

3 A GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS-REAL

3.1 Considerações iniciais

O objetivo desse capítulo é analisar as questões relativas à evolução da gestão da dívida pública brasileira no período pós-Real, focando principalmente a análise da evolução da duração. O que determinou a evolução da duração no período pós-Real? Como evoluíram a composição e o tamanho da dívida pública no período estudado e como estas influenciaram a trajetória da duração? Por que se estudar a duração e não somente o prazo médio da dívida pública brasileira?

A escolha do Plano Real como marco inicial do nosso período de análise se dá pela grande mudança de ambiente econômico que este propiciou. Afinal, apesar do Plano Real ter obtido grande êxito ao debelar a inflação consistentemente (a partir, inicialmente, da desindexação com a URV); o período que se seguiu a este foi marcado por um aumento bastante significativo do tamanho da dívida pública brasileira.

Desde o início do Plano Real, a dívida apresentou um crescimento substancial, tanto em termos de valor quanto em termos de proporção do PIB. Em relação à dívida como um todo, destaca-se o crescimento da Dívida Mobiliária Federal. A razão Dívida Mobiliária Federal/PIB⁶ cresceu de 13,4% em julho de 1994 para 38,1% em dezembro de 2002. O montante da mesma passou de R\$ 57.632 milhões em julho de 1994 para R\$ 600.018 milhões em dezembro de 2002. As razões para tal aumento da dívida pública serão investigadas na seção 3.1 deste capítulo.

⁶ Dívida Mobiliária do Tesouro Nacional e Dívida Mobiliária do Banco Central (fonte: Nota para Imprensa de Política Fiscal – quadros 34 e 34-A)

TABELA III.1		Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Dez/02
Dívida	Mobiliária	11,95%	15,78%	21,34%	28,08%	34,89%	39,62%	42,82%	48,05%	38,09%
Federal (como % do PIB)										

Fonte: Nota para Imprensa (Banco Central do Brasil)

Esse aumento expressivo do tamanho da dívida pública representou uma importante restrição de política econômica a ser enfrentada pelo país no período estudado. Essa restrição limita seriamente as escolhas dos *policy-makers* em relação à gestão da dívida pública e, dada a percepção de maior risco de não-sustentabilidade da dívida percebido pelos agentes, gera alterações no prazo e na composição da mesma.

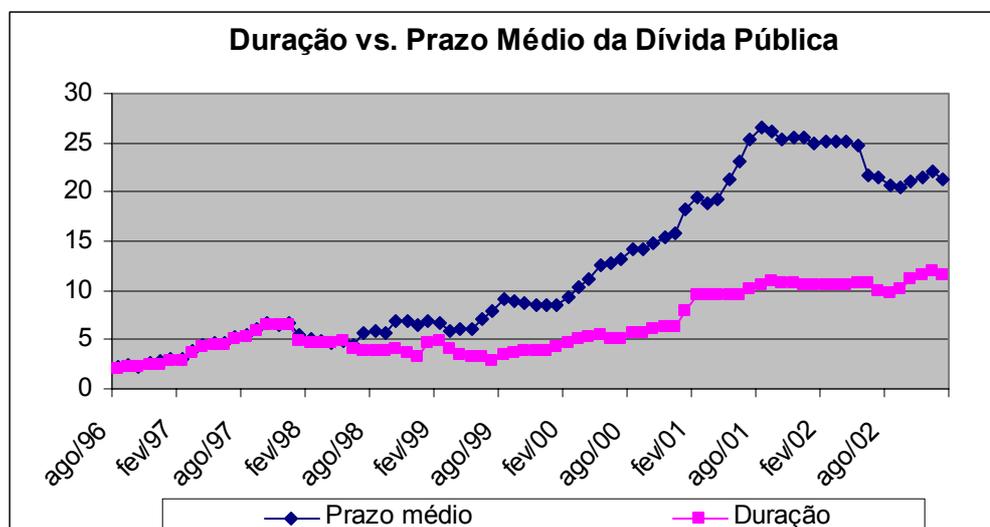
Até a crise asiática (outubro de 1997), verificou-se um alongamento gradual e expressivo da maturidade da dívida pública brasileira, juntamente com um aumento do percentual prefixado, às custas de uma redução do percentual indexado à SELIC. A partir da crise citada, o percentual prefixado voltou a cair, tendência que foi reforçada pelas crises seguintes (crise russa (maio de 1998) e crise de confiança no Brasil (no final de 1998)), às custas principalmente de um aumento do percentual indexado à SELIC. Após a desvalorização cambial, em janeiro de 1999, inaugurou-se uma nova fase do Plano Real. Houve um aumento do percentual cambial, o que tornou a dívida predominantemente indexada à taxa de juros de curto prazo (SELIC) e ao câmbio, o que é verdadeiro até os dias atuais. Enquanto isso, o percentual prefixado tinha a sua importância crescentemente reduzida, principalmente como reflexo dos momentos de crise, que foram intensos nesse período (crise argentina (2001) e crise de confiança brasileira (2002)).

No contexto de um país altamente endividado como o Brasil, verificamos que, no período pós-Real, recorreu-se à emissão de dívida indexada para se obter o alongamento do prazo médio da dívida pública brasileira e, com isso, a redução do risco de rolagem e, portanto, de crises de confiança. Entretanto, como a composição da dívida esteve predominantemente indexada no período estudado, principalmente a partir da crise russa (1998), os ganhos em termos de duração foram bem menores do que os ganhos em termos de prazo médio. Enquanto o

prazo médio⁷ da dívida pública brasileira subiu de 2,18 meses em agosto de 1996 para 21,99 meses em dezembro de 2002, a duração⁸ subiu de 1,99 meses para 11,98 meses no mesmo período.

Como esses efeitos sobre a composição da dívida pública, que são relevantes nas crises que ocorreram no período em questão (como, por exemplo, na crise russa), só se refletem no conceito de duração (e não no conceito de prazo médio), parece mais adequado analisar a evolução da duração do que a evolução do prazo médio da dívida pública brasileira no período pós-Real. Entretanto, cabe se fazer a ressalva de que o conceito de duração não é apropriado para os títulos cambiais e indexados à inflação. Pelo fato da dívida ser fortemente concentrada nestes títulos, principalmente após a desvalorização cambial, deve se ter cautela em relação à interpretação dos dados de duração. No próximo capítulo, será calculada uma medida de duração que leva em conta essas limitações e é mais apropriada para este trabalho.

FIGURA 3.1



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

Nas seções abaixo, cada uma destas questões será tratada separadamente.

Na seção 3.2, serão pesquisadas as causas para o aumento do tamanho da dívida pública no período pós-Real. Na seção 3.3, será analisada a evolução da

⁷ Pelo conceito de títulos emitidos em oferta pública

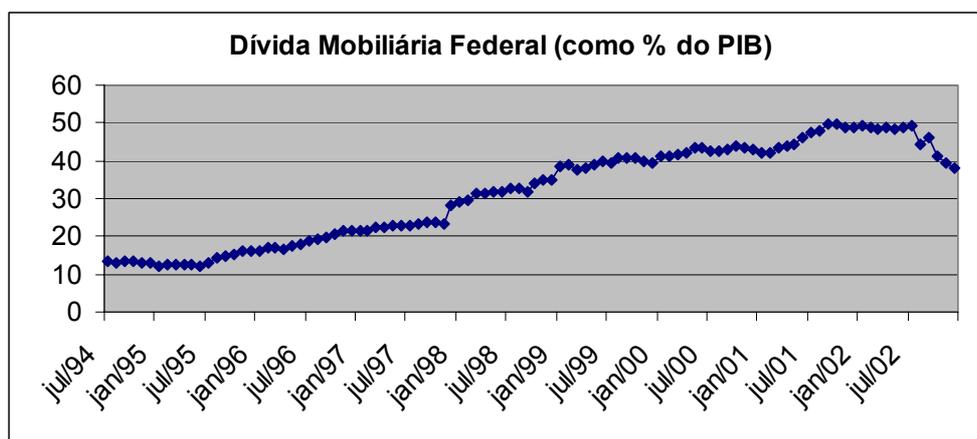
⁸ Pelo mesmo conceito descrito acima

composição da dívida pública no período citado, sendo que, na sub-seção 3.3.1, serão ressaltadas a sua denominação e indexação. Na seção 3.4, será abordada a evolução do prazo da dívida, tanto sob o conceito de prazo médio (na subseção 3.4.1) quanto sob o conceito de duração (na subseção 3.4.2).

3.2 A Evolução do Tamanho da Dívida Pública

Será analisada nesta seção a evolução da Dívida Mobiliária Federal. As razões para que se analise no presente trabalho somente esta parcela da dívida é que a Dívida Mobiliária Federal representava substanciais 71% do endividamento líquido do setor público em dezembro de 2002 e também por conta da maior estabilidade e do perfil de longo prazo da dívida externa total⁹. Esta última passou de US\$ 150.296 milhões em julho de 1994 para US\$ 210.711 milhões em dezembro de 2002, sendo que, deste valor, US\$ 187.316 tinham perfil de médio e longo prazo.

FIGURA 3.2.



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

⁹ Sob o conceito de dívida bruta (registrada e não registrada) pública e privada (fonte: Nota para a Imprensa de Política Fiscal – Banco Central do Brasil).

Desde o início do Plano Real (julho de 1994) até dezembro de 2002, a Dívida Mobiliária Federal aumentou mais de 10 vezes em relação ao seu tamanho inicial: de R\$ 57.632 milhões em julho de 1994 para R\$ 677.107 milhões em dezembro de 2002. Esse crescimento extremamente significativo do tamanho da dívida pública gera discussões sobre a sustentabilidade da mesma, especialmente em momentos de maior volatilidade nos mercados, gerados tanto por crises domésticas quanto pelo efeito de crises externas.

Será realizada na subseção 3.1.1. abaixo um exercício empírico de decomposição da Dívida Mobiliária Federal, buscando encontrar seus usos. Tal exercício já foi feito por Bevilaqua e Garcia (1999) e será atualizado no presente estudo até dezembro de 2002, de forma a encontrar os fatores responsáveis pelo crescimento da dívida nesse período.

3.2.1

A Evolução da Dívida Mobiliária Doméstica Bruta durante o Plano Real: um exercício de decomposição

A partir do exercício de decomposição que será realizado nesta sub-seção, serão identificadas as razões para o crescimento de R\$ 616.852 milhões da Dívida Mobiliária Federal entre dezembro de 1994 e dezembro de 2002.

TABELA III.2 - CRESCIMENTO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL

	Dez/94	Dez/02	Varição	Varição %
Dívida Mobiliária Federal (+ Banco Central) (R\$ Milhões)	60.255,00	677.107,09	616.852,09	1023,74%
PIB (R\$ Milhões)	510.298,52	1.558.670,36	1.048.371,83	205,44%
Dívida Mobiliária Federal (% do PIB)	11,81%	43,44%	31,63%	267,82%

Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil) e IBGE

As razões para se emitir dívida mobiliária federal são: financiar o déficit do governo federal e do Banco Central, acumular ativos domésticos e externos e repagar outras dívidas prévias (dívida não-mobiliária).

