

### 3

## Dívida Pública Brasileira – Composição e Evolução

O mercado de títulos brasileiro estruturou-se a partir de meados da década de 60. As reformas econômicas e financeiras promovidas pelos governos militares permitiram o surgimento de uma demanda por títulos públicos e possibilitou uma fonte de financiamento para os déficits fiscais.

O estabelecimento da correção monetária, bem como a criação do Banco Central e do Conselho Monetário Nacional, determinou o desenho institucional do mercado de crédito brasileiro e garantiu a existência de instituições especializadas neste mercado.

O Banco Central recebeu a competência de realizar operações de mercado aberto e conceder empréstimos às instituições bancárias, passando assim a contar com um mecanismo de injeção e drenagem de recursos no mercado financeiro. Essas operações de mercado aberto tornaram-se o principal instrumento de política monetária através do qual o Banco Central passou a controlar o grau de liquidez da economia.

A introdução da dívida pública indexada permitiu que uma demanda voluntária por títulos públicos fosse estabelecida e mantida mesmo na década seguinte apesar do enorme aumento da inflação. Rapidamente, esta demanda ultrapassou as necessidades de financiamento do governo e foram desenvolvidos mecanismos de transferência de recursos entre as esferas federal e estadual<sup>4</sup>. O setor público pôde canalizar os recursos excedentes para realizar investimentos, o que promoveu um enorme crescimento da economia.

Durante a década de 70, o acúmulo de dívida pública foi compatível com as altas taxas de crescimento da economia. Entretanto, nos anos seguintes, a queda da riqueza, a maior instabilidade da inflação e as constantes alterações nas regras de correção dos títulos ocasionaram um crescimento ainda maior na volatilidade

dos retornos e a fonte de recursos secou. Ao longo da década de 80 e nos primeiros anos da década de 90, o país foi marcado por uma sucessão de planos econômicos que tentavam contornar as elevadas taxas de inflação e o baixo crescimento da economia. Mas todos esses planos falharam e a inflação continuou crescente.

Em julho de 1994, a introdução do Plano Real trouxe a estabilização da economia e da inflação, e grandes mudanças na política monetária e econômica. Um novo regime cambial e um grande programa de desindexação da economia garantiram que a inflação fosse controlada.

A estabilização veio acompanhada de crescente credibilidade, o que permitiu alterações na composição e no nível da dívida pública. Ao longo dos anos do Plano Real, o crescimento no endividamento público foi enorme; a razão Dívida Líquida Total - PIB cresceu de 35% em julho de 1994 para 58% em dezembro de 2003. A credibilidade do governo e do regime cambial garantiu alterações também na composição da dívida mobiliária. Os títulos prefixados que chegaram a representar 0% do total do endividamento público em 1989, voltaram a fazer parte da composição da dívida mobiliária. E também cresceram as parcelas indexadas ao câmbio e à taxa Selic. A indexação a índices de preços foi sendo gradativamente reduzida.

A mudança de regime cambial, em janeiro de 1999, trouxe mais alterações na composição da dívida do que na sua trajetória de crescimento. Com a adoção do câmbio flutuante, os títulos indexados à taxa de câmbio e os títulos indexados à taxa Selic ganharam destaque em detrimento dos títulos prefixados.

O grande crescimento da dívida se tornou um ponto de forte preocupação e, nos anos seguintes, quando a situação de desequilíbrio fiscal não pôde mais ser sustentada, o país adotou um programa de ajuste fiscal que vem garantindo expressivos superávits primários ao longo dos últimos anos.

Em 2001 e 2002, a economia se viu submetida a choques externos e internos, e o nível de endividamento continuou crescendo.

---

<sup>4</sup> A institucionalização desses mecanismos aumentou a capacidade de dispêndio dos estados, o que nos anos seguintes, quando os recursos se tornaram mais escassos, gerou grandes problemas.

Apesar dos percalços aos quais a economia se viu submetida, no ano de 2003, a trajetória da dívida parece estar sendo invertida, a razão dívida – PIB está se reduzindo e o perfil do endividamento vem melhorando, com a colocação de títulos mais longos e prefixados.

A tabela 1, a seguir, mostra a evolução recente do endividamento público e seus fatores condicionantes.

A dívida líquida do setor público cresce pela diferença entre obrigações e haveres. Da mesma forma, a variação da dívida líquida iguala o déficit primário somado aos pagamentos de juros e acrescido dos ajustes patrimoniais (a serem explicados adiante). Assim, a diferença entre obrigações e ativos deve ser igual ao déficit primário somado aos pagamentos de juros e aos ajustes patrimoniais. Esta igualdade se assemelha à igualdade entre o passivo e o ativo de um balanço patrimonial num sistema de partidas dobradas, a origem dos recursos (passivo) deve se igualar ao uso dos recursos (ativo). As obrigações correspondem à dívida mobiliária, às outras dívidas domésticas e à dívida externa. Os ativos, por sua vez, correspondem aos ativos domésticos e aos ativos externos. A decomposição da dívida mobiliária será baseada nos fatores de variação assim discriminados.

A dívida mobiliária (somada às outras dívidas domésticas e ao endividamento externo) pode ser usada para o financiamento do déficit do governo federal (incluindo Banco Central), para a acumulação de ativos, ou para o financiamento de dívidas anteriores. Ou seja, a dívida mobiliária seria a fonte dos recursos e os três itens acima os usos do endividamento.

Resumindo:

- (1) Dívida Líquida = Obrigações – Ativos
- (2)  $\Delta$  Dívida Líquida =  $\Delta$  Obrigações –  $\Delta$  Ativos
- (3)  $\Delta$  Dívida Líquida = Déficit Primário + Pagamentos de Juros + Ajustes
- (4)  $\Delta$  Obrigações –  $\Delta$  Ativos = Déficit Primário + Pagamentos de Juros + Ajustes
- (5)  $\Delta$  Obrigações =  $\Delta$  Dívida Mobiliária Federal +  $\Delta$  Outras Dívidas Domésticas +  $\Delta$  Dívida Externa
- (6)  $\Delta$  Ativos =  $\Delta$  Ativos Domésticos +  $\Delta$  Ativos Externos

$$(7) \Delta \text{ Dívida Mobiliária Federal} + \Delta \text{ Outras Dívidas Domésticas} + \Delta \text{ Dívida Externa} - \Delta \text{ Ativos Domésticos} - \Delta \text{ Ativos Externos} = \text{Déficit Primário} + \text{Pagamentos de Juros} + \text{Ajustes}$$

Resolvendo para  $\Delta$  Dívida Mobiliária Federal:

$$(8) \Delta \text{ Dívida Mobiliária Federal} = \text{Déficit Primário} + \text{Pagamentos de Juros} + \text{Ajustes} + \Delta \text{ Ativos Domésticos} + \Delta \text{ Ativos Externos} - \Delta \text{ Outras Dívidas Domésticas} - \Delta \text{ Dívida Externa}$$

Será vista a evolução da dívida pública entre os anos de 1994 a 2003. Há a necessidade de efetuar uma série de ajustes ao cálculo da dívida líquida. O primeiro deles é incluir as contas de estados e municípios no cômputo do déficit, bem como incluir as empresas estatais. O próximo ajuste é considerar no cálculo as receitas de privatização, e finalmente computar os ajustes referentes aos esqueletos.

As receitas de privatização não são computadas no cálculo do déficit já que ocorrem apenas uma vez (são estoques e não fluxos como o déficit), entretanto, por serem receitas do governo, devem reduzir o estoque da dívida líquida. Considera-se neste trabalho que todas as receitas de privatização foram usadas para saldar parte da dívida e assim o estoque da dívida é reduzido pelo exato montante das receitas de privatização. Assim, para encontrar o déficit nominal compatível com suas estatísticas divulgadas, deve-se adicionar as receitas de privatização.

Por fim, os ajustes patrimoniais referem-se aos esqueletos. Este item corresponde a endividamentos passados que estão sendo assumidos agora, mas seus efeitos macroeconômicos já ocorreram. Assim, devem ser subtraídos da dívida líquida para encontrar-se a dívida líquida do setor público sem privatizações, ou, o déficit nominal. E há ainda o item “Ajuste não computado pelo BC” que se faz necessário já que nos anos de 1994 e 1995 o Banco Central não computou ajustes referentes a privatizações e esqueletos.

