

Choques na economia afetam estratégia do Tesouro e do BC

A administração da dívida mobiliária federal foi marcada em 2002 por profundas mudanças, tanto no que se refere ao comportamento do mercado - influenciado por fatores conjunturais e técnicos - como ao modo de atuação do Tesouro Nacional e do Banco Central. A aversão ao risco dos investidores e as novas formas de contabilização de ativos nas carteiras dos investidores institucionais e instituições financeiras foram os catalisadores da chamada "crise das LFT", que se estendeu do segundo trimestre até o final do ano. Em contrapartida, o BC e o Tesouro trabalharam no sentido de adaptar o perfil da dívida ao novo cenário macroeconômico.

Os choques que atingiram a economia brasileira ao longo de 2002 frustraram a meta perseguida pelo Tesouro, de

alongar prazos e melhorar o perfil da dívida pública. Por outro lado, conforme descrito no Plano Anual de Financiamento, divulgado no início do ano, o objetivo básico da gestão da dívida pública é o de minimizar custos no longo prazo, considerando a manutenção de níveis prudentes de risco. As iniciativas do governo nesse sentido e o comportamento do mercado secundário de títulos públicos são o foco desse texto.

A Gestão da Dívida

A primeira mudança significativa na forma de atuação da Autoridade Monetária se deu no final de março, quando o Banco Central e o Tesouro Nacional, visando a aumentar a eficiência e diminuir os custos fiscais na rolagem de títulos cambiais, iniciaram a estratégia de ofertar LFT conjugadas com *swaps* cambiais.

A operação, que inaugurou o ingresso formal do BC no segmento de derivativos,

teve o intuito de aperfeiçoar os instrumentos utilizados no mercado financeiro, diminuindo o requerimento de margens e os *spreads*, inclusive nas colocações primárias de títulos cambiais. A iniciativa conjunta do Banco Central e do Tesouro Nacional tinha o propósito de substituir gradualmente uma operação financeira em geral contratada entre bancos e fundos. Nessa transação, o banco, que havia adquirido títulos cambiais do governo para oferecer *hedge* ao setor produtivo, vendia os papéis para os fundos, atrelados a operações de *swap* DI x dólar, garantindo a esses últimos uma remuneração pós-fixada com um percentual do DI. Com a nova sistemática, os objetivos seriam atingidos diretamente.

O leilão, que subordinava a aquisição do *hedge* cambial à compra de LFT, acabou por exercer efeito depreciativo sobre os preços do papel do Tesouro, uma vez que a demanda por proteção

cambial era superior à necessidade dos fundos em compor suas carteiras. O volume de títulos vendido com a operação casada atingiu, entre março e abril, o montante de R\$ 8,6 bilhões. O resultado do excesso de oferta de LFT ficou bastante evidente no papel com vencimento em 21/1/2004, pois inicialmente a maior parte dos títulos emitidos apresentava resgate nessa data. Em abril, para reduzir a pressão sobre os preços das LFT, o BC passou a realizar leilões de *swap* "solteiro", ou seja, sem a obrigatoriedade de aquisição daqueles papéis.

O aumento da oferta de títulos pós-fixados não é a única explicação para a espiral depreciativa dos preços a partir de abril. O nível de deságio das LFT no mercado secundário já vinha apresentando ligeiro acréscimo no decorrer do ano, apesar das raras ocorrências de leilão primário desse papel, o que sugere que a percepção

Meses	Fundos de Investimento			
	Renda Fixa Total		Referenciados Total	
	Patrimônio Líquido R\$ milhões	Captação Líquida R\$ milhões	Patrimônio Líquido R\$ milhões	Captação Líquida R\$ milhões
Jan/02	143.191	5.073	112.431	1.382
Fev	138.838	1.506	112.422	-1.132
Mar	139.164	-1.484	113.018	-730
Abr	138.167	-2.982	112.474	-2.147
Mai	137.420	-706	112.331	-1.310
Jun	127.932	-11.085	105.411	-9.313
Jul	121.929	-8.157	99.543	-7.284
Ago	115.718	-7.465	94.313	-6.374
Set	117.414	-472	94.751	-3.179
Out	118.292	-1.326	94.325	-2.351
Nov	118.509	1.651	94.285	-1.309
Dez	117.453	-3.469	95.142	-1.354
Acumulado Ano	--	-28.918	--	-35.101

Fonte: Anbid.

de risco já se deteriorava de forma lenta.