Pode se verificar pelas tabelas III.3 e III.4 abaixo as razões para o aumento da dívida mobiliária federal no período, em R\$ milhões e em porcentagem do PIB, respectivamente.

TABELA III.3. - USOS DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL

Em R\$ Milhões	Dez/94	Dez/02	Variação	Variação %
Dívida Líquida (Governo Federal + BC)	65.836,21	560.828,81	494.992,61	751,85%
Ativos	106.636,16	600.310,28	493.674,11	462,95%
Outras Dívidas	112.217,37	484.031,99	371.814,63	331,33%

TABELA III.4. - USOS DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL (% do PIB)

	Dez/94	Dez/02	Variação	Variação %
Dívida Líquida (Governo Federal + BC)	12,90%	35,98%	23,08%	178,89%
Ativos	20,90%	38,51%	17,62%	84,31%
Outras Dívidas	21,99%	31,05%	9,06%	41,22%

A partir da tabela III.3, verifica-se que o principal determinante para o aumento da dívida mobiliária federal foi o financiamento do déficit do governo federal e do Banco Central (que explica 80,2% do total), seguido de perto pela acumulação de ativos, a qual explica 80,0% da variação do total da dívida mobiliária federal. O aumento do repagamento de outras dívidas foi responsável pelo relevante fator de 60,3% do total, o que significa que, como as outras dívidas (saldadas) aumentaram em R\$ 371.815 milhões, a dívida mobiliária federal cresceu significativamente mais.

É importante ressaltar que, do 1º para o 2º mandato do Presidente FHC, cresceu a importância relativa do repagamento de outras dívidas¹⁰. Medida como porcentagem do PIB, o financiamento do déficit federal entre 1994-98 era responsável por 86,3% do crescimento da dívida mobiliária federal, enquanto a acumulação de ativos era responsável por 64,9% do crescimento da dívida mobiliária federal e as outras dívidas foram responsáveis pelo decréscimo de 51,2% da dívida mobiliária federal.

¹⁰ No período entre 1994-1998, era de (- 25,5%) do total.

3.2.1.1

Financiamento do Déficit do Governo Federal e do Banco Central

Para compatibilizar a variação da dívida líquida do período (R\$ 494.993 milhões ou 22,5% do PIB) com os déficits nominais durante o mesmo período, é necessário fazer 3 ajustes: adicionar a variação da dívida líquida dos estados, municípios e empresas estatais, reconhecer as receitas de privatização¹¹ e incorporar o impacto dos “esqueletos” ocorridos no passado, eventualmente repagos. Desta forma, a seguinte identidade deve valer: Aumento na Dívida Líquida Fiscal sem Privatização = Déficit Nominal.

As tabelas III.5 e III.6 abaixo mostram os ajustes sobre a dívida líquida anteriormente citados.

TABELA III.5 - AJUSTES SOBRE A DÍVIDA LÍQUIDA

	Dez/94	Dez/02	Varição	Varição %
Dívida Líquida (Governo Federal + BC)	65.836,21	560.828,81	494.992,61	751,85%
+ Estados e Municípios	51.090,85	292.977,65	241.886,80	473,44%
+ Empresas Estatais	36.235,87	27.301,61	-8.934,25	-24,66%
= Dívida Líquida Total	153.162,92	881.108,07	727.945,15	475,28%
- Ajuste Patrimonial	0,00	92.640,43	92.640,43	
- Ajuste Metodológico - Dívida Doméstica (excluído)	0,00	152.075,73	152.075,73	
- Ajuste Metodológico - Dívida Externa	0,00	126.590,06	126.590,06	
+ Ajuste de Privatização	0,00	63.728,75	63.728,75	
= Dívida Líquida Total sem Privatização	153.162,92	725.606,33	572.443,41	373,75%

TABELA III.6 - AJUSTES SOBRE A DÍVIDA LÍQUIDA EM PORCENTAGEM DO PIB

	Dez/94	Dez/02	Varição	Varição %
Dívida Líquida (Governo Federal + BC)	12,90%	35,98%	23,08%	178,89%
+ Estados e Municípios	10,01%	18,80%	8,78%	87,74%
+ Empresas Estatais	7,10%	1,75%	-5,35%	-75,33%
= Dívida Líquida Total	30,01%	56,53%	26,52%	88,34%
- Ajuste Patrimonial	0,00%	5,94%	5,94%	
- Ajuste Metodológico - Dívida Doméstica (excluído)	0,00%	9,76%	9,76%	
- Ajuste Metodológico - Dívida Externa	0,00%	8,12%	8,12%	
+ Ajuste de Privatização	0,00%	4,09%	4,09%	
= Dívida Líquida Total sem Privatização	30,01%	46,55%	16,54%	55,10%

¹¹ Supõe-se que toda receita de privatização é usada para o resgate da dívida pública, o que faz com que a dívida bruta caia exatamente no montante dessas receitas de privatização.

A tabela III.7 mostra a evolução e a composição da dívida durante 1995-2002.

TABELA III.7 - NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO

(R\$ Milhões)

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Dez/02	Acumulado
<i>Nominal</i>	94.174,69	47.027,49	45.741,02	53.232,14	72.489,73	96.157,55	49.285,30	61.969,99	138.275,62	658.353,53
Governo Federal + BC	35.460,36	15.392,05	19.945,54	22.911,74	49.360,78	66.209,29	34.495,71	44.454,74	86.691,09	374.921,30
Estados e Municípios	42.169,45	23.067,11	21.075,71	26.377,47	18.416,43	30.588,61	22.921,44	24.256,88	51.492,98	260.366,18
Empresas Estatais	16.544,88	8.568,33	4.719,77	3.942,93	4.712,52	-640,35	-8.131,85	-6.741,63	91,55	25.200,33
<i>Juros Nominais</i>	112.381,78	48.750,31	45.001,48	44.922,64	72.596,02	127.244,97	87.442,24	105.625,04	190.665,73	834.630,21
Governo Federal e BC	46.819,29	18.727,80	22.853,11	20.537,18	54.402,28	88.881,40	54.926,30	66.434,53	118.610,19	492.192,08
Estados e Municípios	44.845,78	21.915,02	16.840,01	19.941,82	16.685,52	32.693,73	28.947,32	34.727,96	62.126,11	278.723,27
Empresas Estatais	20.716,71	8.107,49	5.308,36	4.443,64	1.508,22	5.669,84	3.568,62	4.462,55	9.929,43	63.714,86
<i>Primário</i>	-18.207,09	-1.722,82	739,53	8.309,49	-106,30	-31.087,43	-38.156,95	-43.656,03	-52.390,11	-176.277,71
Governo Federal e BC	-11.358,93	-3.335,75	-2.907,57	2.374,55	-5.041,50	-22.672,11	-20.430,59	-21.979,78	-31.919,10	-117.270,78
Estados e Municípios	-2.676,33	1.152,09	4.235,70	6.435,65	1.730,90	-2.105,12	-6.025,89	-10.471,07	-10.633,13	-18.357,20
Empresas Estatais	-4.171,83	460,84	-588,60	-500,71	3.204,30	-6.310,20	-11.700,47	-11.205,18	-9.837,88	-40.649,73

Após os devidos ajustes, a equação que relaciona a variação da dívida federal (+ Banco Central) com o déficit federal nominal é expressa na tabela III.8 abaixo.

TABELA III.8 - COMPATIBILIZANDO A DÍVIDA LÍQUIDA E O DÉFICIT NOMINAL

(R\$ Milhões)

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Dez/02	Acumulado	Participação %
= Variação da Dívida Líquida Federal (+ BC)	0,00	24.570,10	38.006,98	39.328,54	63.525,91	84.953,96	36.745,43	58.804,83	149.056,86	494.992,61	
+ Juros Nominais Federais + BC	46.819,29	18.727,80	22.853,11	20.537,18	54.402,28	88.881,40	54.926,30	66.434,53	118.610,19	492.192,08	99,43%
+ Déficit Primário Federal + BC	-11.358,93	-3.335,75	-2.907,57	2.374,55	-5.041,50	-22.672,11	-20.430,59	-21.979,78	-31.919,10	-117.270,78	-23,69%
+ Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida de Estados e Municípios	0,00	1.681,52	214,30	3.823,79	3.402,94	-9.292,18	8.384,56	-19.985,11	-11.919,99	-23.690,17	-4,79%
+ Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida das Empresas Estatais	0,00	-773,33	2.855,00	26.592,33	5.808,54	-6.514,65	-3.433,80	-1.398,89	-7.679,68	15.455,52	3,12%
+ Variação do Ajuste Patrimonial	0,00	0,00	15.220,32	-207,21	15.215,88	14.013,97	8.672,41	25.439,02	14.286,03	92.640,43	18,72%
- Ajuste Metodológico - Dívida Doméstica (excluído)	0,00	0,00	1.013,41	1.605,67	4.260,73	39.873,32	9.479,28	19.181,63	76.661,70	152.075,73	30,72%
- Ajuste Metodológico - Dívida Externa	0,00	0,00	516,82	2.508,60	2.597,83	29.510,55	8.864,50	11.275,16	71.316,60	126.590,06	25,57%
- Variação do Ajuste de Privatização	0,00	0,00	745,00	16.300,71	12.854,00	8.973,03	20.238,13	980,69	3.637,19	63.728,75	12,87%
+ Ajuste não Computado pelo BC	-35.460,36	8.269,86	0,00	0,01	-6,06	0,00	0,19	0,58	0,00	-27.195,79	-5,49%
= Total	0,00	24.570,10	38.006,98	39.328,54	63.525,91	84.953,96	36.745,43	58.804,83	149.056,86	494.992,61	100,00%

A tabela III.8 mostra que o determinante mais significativo do aumento da dívida pública federal (+ BC) foram os pagamentos de juros (99,4%), seguidos pelo ajuste metodológico da dívida doméstica (30,7%) e pelo ajuste metodológico da dívida externa (25,6%). O ajuste patrimonial representou 18,7% da variação da dívida, mas teve seu impacto substancialmente reduzido pelo efeito contracionista da privatização (-12,9%). De acordo com a definição de déficit federal, nenhum dos outros itens – o relativo a estados e municípios (-4,8% do crescimento da dívida) e as empresas estatais (3,1%)- deveriam ser incluídos, pois a tabela se refere somente ao nível federal¹². O déficit primário do governo federal e do Banco Central teve um impacto contracionista relevante durante o período estudado (-23,7%), o que se deve principalmente ao 2º mandato do Presidente FHC (1999-2002)¹³.

¹² Ver discussão em Bevilaqua e Garcia (1999)

¹³ De 1994-1998, teve efeito contracionista de 5,8% sobre a dívida.

