2001. Em reais, o total desses títulos elevou-se em R\$10,76 bilhões refletindo desvalorização cambial de 5,5% em fim de período e apropriação de juros, uma vez que a taxa de rolagem da dívida cambial alcançou 81% (principal + juros totais).

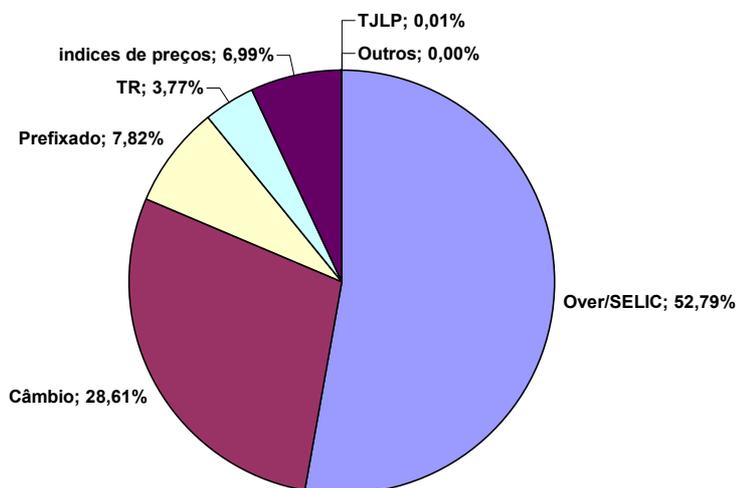
O prazo médio do estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal apresentou aumento ao longo de 2001, passando de 29,8 meses em dezembro de 2000 para 35,0 meses em

dezembro de 2001, tendo alcançado no segundo semestre do ano maior patamar verificado na história da administração da dívida pública. Este acréscimo pode ser atribuído principalmente à evolução significativa do prazo médio dos títulos indexados à taxa Selic e a índices de preços, que juntos representam mais de 50% da DPMF.

A volatilidade verificada no mercado financeiro doméstico ao longo de 2001 foi a principal responsável pela redução da participação percentual dos títulos com rentabilidade prefixada no total da DPMFi. A incerteza levou ao aumento dos prêmios e queda de prazos e de demanda para as LTN, colocando o Tesouro Nacional ante a escolha de, por um lado, aprofundar a prefixação da dívida à custa de aumentar o risco de refinanciamento, ou, por outro, aceitar uma redução no percentual de dívida prefixada e alongar o prazo médio da dívida pública.

A prioridade dada ao risco de refinanciamento dificultou a estratégia de substituição da dívida remunerada pela taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada, cuja participação percentual passou de 14,8% em dezembro de 2000 para 7,8% em dezembro de 2001.

### Composição da Dívida Mobiliária Federal (2001)



Fonte: BACEN

Para o ano de 2002, o Tesouro Nacional apostou em uma diretriz mais ampla para a estratégia de financiamento de 2002 refere-se ao monitoramento dos riscos de refinanciamento e de mercado. A exemplo da estratégia empreendida em 2001, as ações do Tesouro privilegiarão os seguintes aspectos, observando as condições de mercado:

- (i) alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública (Letras do Tesouro Nacional – LTN, Letras Financeiras do Tesouro – LFT e Notas do Tesouro Nacional, série C – NTN-C);
- (ii) manutenção do percentual de dívida vincenda em 12 meses em níveis prudentes;
- (iii) substituição gradual dos títulos remunerados à taxa SELIC por títulos com rentabilidade prefixada;
- (iv) desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxa de juros (prefixada e de índice de preços); e
- (v) busca de perfil mais homogêneo de maturação da dívida pública.

Dois fatores fizeram com que o Tesouro Nacional fique em posição confortável com relação à necessidade de financiamento para 2002.