Além da incerteza causada pelas eleições presidenciais, a queda dos preços das LFT pode ser atribuída à expectativa da entrada em vigor das normas relativas à marcação a mercado. Em 15 de fevereiro, o Banco Central divulgou a Circular nº 3.086, que exigia que os fundos de investimento avaliassem suas carteiras a preços de mercado a partir de 30 de setembro. O normativo estendeu aos fundos de investimento a obrigatoriedade já imposta às instituições financeiras pela Circular nº 3.068, de 8/11/01. Adicionalmente, vale destacar o começo do pagamento de IR atrasados, que vinham sendo questionados pelas entidades de previdência privada, o que obrigou essas entidades a se desfazerem de algumas posições em títulos públicos.

Em maio, em face da intensificação do movimento de depreciação das

LFT, o Banco Central iniciou estratégia de recompra de vencimentos mais longos do título e reduziu os prazos daqueles ofertados. No final do mês, a CVM divulgou a Instrução nº 365, antecipando para o dia 31 as novas regras de contabilização para fundos de investimento. A decisão teve o objetivo de evitar que investidores mais bem informados resgatassem

antecipadamente suas cotas, transferindo as perdas para os cotistas remanescentes. A assimetria dos fundos à adequação aos novos procedimentos foi outro motivo da antecipação. Administradores que contabilizavam seus portfólios a preços de mercado, registrando menor rentabilidade pelo efeito contábil, estavam sendo avaliados de forma errada pelos investidores, que migravam

para fundos mais rentáveis.¹

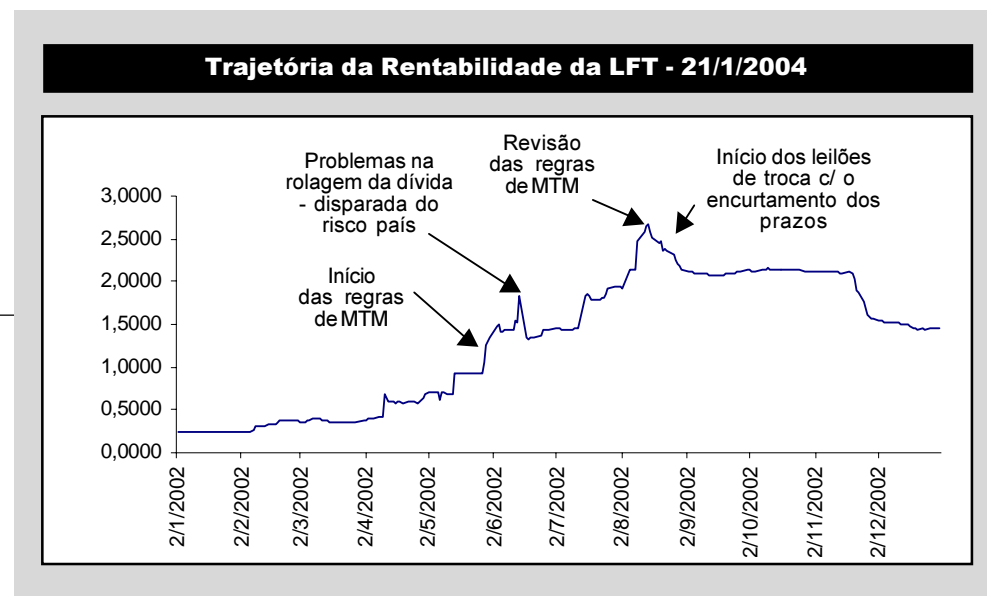
O que deveria representar um avanço, com a adaptação dos critérios contábeis aos padrões internacionais, acabou por constituir-se em fator adicional de tensão dos mercados e estímulo à volatilidade dos títulos da dívida interna federal. A partir da vigência antecipada da norma, a indústria de fundos, de forma geral, registrou perdas nos valores das cotas e, por conseguinte, sucessivos resgates. Em maio de 2002, a carteira dos FIF era composta em mais de 50% por LFT. Esses títulos apresentavam uma estrutura de vencimento incompatível com a nova realidade de resgate dos fundos, o que provocou um movimento intenso de venda e a conseqüente queda dos preços (veja tabela acima).