3.2.1.2 Acumulação de Ativos

A tabela III.9 abaixo decompõe a acumulação dos ativos. Note que o crescimento de ativos domésticos (532,29%) foi substancialmente maior do que o crescimento dos ativos externos (307,07%). Dentre os ativos domésticos, as taxas de crescimento também foram desiguais. A renegociação das dívidas com os estados é responsável por 55,35% desse aumento. O item “outros”, que se refere às demais contas negativas como fração da dívida líquida interna, representa 25,76% e o FAT, 16,05% do aumento. O item “créditos do BC a instituições”¹⁴, diferentemente do período entre 1994-1998, quando teve papel importante¹⁵ (inclui o Proer), tem, em todo o período 1994-2002, efeito contracionista e insignificante.

TABELA III.9 - ACUMULAÇÃO DE ATIVOS

	Dez/94	Dez/02	Varição	Varição %
Domésticos	73.806,29	466.670,27	392.863,98	532,29%
FAT	12.800,00	75.840,29	63.040,29	492,50%
Créditos do BC a instituições	20.561,00	19.895,00	-666,00	-3,24%
Créditos do Governo Federal - Lei 8727/93	8.276,27	20.110,89	11.834,61	142,99%
Negociações com os Estados - Lei 9496/97	0,00	217.439,48	217.439,48	
Outros	32.169,01	133.384,61	101.215,60	314,64%
Reservas Externas	32.829,88	133.640,01	100.810,13	307,07%
Total	106.636,16	600.310,28	493.674,11	462,95%

¹⁴ Desta rubrica, lembrar que a parcela que o Banco Central consegue recuperar vai para a conta de ativos, enquanto a parcela que é perdida vai para a conta de ajuste patrimonial. Isso exige uma análise cuidadosa do item “crédito do Banco Central a instituições”.

¹⁵ Representou 17,04% do aumento da dívida.

3.2.1.3 Repagamento de outros tipos de Dívida Pública Federal

Como foi visto na tabela III.3, se as outras dívidas tivessem permanecido no mesmo montante, a dívida pública federal teria aumentado significativamente menos em termos nominais. A tabela III.10 abaixo mostra os outros tipos de variação da dívida no período. Desta vez, o crescimento dos componentes domésticos foi menor do que o dos componentes externos (225,48% vs. 407,47%). Dentre os componentes da dívida líquida doméstica, a maior parcela se deve ao item “base monetária”, o qual corresponde a 52,54% da variação das “outras dívidas domésticas”.

TABELA III.10. OUTRAS VARIAÇÕES DA DÍVIDA

Em R\$ Milhões	Dez/94	Dez/02	Varição	Varição %
Outras Dívidas Domésticas	46.946,67	152.801,60	105.854,94	225,48%
+ Base Monetária	17.685,00	73.302,00	55.617,00	314,49%
+Outras**	29.261,67	79.499,60	50.237,94	171,69%
Dívida Externa	65.270,70	331.230,39	265.959,69	407,47%
TOTAL	112.217,37	484.031,99	371.814,63	331,33%

** Outras refere-se às demais contas positivas da fração federal da dívida interna líquida

A tabela III.11 traz um resumo da discussão dos fatores de expansão e contração da dívida pública federal (em termos nominais). Deve se levar em conta que, por estarmos trabalhando com **valores nominais** num período de 8 anos, esses valores podem levar a análises enganosas¹⁶. Pode se observar a partir da tabela III.11 acima que o fator individual mais importante para o crescimento da dívida foram os pagamentos de juros (79,79%), seguido pela acumulação de dívida com os estados (35,25%).

A tabela III.12 traz um resumo dos fatores de expansão e contração da dívida pública federal (em termos reais). A análise em termos reais gera algumas

¹⁶ A tabela com valores nominais foi apresentada antes, já no artigo de Bevilaqua e Garcia (1999), de forma que o valor total a ser explicado fosse igual ao publicado pelo Banco Central.

modificações em relação à análise anterior, e é a mais relevante para o exercício de decomposição realizado. A parcela de juros aumentou mais em termos reais: 48,94% do PIB, o que excedeu a variação total da dívida líquida federal (23,08% do PIB). Créditos do BC a instituições caiu como % do PIB (-2,75%), assim como créditos do governo federal (-0,33%) e déficit nominal menos variação da dívida líquida de estados e municípios (-1,44%). O superávit primário acumulado no período teve impacto contracionista de (-11,06%) sobre o total da dívida, o que reflete a importante contribuição da disciplina fiscal¹⁷ sobre a trajetória da mesma.

Uma análise incorreta em relação à importância da parcela de juros é que a explosão da dívida mobiliária no período se deveu à política de juros altos seguida pelo governo e, se essas taxas fossem mais baixas, a dívida não teria tido esse aumento explosivo. As taxas de juros se mantiveram altas durante o período de 1994-2002 por questões estruturais da economia, e não por decisões de política do BC.

No período de 1994-1998, as taxas de juros permaneceram altas por causa da política fiscal expansionista vigente, decorrente principalmente do rápido sucesso do governo em controlar a inflação¹⁸ e por causa do regime de câmbio “quase-fixo”.

Já no período de 1999-2002, praticou-se política fiscal austera, com o cumprimento de metas de superávit primário acordados com o FMI. Entretanto, a sucessão de crises externas, aliada a uma composição de dívida fortemente indexada aos juros e ao câmbio, tornava a dívida cada vez mais elevada. Tal fator, aliado à percepção de que o ajuste fiscal não seria duradouro, pois não foram feitas as principais reformas estruturais no país, como a Reforma Tributária e, principalmente, a da Previdência, tornavam o prêmio de risco pedido pelos títulos brasileiros elevado, o que impedia a queda nas taxas de juros.

¹⁷ Passou a haver disciplina fiscal no Brasil a partir da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, no final de 1998- a qual foi favorecida pelo acordo com o FMI, que ocorreu quase que de forma concomitante à Lei e previa a consecução de metas de superávit primário.

¹⁸ Bevilaqua e Werneck (1998) mostram que o saldo primário do setor público consolidado se deteriorou substancialmente entre 1994-98.

TABELA III.11 - USOS DA DÍVIDA FEDERAL

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Dez/02	Variação	Participação
Dívida Líquida Federal e BC	65.836,21	90.406,30	128.413,28	167.741,82	231.267,74	316.221,69	352.967,13	411.771,95	560.828,81	494.992,61	80,24%
Juros Nominais do Governo Central e BC	46.819,29	18.727,80	22.853,11	20.537,18	54.402,28	88.881,40	54.926,30	66.434,53	118.610,19	492.192,08	79,79%
Déficit Primário do Governo Central e BC	-11.358,93	-3.335,75	-2.907,57	2.374,55	-5.041,50	-22.672,11	-20.430,59	-21.979,78	-31.919,10	-117.270,78	-19,01%
Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida de Estados e Municípios	0,00	1.681,52	214,30	3.823,79	3.402,94	-9.292,18	8.384,56	-19.985,11	-11.919,99	-23.690,17	-3,84%
Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida das Empresas Estatais	0,00	-773,33	2.855,00	26.592,33	5.808,54	-6.514,65	-3.433,80	-1.398,89	-7.679,68	15.455,52	2,51%
Variação do Ajuste Patrimonial	0,00	0,00	15.220,32	-207,21	15.215,88	14.013,97	8.672,41	25.439,02	14.286,03	92.640,43	15,02%
- Ajuste Metodológico - Dívida Doméstica (excluído)	0,00	0,00	1.013,41	1.605,67	4.260,73	39.873,32	9.479,28	19.181,63	76.661,70	152.075,73	24,65%
- Ajuste Metodológico - Dívida Externa	0,00	0,00	516,82	2.508,60	2.597,83	29.510,55	8.864,50	11.275,16	71.316,60	126.590,06	20,52%
Variação do Ajuste de Privatização (-)	0,00	0,00	745,00	16.300,71	12.854,00	8.973,03	20.238,13	980,69	3.637,19	63.728,75	10,33%
Ajuste não Computado pelo BC	0,00	8.269,86	0,00	0,01	-6,06	0,00	0,19	0,58	0,00	8.264,57	1,34%
Ativos	106.636,16	147.949,12	192.507,64	257.391,54	270.187,22	343.368,06	376.907,59	462.962,16	600.310,28	493.674,11	80,03%
Domésticos	73.806,29	97.534,72	130.029,31	199.145,60	216.332,39	278.352,22	312.357,88	379.738,69	466.670,27	392.863,98	63,69%
FAT	12.800,00	17.728,00	20.486,00	23.291,23	27.878,83	33.405,29	41.022,48	60.977,25	75.840,29	63.040,29	10,22%
Créditos do BC a instituições	20.561,00	34.577,00	67.648,00	68.920,00	48.490,18	40.812,82	37.341,00	21.573,00	19.895,00	-666,00	-0,11%
Créditos do Governo Federal	8.276,27	10.011,03	11.469,69	12.998,61	3.849,18	4.851,06	4.754,65	19.246,02	20.110,89	11.834,61	1,92%
Negociações com os Estados	0,00	0,00	0,00	49.480,37	86.612,46	131.540,25	154.830,36	174.501,56	217.439,48	217.439,48	35,25%
Outros	32.169,01	35.218,69	30.425,62	44.455,39	49.501,74	67.742,81	74.409,38	103.440,86	133.384,61	101.215,60	16,41%
Reservas	32.829,88	50.414,40	62.478,33	58.245,94	53.854,84	65.015,84	64.549,71	83.223,47	133.640,01	100.810,13	16,34%
Outras Dívidas	112.217,37	131.689,42	148.013,93	172.847,81	178.831,46	245.222,57	240.665,06	279.446,06	484.031,99	371.814,63	60,28%
Domésticas	46.946,67	57.561,68	72.858,44	97.113,73	86.164,38	97.042,92	90.720,83	92.970,24	152.801,60	105.854,94	17,16%
Base Monetária	17.685,00	21.681,00	19.796,00	31.828,00	39.223,00	48.430,00	47.679,00	53.247,00	73.302,00	55.617,00	9,02%
Outros	29.261,67	35.880,68	53.062,44	65.285,73	46.941,38	48.612,92	43.041,83	39.723,24	79.499,60	50.237,94	8,14%
Dívida Externa	65.270,70	74.127,74	75.155,49	75.734,08	92.667,08	148.179,66	149.944,23	186.475,82	331.230,39	265.959,69	43,12%