1- Os vencimentos projetados para este exercício referentes à dívida de responsabilidade do Tesouro Nacional correspondem a cerca de R\$ 138,8 bilhões, representando queda de aproximadamente 1/3 em relação ao ano de 2001. Tendo em vista as maturações da dívida do Banco Central de R\$ 53,7 bilhões, os vencimentos da dívida pública federal em 2002 somam R\$ 192,5 bilhões.

2- Outro fator positivo para o Tesouro Nacional era o abatimento de cerca de R\$ 60 milhões da dívida pública (R\$ 53 milhões destinados a dívida interna) via recursos de origem orçamentária.

No mês de março, o Tesouro Nacional realizou sua primeira oferta pública de títulos remunerados pelo IPCA (Notas do Tesouro Nacional - série B – NTN-B) com prazo de vencimento em 15 de março de 2023 (7.670 dias).

A redução do risco de refinanciamento vem sendo alcançada por meio do aumento gradual do prazo médio de emissão dos títulos emitidos principalmente por oferta pública em especial, dos títulos remunerados por índices de preços, auxiliando, dessa forma, no aumento do prazo médio e na queda do percentual vencendo da dívida pública. Nesse sentido, a emissão da NTN-B com prazo de 256 meses representa importante passo na consolidação de mercados de longo prazo para os títulos da dívida pública e alongamento do seu prazo, atualmente em 35,61 meses (janeiro de 2002).

Já no começo do ano de 2002, a falta de um candidato do Governo para as eleições em outubro deste ano trouxe muita volatilidade e incerteza ao mercado financeiro. Os principais mercados mais afetados foram o de juros e câmbio. Devemos mencionar que nesta altura dos acontecimentos, um aumento nas taxas de juros poderia causar um aumento nos custos da dívida já que causaria uma forte demanda por papéis pós-fixados.

A grande onda de incertezas e instabilidade que foram observadas forçou o governo a adotar medidas para tranquilizar o mercado financeiro. Como os investidores estão cada vez mais relutantes em segurar títulos públicos de prazos longos, os deságios observados estão cada vez maiores. O Governo, numa tentativa de acalmar o mercado se comprometeu a trocar títulos de longo prazo, com vencimentos entre 2004 e 2006 por títulos de curto prazo que vencem ainda em 2002.

A deterioração das condições de negociação da LFT se deve primordialmente a alguns equívocos na administração da dívida mobiliária. Entre eles, destaca-se a insistência do Tesouro/BC no alongamento dos prazos dos títulos colocados em mercado e a oferta do produto "casado" swap cambial/LFTs.

“Por causa de sua característica de baixo risco de flutuação de taxas de juros, as LFTs tradicionalmente foram colocadas com ágios/deságios muito pequenos. Historicamente, isso comprova que esses títulos de fato cumpriram seu papel na redução do custo do endividamento público, principalmente nos episódios de maior tensão no mercado.

Ocorre que a tradicional característica do papel parece estar se perdendo, se observarmos os altos deságios verificados nas recentes colocações primárias e nas negociações no mercado secundário desses títulos, bem como a elevada volatilidade nos preços desses papéis. Ou seja, ao se aproximar de novo um momento de tensão no mercado, o papel desenhado para funcionar bem nesses períodos parece ter perdido seu "appeal", tornando-se quase tão arriscado (se avaliarmos pelos prêmios exigidos) quanto os demais papéis da dívida. As LFTs têm sido negociadas com taxas equivalentes a 105% do CDI, o que é um evidente exagero para um papel supostamente "sem risco". “ (Gustavo Loyola – Boletim Tendências , 15/05/2002).

Devemos lembrar que no dia 29 de maio de 2002, quando o governo determinou que os fundos compulsoriamente contabilizassem o valor atualizado das cotas dos seus fundos por todos os ativos de suas carteiras no valor de mercado expresso no mercado secundário de títulos ao invés de contabilizarem os títulos pelos seus preços de compra. Essa mudança foi

explicada aos clientes em termos tão técnicos que os pequenos investidores ainda não sabem o que atingiu suas aplicações. A consequência de tal desinformação foi a volta às aplicações na poupança. depois do dia da ruptura houve uma expressiva saída de recursos dos fundos de investimento e uma grande entrada de recursos na poupança.