Entre os usos da dívida pública, o pagamento de juros se destaca. Este apresentou em crescimento de 53.92 pontos percentuais do PIB, o que por si só ultrapassa o crescimento da dívida líquida (23.96%). Vale ainda ressaltar o resultado primário do governo central que vem se mantendo positivo nos últimos anos, representando o esforço fiscal realizado pelo governo. Na aquisição de

ativos, podem ser destacados os acordos de negociação dos estados, que apresentaram 15.45% de crescimento e os recursos destinados às instituições financeiras que apresentam expressiva queda ao longo dos anos. E, por fim, na rubrica outras dívidas, merece destaque o acúmulo de dívida externa que se verificou no período, crescendo mais proporcionalmente que as outras dívidas domésticas.

Quanto ao elevado custo dos juros, certamente apenas reduzir esta taxa não seria a solução do problema. Dentro de um sistema de metas de inflação, a taxa de juros é o instrumento usado para controlar a inflação, e a simples queda brusca desta taxa traria problemas de credibilidade para o país. Na verdade, as altas taxas de juros do Plano Real podem ser vistas como fruto da insustentabilidade fiscal e do risco país e assim sendo, são variáveis endógenas que não podem ser alteradas sem considerar os efeitos sobre as demais variáveis. A queda dos juros estaria ligada a uma política fiscal consistente e persistente que levasse a um ciclo virtuoso.

Vale ainda ressaltar a participação negativa dos recursos do Banco Central destinados a instituições financeiras. Esses recursos apresentaram expressivo crescimento entre 1996 e 1998 quando o Banco Central atuou auxiliando os bancos visando evitar crises no mercado financeiro. Mas, pelo que se observa na tabela, esses recursos foram sendo reduzidos nos últimos anos. À medida que os processos são encerrados, os recursos que não foram recuperados pelo Banco Central passam a fazer parte dos esqueletos da dívida, que correspondem na tabela aos ajustes metodológicos.

Será analisada, nas próximas subseções, a evolução do endividamento ao longo dos anos. O desenvolvimento deste capítulo foi baseado em diversas fontes de dados e informações, entre elas; as Sinopses Mensais da Andima, as Notas para Imprensa e Boletins do Banco Central, a publicação Séries Históricas – Dívida Pública da Andima e o livro “30 Anos de Indexação”<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Simonsen, 1995.

	Dez/94	Dez/95	Dez/96	Dez/97	Dez/98	Dez/99	Dez/00	Dez/01	Dez/02	Dez/03	Variação
<b>Dívida Líquida Federal e BC</b>	<b>12.90%</b>	<b>13.25%</b>	<b>15.88%</b>	<b>18.68%</b>	<b>25.00%</b>	<b>29.80%</b>	<b>30.57%</b>	<b>32.76%</b>	<b>35.98%</b>	<b>36.86%</b>	<b>23.96%</b>
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%	4.98%	53.92%
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%	-2.47%	-13.53%
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%	0.21%	-1.23%
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%	-0.03%	2.28%
Variação do Ajuste Patrimonial	0.00%	0.00%	1.88%	-0.02%	1.64%	1.32%	0.75%	2.02%	0.92%	0.04%	8.55%
Ajuste Metodológico sem Dívida Interna (excluído)	0.00%	0.00%	0.13%	0.18%	0.46%	3.76%	0.82%	1.53%	4.92%	-1.45%	10.34%
Ajuste Metodológico sem Dívida Externa	0.00%	0.00%	0.06%	0.28%	0.28%	2.78%	0.77%	0.90%	4.58%	-1.58%	8.06%
Variação do Ajuste de Privatização (-)	0.00%	0.00%	0.09%	1.82%	1.39%	0.85%	1.75%	0.08%	0.23%	0.00%	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%	0.00%	1.21%
<b>Ativos</b>	<b>20.90%</b>	<b>21.69%</b>	<b>23.80%</b>	<b>28.66%</b>	<b>29.21%</b>	<b>32.36%</b>	<b>32.65%</b>	<b>36.83%</b>	<b>38.51%</b>	<b>41.64%</b>	<b>20.74%</b>
1 - Domésticos	14.46%	14.30%	16.08%	22.18%	23.39%	26.23%	27.05%	30.21%	29.94%	32.56%	18.10%
1.1 - FAT	2.51%	2.60%	2.53%	2.59%	3.01%	3.15%	3.55%	4.85%	4.87%	5.61%	3.10%
1.2 - Créditos do BC a instituições	4.03%	5.07%	8.36%	7.68%	5.24%	3.85%	3.23%	1.72%	1.28%	1.08%	-2.95%
1.3 - Créditos do Governo Federal	1.62%	1.47%	1.42%	1.45%	0.42%	0.46%	0.41%	1.53%	1.29%	1.34%	-0.28%
1.4 - Negociações com os Estados	0.00%	0.00%	0.00%	5.51%	9.36%	12.40%	13.41%	13.88%	13.95%	15.45%	15.45%
1.5 - Outros	6.30%	5.16%	3.76%	4.95%	5.35%	6.38%	6.44%	8.23%	8.56%	9.09%	2.78%
2 - Reservas	6.43%	7.39%	7.72%	6.49%	5.82%	6.13%	5.59%	6.62%	8.57%	9.07%	2.64%
<b>Outras Dívidas (-)</b>	<b>21.99%</b>	<b>19.30%</b>	<b>18.30%</b>	<b>19.25%</b>	<b>19.33%</b>	<b>23.11%</b>	<b>20.84%</b>	<b>22.23%</b>	<b>31.05%</b>	<b>29.09%</b>	<b>7.10%</b>
1 - Doméstica	9.20%	8.44%	9.01%	10.82%	9.31%	9.15%	7.86%	7.40%	9.80%	9.81%	0.61%
1.1 - Base Monetária	3.47%	3.18%	2.45%	3.54%	4.24%	4.56%	4.13%	4.24%	4.70%	4.66%	1.20%
1.2 - Outros	5.73%	5.26%	6.56%	7.27%	5.07%	4.58%	3.73%	3.16%	5.10%	5.15%	-0.59%
2 - Dívida Externa	12.79%	10.87%	9.29%	8.43%	10.02%	13.96%	12.99%	14.83%	21.25%	19.28%	6.49%
<b>Total</b>	<b>11.81%</b>	<b>15.64%</b>	<b>21.38%</b>	<b>28.10%</b>	<b>34.87%</b>	<b>39.05%</b>	<b>42.37%</b>	<b>47.35%</b>	<b>43.44%</b>	<b>49.41%</b>	<b>37.60%</b>

Tabela 1 - Usos da Dívida Pública Federal (% PIB)

### 3.1. Até a década de 60

A institucionalização da indexação brasileira data da década de 60, durante os governos militares. Antes disso, basicamente, duas leis inibiam ajustes em qualquer tipo de contratos; a Lei da Usura e a proibição da cláusula-ouro.

Até 1930, a indexação não era um tema relevante para a economia brasileira, já que não há relatos de taxa de inflação significativa e persistente. Um episódio conhecido de inflação corresponde à onda inflacionária de 1891, que levou ao encilhamento e posterior solução do problema. Exceto por esta experiência do encilhamento, a inflação não era tida como um problema relevante, e poucos agentes se preocupavam em se proteger da instabilidade da moeda. O Código Civil determinava que os contratos poderiam ser estabelecidos em moeda nacional ou estrangeira e que a taxa de juro legal seria de 6% a.a., mas se estipulada no contrato, a taxa podia diferir deste valor.

Com a crise de 1929, entretanto, o preço externo do café reduziu-se drasticamente assim como o ingresso de capitais externos no país. A moeda nacional, o mil-réis, desvalorizou-se e o país teve que renegociar sua dívida externa.

O governo Vargas optou por uma postura nacionalista e intervencionista. Através de dois decretos, o governo instituiu a “ficção de moeda nacional estável”<sup>6</sup>. O decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933, proibiu taxas de juros superiores a 12% a.a. em quaisquer contratos. A princípio, este decreto era apenas uma atitude nacionalista que não prejudicaria os contratos nacionais, já que a maior parte deles trabalhava com taxas menores que 12% a.a.. Entretanto, quando a inflação cresceu o suficiente para ultrapassar este valor, este decreto se tornou um grande limitador dos mercados.

O decreto nº 23.501, de 27 de novembro de 1933, proibiu a cláusula-ouro, ou seja, a partir da publicação deste decreto, ficou proibida qualquer estipulação de pagamento em ouro ou em qualquer outra moeda que não a moeda oficial nacional.

Passado o período de crise, durante a década de 50, a inflação brasileira acelerou e acabou precipitando a incompatibilidade entre a lei da usura e as altas

---

<sup>6</sup> Simonsen, 1995.

taxas de inflação. O Brasil viveu neste descompasso até o início dos governos militares, em 1964.

O primeiro programa econômico dos governos militares, o PAEG, estabelecia que uma das causas da aceleração da inflação nos anos 50 era a falta de um mercado de dívida que permitisse o financiamento do déficit fiscal.