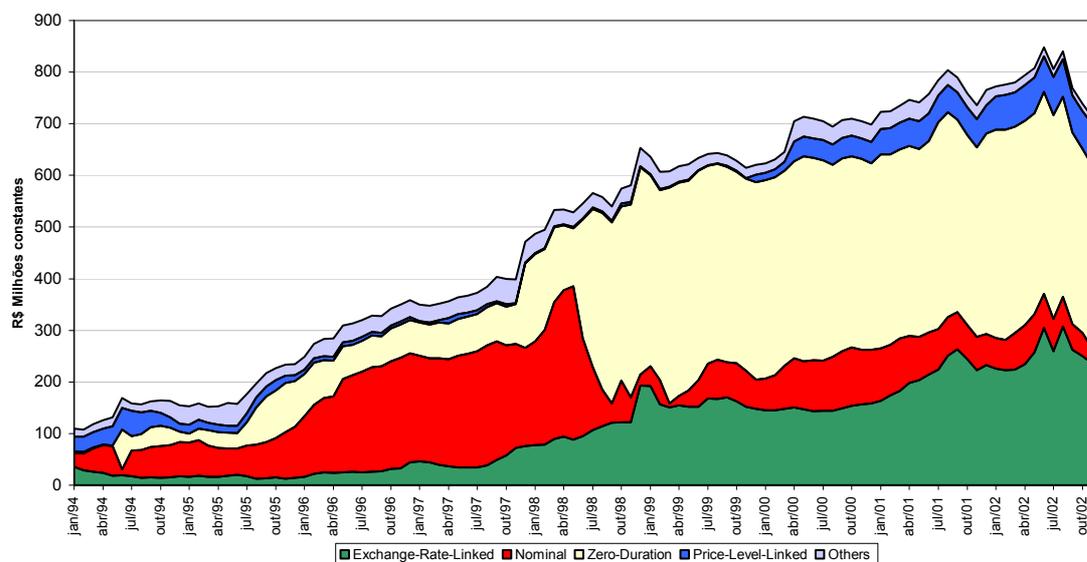
TABELA III.12 - USOS DA DÍVIDA FEDERAL COMO PORCENTAGEM DO PIB

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Dez/02	Varição
Dívida Líquida Federal e BC	12,90%	13,25%	15,88%	18,68%	25,00%	29,80%	30,57%	32,76%	35,98%	23,08%
Juros Nominais do Governo Central e BC	9,17%	2,75%	2,83%	2,29%	5,88%	8,38%	4,76%	5,28%	7,61%	48,94%
Déficit Primário do Governo Central e BC	-2,23%	-0,49%	-0,36%	0,26%	-0,54%	-2,14%	-1,77%	-1,75%	-2,05%	-11,06%
Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida de Estados e Municípios	0,00%	0,25%	0,03%	0,43%	0,37%	-0,88%	0,73%	-1,59%	-0,76%	-1,44%
Déficit Nominal menos Variação da Dívida Líquida das Empresas Estatais	0,00%	-0,11%	0,35%	2,96%	0,63%	-0,61%	-0,30%	-0,11%	-0,49%	2,31%
Variação do Ajuste Patrimonial	0,00%	0,00%	1,88%	-0,02%	1,64%	1,32%	0,75%	2,02%	0,92%	8,52%
- Ajuste Metodológico - Dívida Doméstica (excluído)	0,00%	0,00%	0,13%	0,18%	0,46%	3,76%	0,82%	1,53%	4,92%	11,79%
- Ajuste Metodológico - Dívida Externa	0,00%	0,00%	0,06%	0,28%	0,28%	2,78%	0,77%	0,90%	4,58%	9,65%
Variação do Ajuste de Privatização (-)	0,00%	0,00%	0,09%	1,82%	1,39%	0,85%	1,75%	0,08%	0,23%	6,21%
Ajuste não Computado pelo BC	0,00%	1,21%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,21%
Ativos	20,90%	21,69%	23,80%	28,66%	29,21%	32,36%	32,65%	36,83%	38,51%	17,62%
Domésticos	14,46%	14,30%	16,08%	22,18%	23,39%	26,23%	27,05%	30,21%	29,94%	15,48%
FAT	2,51%	2,60%	2,53%	2,59%	3,01%	3,15%	3,55%	4,85%	4,87%	2,36%
Créditos do BC a instituições	4,03%	5,07%	8,36%	7,68%	5,24%	3,85%	3,23%	1,72%	1,28%	-2,75%
Créditos do Governo Federal	1,62%	1,47%	1,42%	1,45%	0,42%	0,46%	0,41%	1,53%	1,29%	-0,33%
Negociações com os Estados	0,00%	0,00%	0,00%	5,51%	9,36%	12,40%	13,41%	13,88%	13,95%	13,95%
Outros	6,30%	5,16%	3,76%	4,95%	5,35%	6,38%	6,44%	8,23%	8,56%	2,25%
Reservas	6,43%	7,39%	7,72%	6,49%	5,82%	6,13%	5,59%	6,62%	8,57%	2,14%
Outras Dívidas	21,99%	19,30%	18,30%	19,25%	19,33%	23,11%	20,84%	22,23%	31,05%	9,06%
Domésticas	9,20%	8,44%	9,01%	10,82%	9,31%	9,15%	7,86%	7,40%	9,80%	0,60%
Base Monetária	3,47%	3,18%	2,45%	3,54%	4,24%	4,56%	4,13%	4,24%	4,70%	1,24%
Outros	5,73%	5,26%	6,56%	7,27%	5,07%	4,58%	3,73%	3,16%	5,10%	-0,63%
Dívida Externa	12,79%	10,87%	9,29%	8,43%	10,02%	13,96%	12,99%	14,83%	21,25%	8,46%

3.3 A Evolução da Composição da Dívida Pública¹⁹

FIGURA 3.3

Composição da Dívida Mobiliária Federal



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

A dívida pública brasileira esteve predominantemente indexada, principalmente a partir da crise russa, à taxa de juros e ao câmbio. Cabe lembrar que, na conjuntura econômica brasileira vigente, estes títulos pagam retorno mais alto em estados da natureza onde o produto é baixo. No contexto do Regime de Metas de Inflação e câmbio flutuante, choques externos adversos levam a aumentos das taxas de câmbio e, conseqüentemente, nas taxas de juros²⁰, aumentando o retorno dos títulos citados em estados ruins da natureza, onde o produto é baixo devido a choques externos adversos. Mas, dado o seguro, os investidores pedem menores prêmios de risco para deter os títulos, o que faz com que a composição de dívida atual reduza os custos esperados do serviço da dívida; mas, por outro lado, aumenta o risco orçamentário.

Na sub-seção 3.2.1 abaixo, serão investigadas as razões para termos a composição de dívida atual, destacando a denominação da dívida pública

¹⁹ Os dados utilizados não incluem as operações de mercado aberto.

²⁰ Pela preocupação do *passthrough* comprometer as metas inflacionárias.

doméstica (moeda doméstica vs. moeda estrangeira) e a indexação da mesma (a índices de preços, taxa de câmbio, taxa de juros de curto prazo, etc).

3.3.1 Denominação e Indexação

Toda a dívida mobiliária federal é resgatada somente em reais. Somente a dívida externa é resgatada em moeda estrangeira.

Após ficar estável durante o primeiro ano do Plano Real (julho de 1994 a junho de 1995), a Dívida Mobiliária Federal, como % do PIB e em seu montante total²¹, passou a crescer a partir de meados de 1995, sendo a dívida prefixada a principal responsável por esse crescimento²². Isso foi, em grande parte, reflexo da queda na volatilidade das taxas de juros, com exceção do 1º semestre de 1995, por causa da crise do México.

A parcela de dívida prefixada se manteve entre 30-40% entre julho de 1994 e novembro de 1995, quando começou a subir e chegou a atingir 62,4% em setembro de 1996. Até a crise asiática, a parcela prefixada continuou em torno de 60% do total; mas, a partir de setembro de 1997, começou a cair, chegando a 40,7% do total em dezembro de 1997²³.

A partir de janeiro de 1998, a parcela nominal esboçou forte recuperação, chegando ao nível de 55,5% do total em maio de 1998. Entretanto, a partir da crise russa, a parcela nominal voltou a cair fortemente, chegando a 3,5% em dezembro de 1998. Afinal, com a crise russa, o Tesouro e Banco Central passaram a só emitir dívida indexada, para não sancionar as altas taxas de juros pedidas pelo

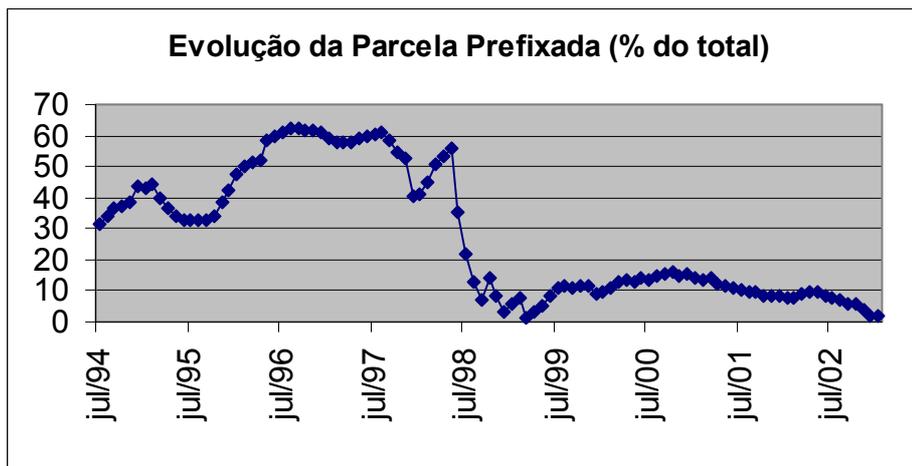
²¹ Manteve-se em torno de 13% do PIB no período.

²² Ver figura 3.3.

²³ Essa queda da parcela de dívida prefixada após a crise asiática se explica pela elevação significativa das taxas de juros da economia²³, a qual se fez necessária para manter a política cambial vigente (*crawling peg*). Tal medida aumentou bastante o prêmio de risco pedido pelos agentes para tomar dívida prefixada.

mercado para tomar títulos prefixados. Indexar a dívida neste contexto tem um papel similar a encurtar o prazo da mesma no modelo de Giavazzi e Benigno (2000): quando há grande assimetria de informação, o governo pode optar por reduzir o prazo (ou, no caso, indexar a dívida) para se diferenciar de governos menos comprometidos.

FIGURA 3.4



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

Após ter esboçado recuperação em janeiro e fevereiro de 1999, a parcela prefixada chegou ao nível irrisório de 1,22% em março de 1999. A partir de então, dada a nomeação do novo presidente do Banco Central, Armínio Fraga, que gozava de excelente reputação no mercado internacional e alta credibilidade, essa parcela voltou a subir, chegando a 16,03% do total em outubro de 2000.

Após essa data, a parcela de títulos nominais sofreu queda contínua até fevereiro de 2002, quando chegou ao nível de 7,59% do total. Houve breve recuperação no valor de tal parcela em março e abril de 2002²⁴ ²⁵; entretanto, a partir de maio de 2002, com a crise de confiança que se iniciava no Brasil, o mercado passou a pedir prêmios de risco exorbitantes para tomar títulos prefixados e só aceitava prazos reduzidíssimos. O Tesouro, de forma a não

²⁴ Tal recuperação foi em parte consequência das perspectivas favoráveis da economia brasileira até o momento em termos de retomada da atividade econômica, índices de inflação, taxa de juros e percepção de risco por investidores estrangeiros.