A Evolução dos Preços dos Títulos Públicos

De fato, os preços apurados pela ANDIMA para títulos públicos federais

refletiram a volatilidade do mercado em 2002. O gráfico ao lado, por exemplo, apresenta a trajetória de um vencimento específico de LFT ao longo do ano.

O Banco Central tentou atenuar os impactos das desvalorizações dos títulos e a volatilidade das cotas dos fundos de investimento, intensificando o processo de resgates líquidos da dívida mobiliária e de encurtamento dos prazos. A medida, porém, não obteve êxito. Em junho, a dúvida quanto à capacidade do governo de financiar a dívida pública, aliada às incertezas relativas à eleição presidencial, estendeu o processo de desvalorização para outros títulos, além de alimentar a disparada do risco Brasil e das cotações do dólar. No caso das LFT, o BC vinculou as compras de títulos longos à aquisição dos papéis com vencimento em 2002 e 2003. Essas operações de troca de LFT atingiram R\$ 46,9 bilhões



em junho. Foi quando a Autoridade começou a trocar, também, títulos cambiais de longo prazo por papéis e *swaps* mais curtos, com o objetivo de reduzir a *duration* da dívida atrelada ao dólar e as distorções na curva de cupom cambial (R\$ 6,9 bilhões).

Paralelamente, o BC adotou outras medidas de ordem macroeconômica para diminuir as incertezas dos agentes econômicos, mas seus efeitos tiveram curta duração. Em julho, a piora do cenário econômico externo reforçou as dúvidas quanto à solvência dos países emergentes. O risco país e a

taxa de câmbio registraram recordes, levando a reboque os deságios dos títulos públicos negociados no mercado secundário. Ainda com o intuito de adequar o perfil da dívida pública às condições menos favoráveis, o Banco Central e o Tesouro Nacional realizaram operações de troca de títulos cambiais que compunham a carteira dos fundos de investimento, na forma de "cambiais swapadas", por *swaps* cambiais e LFT, a exemplo do que havia sido feito no início do ano. Essas trocas maciças objetivavam conter a volatilidade das cotas, liberando o grande volume de

garantias depositadas na BM&F e proporcionando aos fundos liquidez para fazer frente aos intensos resgates. Diferentemente da efetuada no começo do ano, porém, essa operação foi realizada através de leilões híbridos, nos quais as instituições trocavam títulos cambiais por LFT e *swaps* com prazos coincidentes. Além disso, 13% das ofertas acatadas nas LFT de prazo mais longo representavam, na verdade, a aquisição desse papel com vencimento ainda em 2002, o que novamente implicava encurtamento de prazos da dívida pública.

Em agosto, o BC inovou mais uma vez, ao emitir LTN com compromisso de revenda (*repos*), facultando o pagamento em LFT e LFT-B. Também trocou LFT de prazo longo em mercado por títulos mais curtos, e com a possibilidade de venda a termo de parte dos papéis adquiridos para a própria Autoridade Monetária. Porém, a medida mais importante e efetiva