O mercado de ativos brasileiro tinha pouca significância e a dívida pública interna tinha pouca credibilidade. A sua demanda estava basicamente restrita aos casos de aquisição compulsória, já que havia atrasos em seu pagamento e perda de valor real dos títulos dada a inexistência de mecanismos de atualização do valor nominal.

O governo Castelo Branco (1964 a 1966), visando diminuir as distorções citadas acima, introduziu a correção monetária, um mecanismo de indexação que ajustava tarifas, impostos e alguns contratos, mas não ajustava a taxa de câmbio, os salários e os depósitos bancários.

A demanda por títulos públicos, que havia desaparecido frente à incompatibilidade da lei da usura e das taxas de inflação, foi fomentada quando o governo criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).

Instituídas em 1964, as ORTNs tinham como objetivo financiar as despesas do Tesouro Nacional e possibilitar um controle do mercado financeiro pelas autoridades monetárias. O prazo variava de 1 a 20 anos, e o valor nominal era reajustado periodicamente pelo valor da inflação passada mais uma taxa de juros de 6% a.a.. Inicialmente, os ajustes no valor do título eram trimestrais, mas posteriormente, passaram a ser mensais, de acordo com os coeficientes de ajuste divulgados pelo Ministério da Fazenda. Esses coeficientes de ajuste eram determinados de várias formas e resultaram, com a aceleração da inflação na década de 70, numa grande perda de valor real das ORTNs fazendo com que a correção monetária deixasse de ser um bom *hedge* para a inflação. Além disso, para incentivar as ORTNs, o governo determinou que quem comprasse o título até maio de 1966, poderia optar pela cláusula de correção monetária ou pelo reajuste de acordo com o aumento do valor do dólar. A cláusula de correção cambial estabelecia que os detentores poderiam optar pela correção de seu valor de acordo com os coeficientes calculados pelo Banco Central com base na variação da cotação da moeda em relação ao dólar oficial.

A ORTN foi concebida visando o combate à inflação. O governo pretendia evitar o financiamento do déficit público via emissão monetária, e a colocação de ORTNs deveria fomentar o mercado de títulos brasileiros. O governo objetivava estimular a poupança doméstica e resgatar a credibilidade dos títulos públicos.

Devido à pontualidade nos pagamentos, às taxas de juros reais positivas e à eficiente campanha de divulgação, uma demanda voluntária pelas ORTNs surgiu rapidamente. Entre 1966 e 1971, a demanda por ORTNs cresceu mais do que a necessidade de financiamento do governo. Este excedente de financiamento promoveu diversos programas de crédito e aumentou consideravelmente os recursos disponíveis para os governos locais. As ORTNs foram lançadas com prazo de um ano, mas passaram também a existir em prazos mais curtos, posteriormente. Apesar de não ter sido criada com o objetivo de ser unidade de conta, rapidamente as ORTNs passaram a ser usadas como referência de valor para outros contratos.

### **3.2. A década de 70**

A existência de dívida indexada garantiu uma demanda maior do que as reais necessidades de financiamento do governo. O Banco Central pôde criar uma vasta gama de programas de crédito para financiar diversos projetos. Criou-se uma “parceria” entre o setor público e o privado, reforçando a idéia de que a dívida pública era um importante canal para ampliar os investimentos.

A indexação começou a generalizar-se durante o governo Costa e Silva (1967 a 1969). A política salarial do governo Castelo Branco não poderia mais ser mantida, já que oprimia o poder aquisitivo dos salários, uma vez que estes eram reajustados por uma sub-estimativa da inflação futura. Assim, no governo Costa e Silva, os salários passaram a ser reajustados pela média da inflação passada corrigindo, em parte, as injustiças anteriores. Além disso, com uma inflação anual persistente, o câmbio fixo estipulado pelo acordo de Bretton Woods perdeu credibilidade, e o governo instituiu minidesvalorizações da taxa de câmbio que na prática significavam a indexação do câmbio à inflação. A indexação de toda a

economia brasileira permitiu um crescimento acelerado<sup>7</sup>, mas “institucionalizou a espiral preços-salários”<sup>8</sup>.

Em 1973, as ORTNs com prazo de um ano deixaram de existir com a criação das Letras do Tesouro Nacional (LTN) com prazo semelhante.

As LTNs foram criadas em 1970 com prazos de 42, 91 e 182 dias. Por serem mais simples, eram mais apropriadas para as operações de mercado aberto e, em pouco tempo, conquistaram o mercado. As LTNs eram títulos prefixados e alguns mecanismos de subscrição compulsória e isenção fiscal<sup>9</sup> garantiram a colocação destes títulos no mercado.

Entre 1974 e 1979, o alto crescimento da inflação pode ser atribuído ao superaquecimento da demanda, à liberação dos preços, e à crise do petróleo. E os anos que se seguiram não trouxeram solução. Durante o governo Figueiredo (1979 a 1985), o período de reajuste de salários foi reduzido para 6 meses, o que ampliou ainda mais o repasse da inflação. Entre 1978 e 1979, além das pressões internas, um novo aumento do preço do petróleo e um aumento da taxa de juros interna fez com que o governo recorresse a uma forte desvalorização do câmbio para tentar contornar os problemas com o Balanço de Pagamentos.

Durante este período, tentando “fugir” do custo que o crescimento da inflação implicaria na dívida, o governo promoveu diversas modificações na metodologia de cálculo da correção monetária, o que acabou por reduzir a demanda por títulos públicos, já que além das incertezas quanto à inflação, os agentes temiam a postura do governo. Em agosto de 1979, o governo brasileiro fixou a taxa de câmbio, a taxa de juros e a correção monetária, o que promoveu uma queda abrupta no valor real da dívida interna e um desaquecimento da demanda por títulos.

Na tabela 2, podemos ver a evolução da maturidade da dívida mobiliária. Após atingir o pico de 26.2 meses em 1975, a maturidade entrou em trajetória de

---

<sup>7</sup> Na década de 70, o Brasil viveu o Milagre Econômico, com taxa de crescimento do PIB em torno de 10% a.a.

<sup>8</sup> Simonsen, 1995.

<sup>9</sup> Utilização como lastro em depósitos compulsórios, como garantia na cobertura de reservas técnicas das seguradoras e composição de fundos, e na aplicação de recursos externos que não estivessem empregados nas operações de repasses cambiais, pagamento de tributos federais com seu valor de resgate, entre outros.

queda até o final da década. Ainda, apesar da dívida ser crescente, ao longo do período, a parcela em poder do público foi sendo reduzida o que confirma a gradual queda de credibilidade no cumprimento dos contratos.

Ano	Razão Dívida/PIB	Crescimento Real da Dívida Pública	Parcela da dívida em poder do Público	Parcela da dívida em poder do Banco Central	Prazo médio em meses da dívida total
1970	4.4	-	98.5	1.5	16.1
1971	4.5	16.6	95.5	4.5	17.0
1972	5.4	41.3	92.9	7.1	13.8
1973	5.9	48.7	89.4	10.6	16.8
1974	5.3	-1.8	90.5	9.5	21.2
1975	6.2	30.5	90.4	9.6	26.2
1976	7.2	23.5	92.0	8.0	21.2
1977	7.1	10.0	89.1	10.9	17.5
1978	7.4	8.1	89.2	10.8	14.8
1979	6.4	-7.0	89.5	10.5	13.5

Fonte: Séries Históricas - Dívida Pública, Andima (1993)

Tabela 2 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira: 1970 – 1979

### 3.3. A década de 80

No primeiro semestre de 1980, mesmo frente ao descrédito da sociedade, o governo tentou alongar o prazo da dívida e alcançou este objetivo colocando ORTNs na carteira do Banco Central, que antes só possuía LTNs. Isto é claramente visto na tabela 3, onde o prazo médio aumenta, mas a parcela de títulos em poder do público decresce. O governo alongou a dívida colocando ORTNs no Banco Central.

No final de 1980, o governo adotou uma política mais realista e as regras de fixação do câmbio, dos juros e da correção monetárias foram abandonadas. A liberalização das taxas de juros fez com que a demanda por LTNs voltasse a crescer.

A crise da dívida, em setembro de 1982, interrompeu o fluxo de divisas para o país e, frente a um cenário de inflação crescente, o nível das taxas de juros internas foi aumentado consideravelmente, prejudicando o crescimento do produto e aumentando o custo da dívida mobiliária.

A crescente inflação transferiu a demanda por títulos públicos de volta para as ORTNs, sobretudo devido à mudança introduzida no cálculo da correção monetária em 1981, que então passou a ser de acordo com a inflação do mês anterior. Havia também uma expectativa de que fosse haver uma grande

desvalorização do Cruzeiro, o que tornou as ORTNs com cláusula cambial bastante atraentes.