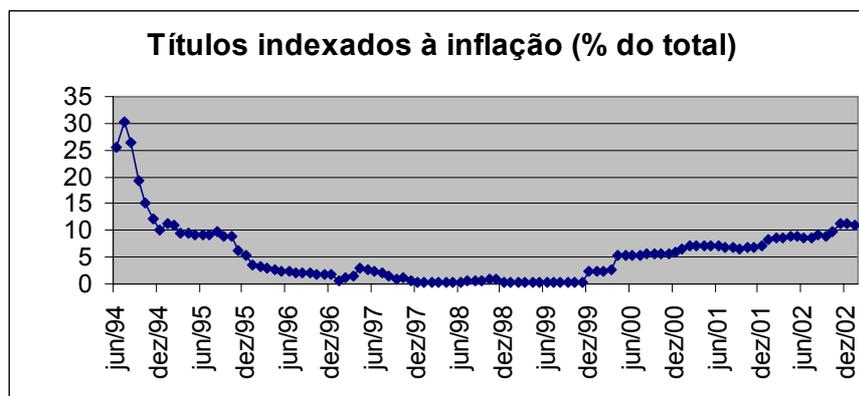
²⁵ A parcela prefixada representava 9,07% em março e 9,71% em abril de 2002.

sancionar as expectativas extremamente pessimistas do mercado em relação ao pagamento da dívida pública, reduziu fortemente a emissão de títulos prefixados, o que levou a parcela prefixada ao nível de 1,98% do total da dívida pública em dezembro de 2002.

Essa redução da parcela prefixada também pode ser explicada pela elevação dos resgates líquidos da dívida pública, no contexto da crise de confiança, que afetam mais do que proporcionalmente os títulos mais curtos, e também pela maior incerteza quanto ao comportamento futuro dos juros nos últimos meses do ano²⁶, em face da elevação dos índices de inflação, gerada principalmente pela forte depreciação cambial ocorrida no período.

A parcela de dívida indexada à inflação²⁷ diminuiu continuamente até agosto de 1999, quando chegou a 0,18% do total.

FIGURA 3.5



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

Evitou-se a indexação a índices de inflação talvez mais pelo efeito psicológico que isso poderia causar (em termos do receio da volta da indexação) do que pelo efeito inflacionário, já que não existe evidência empírica de que a indexação de títulos à inflação seja inflacionária²⁸.

²⁶ Ver Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública (2003).

²⁷ Inclui títulos indexados ao IGP-M, IGP-DI e, a partir de 2002, ao IPCA.

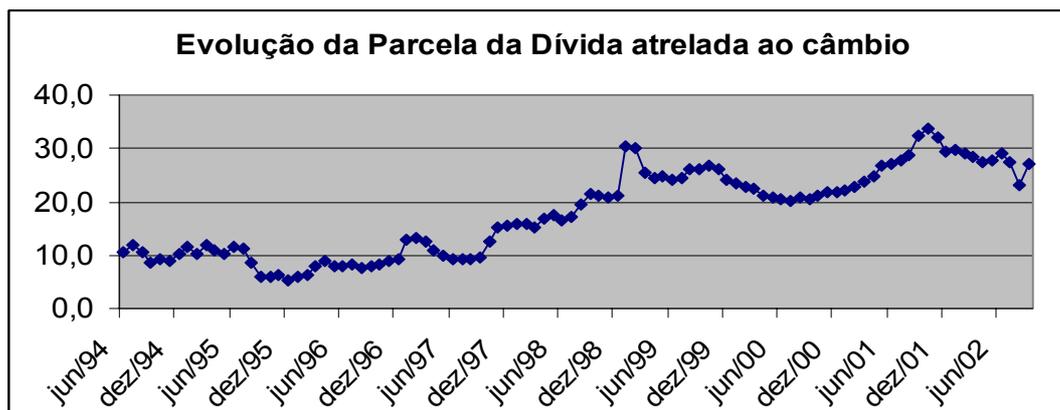
²⁸ Ver Blinder (1976), Liviatan (1981) e Price (1997).

A partir de novembro de 1999, a parcela indexada à inflação teve forte recuperação, chegando ao nível de 7,26% em maio de 2001 e, depois, manteve-se praticamente estável nesse nível até dezembro de 2001. Tal parcela manteve-se próxima de 9% até setembro de 2002 e, a partir de então, exibiu trajetória ascendente, fechando dezembro de 2002 em 11,37% do total.

Esse aumento recente na parcela da dívida indexada à inflação decorre em parte da visão do Banco Central de que, num contexto onde o governo ainda não goza de credibilidade suficiente para emitir dívida prefixada, a indexação à inflação seria menos danosa para a estrutura de dívida do país do que a indexação a juros e a câmbio, dado o comprometimento do governo com o cumprimento de metas inflacionárias²⁹. Decorre também do fato de que, a partir de meados de 2002, houve aumento dos índices de inflação, como consequência da forte depreciação cambial do período, originada pela crise de confiança, o que gerou uma maior procura de *hedge* contra a inflação por parte do mercado.

²⁹ Ver Bevilaqua e Garcia (1999).

FIGURA 3.6



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

A parcela de dívida cambial em julho de 1994, início do Plano Real, era de 12% e se manteve num patamar próximo de 10% até agosto de 1995, caindo para um nível em torno de 6% do total da dívida entre setembro de 1995 e fevereiro de 1996. Até setembro de 1997, este patamar oscilava em torno dos 10% do total da dívida. Mas, a partir da crise asiática, a parcela cambial subiu, chegando a 15,4% do total da dívida em dezembro de 1997. Tal parcela continuou a subir no ano de 1998, principalmente no 2º semestre, em decorrência de uma maior demanda por *hedge* cambial por parte do mercado após a crise russa e a crise de confiança no Brasil no final de 1998, chegando a 21% do total em dezembro de 1998. Esse aumento no percentual cambial da dívida era fruto das expectativas de desvalorização cambial por parte dos agentes, que, observando o nível de reservas internacionais e o fluxo de recursos estrangeiros em queda abrupta³⁰, viam com alta probabilidade o evento da desvalorização cambial, apesar das declarações do governo insistindo que manteriam a taxa de câmbio fixa.

³⁰ Começou a haver fortes saídas de recursos pelo câmbio contratado a partir de agosto de 1998 e substancial queda no nível de reservas internacionais, tanto pelo conceito de caixa quanto de liquidez internacional a partir de abril de 1998, como podemos verificar pelas tabelas III.13 e III.14.

TABELA III.13

Entrada de Recursos Estrangeiros (câmbio contratado ³¹)	(US\$ Milhões)
Janeiro de 1998	2.245
Fevereiro de 1998	6.183
Março de 1998	11.658
Abril de 1998	6.737
Mai de 1998	352
Junho de 1998	984
Julho de 1998	6.186
Agosto de 1998	-9.394
Setembro de 1998	-10.928
Outubro de 1998	321
Novembro de 1998	-757
Dezembro de 1998	-3.285

Fonte: Nota para a Imprensa do Setor Externo (Banco Central do Brasil)

TABELA III.14

	Reservas Internacionais (US\$ milhões)			
	Caixa ³²		Liquidez Internacional ³³	
	Posição	Meses de importação de bens	Posição	Meses de importação de bens
Janeiro de 1998	52.479	10	53.103	10
Fevereiro de 1998	57.417	11	58.782	12
Março de 1998	67.772	13	68.594	13
Abril de 1998	73.849	15	74.656	15
Mai de 1998	71.951	14	72.826	14
Junho de 1998	70.060	14	70.898	14
Julho de 1998	69.368	14	70.210	14
Agosto de 1998	66.480	13	67.333	14
Setembro de 1998	44.986	9	45.811	9
Outubro de 1998	41.562	9	42.835	9
Novembro de 1998	40.289	9	41.189	8
Dezembro de 1998	43.617	9	44.556	9

Fonte: Nota para a Imprensa do Setor Externo (Banco Central do Brasil)

³¹ Pelos segmentos livre e flutuante

³² Conceito operacional do Banco Central, contemplando haveres prontamente disponíveis.

³³ Agrega, aos valores do conceito “caixa”, os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos.

Com a desvalorização cambial ocorrida em janeiro de 1999 e a contínua depreciação que se seguiu³⁴, o percentual cambial “pulou” para 30,4% em janeiro de 1999, dado o aumento do valor dos títulos cambiais em relação ao restante da dívida em real. A partir de fevereiro de 1999, a parcela cambial passou a cair, à medida que a demanda por títulos cambiais começou a se reduzir e o dólar iniciou um período de apreciação a partir de março de 1999, chegando a 24,0% do total em junho de 1999. Entretanto, com a nova rodada de depreciação cambial que ocorreu a partir de maio de 1999³⁵, a demanda por dívida indexada ao dólar ou por qualquer outro *hedge* cambial voltou a crescer, forçando o Banco Central a emitir mais deste tipo de dívida. Com isso, a parcela cambial chegou a 26,7% em outubro de 1999.

A partir de outubro de 1999, o percentual cambial voltou a cair, chegando a 20,26% em julho de 2000 e fechou dezembro de 2000 em 21,7% do montante total da dívida.

No ano de 2001, em que o Brasil sofreu com o risco de contágio da crise argentina e com os efeitos dos atentados terroristas de 11 de setembro nos EUA sobre a aversão a risco dos investidores estrangeiros, a taxa de câmbio sofreu depreciação de 18%. A parcela cambial, por sua vez, iniciou o ano em 22,01% do total e subiu continuamente até outubro, quando chegou a 33,80% e recuou a partir de então, chegando a 29,5% do total da dívida em dezembro de 2001. Iniciou-se uma leve redução da parcela cambial até abril de 2002; mas, a partir de maio, com o início da crise de confiança e o conseqüente aumento da demanda por *hedge* cambial, a parcela cambial passou a oscilar entre 20-30%, chegando a 28,95% em junho e fechando dezembro de 2002 em 20,3% do total^{36 37}.

³⁴ O dólar passou de R\$ 1,21 em dezembro de 1998 para R\$ 1,98 em janeiro de 1999 e ainda para 2,06 em fevereiro de 1999.

³⁵ O dólar passou de R\$ 1,72 em maio 1999 para R\$ 1,95 em outubro de 1999.

³⁶ A taxa de câmbio no ano de 2002 sofreu depreciação de 46,1 %, dado o receio dos investidores de que houvesse uma ruptura na política econômica adotada pelo próximo governo eleito, aliado à antecipação de mudanças nas regras dos fundos de investimento para marcação a mercado e um cenário externo pouco favorável.

³⁷ O percentual cambial analisado exclui o *swap* cambial, que passou a existir a partir de abril de 2002.

Com o início da crise de confiança e o fato do Banco Central estar impossibilitado de emitir títulos cambiais³⁸, a partir de 2002, o BC passou a oferecer proteção cambial ao mercado por meio de contratos *swap* dólar X DI, em substituição aos títulos cambiais existentes. O *swap* cambial possibilitou a atuação da autoridade monetária no mercado de câmbio via mercados derivativos, pois o Banco Central estava impedido de atuar diretamente na colocação de títulos públicos indexados ao câmbio, pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Isto propiciava também uma redução do prêmio de risco na emissão desses títulos, pois não há risco de principal por parte do mercado com a retenção dos mesmos.