Nos últimos meses, alguns analistas, principalmente estrangeiros, passaram a considerar algum tipo de "default" nos pagamentos da dívida pública interna brasileira. A maioria dos textos produzidos por esses analistas geralmente não lançam luz alguma sobre a questão do endividamento do setor público brasileiro, mas costumam produzir um enorme calor no mercado, provocando movimentos de manada dos investidores.

Com relação à possibilidade de o governo simplesmente "renegar" o pagamento da dívida interna, as chances eram praticamente nulas. Em socorro a essa tese basta constatar que os incentivos políticos são todos contrários a uma ação desse tipo. Os credores do governo são, em última análise, os depositantes das instituições financeiras, os quotistas dos fundos mútuos e os titulares de planos privados de aposentadoria. Qualquer ruptura contratual na dívida implicaria na indisponibilização dos recursos do público, com graves consequências políticos-legais. Apenas 7% da dívida mobiliária é de titularidade final de pessoas físicas ou de pessoas jurídicas não-financeiras. O restante está principalmente na carteira das instituições financeiras (52% do total, sendo 38% livres e 14% vinculados a recolhimentos compulsórios no BC) e nos portfólios de fundos de investimentos e de outros investidores institucionais (36%). Para que se instale uma crise aberta de financiamento da dívida pública interna, é necessário que os recursos do público fujam maciçamente do sistema financeiro.

No mês de novembro o Tesouro Nacional volta a administrar com comodidade a administração dos títulos do governo pois permitirá ao atual governo deixar caixa suficiente ao final deste ano para que a nova equipe federal quite R\$ 45 bilhões da dívida que vence no primeiro trimestre de 2003.

A conta única do Tesouro tem, atualmente, cerca de R\$ 100 bilhões em caixa e deverá encerrar o ano nesse patamar. A robustez da conta única forma um "colchão" que dá tranquilidade na quitação da dívida pública no início de 2003. Devemos lembrar que em julho e agosto, logo depois da crise dos fundos de investimentos, o Tesouro conseguia realizar semanalmente a colocação de apenas R\$ 600 milhões em títulos públicos, nos tradicionais leilões das terças-feiras. Em setembro, foi possível ampliar a negociação semanal de papéis federais para R\$ 1,7 bilhão por semana; saltando a R\$ 3 bilhões semanais em outubro e chegando a R\$ 6,8 bilhões em novembro. A retomada do interesse por títulos federais envolve demanda por papéis vinculados a índices de preços, com aversão a títulos cambiais e vinculados à variação da Selic. Segundo Guardia, o ideal, a médio e longo prazos, é aumentar a participação desses papéis e dos títulos prefixados.

Caberá ao próximo Governo a responsabilidade de obter superávit primários consistentes o suficiente para conter a trajetória do aumento da relação dívida/PIB. Como já declarado pelo presidente eleito, o comprometimento do Governo com uma responsabilidade fiscal forte estará garantida. A elevação da meta do superávit primário em meio ponto percentual já foi um grande passo.