As desvalorizações no câmbio acabaram se verificando e acarretaram o aumento da demanda pelas ORTNs com cláusula cambial, o que pode ser confirmado pelo aumento da participação das ORTNs no total da dívida mobiliária (correção monetária), como se vê na figura 1.

Para tentar contornar parte do prejuízo que as desvalorizações do câmbio promoveram, o governo interveio nos rendimentos das ORTNs com cláusula cambial instituindo impostos sobre seus rendimentos e, posteriormente, limitando a variação cambial ao longo de cada trimestre à variação do IGP-DI acumulado no mesmo período. Essas medidas acabaram frustrando as expectativas de grandes retornos dos investidores.

Por fim, no decorrer de 1983, a economia passou por sucessivos choques de oferta<sup>10</sup>, o que fez com que o governo acabasse por perder o controle da inflação (que chegou a 213% a.a.) e a economia entrou em forte recessão. A correção monetária passou a ser feita de acordo com a variação do IGP-DI, mas mesmo assim, as ORTNs sofreram grande perda de valor. Além disso, o elevado nível de inflação gerou perdas de valor ainda maiores nas LTNs.

Nos primeiros meses de 1984, visando reduzir o grau de risco das instituições financeiras, o Banco Central iniciou a recompra das ORTNs com correção cambial e incentivou a compra de títulos com correção monetária. Algumas alterações foram feitas em relação as ORTNs; o vencimento passou a ser no primeiro dia de cada mês (em vez de dia 15); o cálculo dos juros passou a ser feito pelo valor final corrigido do papel e não mais pelo valor médio; e por fim, revogou a cláusula de correção cambial das ORTNs de cinco anos emitidas a partir de 1985<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Aumento dos preços administrados de serviços públicos, quebra de safras agrícolas por circunstâncias climáticas, alta nos preços dos alimentos e medidas fiscais de elevação dos impostos indiretos.

<sup>11</sup> Ainda em 1985, ocorreram mais três alterações na metodologia de cálculo da correção monetária. Esta era baseada no IGP-DI do mês anterior e passou a ser calculada a partir da média geométrica dos três meses anteriores ao mês de referência. Posteriormente, a correção monetária voltou a ser estabelecida com base no mês anterior, e por fim, o IPCA passou a ser utilizado como base para a correção monetária.

Com as crescentes incertezas quanto ao resultado das eleições e quanto aos rumos da política econômica, o Banco Central voltou a utilizar as LTNs aumentando seu retorno e reduzindo prazos para torná-las mais atraentes aos investidores. A nova equipe econômica que assumiu em março de 1985 tinha como objetivo uma política monetária austera, e assim, conseguiu colocar mais LTNs no mercado.

Lançado em 1986, o Plano Cruzado foi a primeira tentativa de estabilização via desindexação, mas falhou assim como os demais planos que o seguiram; Bresser, Verão, Collor I e Collor II.

O Plano Cruzado apresentou diversas medidas que modificaram a política monetária do país. A conta movimento que existia entre Banco Central e Banco do Brasil foi extinta, os preços foram congelados e a correção monetária foi abolida. As ORTNs passaram a ser chamadas de OTNs tendo valor nominal fixo.

A partir da implantação do Plano Cruzado, o mercado brasileiro passou a contar com uma enorme variedade de títulos federais. A dívida interna brasileira sempre foi totalmente denominada em moeda nacional e para garantir demanda por esses títulos, o governo começou a considerar diversas outras formas de indexação além da correção monetária como a indexação em relação à taxa de câmbio, à índices de preços e à taxas de juros.

O Banco Central foi autorizado a emitir títulos com fins de política monetária e assim, lançou as Letras do Banco Central (LBC) com rentabilidade pós-fixada definida pela taxa média de financiamento em títulos negociados no SELIC. As LBCs, por serem pós-fixadas, não apresentavam risco de mercado já que o investidor seria compensado pelo carregamento do papel pela taxa de juros nominal ocorrida ao período. Assim, estes títulos possuíam duração<sup>12</sup> nula, o que implicou em futuras dificuldades de administração da dívida pública quando as taxas de juros se tornaram mais altas.

---

<sup>12</sup> Duração ou *duration* é uma medida de quanto tempo, em média, o detentor do título deve esperar para receber os pagamentos. Títulos indexados apresentam *duration* menor que títulos nominais de mesma maturidade e ativos indexados aos juros apresentam *duration* ainda menor que ativos indexados a inflação.

Ao final de 1986, o Plano Cruzado II trouxe o descongelamento do valor das OTNs, a adoção de um novo índice oficial de inflação, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC), e as LBCs substituíram as OTNs no papel de indexadores de ativos. As mudanças que ocorreram durante este ano, alteram bastante o perfil da dívida mobiliária brasileira. O congelamento de preços promoveu uma expansão do consumo e as incertezas quanto às regras de indexação fizeram com que a demanda por títulos públicos caísse, e assim, grande parte da dívida foi absorvida pelo Banco Central.

Em 1987, devido à confusão gerada pelo duplo papel das LBCs (instrumento de política monetária e indexador da economia), a atualização do valor nominal da OTN passou a ser somente baseada no IPC. E por fim, as LTNs deixaram o mercado devido ao grande aumento da inflação ao longo dos anos.

Como os planos econômicos falharam, os principais problemas do governo ainda eram a inflação elevada e o déficit público. Para contornar o déficit público, em novembro de 1987 foram lançadas algumas medidas para a dívida pública. O governo determinou que a emissão de títulos deveria cobrir esse descompasso nas contas fiscais e caso não houvesse demanda suficiente, o Banco Central deveria subscrever esses títulos. O governo criou as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) com características semelhantes às LBCs e o Banco Central não pôde mais emitir títulos<sup>13</sup>. O governo ainda criou as Letras do Tesouro Nacional – série especial (LTN-Es) que deveria tratar de ajustes de contas entre Tesouro e Banco Central.

O endividamento em LFT, entretanto, pressionava as contas do governo. Para reduzir a liquidez, o governo poderia aumentar a taxa de juros, mas essa atitude aumentaria os custos da dívida. Assim, o governo voltou a atuar no mercado com as OTNs com correção cambial.

No ano de 1989, mais um plano econômico determinou o congelamento de preços e desindexação da economia. O Plano Verão eliminou a correção monetária ocasionando perdas grandes para os detentores de títulos com retorno

---

<sup>13</sup> Ambas, LFT e LBC, possuem as mesmas características de indexação, correspondem a um ativo vendido com desconto sobre seu valor de face corrigido diariamente pela média dos juros. Esses títulos podem ser considerados com *duration* nula já que estão o mais próximo possível da indexação perfeita e não sofrem nenhuma perda se os juros sobem. Ao final de 1989, toda a dívida mobiliária era composta por esses títulos (LFTs).

fixo. O governo colocou no mercado mais OTNs com correção cambial e trocou as OTNs existentes por LFTs. A política de taxas de juros reais elevadas fez com que as LFTs aumentassem consideravelmente o custo da dívida.

Como adiantado anteriormente, o Plano Verão também não atingiu seus objetivos. E com a falência deste plano, o primeiro ajuste a ser feito foi a criação do Bônus do Tesouro Nacional (BTN) que retomou a correção monetária sendo atualizado pelo IPC. Admitindo a volta da espiral inflacionária, o governo introduziu a indexação diária e retomou o processo de minidesvalorizações da taxa de câmbio.

Com o crescente clima de instabilidade, o governo optou pelo lançamento de BTNs com cláusula de correção cambial. Esses títulos tinham como objetivo prover o Tesouro Nacional de recursos necessários à manutenção do equilíbrio orçamentário. Os prazos eram de até 25 anos e pagavam juros máximos de 12% a.a., semestralmente calculados sobre o valor nominal reajustado ou de acordo com a variação do dólar de venda no mercado de câmbio. Como pode ser visto na figura 1, a partir de agosto de 1989, com a emissão de BTNs, a indexação à taxa de câmbio passou a fazer parte formalmente da composição da dívida mobiliária.

A década de 80 ficou conhecida como a “década perdida”. Durante esses anos, a economia ficou estagnada, o investimento público e privado caiu e ainda houve uma deterioração no uso dos recursos. A crescente e instável inflação tornou os retornos dos ativos muito voláteis, e as constantes mudanças nas regras de correção monetária, fizeram com que o prêmio de risco crescesse muito. A sucessão de planos de estabilização adicionou a este prêmio de risco o temor do *default* da dívida pública.