FIGURA 3.7



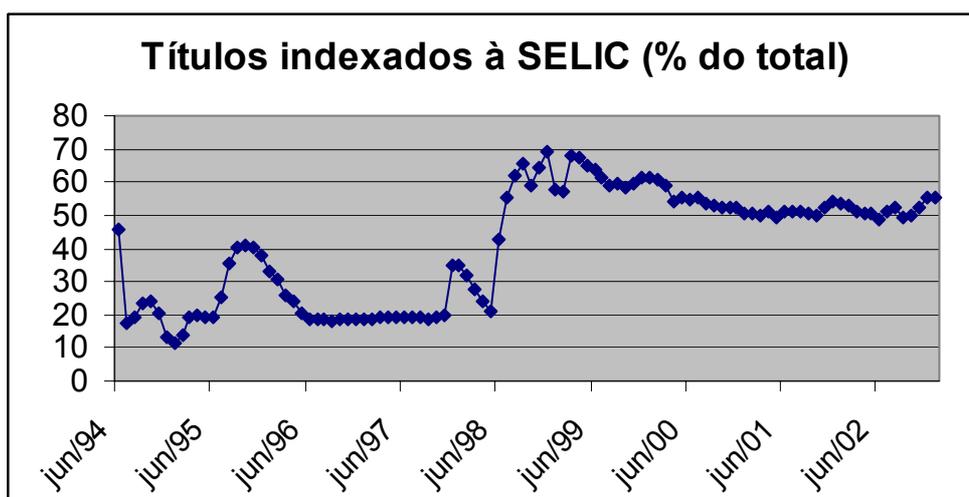
Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

Ao analisar o percentual cambial incluindo o *swap*, percebe-se que, a partir do início da crise de confiança, em abril de 2002, quando o percentual cambial era de 28,6% do total, o mesmo chega a 37,8 % do montante total da dívida em setembro de 2002. Tal aumento é reflexo do momento altamente volátil vivido pelo mercado e do aumento significativo na demanda por *hedge* cambial por parte dos investidores, que foi suprida pelo Tesouro e pelo Banco Central (este último via *swap* cambial). Dada a proximidade das eleições presidenciais e toda a incerteza que um provável governo de esquerda trazia em termos do risco de

³⁸ O Tesouro e o BC, a partir de setembro de 2001, iniciaram um processo de transição visando à adaptação das duas instituições ao fim das emissões de títulos cambiais pela autoridade monetária, conforme a Lei de Responsabilidade Fiscal.

ruptura de política econômica, o dólar fechou o mês de setembro em sua cotação recorde em termos de fechamento de mês, R\$ 3,89. Entretanto, com a vitória do Presidente Luis Inácio da Silva e a indicação da nova equipe econômica, que logo após a eleição, tratou de reforçar o seu compromisso com austeridade fiscal e controle da inflação, o dólar passou a recuar continuamente a partir de outubro de 2002 e reduziu-se a demanda por dívida cambial. Esse ganho de credibilidade obtido pelo novo governo levou o percentual cambial, incluindo *swap*, a fechar o ano de 2002 em 33,5% do total, percentual ainda bastante elevado, mas com algum progresso em relação a setembro de 2002, auge da crise de confiança, quando representava 37,8% do total da dívida pública brasileira.

FIGURA 3.8



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

A parcela de dívida indexada à SELIC, em julho de 1994, início do Plano Real, representava 17,6% do total e ficou em torno de 20% até junho de 1995, 35% entre agosto de 1995 e fevereiro de 1996, caindo para aproximadamente 20% em novembro de 1997. Em dezembro de 1997, uma grande emissão desse tipo de título distorceu todas as estatísticas³⁹. Foram emitidos aproximadamente R\$ 50 bilhões em títulos como parte de um acordo de renegociação de dívida com o estado de São Paulo, gerando um “pulo” na parcela indexada à SELIC de 20% em

³⁹ Como esses títulos tinham maturidade mais longa do que a média do período, esse fato também distorceu os dados de maturidade em dezembro de 1997, como veremos na próxima seção.

novembro de 1997 para 35% em dezembro de 1997. Após essa data, à medida que esses títulos foram trocados com o Banco Central por títulos de maturidades mais curtas, sua parcela se reduziu para 21% em maio de 1998. A partir da crise russa, dada a mudança de estratégia do Tesouro e do Banco Central de parar de emitir títulos nominais, por causa dos prêmios de risco exorbitantes pedidos pelo mercado, e de só emitir títulos indexados à SELIC, o percentual da dívida indexado à SELIC “pulou” de 21% em maio para 42% em junho de 1998. Em dezembro de 1998, essa parcela representava 69% do total.

Esse percentual caiu em janeiro de 1999 por causa do aumento de valor da dívida cambial, ocorrido por conta da desvalorização, passando para 58% nesta data. Após voltar ao nível de 68% em março de 1999, começa a cair como resultado do ganho de credibilidade obtido com a nomeação do novo presidente do Banco Central, o que propicia a volta de emissão de títulos nominais. Assim, a parcela indexada à SELIC termina o ano de 1999 representando 61% do total da dívida.

O ano de 2000 foi um ano favorável para o Brasil em termos de cenário interno, com forte expansão do PIB⁴⁰, meta de inflação cumprida⁴¹, além do estabelecimento dos indicadores de um novo contexto de solvência fiscal, como a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal e a fixação de metas de superávit primário para 2001 e 2002⁴². No setor externo, apesar de um cenário adverso, marcado pela volatilidade das bolsas de valores norte-americanas (em especial da *Nasdaq*), pela elevação das cotações internacionais de petróleo e ainda pela queda acentuada no preço das *commodities*, o déficit em conta corrente fechou o ano em 4,2% do PIB, menor do que os 4,7% do PIB em 1999, que foi financiado com folga por investimentos externos diretos.

Como consequência do cenário favorável descrito no parágrafo anterior, que dava mais folga à autoridade fiscal para reduzir a indexação da dívida pública, o percentual indexado à SELIC caiu ao longo do ano 2000. Em janeiro de 2000, este representava 61% do total da dívida e exibiu processo de queda a partir desta data.

⁴⁰ O PIB cresceu 4,2% no ano 2000.

⁴¹ O IPCA foi de 5,97% vs. 6% de meta no ano 2000.

⁴² As metas de superávit primário eram de 3% para 2001 e 2,7% para 2002.

A queda no percentual indexado à SELIC foi freada nos meses de maio a julho⁴³, devido ao aumento de volatilidade no cenário externo, decorrente da elevação dos preços de petróleo e das expectativas quanto à política monetária norte-americana. Entretanto, tal parcela retomou o seu processo de queda a partir de agosto, chegando a 52% do total em dezembro de 2000. Em 2001, esse percentual oscilou em torno de 50% do total⁴⁴, aumentando após os atentados terroristas de 11 de setembro nos EUA, o que fez com que fechasse dezembro de 2001 em 54% do total.

O percentual da dívida indexado à SELIC começou o ano de 2002 em 53,5% e exibiu processo de redução até junho de 2002, quando chegou ao nível de 48,8%. Até abril, a queda nesse percentual pode ser explicada pelo cenário favorável que se desenhava para o Brasil, o que propiciou essa redução às custas de um aumento na parcela prefixada da dívida. Por sua vez, a queda no percentual indexado à SELIC de maio para junho de 2002⁴⁵ pode ser explicada pelo processo de antecipação da marcação a mercado dos fundos de investimento de setembro para junho de 2002, o que reduziu a atratividade e a demanda pelas LFTs.

Entretanto, a partir da crise de confiança que se iniciava no Brasil e com o potencial impacto da forte depreciação cambial ocorrida sobre os índices de inflação, passou a se esperar um aumento das taxas de juros⁴⁶, dado o comprometimento com o Regime de Metas de Inflação. Por isso, a partir de julho de 2002⁴⁷, esse percentual voltou a aumentar, principalmente às custas de uma redução no percentual prefixado. O percentual indexado à SELIC sofreu redução de agosto para setembro de 2002⁴⁸, gerada principalmente pelo aumento do percentual cambial (incluindo *swap*)⁴⁹. A partir de então, houve um aumento do valor dos títulos indexados à SELIC, propiciado por aumentos sucessivos das taxas de juros (de 18% a.a. em setembro para 25% a.a. em dezembro de 2002) – o

⁴³ Ficou praticamente estável em 55% do total nesse período.

⁴⁴ Até outubro de 2001.

⁴⁵ Tal percentual passou de 50,5% para 48,8% do total da dívida.

⁴⁶ O aumento esperado nas taxas de juros realmente se confirmou, pois as taxas de juros, em aumentos sucessivos em 2002, passaram de 18% a.a. em setembro de 2002 para 25% a.a. em dezembro de 2002.

⁴⁷ O percentual indexado à SELIC era 51,14% do total.

⁴⁸ De 52,2% para 49,1% do total da dívida.

⁴⁹ De 32,72% para 37,77% do total da dívida.

que, aliado à redução do percentual cambial, fez com que o percentual da dívida indexado à SELIC fechasse dezembro de 2002 em 55%.

3.4 A Evolução da Maturidade da Dívida Pública⁵⁰

Podemos analisar a evolução da maturidade da dívida pública sob dois conceitos: prazo médio e duração⁵¹.

Como podemos verificar na figura 3.9 abaixo, a evolução das duas séries era quase coincidente no início do período estudado; mas, a partir da crise russa, marca-se uma diferença muito grande entre a evolução do prazo médio e da duração. Isso se justifica pelo fato da composição da dívida ter mudado significativamente a partir de julho de 1998, com um grande aumento da parcela indexada à SELIC⁵² e forte redução do percentual prefixado⁵³. Como a parcela indexada à SELIC tem duração zero⁵⁴, gera-se a diferença citada entre as duas séries representativas de prazo após julho de 1998⁵⁵.

Os ganhos obtidos a partir do Plano Real (na verdade, após agosto de 1996, que é o início da nossa base de dados) foram muito mais significativos em termos de prazo médio do que em termos de duração. Enquanto o prazo médio subiu de 2,18 meses em agosto de 1996 para 21,99 meses em dezembro de 2002, a duração subiu de 1,99 meses para 11,98 meses no mesmo período. Esse comportamento pode ser explicado, em grande parte, pela forte indexação da dívida no período estudado, principalmente a partir da crise russa (1998).

⁵⁰ Essa análise só é feita a partir de agosto de 1996, pois os dados de duração e prazo médio só são disponibilizados pelo Tesouro Nacional e Banco Central a partir dessa data.

⁵¹ A duração é uma medida de quanto tempo, em média, o detentor do título deve esperar para receber os pagamentos. Títulos indexados apresentam duração menor que títulos nominais de mesma maturidade e ativos indexados aos juros apresentam duração ainda menor que ativos indexados a inflação. Títulos nominais de mesma maturidade apresentam prazo médio e duração iguais.