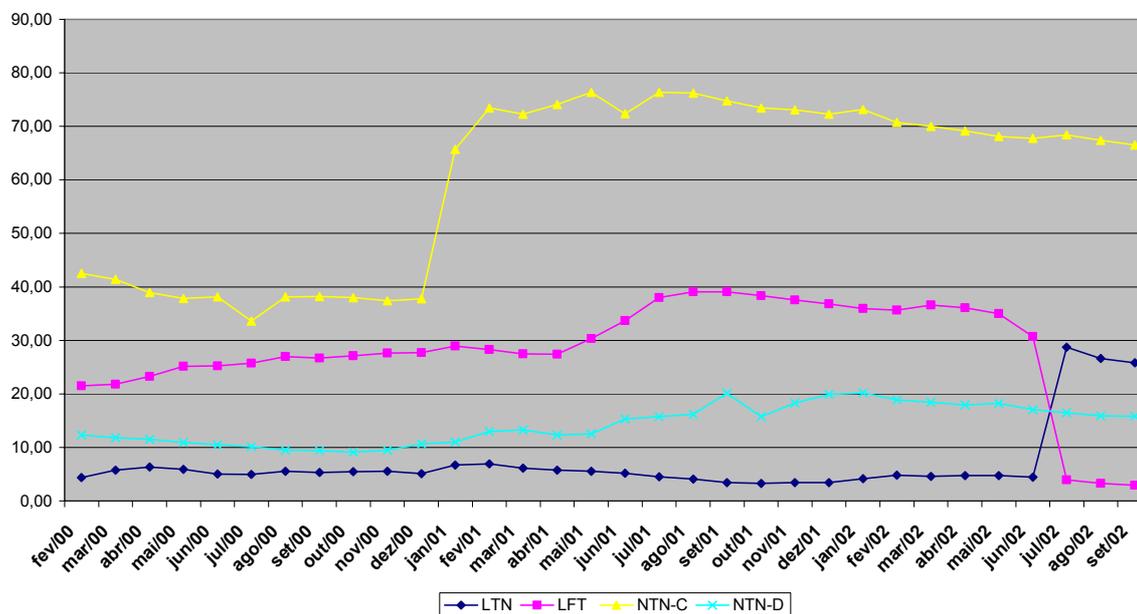
## VII. Conclusão

A administração da Dívida Mobiliária Federal, no que tange aos prazos e juros, o impacto fiscal depende, essencialmente, das expectativas do mercado ante a taxa *over-selic* já que isso se associa, por sua vez, ao comportamento esperado das taxas de câmbio e inflação. Em momentos de expectativas desfavoráveis ou seja, desvalorização cambial impactando nos índices de inflação que por sua vez gerando expectativas de aumento da taxa *over-selic*, uma política de alongamento dos prazos dos títulos públicos federais principalente por títulos prefixados levaria a um crescimento dos encargos da DMF e, conseqüentemente, à expansão da DLSP e da NFSP. A razão disso é o aumento do prêmio de liquidez exigido pelos agentes privados sobre os papéis públicos.