Nos anos 80, apesar da dívida crescente (como proporção do PIB), a maturidade caiu muito. Além das altas e voláteis taxas de inflação, a possibilidade de mudanças nas regras de indexação fez com que houvesse retração da demanda por títulos. Sem a demanda dos agentes privados, o Banco Central passou a ser o grande detentor da dívida pública, o que é visto na tabela 3. Ou seja, a dívida estava sendo usada como moeda indexada e não como dívida pública efetivamente. A criação de diversos tipos de títulos indexados fez com que o perfil da dívida se modificasse. Diferentemente do que era visto no final da década de 70, no final dos anos 80, quase 100% da dívida mobiliária estava concentrada em títulos pós-fixados, como pode ser visto na figura 1.

Ano	Razão Dívida/PIB	Crescimento Real da Dívida Pública	Parcela da dívida em poder do Público	Parcela da dívida em poder do Banco Central	Prazo médio em meses da dívida total
1980	4.2	-25.8	82.3	17.7	20.0
1981	5.6	27.3	76.3	23.7	24.9
1982	7.1	60.3	63.3	36.7	26.6
1983	6.6	9.7	48.9	51.1	28.4
1984	7.4	4.5	46.0	54.0	22.8
1985	11.2	31.4	63.1	36.9	14.5
1986	9.9	46.8	46.7	53.3	8.8
1987	10.8	20.5	38.2	61.8	9.8
1988	13.9	24.4	34.3	65.7	7.7
1989	16.3	-14.5	47.4	52.6	11.4

Fonte: Séries Históricas - Dívida Pública, Andima (1993)

Tabela 3 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira: 1980 – 1989

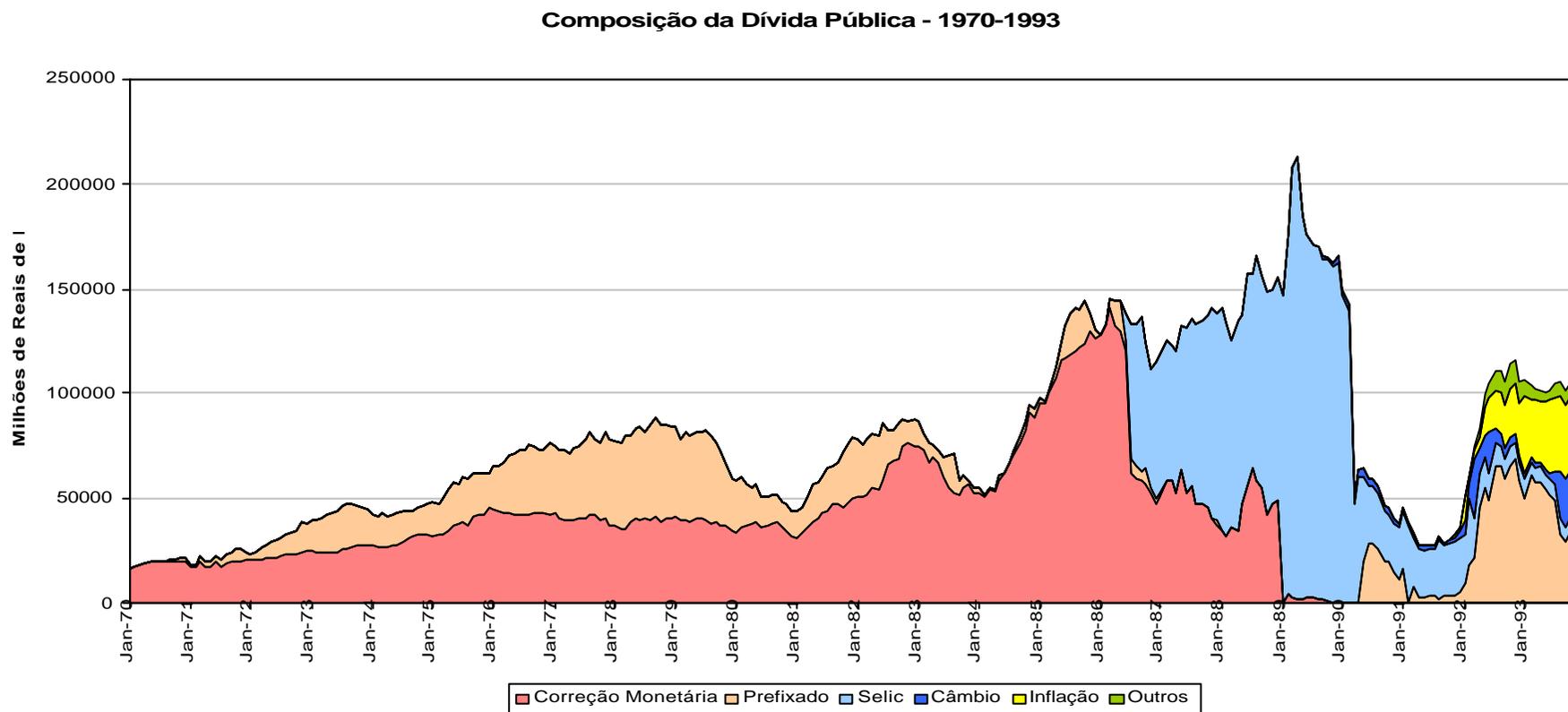


Figura 1 - Composição da Dívida Pública Mobiliária – 1970-1993

### 3.4. A década de 90

Os temores de *default* acabaram se concretizando em 1990, quando o governo Collor (1990 a 1992) anunciou a moratória da dívida pública por 18 meses. O valor real da dívida caiu com a suspensão da liquidez da dívida existente. O governo promoveu a troca compulsória de LFTs por BTNs mais um rendimento de 6% a.a. O Banco Central recomprou LFTs no mercado e trocou títulos privados por LBCs visando financiar instituições com deficiência de recursos.

Entretanto, ao final de 1990, o crescimento da inflação já mostrava que o Plano Collor havia falhado, e o governo se viu gente ao problema de falta de credibilidade ao tentar retomar o financiamento via emissão de títulos.

Para evitar o elevado custo das LFTs, o governo criou um novo título, semelhante às LTNs, mas de emissão do Banco Central, o Bônus do Banco Central (BBC). E para contornar as dificuldades com a rolagem de dívida mobiliária, o Banco Central passou a emitir mais um título pós-fixado, a Nota do Banco Central<sup>14</sup> (NBC). O Tesouro voltou a emitir títulos no final de 1991, quando criou as Notas do Tesouro Nacional (NTN) de diversas séries, que podiam ser indexadas ao IGP-M, à correção cambial e à TR.

Somente em 1992, motivada pela inflação baixa, pela liberalização dos preços, pela correção das tarifas e pela desvalorização do câmbio, a confiança dos investidores voltou a crescer. Logo no início deste ano, o Tesouro ofertou no mercado NTN-Cs e NTN-Ds. As NTN-Cs tinham seu valor indexado ao IGP-M do mês anterior, índice este que possuía maior credibilidade já que parecia livre de intervenções governamentais. Já as NTN-Ds rendiam uma taxa de juros de 6% a.a. e tinham seu valor nominal atualizado pela variação da cotação de venda do dólar comercial divulgada pelo Banco Central. Os pagamentos eram efetuados de acordo com os prazos dos títulos e o principal resgatado em parcela única no vencimento<sup>15</sup>. Posteriormente, o governo passou a emitir NTN-Hs que tinham seu valor nominal corrigido pela TR, e NTN-Bs que eram semelhantes às NTN-Cs

---

<sup>14</sup> Indexada à Taxa Referencial Diária (TRD)

<sup>15</sup> Posteriormente, a taxa de juros pôde ser alterada de acordo com o Ministro da Fazenda no momento da emissão, e os pagamentos de juros passaram a ser semestrais.

exceto por pagar seus retornos apenas no momento do resgate e ter seu valor nominal corrigido pelo IPCA. Também foi criada a Nota do Tesouro Nacional – Subsérie R<sub>2</sub> (NTN-R<sub>2</sub>). Este título também era indexado ao câmbio, mas possuía algumas características peculiares como o prazo de 10 anos, taxa de juros de 12% a.a. paga mensalmente e resgate em 10 parcelas anuais.

Na tabela 4, podemos ver que houve grande crescimento do endividamento durante este período, apesar do *default* ter se concretizado. Entretanto, o elevado risco de crédito do governo levou o mercado a exigir prazos cada vez mais curtos e prêmios cada vez maiores. Prazos mais curtos implicam na necessidade do Tesouro recorrer constantemente ao mercado para se financiar. Vale ressaltar que a análise de prazo da dívida neste período é prejudicada pela ocorrência do *default* da dívida e seu alongamento compulsório imposto pelo governo Collor. Mas pode-se ver, que no período posterior à devolução dos recursos (já em meados de 1992), o prazo médio da dívida se reduz, indicando que os agentes realmente não estavam mais aceitando dívida longa.