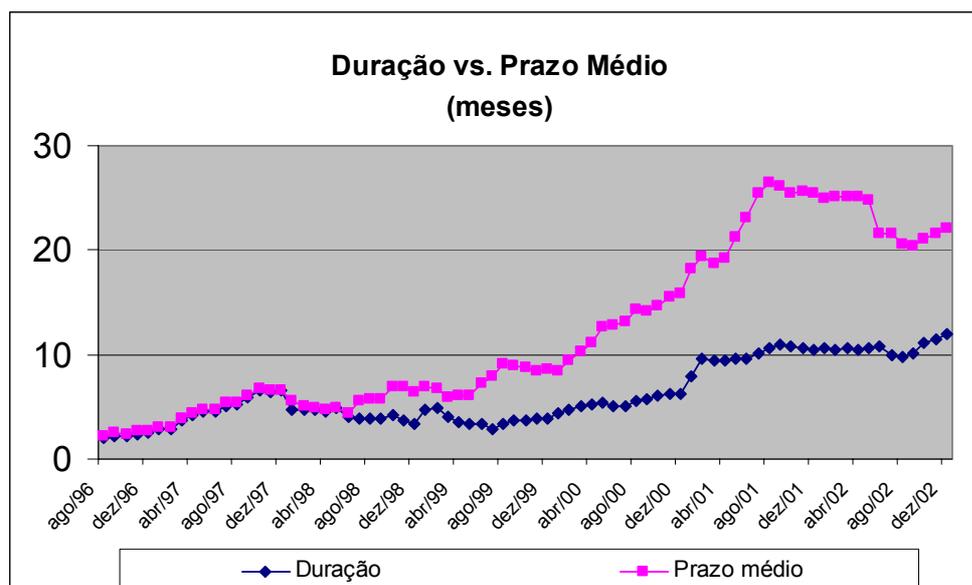
⁵² De 55,3% em julho de 1998 para 65,7% do total da dívida em setembro de 1998.

⁵³ De 21,9% em julho de 1998 para 7,0% do total da dívida em setembro de 1998.

⁵⁴ Na verdade, o Banco Central contabiliza a duração desses títulos como sendo de 1 dia (0,03 meses).

⁵⁵ Ver figura 3.9.

FIGURA 3.9



Para obter o alongamento do prazo da dívida pública desejado e, desta forma, reduzir o risco de rolagem e de crises de confiança, o Tesouro Nacional e o Banco Central tiveram que recorrer à indexação da mesma, principalmente nos períodos marcados por crises – as quais foram freqüentes no período estudado⁵⁶. Esse comportamento pode ser explicado pelo fato de que, para alongar a dívida pública via títulos prefixados no período recente, teria que se pagar taxas de juros mais elevadas do que o governo acharia razoável, o que é fruto da assimetria de informação entre o governo e o setor privado. Essa atitude emitiria uma sinalização ruim em termos do quanto o governo acredita na estabilização e poderia até, dados os custos excessivos incorridos num período longo, gerar uma trajetória de dívida pública não-sustentável⁵⁷.

Portanto, julgamos ser mais conveniente analisar não somente a evolução do prazo médio da dívida pública mas também a evolução da duração da mesma no período estudado. Afinal, em períodos de crise, o governo optou, em geral, por emitir dívida indexada para alongar o prazo da dívida ou encurtar a maturidade

⁵⁶ Crise Asiática (1997), Russa (1998), Crise de Confiança no Brasil no final de 1998, Crise da Argentina (2001) e Crise de Confiança no Brasil em 2002.

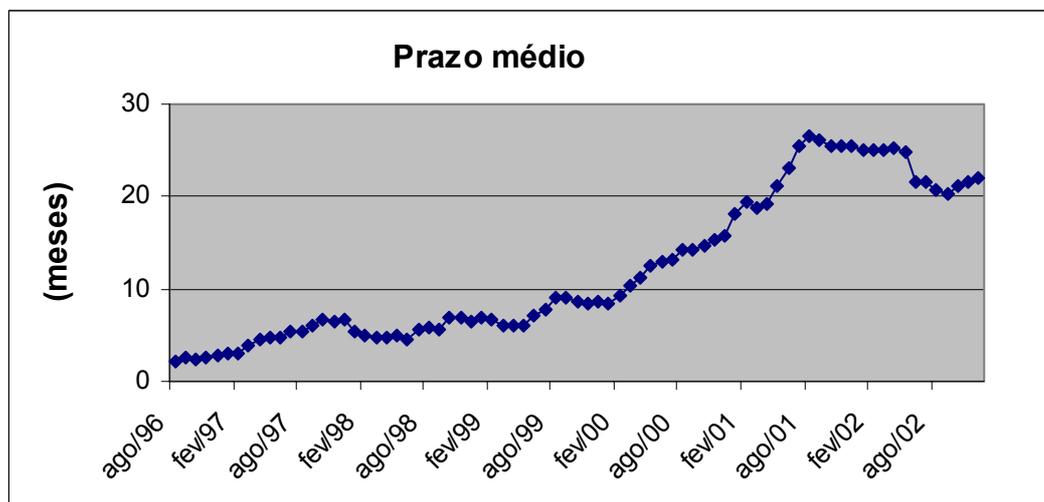
⁵⁷ Ver Missale, Giavazzi e Benigno (2000).

dos títulos prefixados ou utilizar parcialmente ambas as estratégias. Na Crise Russa, por exemplo, optou-se por parar de emitir dívida prefixada e, para alongar o prazo da mesma, recorreu-se a fortes mudanças de composição. Como esses efeitos sobre a composição da dívida pública, que são relevantes nas crises que ocorreram no período em questão, só se refletem no conceito de duração (e não no conceito de prazo médio), parece mais adequado analisar a evolução de ambas as séries para se ter uma maior compreensão da evolução da maturidade da dívida pública brasileira no período pós-Real.

Nesta seção, será feita a análise sob os dois conceitos relevantes de maturidade. Na sub-seção 3.3.1, será realizada a análise da evolução do prazo médio e, na sub-seção 3.3.2, da evolução da duração da dívida pública.

3.4.1 A Evolução do Prazo Médio da Dívida Pública Brasileira

FIGURA 3.10



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

O prazo médio dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e Banco Central era de 2,18 meses em agosto de 1996 e subiu até 6,70 meses em outubro de 1997. Esse alongamento expressivo do prazo médio⁵⁸ se deu principalmente com títulos prefixados, já que esses representavam aproximadamente 60% da dívida do período.

A partir da crise asiática⁵⁹, o prazo médio da dívida pública brasileira apresentou queda, chegando a 4,65 meses em abril de 1998.⁶⁰ Após pequena recuperação em maio⁶¹, o prazo médio chegou ao nível de 4,45 meses em junho de 1998. A partir desta data, dada a forte indexação da dívida, principalmente à taxa de juros SELIC, em consequência da estratégia de gestão de dívida adotada após a crise russa, o prazo médio voltou a subir, e oscilou no intervalo entre 5,5 e

⁵⁸ E de duração também, como veremos na seção 3.3.2.

⁵⁹ Que se iniciou em outubro de 1997

⁶⁰ A elevação dos juros após a crise citada (a TBC passou de 20,7% para 43,41%) tornou indesejável manter títulos prefixados de prazo longo e optou-se por emitir dívida prefixada de maturidade mais curta, principalmente de 3 meses, o que gerou a redução do prazo médio no período.

⁶¹ O prazo médio era de 4,91 meses.

7 meses até maio de 1999⁶². Então, passou a subir continuamente até agosto de 2001, quando chegou ao valor de 26,47 meses, mantendo-se próximo ao patamar de 25 meses até maio de 2002. A partir da crise de confiança pela qual passou o país, o prazo médio caiu, chegando a 20,38 meses em setembro de 2002 e, então, voltou a se recuperar, terminando dezembro de 2002 em 21,99 meses.

Houve redução do prazo médio a partir da crise asiática, quando se adotou a estratégia de emitir dívida prefixada de prazo mais curto na expectativa de controlar a especulação e a volatilidade que vigoravam no mercado. Entretanto, nas crises seguintes (a partir da crise russa, inclusive), a autoridade fiscal optou por indexar a dívida para não incorrer na redução de prazo médio que se verificou após a crise asiática e, assim, não expor a economia a um maior risco de rolagem e de crises de confiança. Essa estratégia, por sua vez, apesar de não gerar efeito sobre o prazo médio, gerava redução na duração da mesma, como será visto na próxima sub-seção.

A queda mais expressiva observada na série de prazo médio da dívida pública se deu a partir da crise de confiança que ocorreu no Brasil em 2002. Afinal, esta crise refletia um receio por parte do mercado de que poderia haver um *default* da dívida pública no próximo governo, dadas as declarações prévias do possível partido eleito nesse sentido. Nesse caso, o que os agentes buscavam era mais do que um *hedge* cambial e de taxa de juros, e sim uma antecipação dos vencimentos ainda para o governo Fernando Henrique Cardoso, o que lhes conferiria maior segurança em relação ao cumprimento dos contratos estabelecidos. Por isso, esta crise gerou não só uma redução da duração da dívida pública⁶³, mas também do prazo médio da mesma, que só voltou a se recuperar a

⁶² A partir da crise russa, o prazo médio caiu de 5,80 meses em agosto de 1998 para 5,67 meses em setembro de 1998, o que foi uma queda pouquíssimo significativa dada a grande mudança de composição de dívida que se verificou neste período. A recuperação desta queda no prazo médio também foi muito rápida; pois, em setembro de 1998, o prazo médio já era de 6,95 meses. Com a crise de confiança brasileira no final de 1998, o prazo médio passou de 6,95 meses para 6,40 meses de novembro para dezembro de 1998. Novamente, a recuperação desta queda no prazo médio também foi muito rápida; pois, em janeiro de 1999, o prazo médio já era de 6,95 meses. Convém ressaltar, então, que essas 2 crises não alteraram substancialmente a evolução do prazo médio da dívida pública, diferentemente do que ocorreu com a duração, como veremos na próxima sub-seção.

⁶³ Como veremos na seção 3.3.2.

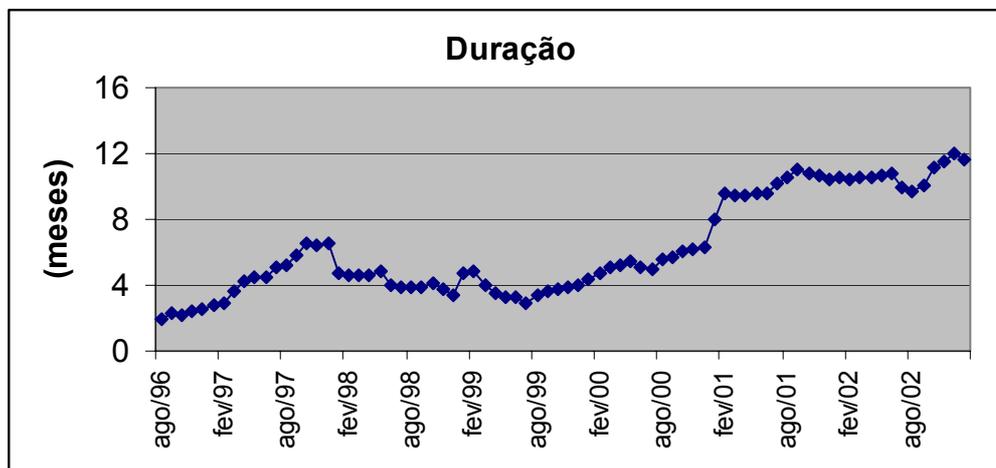
partir de setembro de 2002, com a sinalização do candidato eleito nas eleições de outubro de que honraria os compromissos do governo em relação à dívida pública.