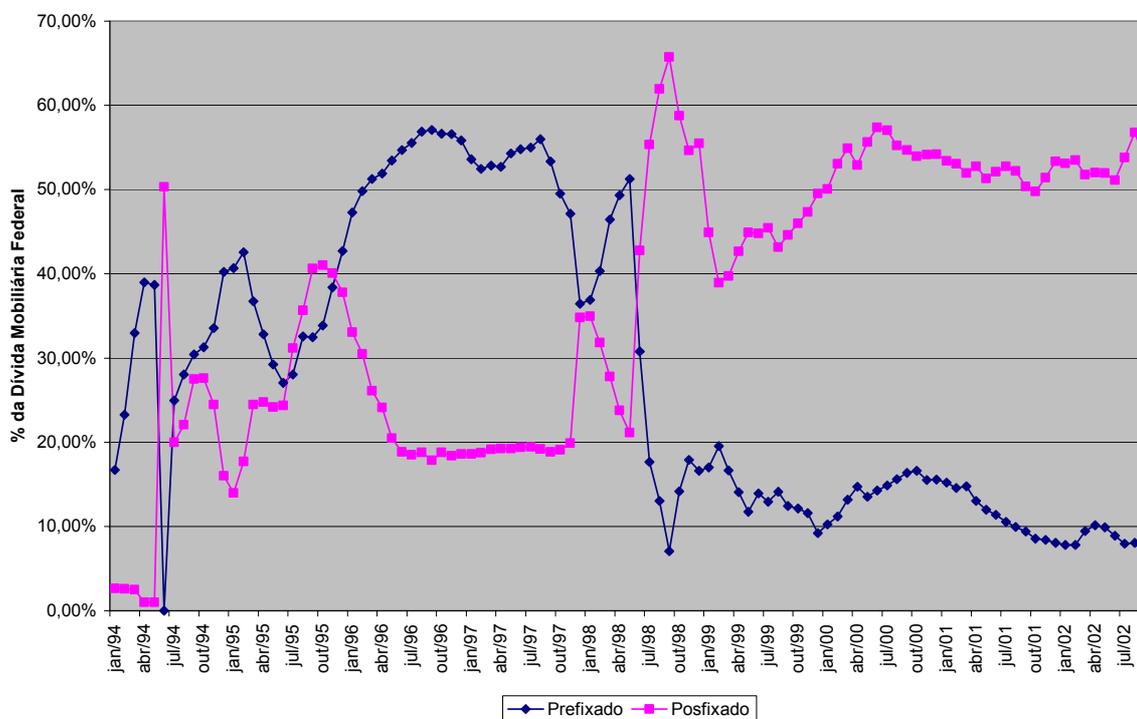
Já em períodos de expectativas favoráveis, estabilidade dos níveis de preços e câmbio, proporcionando assim uma queda nas taxas básicas de juros tendem a ser associados a aumentos de prazos e redução de custos da DMF. A análise do desempenho recente da gestão da dívida mobiliária brasileira revela que, durante parte expressiva do período 1995/97, o governo conseguiu melhorar as condições gerais de financiamento de sua dívida mobiliária, apesar do crescimento do estoque. Já no final começo de 2002 os prazos encurtaram com a alta volatilidade no mercado financeiro. A possibilidade do retorno da inflação no longo prazo, com a contínua depreciação da taxa de câmbio favorece aos investidores a demandarem papéis que possam protegê-los contra possíveis perdas futuras.

Até 1999 estabilidade dos preços, por si só, não tem sido capaz de conferir ao setor público brasileiro a credibilidade necessária para que os agentes privados passem a encarar o título público de longo prazo como uma alternativa segura de aplicação da riqueza. No presente, com o avanço da inflação, essa confiança do investidor se torna ainda mais abalada. Uma conseqüência direta da aversão dos agentes em relação à títulos públicos de longo prazo do Tesouro Nacional impede, por enquanto, a construção de uma curva de *yield curve* de tais títulos.

### Prazo Médio por Título Federal (2000 - 2002)



### EVOLUÇÃO PRÉ X POS



Fonte: BACEN

O grau de dificuldade do próximo governo em rolar os títulos cambiais com vencimento no primeiro trimestre de 2003 será calibrado pelo nível de confiança que ele obter junto aos mercados nos próximos meses. Após a indicação da nova equipe econômica e a confirmação a partir de janeiro das promessas de austeridade fiscal, controle inflacionário e respeito dos contratos, a atual tendência de melhora do sentimento dos investidores em relação ao país poderá ser consolidada e os leilões de swap dos papéis cambiais deverão ser gradualmente serem normalizados.

Em contrapartida, uma frustração com os primeiros passos do governo poderá complicar ainda mais a rolagem da dívida interna atrelada ao dólar.

Cabe ao próximo governo buscar alongar o prazo médio de maturidade da dívida no que diz respeito a médio e curto prazos. Mas para que ocorra tal alongamento, os papéis de longo prazo só seriam aceitos caso fossem indexados já que títulos pré-fixados de maturidade longa seriam demandados apenas com uma taxa de desconto bastante elevada. O grande problema então seria como promover esse alongamento da dívida mobiliária de tal forma que a exposição do governo aos riscos fosse pequena.