A partir de 1993, já sob o governo Itamar (1992 a 1995), o perfil da dívida mobiliária sofreu alterações. O Banco Central efetuou leilões de NTN-D (cambial) mostrando que utilizaria estes títulos como instrumento de política monetária. E, em setembro de 1993, houve a separação das contas do Tesouro e do Banco Central, e os títulos do Tesouro que ainda permaneciam na carteira do Banco Central foram trocados por NTN-Cs e NTN-Ds, limitando a grande fonte de financiamento do Tesouro.

Para rolar a dívida cambial que vencia no período, o governo além de ofertar NTNs – séries C, D e H, voltou a emitir LTNs. E no final de 1993, com o anúncio do novo plano de estabilização, o Banco Central deixou de ofertar NTN-C e passou a ofertar apenas NTN-D (cambial) para adequar o endividamento público ao novo programa.

As figuras 1 e 2 mostram a evolução da dívida mobiliária no período analisado. A composição da dívida se alterou bastante, e, em janeiro de 1994, a maior parte do endividamento estava indexada ao câmbio.

Ainda como instrumento de política monetária, o Banco Central passou a dispor das Notas do Banco Central – Série Especial (NBC-E), cujo valor nominal era atualizado pela variação da cotação de venda do dólar, a rentabilidade era de 6% a.a. sobre o valor atualizado e prazo mínimo era de 3 meses.

Entre janeiro e julho de 1994, às vésperas do Plano Real, a parcela de títulos indexados ao câmbio foi sendo reduzida, assim como a parcela indexada à inflação e a parcela prefixada. A dívida mobiliária foi sendo rolada utilizando-se de títulos pós-fixados. Em junho de 1994, apenas 10.7% da dívida mobiliária federal estava atrelada à variação cambial. A maior parte, 45.7%, estava atrelada à variação da taxa *overnight* (os títulos de menor risco), enquanto 25.5% do total da dívida era indexado ao IGP-M. O total de títulos prefixados correspondia a 7%.

Em julho de 1994, foi introduzido o Plano Real como um último passo no processo de desindexação da economia. Sem utilizar *tablitas*, controle de preços ou choques, o Plano determinou que salários, preços e outros contratos fossem indexados à URV, que posteriormente foi substituída pelo Real, unificando a unidade de conta. O Real foi ainda fixado em relação ao dólar o que contribuiu para a estabilidade.

Com inflação menor e desindexação da economia, o mercado de títulos adotou novas características. A proporção de títulos nominais que chegou a zero em 1989, voltou a crescer significativamente após o Plano Real. O governo pôde ofertar mais títulos prefixados e atuou no mercado com alguns leilões de LTNs e diversos leilões de BBCs. Dentro de um programa de desindexação da economia, procurou-se evitar títulos indexados a índices de inflação<sup>16</sup>, como pode ser visto na figura 2. A parcela cambial permaneceu constante em torno de 10% até agosto de 1995, quando caiu para 7%.

Durante os anos de 1995 e 1996, ainda sobre o efeito do sucesso do plano, o governo aumentou a colocação de LTNs e BBCs, reduzindo a exposição aos demais indexadores da dívida pública. Em setembro de 1996, a parcela prefixada chegou ao pico de 62.4%, enquanto as parcelas indexadas ao câmbio, à inflação e à taxa de juros de curto prazo correspondiam a 7.9%, 2.0% e 17.9%, respectivamente. O governo permaneceu atuando no mercado trocando LFTs por LTNs e buscando um aumento da maturidade.

Após meses ofertando basicamente BBCs, LTNs e NTN-Ds, no início de 1997, o governo ofertou NBC-Es e aumentou a parcela de NTN-Ds tentando

---

<sup>16</sup> Mais pelo efeito psicológico que isso poderia causar do que pelo efeito inflacionário, já que não existem evidências empíricas de que a indexação de títulos à inflação seja inflacionária.

conter o aumento da demanda por dólar causada pelos resultados ruins da Balança Comercial.

Em outubro de 1997, o Brasil começou a sofrer contágio da crise asiática, e o Banco Central se viu obrigado a aumentar a taxa de juros de 20.70% para 43.41%. Nos últimos quatro meses de 1997, com a deterioração da situação na Ásia, a procura por *hedge* contra a desvalorização cresceu e a participação de títulos cambiais no total da dívida mobiliária aumentou chegando a 15.42% em dezembro de 1997. Ainda em dezembro deste ano, houve um aumento abrupto nos títulos indexados à Selic (LFT), mas este aumento está ligado ao acordo de renegociação da dívida com o Estado de São Paulo.

Ao longo do ano de 1998, a parcela cambial foi sendo gradativamente aumentada, sobretudo com a colocação de NBC-Es e NTN-Ds. A partir do segundo semestre deste ano, já começando a sofrer os efeitos do contágio da crise russa, o governo optou por reduzir a emissão de títulos prefixados<sup>17</sup> aumentando a participação de títulos indexados a Selic (LFTs e LBCs), que chegaram a alcançar 69.05% em dezembro de 1998.

Ainda vale ressaltar que, em setembro de 1998, mais um título indexado ao câmbio foi criado. A Nota do Banco Central – Série F foi criada com o objetivo de estender a possibilidade de *hedge* aos agentes na tentativa de reduzir o fluxo de divisas para fora do país. Com prazo mínimo de 3 meses, a atualização do valor nominal do título foi estabelecida de acordo com a variação da cotação de venda do dólar no mercado, sendo consideradas as taxas médias dos dias anteriores às datas de emissão e resgate do título. A taxa de juros contratada foi estabelecida em 6% a.a. com pagamentos semestrais. O principal seria pago em parcela única no vencimento.

Em outubro de 1998, a parcela prefixada ainda teve uma pequena elevação com a criação do Bônus do Banco Central – Série A (BBC-A), mas esse aumento não se sustentou dadas as grandes incertezas do mercado.

A redução da maturidade foi causada pela colocação de títulos prefixados e curtos, o que aproximou os vencimentos e aumentou os riscos de rolagem da dívida. Com o aumento das incertezas quanto ao regime cambial, até mesmo os

---

<sup>17</sup> A redução de prefixados está ligada ao abrupto aumento das taxas de juros o que elevou muito os custos de emissão desses títulos.

títulos prefixados de maturidade curta não foram mais possíveis e o Banco Central só pôde ofertar títulos indexados à Selic (pós-fixados). Assim, a colocação de títulos pós-fixados e indexados ao dólar (substituindo os prefixados) permitiu que a maturidade voltasse a crescer. Já se percebia, entretanto, o custo nesta opção por estes títulos indexados, já que um futuro aumento na taxa de juros ou uma depreciação do câmbio elevaria os custos da dívida pública. Vale ressaltar que a possibilidade de alongar a dívida mobiliária apenas com a troca dos instrumentos sinalizou que não havia risco de crédito associado ao devedor, mas sim um risco de mercado específico ao instrumento prefixado<sup>18</sup>.

Por fim, em janeiro de 1999, o regime de câmbio fixo foi abandonado. Nos primeiros meses de 1999, a participação dos títulos indexados à Selic e ao câmbio aumentou muito, e assim, o país incorreu num grande custo com a desvalorização, juntamente com os juros mais elevados. Conforme o dólar foi se estabilizando, a participação de títulos cambiais foi sendo reduzida, assim como de títulos indexados à Selic, o que possibilitou um aumento de prefixados. Já em março deste ano, as incertezas dos agentes foram diminuindo e a confiança voltando, o governo voltou a ofertar LTNs (que não eram ofertadas desde julho de 1998) e reduziu o prazo mínimo das NBC-Es para 1 mês<sup>19</sup> visando se adequar a demanda por esse ativo.

Ano	Razão Dívida/PIB	Crescimento Real da Dívida Pública	Parcela da dívida em poder do Público	Parcela da dívida em poder do Banco Central	Prazo médio em meses da dívida total
1990	13.5	15.9	34.4	65.6	34.9
1991	8.5	-15.1	27.0	73.0	34.3
1992	10.7	-2.8	30.0	70.0	30.1
1993	10.5	-10.6	33.2	66.8	17.5
1994	12.3	-21.1	61.2	38.8	6.9
1995	13.4	0.1	76.7	23.3	5.9
1996	20.6	49.2	86.2	13.8	6.7
1997	23.8	15.1	91.9	8.1	5.1
1998	32.9	68.8	77.8	22.2	5.6
1999	39.7	12.1	81.1	18.9	7.6

Fonte: Séries Históricas - Dívida Pública, Andima (1993), e Nota para a Imprensa - Política Fiscal, Banco Central do Brasil (vários meses)

Tabela 4 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira: 1990 – 1999

<sup>18</sup> No segundo semestre de 1998, ocorreram leilões de títulos indexados à Selic com baixa cobertura, o que sinalizou para muitos investidores internacionais que uma crise de confiança estava ocorrendo, apesar da maturidade crescente. Entretanto, os eventos mostraram que a mudança de regime cambial ocorreu sem que houvesse crise bancária ou de rolagem. Para maiores detalhes ver Bevilaqua e Garcia (1999).