É importante também destacar que a volatilidade dos preços das LFTs, intensificada quando da antecipação do processo de marcação a mercado dos fundos de investimento de setembro para junho de 2002, fez com que a demanda migrasse para títulos mais curtos, o que, reforçado pela medida adotada pela CVM de eliminar a exigência da marcação a mercado para títulos pós-fixados, contratados com base na taxa SELIC ou DI, com prazo de vencimento até 365 dias, fez com que o Tesouro Nacional passasse a refinar a dívida, principalmente no 2º semestre do ano, com prazo inferior a 12 meses. Adicionalmente, para estabilizar o mercado secundário de LFTs, o BC recomprou parcela considerável desses títulos junto ao público, oferecendo LFTs com vencimentos em 2002 e 2003⁶⁴, o que também contribuiu para a redução do prazo médio da dívida pública até setembro de 2002.

⁶⁴ Ver Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública (2003).

3.4.2 A Evolução da Duração da Dívida Pública Brasileira

FIGURA 3.11



Fonte: Nota para a Imprensa (Banco Central do Brasil)

A duração da dívida pública brasileira subiu continuamente de 1,99 meses em agosto de 1996 para 6,50 meses em outubro de 1997. Esse alongamento expressivo de duração, assim como de prazo médio⁶⁵, se deu principalmente com títulos prefixados, já que esses representavam aproximadamente 60% da dívida do período.

A partir da crise asiática (outubro de 1997) e do acordo de renegociação da dívida com o estado de São Paulo em dezembro de 1997⁶⁶, que gerou um “pulo” na parcela indexada à SELIC⁶⁷, a duração passou de 6,50 meses em outubro de 1997 para 4,78 meses em janeiro de 1998⁶⁸. O processo de queda da duração continuou até setembro de 1998⁶⁹, o que pode ser explicado pela grande mudança na composição de dívida gerada a partir da crise russa, com forte aumento da

⁶⁵ Como vimos na seção 3.3.1.

⁶⁶ Ver descrição desse acordo de renegociação da dívida com o estado de São Paulo na seção 3.2.1.

⁶⁷ De 20% em novembro de 1997 para 35% em dezembro de 1997.

⁶⁸ Essa queda na duração persistiu até abril de 1998, quando a duração era de 4,59 meses.

⁶⁹ Apesar de ter havido um esboço de recuperação da duração em maio de 1998.

parcela indexada à SELIC em detrimento da prefixada⁷⁰. Tal mudança de estratégia em relação à composição de dívida foi a principal razão para que a duração chegasse ao nível de 3,82 meses em setembro de 1998, pois o prazo médio dos títulos emitidos não apresentou queda nesse período⁷¹.

A partir de novembro de 1998, apesar da mudança de regime fiscal no Brasil⁷², passou a se desconfiar que o país não manteria mais o regime de taxa de câmbio fixa, dada a sua vulnerabilidade em termos de reservas⁷³. Com isso, iniciou-se uma crise de confiança na capacidade de pagamento da dívida por parte do governo no final de 1998, o que, juntamente com o aumento do percentual indexado à SELIC às custas da redução do percentual prefixado⁷⁴ que se seguiu a esta crise, fez a duração cair de 4,14 meses em outubro de 1998 para 3,34 meses em dezembro de 1998. Esta se recuperou temporariamente em janeiro e fevereiro de 1999, após a desvalorização cambial, mas voltou a cair a partir de março de 1999, fazendo-a atingir 2,87 meses em julho de 1999.

A partir desta data, a duração passou a exibir processo de recuperação até maio de 2000, gerado por um aumento do prazo médio da dívida pública⁷⁵ e pelo aumento do percentual prefixado e indexado à inflação, às custas da redução no percentual indexado à SELIC⁷⁶. Desta forma, a duração chegou ao nível de 5,41 meses em maio de 2000. Mas, em maio e junho, com o aumento de volatilidade no cenário externo, dada a elevação dos preços de petróleo e as expectativas quanto à política monetária americana, as emissões de LTN de 6 e 12 meses foram suspensas por 5 a 7 semanas, respectivamente⁷⁷. Assim, a duração passou de 5,41 meses em maio para 5,08 meses em junho e 4,99 meses em julho de 2000. Em

⁷⁰ De maio para setembro de 1998, o percentual indexado à Selic passa de 21,1% para 65,7%, o prefixado de 55,55% para 7,05%, com um pequeno aumento da parcela cambial, que passa de 17,66% para 21,38%.

⁷¹ O prazo médio, na verdade, subiu nesse período, passando de 4,9 meses em maio de 1998 para 5,7 meses em setembro de 1998 – apesar de uma ligeira queda, a partir da crise russa, de 5,8 meses em agosto para 5,7 meses em setembro de 1998.

⁷² De déficits para superávits primários.

⁷³ Ver tabela III.14.

⁷⁴ O percentual indexado à SELIC passou de 59% em outubro de 1998 para 69% em dezembro de 1998, enquanto o percentual prefixado passou de 14% para 3,5% no mesmo período.

⁷⁵ O prazo médio subiu de 7,87 meses em julho de 1999 para 12,60 meses em maio de 2000.

⁷⁶ De julho de 1999 para maio de 2000, o percentual prefixado passa de 10,66% para 12,95% , o percentual indexado à SELIC de 61,32% para 55,24% e o percentual indexado à inflação de 0,23% para 5,35%.

⁷⁷ Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública (2001).

julho, iniciou-se a oferta de NTN-C de 5 anos e, no final de agosto, foram vendidos prefixados de 24 meses. Assim, a duração se recuperou a partir de agosto, passando para 5,58 meses⁷⁸ e, depois, cresceu até chegar ao nível de 6,32 meses em dezembro de 2000⁷⁹.

A duração da dívida pública brasileira passou de 7,97 meses em janeiro de 2001 para 9,56 meses em fevereiro de 2001, patamar em que se estabilizou até junho de 2001⁸⁰. A partir de julho de 2001, a duração exibiu recuperação consistente, chegando ao nível de 10,97 meses em setembro de 2001. A partir dos atentados terroristas de 11/9 nos EUA e do receio dos investidores em relação aos efeitos que uma possível guerra poderia ter sobre os fluxos de investimentos para mercados emergentes como o brasileiro, a duração caiu, fechando dezembro de 2001 em 10,47 meses⁸¹. A elevação da duração obtida em 2001⁸² ocorreu graças ao alongamento do prazo principalmente das NTN-Cs^{83 84}.

A emissão de títulos prefixados mais longos foi suspensa nos momentos de maior volatilidade nos mercados em 2001. O Tesouro chegou a emitir LTNs de 24 meses em janeiro; mas, a partir de março, dada a piora do ambiente, principalmente externo, com a crise Argentina, o Tesouro passou a emitir LTN de 6 meses e, só em novembro, com a melhor percepção interna e externa sobre a economia brasileira, voltou-se a emitir LTN de 18 meses. Além disso, em março, julho e setembro, momentos de maior volatilidade, o Tesouro optou por não emitir dívida prefixada. Essa estratégia do Tesouro se justifica, pois evita o aumento do

⁷⁸ Em agosto de 1998.

⁷⁹ Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública (2001).

⁸⁰ Apesar da ligeira queda ocorrida em março e abril para 9,46 e 9,45 meses, consequência dos impactos da crise Argentina sobre a percepção de risco dos investidores.

⁸¹ Em setembro de 2001, a duração era de 11 meses e passou para 10,5 meses em dezembro de 2001-reflexo do temor em relação aos efeitos de uma possível guerra sobre o Brasil, que foi gerado a partir dos atentados terroristas de 11 de setembro nos EUA.

⁸² A duração passou de 7,97 meses em janeiro de 2001 para 10,97 meses em dezembro de 2001.

⁸³ A contribuição das NTN-C para alongamento do prazo da DPMFi (Dívida Pública Mobiliária federal Interna) decorreu das emissões por ofertas públicas deste título entre 2005 e 2031. Nos dois primeiros meses de 2001, a emissão desse título teve prazo de 30 anos. Nos meses de março, abril, agosto e novembro, as NTN-Cs foram colocadas com prazo de 20 anos.

⁸⁴ Houve um alongamento de prazo grande também das LFTs; mas esses títulos, por terem duração zero, não impactam o cálculo da mesma.

risco de refinanciamento, pois a taxa de juros era superior ao nível de longo prazo, mas implicava em redução da duração da dívida pública⁸⁵.

A duração da dívida pública era de 10,53 meses em janeiro de 2002 e se manteve praticamente estável nesse nível até junho. É importante citar que os primeiros meses do ano, principalmente até abril, foram caracterizados por otimismo em relação à retomada da atividade econômica, percepção de risco positiva por parte dos investidores externos e política monetária menos rígida, com espaço para reduções adicionais das taxas de juros e estabilidade da taxa de câmbio e dos níveis de preços. Tal cenário propiciou a estabilidade do prazo médio dos títulos emitidos em 25 meses, além de um aumento na parcela de dívida prefixada⁸⁶ e redução no percentual indexado à SELIC⁸⁷ e no percentual cambial⁸⁸ no período entre janeiro e abril de 2002.

Mas, a partir da intensificação dos efeitos da crise de confiança vivida pelo Brasil, que refletia a desconfiança do mercado em relação à continuidade de política econômica num próximo governo e, principalmente, em relação ao pagamento da dívida pública, a duração passou de 10,81 meses em junho de 2002 para 9,76 meses em agosto de 2002. Essa queda na duração foi gerada em parte pelo aumento do percentual indexado à SELIC⁸⁹ e, em parte, pela redução do prazo médio⁹⁰ no período. A partir de setembro de 2002, com a forte sinalização por parte do próximo governo em termos de continuidade da política econômica e de cumprimento de contratos, houve um alongamento expressivo do prazo médio dos títulos emitidos⁹¹, que mais do que compensou o aumento do percentual indexado à SELIC⁹², fazendo a duração fechar dezembro de 2002 em 11,98 meses.

⁸⁵ Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública (2002).

⁸⁶ A parcela prefixada passou de 7,7% para 9,7% do total da dívida de janeiro a abril de 2002.

⁸⁷ A parcela de dívida indexada à SELIC passou de 53,5% para 50,7% do total da dívida de janeiro a abril de 2002.

⁸⁸ A parcela cambial passou de 29,8% para 28,6% do total da dívida de janeiro a abril de 2002.

⁸⁹ A parcela indexada à SELIC passou de 48,8% para 52,2% do total da dívida.

⁹⁰ O prazo médio passou de 21,65 meses para 20,63 meses.

⁹¹ O prazo médio passou de 20,4 meses em setembro para 32,4 meses em dezembro de 2002.

⁹² O percentual indexado à SELIC passou de 49,1% para 55,1% de setembro para dezembro de 2002.