A mudança no perfil de negócios acompanhou a do perfil da dívida, destacando-se o crescimento da fatia relativa às LFT em detrimento dos títulos cambiais

para estabilizar esse mercado foi a edição da Instrução nº 375, da CVM, que permitia aos fundos voltar a contabilizar pela curva do papel os ativos indexados à SELIC ou ao DI com prazo inferior a 365 dias. Pela primeira vez desde o início do ano, a revisão das regras de marcação a mercado interrompeu o processo de desvalorização das LFT, proporcionando, juntamente com a estratégia de encurtamento dos prazos, a retomada da valorização dos títulos. Esse movimento de caráter estritamente contábil não resultou, entretanto, em melhora das expectativas. Em setembro, as incertezas decorrentes das eleições presidenciais e a conjuntura internacional adversa elevaram as taxas de câmbio a níveis históricos. Também contribuiu nesse sentido a decisão do governo de não rolar integralmente os títulos cambiais vincendos, pois havia queda na demanda por *hedge*.

A partir de outubro, a despeito da melhora do cenário doméstico - com a definição do quadro eleitoral, e com os discursos mais convergentes dos candidatos sobre assuntos prioritários, que eliminou uma importante fonte de incertezas -, a estratégia de colocação de títulos públicos manteve a mesma tendência. No entanto, houve diminuição do interesse dos agentes econômicos pela revenda de LFT com vencimento em 2003 e pela troca de títulos longos por outros mais curtos, o que já indicava uma acomodação no perfil de maturidade desses papéis aos fluxos de captação líquida dos fundos de investimento. Vale registrar que, no final do ano, diante da expectativa de aumento da inflação, cresceu a demanda por títulos indexados ao IGP-M (NTN-C).

O estoque de títulos em poder do público permaneceu praticamente constante em relação ao ano anterior (R\$ 623 bilhões, contra R\$ 624 bilhões).

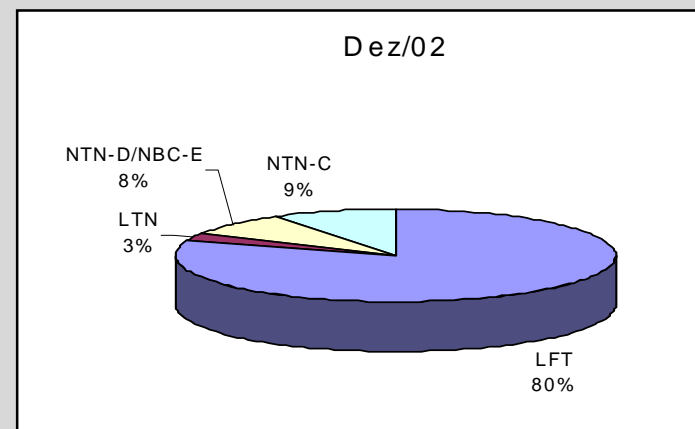
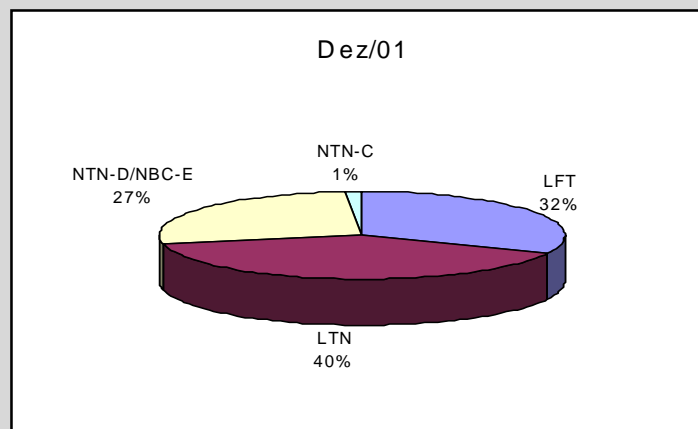
Esse número deve ser analisado à luz de uma conjuntura em que o câmbio foi desvalorizado em 52,27% - afetando diretamente a exposição cambial do governo - e as taxas de juros situaram-se em níveis elevados. A estabilidade do estoque, portanto, deveu-se ao grande volume de resgates líquidos efetuados no ano. O excesso de recursos fez com que o BC fosse obrigado a assumir a posição de tomador para equilibrar a liquidez. Em dezembro, os volumes diários retirados do sistema pela Autoridade Monetária chegaram a R\$ 65 bilhões.