<sup>19</sup> O prazo mínimo anteriormente estabelecido era de 3 meses.

### 3.5.

#### **Anos recentes: 2000 – 2003**

Ao longo de 1999 e 2000, o governo foi tentando melhorar o perfil da dívida mobiliária aumentando gradativamente a parcela de prefixados e reduzindo as parcelas indexadas à Selic e ao câmbio. A indexação ao IGP-M voltou a apresentar crescimento, o que pode estar ligado ao desenvolvimento dos fundos de pensão, instituições estas que são grandes demandantes deste tipo de títulos, já que possuem seus passivos atrelados à índices de inflação. Também este crescimento estaria ligado à tentativa das autoridades de alongar a dívida, já que estes tipos de indexadores permitem um alongamento dos prazos sem efeitos colaterais nocivos sobre as contas públicas em momentos de crise.

Também no ano de 2000, a Lei de Responsabilidade Fiscal passou a vigorar e estabeleceu normas para as finanças públicas visando responsabilidade na gestão fiscal e correção de desvios capazes de afetar o equilíbrio nas contas públicas. A aprovação desta lei permitiu uma melhora da percepção do Brasil no exterior, já que representava uma garantia de que o controle das contas públicas seria estabelecido.

A Lei de Responsabilidade Fiscal determinou que o Presidente da República se dirigisse anualmente ao Senado e ao Congresso Federal propostas de limites globais para o montante da dívida consolidada da União, Estados e Municípios. E sempre que os fundamentos econômicos fossem alterados devido a instabilidades econômicas, o presidente deveria recorrer ao Senado para obter revisão dos limites. Se a dívida consolidada de um ente da Federação ultrapassar o respectivo limite ao final de um quadrimestre, deverá ser a este limite reconduzida até o término dos três quadrimestres subsequentes. E enquanto perdurar o excesso, o ente estará proibido de efetuar operações de crédito e deverá manter superávits primários capazes de reconduzir o endividamento à meta. Ainda, a lei estabeleceu que dois anos após a sua promulgação, o Banco Central estaria proibido de emitir títulos públicos. Também ficaram proibidas as operações de créditos entre entes da federação<sup>20</sup>, o que, em outras palavras, determinou a proibição da monetização da dívida.

---

<sup>20</sup> A lei não impede que estados e municípios adquiram títulos da dívida federal como forma de aplicação de recursos.

Entretanto, nos dois últimos meses de 2000, houve uma reversão da situação de calmaria. O agravamento da situação da Argentina e no Oriente Médio elevou a demanda por títulos cambiais e visando atender a esta demanda por *hedge*, o Banco Central aumentou a colocação de NBC-Es no mercado e o Tesouro voltou a atuar com NTN-Ds<sup>21</sup>.

A procura por títulos cambiais continuou crescendo, e nos últimos meses de 2001, a colocação desses títulos foi ampliada, dada a tentativa do Banco Central de estabilizar o câmbio e evitar uma desvalorização excessiva, além de atender a demanda por *hedge* que se aprofundou. Após o agravamento da crise na Argentina e os atentados terroristas de 11 de setembro, o câmbio apresentou alta volatilidade e elevada tendência a desvalorizar. O Banco Central agiu ofertando em leilões uma grande quantidade de títulos cambiais e o Tesouro aumentou significativamente sua oferta de NTN-Ds. A partir de outubro de 2001, após atingir o pico de 33,8%, a pressão sobre o dólar começou a diminuir e a parcela atrelada a esta moeda entrou numa trajetória de queda.

Além do aumento da parcela cambial, ao longo de 2001, a parcela prefixada apresentou expressiva redução devido às incertezas do mercado. Os títulos indexados à Selic que haviam se mantido constantes até setembro de 2001, voltaram a crescer. O prazo médio, que vinha crescendo ao longo de 2000, foi reduzido a partir de outubro de 2001, pois a grande oferta de títulos cambiais era de curta maturidade.

Por ser ano de eleição, 2002 foi ainda mais conturbado. Com o intuito de melhorar o perfil da dívida mobiliária, nos primeiros meses de 2002, o Banco Central atuou no mercado de câmbio trocando as NBC-Es curtas por NTN-Ds longas onde tinha também o objetivo de desconcentrar os vencimentos do período das eleições. Além disso, intensificou as emissões de LTNs que vinham sendo mantidas constantes desde o período de crise de 2001. Nos meses de janeiro e fevereiro de 2002, foi realizada uma troca de NTN-Os (indexado à TR) por NTN-Bs (indexado ao IPCA), o que determinou a queda dos títulos indexados à TR e

---

<sup>21</sup> Estes títulos (NBC-Es) só estavam sendo utilizados para rolar a dívida mobiliária existente desde abril de 2000, nenhuma colocação líquida de títulos cambiais estava sendo efetuada e o Tesouro não colocava NTN-Ds desde 1999.

aumento dos títulos indexados aos preços. Assim, o prazo médio apresenta crescimento nesse período inicial.

Entretanto, com as pesquisas eleitorais apontando o candidato de oposição como provável vencedor e com o agravamento da situação externa<sup>22</sup>, o mercado se tornou cada vez mais inquieto e para atender às condições menos favoráveis, o Banco Central efetuou várias modificações no mercado de títulos, visando reduzir a volatilidade do câmbio e administrar da melhor forma a dívida pública.

Dentre as mudanças efetuadas, o Banco Central passou a ofertar alternativamente à venda de NTN-Ds e NBC-Es, contratos de swap cambial conjugadas à ofertas primárias de LFTs, com o objetivo de reduzir o custo do serviço da dívida<sup>23</sup>. A operação inaugurou o ingresso formal do Banco Central ao mercado de derivativos e tinha como objetivo reduzir os requerimentos de margem os *spreads* dos instrumentos utilizados no mercado. Entretanto, já em março deste mesmo ano, o Banco Central pôs fim à obrigatoriedade de aquisição simultânea de LFTs para obter swap cambial, já que não obteve os resultados esperados na redução de custos, uma vez que a demanda por proteção cambial era superior à necessidade de obtenção de LFTs. Com o fim desta obrigatoriedade, algumas distorções que haviam surgido nas taxas desses títulos<sup>24</sup> foram reduzidas e o equilíbrio da liquidez foi sendo restabelecido.

Ainda visando equilibrar a liquidez do mercado e face à intensificação da depreciação das LFTs, o Banco Central atuou comparando LFTs longas e vendendo curtas. Os títulos prefixados foram colocados com prazos cada vez mais curtos e cada vez em menor quantidade, e nos meses de novembro e dezembro

---

<sup>22</sup> A economia americana apresentava baixo crescimento econômico e a Argentina abandonou o regime de câmbio fixo em 11 de fevereiro.

<sup>23</sup> Lembrando que a Lei de Responsabilidade Fiscal de 04 de Maio de 2000 garantiu através do artigo 34, que o Banco Central não pudesse mais emitir títulos da dívida pública dois anos após a publicação da lei, ou seja, a partir de maio de 2002, a atuação do Banco Central ficou limitada aos títulos já existentes e a possibilidade de atuar com swaps cambiais.

<sup>24</sup> Desde a introdução da marcação a mercado houve distorções nas taxas das LFTs. O Banco Central determinou que os bancos remunerassem as cotas de seus fundos de investimento pelo valor real diário dos papéis em carteira. Os títulos mais longos acabaram perdendo rentabilidade em relação aos mais curtos, o que ajudou a reduzir a demanda pelos primeiros. A marcação a mercado foi abandonada no mês de agosto.

não houve colocações de LTNs. A aceleração da inflação que se verificou nos últimos meses do ano e as incertezas quanto ao novo governo impulsionaram a demanda por títulos indexados a preços, que apresentaram expressivo crescimento no último semestre.

Já em 2003, após a definição do novo governo e a indicação de que os contratos seriam respeitados, a demanda por títulos indexados a preços cresceu ainda mais e o governo ofertou no mercado lotes adicionais de NTN-Cs.

Com a confirmação de que o presidente eleito manteria as promessas de continuidade da política econômica, a credibilidade foi sendo restabelecida. Aos poucos, o governo pode retomar a política de melhora no perfil da dívida mobiliária.

