

UMA REVISÃO DE QUARENTA ANOS DA DÍVIDA MOBILIÁRIA BRASILEIRA

**Orlando Assunção Fernandes
Frederico Araujo Turolla**

A parcela mais importante e mais dinâmica da dívida pública brasileira atualmente corresponde à dívida mobiliária doméstica. É nesse segmento que o governo federal faz frente à maior parte de suas necessidades de financiamento. Devido à sua importância, a composição da dívida mobiliária doméstica afeta diretamente a disponibilidade de instrumentos financeiros para o sistema bancário, bem como exerce forte influência nos rumos da gestão da política macroeconômica.

Quando analisamos a trajetória da dívida mobiliária doméstica brasileira, percebemos que esta apresenta vicissitudes típicas de países emergentes, que a literatura vem classificando como “pecado original” (Eichengreen, Hausmann e Panizza, 2002), “intolerância à dívida” (Reinhart, Rogoff e Savastano, 2003) ou “descasamento de moedas” (Goldstein e Turner, 2004). Sem prejuízo dessas correntes, há necessidade de uma avaliação das idiossincrasias de cada mercado de dívida pública, que esses modelos não são capazes de levar em consideração. Este foi o objetivo deste artigo, realizar uma revisão dos primeiros quarenta anos de institucionalização do mercado de dívida mobiliária federal doméstica no Brasil, apontando algumas vicissitudes presentes no caso brasileiro.

O impulso para o desenvolvimento do mercado de títulos da dívida pública foi dado em 1964, quando se teve início o processo de indexação no Brasil. Este processo foi regulamentado pela Lei n.º 4.357 de 16/07/64 que criou as ORTN e institucionalizou a correção monetária. Antes da criação da ORTN, o mercado de títulos públicos praticamente não existia, devido à sua reduzida liquidez e à baixa rentabilidade dos títulos. Com a criação da ORTN, o mercado passou a contar com um novo instrumento que protegia o adquirente da depreciação monetária. Assim, a indexação teve papel essencial, juntamente com a aceitação de títulos para o pagamento de tributos, para consolidar inicialmente o mercado de dívida mobiliária.

Entretanto, mesmo com uma aceitação cada vez maior das ORTN por parte do público, as operações de mercado aberto não conseguiam deslanchar, haja vista a ORTN apresentar vencimentos a longo prazo. Fez-se necessária, portanto, a criação de um novo título público, de prazo mais curto e de maior liquidez. Desse modo, em 20/01/70, através do Decreto-Lei n.º 1.079, foram criadas as Letras do Tesouro Nacional (LTN). As LTN foram criadas com o intuito de dotar o mercado de um papel prefixado, com características mais simples, e capaz de permitir uma maior flexibilidade e rapidez às operações de mercado aberto. Todavia, com a expansão inflacionária ocorrida na segunda metade dos anos setenta, aumentou-se consideravelmente a procura por papéis indexados à correção monetária.

A correção monetária criada em 1964 e destinada naquele momento a privilegiar contratos de longo prazo, conquistou credibilidade durante seus primeiros dez anos de existência. Contudo, a partir de meados dos anos setenta, mudanças na correção das ORTN começaram a abalar o nível de confiança no padrão de indexação dos títulos federais. A perda acumulada da credibilidade causada pela sub-indexação dos títulos, somada à aceleração inflacionária, trouxe a necessidade de redução dos prazos dos títulos públicos para atender à demanda do público.

Nos anos oitenta, com o fracasso do Plano Cruzado em debelar a inflação, o BC passou a intervir no mercado com um título de sua própria emissão (LBC), depois substituída pela LFT. Estes títulos tinham sua remuneração fixada diariamente e embasada na taxa praticada nas operações de overnight, a qual, em geral, acompanhava a taxa de inflação. Diferente da sistemática até então praticada, fundamentada numa indexação baseada em índices de preços, a LBC/LFT passou a utilizar um conceito de indexação financeira vinculada à taxa média de juros praticada em operações diárias no sistema SELIC, as quais seguiam a inflação.

Assim, ao final dos anos oitenta o governo brasileiro carregava uma dívida interna que, simultaneamente, era extremamente curta e praticamente toda indexada a taxa over, com a

participação das LFT atingindo a marca dos 98% em 1989. Com a perda da confiança dos agentes nos mecanismos de correção monetária, e na própria capacidade de solvência do Estado, diante de uma inflação crônica e cada vez mais elevada, e sem poder contar, como em outras oportunidades, com um elevado grau de liquidez internacional, o país acabou naquele momento conduzindo a gestão de sua dívida mobiliária interna pela opção mais adversa: a combinação de uma dívida pós-fixada com um reduzido prazo médio.

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

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

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

Em meados de 1998, com o choque externo representado pela moratória russa, a situação tornou-se ainda mais difícil, gerando a necessidade de levar a cabo tal estratégia, de forma ainda mais agressiva, com um rápido e intenso movimento de substituição dos títulos prefixados por pós-fixados na composição da dívida mobiliária doméstica. Esse processo de substituição de papéis acabou ocorrendo com grande intensidade e baixa dispersão no tempo, haja vista o significativo volume de papéis com vencimentos praticamente simultâneos, decorrente do curto prazo médio. A trajetória da dívida pública ao longo do período e o fenômeno da intolerância à dívida foram assim gradualmente reduzindo a disposição dos tomadores em aceitar papéis prefixados. Desse modo, para os responsáveis pela administração da dívida, a indexação passou a ser a alternativa diante da exigência dos demandantes por prêmios cada vez mais elevados.

Fica evidente, portanto, que a parcela mobiliária doméstica da dívida do setor público é relevante não somente pelo seu tamanho, mas também por seu perfil e pela sua importância no próprio processo de rolagem da dívida pública. Entender sua evolução histórica e os desafios enfrentados pelos gestores ao longo desses últimos quarenta anos pode ser um excelente referencial para que erros cometidos no passado não venham a se repetir no futuro.

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

I) A necessidade de estímulos criativos de política pública para o desenvolvimento e a consolidação do mercado de dívida mobiliária. Em estágios iniciais, a indexação teve papel essencial. Em estágios posteriores, os estímulos tiveram que ser ainda mais sofisticados.

II) A necessidade do exercício de um papel de liderança na inovação financeira, através da diversificação de instrumentos da dívida pública, aumentando a atratividade da mesma para os tomadores. Notou-se que tal estratégia não foi desprovida de custos, como mostrou a indexação cambial da dívida mobiliária pós-Plano Real.