## VIII. ANEXO<sup>3</sup>

### O Mercado Aberto de Títulos Públicos Federais

Neste anexo, faremos uma breve descrição do mercado de títulos federais. As transações com títulos públicos federais, sejam no mercado primário ou secundário de títulos, são efetivadas e registradas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). Nesse mercado, a taxa média das transações diárias (contabilizada em termos de dia útil) é a taxa *over*/Selic. Assim, essa taxa representa o retorno médio dos títulos federais uma vez que relaciona todos os leilões primários e também as operações no mercado secundário. Esse mercado é aberto a todos, sejam instituições financeiras, pessoas físicas, empresas não-financeiras e investidores institucionais. O BC negocia diretamente com um grupo credenciado de instituições financeiras (os *dealers* de títulos públicos) e as demais instituições financeiras e demais agentes participam das transações via *dealers*. No mercado primário temos dois tipos básicos de transações: os leilões e os *go arounds*. Nos leilões do TN, o objetivo é financiar o déficit fiscal e obter recursos para a rolagem da dívida que está vencendo. Todas as instituições financeiras integrantes do Selic podem participar dos leilões que se processam da seguinte forma: as instituições financeiras submetem seus lances selados (sem que os outros participantes saibam) através de terminais de computador ao BC (que é o responsável pela operacionalização do leilão). Pelas regras vigentes de leilões do primeiro preço, os lances são organizados em ordem decrescente do maior para o menor preço unitário (ou seja, da menor para a maior taxa de juros) até que a oferta pública seja exaurida. Esse leilão de primeiro preço ou discriminatório é um tipo de leilão de envelope fechado. O termo discriminatório refere-se ao fato de que, na maioria dos leilões, as quantidades são vendidas a preços divergentes, com o TN agindo como um monopolista discriminador de preços, uma vez que está vendendo o mesmo bem homogêneo (os títulos públicos) a preços diferentes.

O BC, por sua vez, também realiza leilões e *go arounds* de títulos públicos — operações competitivas de compra e venda definitiva de títulos ou de financiamento realizadas entre o

---

<sup>3</sup> A Administração da Maturidade da Dívida Mobiliária Brasileira no Período 1994/97 – Napoleão Silva e Marco

BC e os *dealers* credenciados. Esse tipo de operação é utilizado quando o BC tem de realizar ajuste na base monetária de forma mais rápida.

No mercado secundário, as principais operações são os empréstimos de reservas bancárias lastreados em títulos públicos e as operações de compra e venda definitiva de títulos. Diariamente as instituições financeiras negociam reservas bancárias no mercado aberto onde são dados títulos federais em garantia. Neste caso, o tomador dos recursos realiza uma operação de venda de títulos federais, assumindo o compromisso de recomprá-los em determinada data futura (geralmente no dia seguinte). Nesse tipo de transação, os riscos são extremamente baixos, uma vez que, se o tomador não pagar, o prestador fica com os títulos que possuem elevada liquidez no mercado aberto. No mercado secundário também ocorrem operações de compra e venda final na qual é realizada a transferência definitiva da propriedade dos títulos. Os principais títulos federais negociados após o Plano Real de responsabilidade do TN são:

a) Letra do Tesouro Nacional (LTN) — título de crédito público, emitido para a cobertura de déficit orçamentário e operações de antecipação de receita. Possui um prazo mínimo de 35 dias, e sua rentabilidade é definida pela taxa de desconto dada pela diferença entre o preço de colocação e o valor nominal do resgate.

b) Nota do Tesouro Nacional série D (NTN-D) — título de dívida pública federal com prazo mínimo de três meses. Esse papel paga juros de 6% a.a., calculados sobre o valor nominal atualizado, pagos no resgate para os títulos de até seis meses de prazo ou semestralmente, de acordo com o mês de resgate, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O valor nominal é atualizado pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de taxas livres, divulgada pelo BC, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título. O resgate do principal é feito em uma única parcela na data do vencimento. Devemos notar que a rentabilidade total

dos títulos que pagam juros e correção é definida por estes adicionada ao deságio ou ágio na compra do título (quando houver).

*c)* Nota do Tesouro Nacional série H (NTN-H) — prazo mínimo de três meses, a atualização do valor nominal é dada por índice calculado com base na TR, divulgada pelo BC, desde a data de emissão até a data do resgate, realizado em parcela única na data de vencimento.