Em fevereiro deste mesmo ano, o governo voltou a ofertar LTNs, as quais não eram colocadas desde novembro do ano anterior. A oferta de LFTs cresceu, assim como a oferta de NTN-Cs. A dívida indexada ao dólar voltou a ser aceita e o governo pôde rolá-la integralmente através de contratos de *swaps*, o que não era possível no final de 2002, já que grande parte da dívida cambial estava sendo liquidada devido à recusa do mercado em segurar este papel. Também a maturidade voltou a crescer ao longo de 2003. A autoridade monetária, aproveitando a maior demanda por títulos longos, realizou leilões de troca de títulos curtos por títulos indexados mais longos.

A partir de maio de 2003, como pode ser visto na figura 2, a parcela prefixada voltou a crescer e a parcela indexada ao câmbio continuou em queda. O Banco Central anunciou que poderia optar por não rolar integralmente a dívida cambial visando ao longo do tempo reduzir a exposição ao câmbio. Assim, mesmo quando se observa a parcela cambial adicionada aos contratos de swap, esta apresenta trajetória de queda. Nos vencimentos de títulos cambiais, grande parte da dívida não foi rolada e adicionando-se o fato de que dólar apresentou significativa depreciação, a parcela cambial apresentou grande redução.

Os anos de 2001 e 2002 foram marcados por dois episódios de significativa depreciação da taxa de câmbio, entretanto, tanto a motivação destas depreciações como as respostas do Banco Central foram distintas. Em 2001, o choque no câmbio teve origem em choques externos e a depreciação correspondeu a um aumento na demanda por hedge. Para corresponder a este aumento de demanda, a oferta de títulos cambiais aumentou muito, chegando estes a representar quase

33% da dívida mobiliária. Em 2002, entretanto, a depreciação da taxa de câmbio adveio da crise de confiança que o país sofreu, e durante o primeiro semestre, o Banco Central atuou ofertando *swaps* cambiais, mas posteriormente, quando a crise se agravou, a rolagem de títulos cambiais passou a ser extremamente pequena dado que não havia demanda por esses ativos.

No ano de 2003, o Banco Central adotou explicitamente uma política de redução da parcela cambial. A rápida melhora dos fundamentos da economia permitiu que o Banco Central reduzisse a parcela cambial. Após anunciar em maio que não rolaria integralmente os contratos de swap e os títulos cambiais vencendo naquele período, em julho, o Banco Central anunciou que efetuará apenas dois leilões para cada rolagem, e já em setembro reduziu o este número para um leilão.

O resultado dessas políticas pode ser visto na figura 2. A parcela cambial apresentou significativa redução enquanto os títulos prefixados e os títulos indexados à inflação ganharam destaque. Ainda vale acrescentar que em dezembro de 2003, foi emitido o título prefixado de maior prazo da história do país, a Nota do Tesouro Nacional – Série F com 4 anos de prazo, consolidando os avanços obtidos no manejo da dívida pública.

Decisões políticas de postura fiscal firme e rígido controle sobre pressões inflacionárias permitiram que a dívida fosse gerida em um ambiente de confiança e estabilidade. Diversos avanços foram obtidos no gerenciamento da dívida pública mobiliária. Ao longo de 2003, o governo conseguiu alongar prazos, aumentar a parcela prefixada e reduzir a exposição cambial. Para o ano de 2004, espera-se a continuidade dessas políticas beneficiadas por um ambiente de crescimento econômico.

Como relatado no Sumário dos Avanços Recentes do Gerenciamento da Dívida Pública Brasileira,<sup>25</sup>

“O Tesouro Nacional estabeleceu seus objetivos de gerenciamento da dívida focando em minimizar o custo da dívida e, ao mesmo tempo, considerando níveis prudentes de risco. Dado o perfil da dívida atual, isso se dará especialmente, por meio da redução da dívida vencendo no curto prazo e do alcance de uma melhor composição da dívida com menor exposição a choques adversos na taxa de juros ou no câmbio.”

---

<sup>25</sup> Tesouro Nacional, novembro de 2003.

Ano	Razão Dívida/PIB	Crescimento Real da Dívida Pública	Parcela da dívida em poder do Público	Parcela da dívida em poder do Banco Central	Prazo médio em meses da dívida total
2000	45.9	6.4	83.1	16.9	12.7
2001	50.2	16.8	78.1	21.9	22.9
2002	50.5	5.6	73.2	26.8	22.8
2003	47.1	-5.8	69.4	30.6	22.7

Fonte: Nota para a Imprensa - Política Fiscal, Banco Central do Brasil (vários meses)

Tabela 5 - Evolução da Dívida Mobiliária Brasileira: 2000 – 2003

No capítulo que se segue, é desenvolvido um modelo que considera os custos do endividamento e busca obter a composição ótima para a dívida pública mobiliária brasileira.

Composição da Dívida Pública - 1994 - 2003

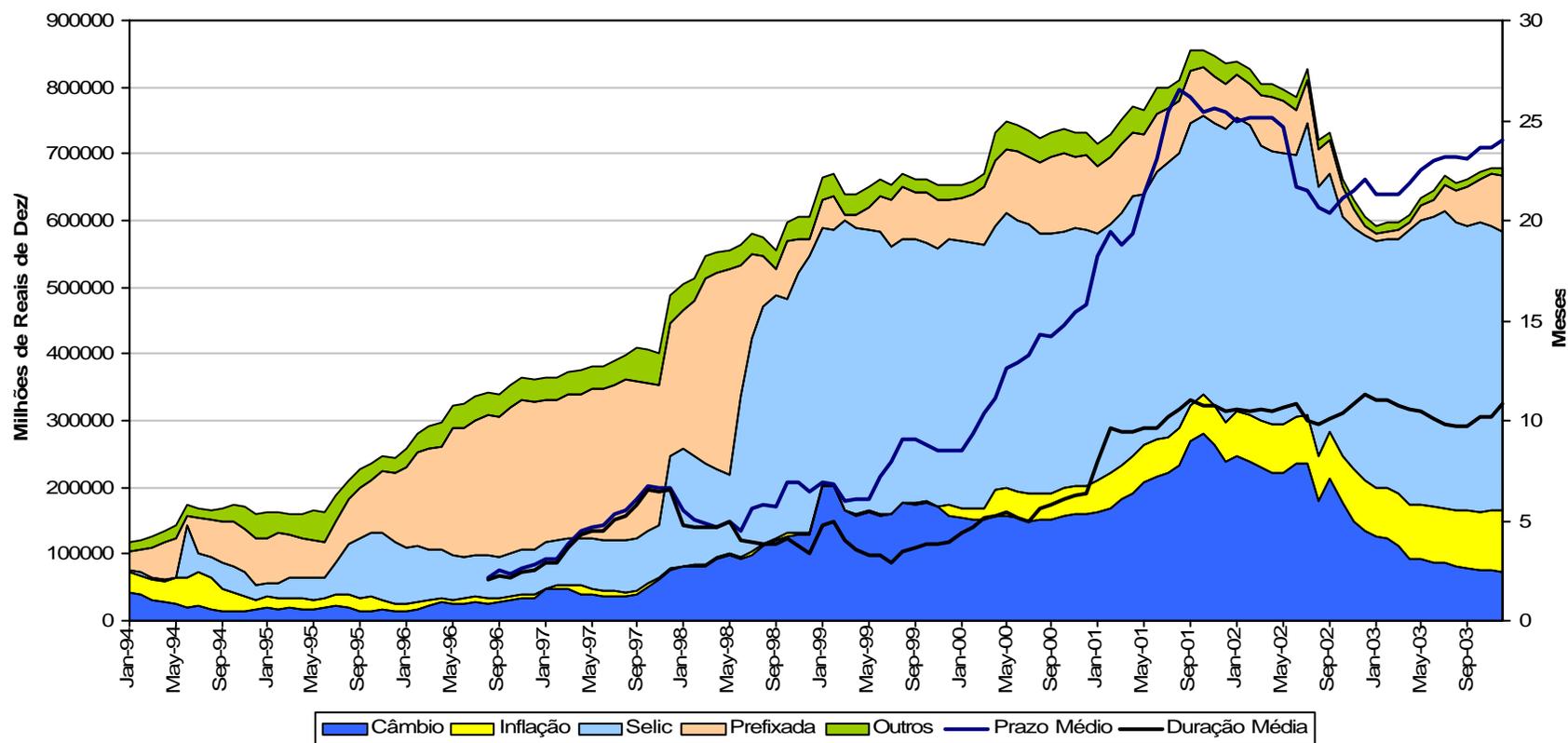


Figura 2 - Composição da Dívida Pública Mobiliária – 1994-2003