Os negócios no mercado secundário foram afetados diretamente pela excessiva liquidez, pela entrada em vigor do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro - que alterou as formas de negociação no SELIC - e pela mudança no perfil da dívida, com a drástica redução da participação de títulos prefixados, os mais líquidos no que se

refere a giro. As operações definitivas com títulos públicos recuaram de R\$ 9,320 bilhões em dezembro de 2001 para R\$ 6,807 bilhões no mesmo período de 2002. A participação relativa das LTN no volume do SELIC, que em dezembro do ano passado era de 40,5% - a maior de todos os segmentos -, caiu para 2,6% em 2002, enquanto a das LFT cresceu de 31,6% para 80,1%.

A mudança no perfil de negócios acompanhou a do perfil da dívida. No que diz respeito à distribuição dos títulos públicos, além da redução da participação dos papéis prefixados, destaca-se o crescimento da fatia relativa às LFT, em detrimento dos títulos cambiais. Esse aumento foi promovido, principalmente, pela troca de títulos cambiais "swapados" por papéis atrelados à Taxa SELIC nas carteiras dos fundos. Porém, se considerado o conceito de exposição, que retira o valor de referência para ajuste de *swap* da carteira de

Participação Percentual dos Títulos nas Operações Definitivas



títulos atrelados à SELIC, incorporando-o ao estoque cambial, verifica-se a inversão dessa tendência.

Quanto aos papéis atrelados ao IGP-M, quase que dobraram sua participação, devido à estratégia de colocação mais expressiva no segundo semestre, que também fez aumentar a participação desses títulos nos negócios de 1,3% em 2001 para 9,2% em dezembro de 2002.

Já o prazo médio da dívida recuou de 34,97 para 33,24 meses, mas a estratégia de encurtar os prazos das LFT para reduzir a volatilidade das cotas de fundos de investimento concentrou grande parte dos vencimentos em 12 meses. Em dezembro de 2001, 25,6% da dívida vencia nesse espaço de tempo. Em dezembro de 2002, a relação era de 38,92%. Especificamente no que se refere às LFT, essas participações passaram de 10,7% para 48,8%.

Conclusão

A descontinuidade da estratégia de administração da dívida pública imposta por choques na economia levou o Tesouro Nacional e o Banco Central a buscar soluções para o financiamento e a execução da política monetária em um cenário adverso. No final do ano, verificou-se uma melhora das condições de emissão de títulos públicos e dos prêmios nos negócios realizados no mercado secundário. Foi aberta, dessa forma, uma janela de oportunidade para a retomada dos objetivos básicos de alongar prazos e buscar um perfil

que permita a construção da estrutura a termo de taxas de juros, com o conseqüente incremento do mercado secundário, pré-requisito indispensável a um adequado gerenciamento da dívida pública.

¹Na prática, a exigência relativa ao critério de avaliação de ativos a preços de mercado para fundos de investimento foi estabelecida em 1995, pela Resolução nº 2183. As novas regras, no entanto, definiram mais claramente os procedimentos de precificação de ativos e contabilização segundo sua classificação entre títulos para negociação, títulos disponíveis para venda e títulos mantidos até o vencimento. A transição para a nova

regulamentação coincidiu com um período atípico no cenário conjuntural brasileiro. Até o início da deterioração dos preços das LFT, marcar os títulos a mercado ou avaliá-los pelo seu custo de aquisição resultava em uma diferença pequena, pois os deságios dos papéis - mesmo os de prazo mais longos - eram reduzidos. Essa peculiaridade das LFT, que embutem risco de mercado quase nulo (apenas um dia, pois os títulos se ajustam imediatamente às mudanças nas taxas de juros), foi o principal motivo de fundos e instituições financeiras não terem se adequado antecipadamente às regras de marcação a mercado.

Sandro Baroni Selaimen
Analista Econômico da ANDIMA