*d)* Letra Financeira do Tesouro (LFT) — o rendimento deste título é definido pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no Selic para títulos federais, divulgada pelo BC, calculado sobre o valor nominal e pago no resgate do título.

*e)* Nota do Tesouro Nacional série A (NTN-A) — rentabilidade dada pelos juros de 6% a.a. calculados sobre o valor nominal atualizado no resgate. Os juros estão isentos do imposto de renda. A atualização do valor nominal é feita por índice calculado com base na TR, desde a data de emissão até o resgate, ou pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgado pelo BC, onde serão consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e resgate do título (o que for maior).

*f)* Nota do Tesouro Nacional série B (NTN-B) — juros de 6% a.a. calculados sobre o valor nominal atualizado, pagos no resgate. Atualização do valor nominal pela variação do IGP-M do mês anterior. Resgate do principal em parcela única.

*g)* Nota do Tesouro Nacional série C (NTN-C) — juros de 6% a.a. calculados sobre o valor nominal atualizado pagos semestralmente de acordo com o mês de resgate. Atualização do valor nominal pela variação do IGP-M do mês anterior. Resgate do principal no vencimento.

Os títulos de responsabilidade do BC são:

*a)* Bônus do Banco Central (BBC) — título emitido com o objetivo de servir como instrumento de política monetária. O prazo mínimo é de 28 dias, o valor nominal é múltiplo de

R\$ 1 mil, a rentabilidade é dada pelo desconto representado pela diferença em moeda corrente entre o preço de colocação pelo BC e o valor nominal de resgate.

*b)* Letra do Banco Central (LBC) — o prazo máximo deste título é de 30 meses, o rendimento é definido pela taxa média ajustada dos financiamentos apurados no Selic para títulos federais de características semelhantes divulgadas pelo BC calculado sobre o valor nominal e pago no resgate.

*c)* Nota do Banco Central série especial (NBC-E) — prazo mínimo de três meses, juros de 6% a.a. calculados sobre o valor nominal atualizado com pagamento semestral. A atualização do valor nominal é dada pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo BC.

## IX. BIBLIOGRAFIA

Ministério da Fazenda – Secretaria do Tesouro Nacional. “Finanças Públicas”. III Prêmio de Monografia Tesouro Nacional, 1999

GIAMBIAGI, Fabio e Além, Ana Cláudia. “Finanças Públicas”, 2000

SILVA, Napoleão Luiz Costa e Cavalcanti, Marco Antônio Freitas de Hollanda “A Administração da Maturidade da Dívida Mobiliária Brasileira no Período 1994/97”, 2000

HULL, John. “Introdução ao Mercado de Futuros e Opções”

ABREU, Marcelo de Paiva. “A Ordem do Progresso – Cem anos de política econômica republicana 1889 – 1989” 14ª Tiragem

GOLDFAJN, Ilan e Paula, Áureo de. “Uma nota sobre a Composição Ótima da Dívida Pública: Reflexões para o Caso Brasileiro”, 1999

BNDES. Sinopse Econômica nº 111, 2002

PINHEIRO, Maurício Mota Saboya. “Dívida Mobiliária Federal e Impactos Fiscais: 1995/1999”, 2000

Tesouro Nacional. Dívida Pública: “Plano Anual de Financiamento 2001”, 2001

Tesouro Nacional. Dívida Pública: “Plano Anual de Financiamento 2002”, 2002

Ministério da Fazenda. “Boletim Anual de Acompanhamento Macroeconômico 2000”, 2000

Revista do BNDES. “A Política Fiscal depois de 2002: Algumas Simulações”, 2000

Boletim Focus. Banco Central do Brasil

Tesouro Nacional. Endereço na internet: <http://www.stn.fazenda.gov.br>

Banco Central do Brasil na internet: <http://www.bcb.gov.br>

