

Relatório do Tesouro e estudo da ANDIMA analisam perfil da dívida mobiliária federal interna

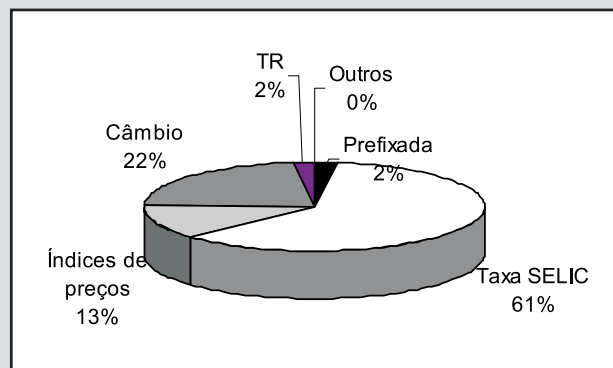
O ano de 2003, em contraste com o anterior, foi marcado por uma série de avanços no gerenciamento da dívida pública e, conseqüentemente, no seu perfil. Adicionalmente, a relativa estabilidade da economia brasileira abriu espaço para o debate a respeito de mecanismos para alongar maturidades e incrementar a liquidez dos títulos públicos federais. Na esteira desse processo, a ANDIMA editou, ao final de 2003, o **Relatório Econômico Dívida Pública: Propostas para ampliar a liquidez**.

No começo de 2004, o Tesouro Nacional divulgou o Relatório Anual da Dívida Pública 2003, que traz uma análise retrospectiva do comportamento da dívida pública no ano. O documento destaca que a maioria das diretrizes apontadas no começo de 2003 foi alcançada ou superada. Pelo lado da oferta, ressalta o alongamento e a consolidação de vencimentos dos títulos públicos, a diminuição do nível de indexação, a recomposição do colchão de liquidez da Autarquia e a alteração do processo de escolha e avaliação dos *dealers*. Pelo lado da demanda, destacou a

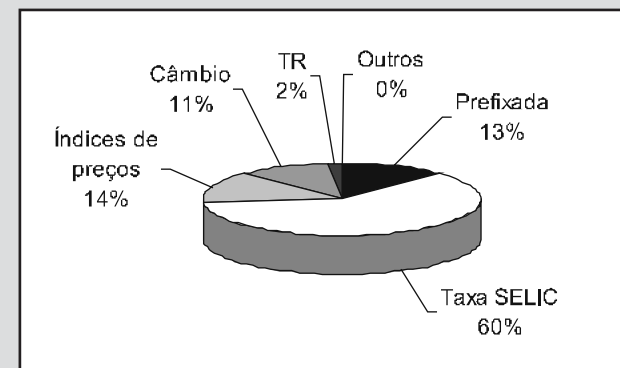
diversificação da base de investidores, com a aproximação do Tesouro Nacional com os fundos de pensão e a valorização do programa Tesouro Direto. O relatório do Tesouro ressalta que a alteração no modelo de escolha dos *dealers* e a definição de obrigações e benefícios destas instituições geraram aumento da eficiência e do número de negócios com títulos públicos federais.

A emissão de títulos prefixados com vencimentos em início de trimestres - através de reofertas, buscando a concentração de vencimentos - foi uma das medidas do Tesouro Nacional no sentido de construir uma curva a termo prefixada e incentivar a liquidez do mercado secundário. A concentração de vencimentos também foi implementada para os demais papéis, como os

Composição da Dívida Mobiliária - dez/02



Composição da Dívida Mobiliária- dez/03

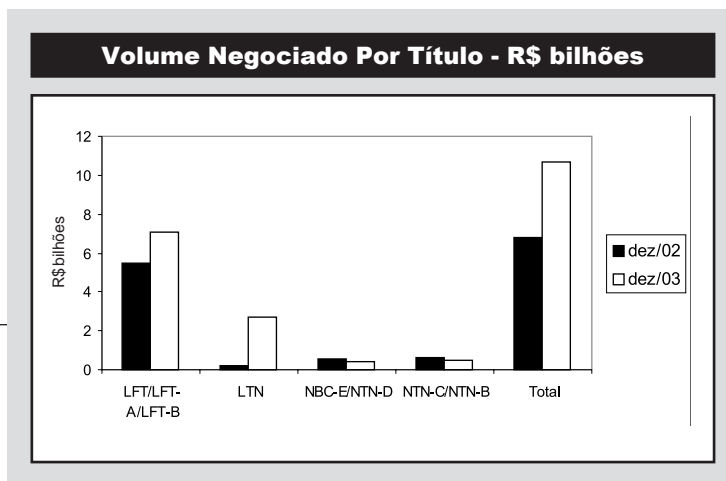


Fonte: BC. Elaboração: ANDIMA.

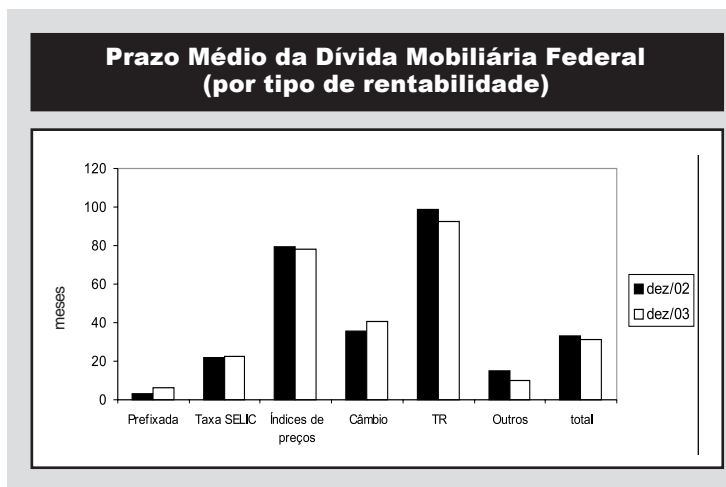
atrelados a índices de preços (NTN-B) e à Taxa SELIC, sendo os primeiros emitidos para o segundo mês do trimestre e os últimos para o terceiro mês. A estratégia aumenta o risco de refinanciamento do Tesouro; portanto, para atenuar a medida, a Autarquia passou a realizar leilões de trocas e resgates antecipados. Além disso, as trocas favorecem os detentores de títulos atrelados a índices de preços de longo prazo - principalmente fundos de pensão - uma vez que o mercado secundário desses papéis ainda é muito restrito.

O Tesouro buscou ampliar a demanda através do aumento da base de investidores, promovendo uma aproximação com os fundos de pensão. A iniciativa resultou na retomada de emissões de títulos corrigidos pelo IPCA - uma vez que muitos desses fundos têm seu passivo atuarial indexado a índices ao consumidor e não a índices gerais de preços, caso do IGP-M - e a maior participação dos papéis atrelados a índices de preços no total da dívida. A estrutura de vencimento desses papéis também foi resultado

da aproximação com as fundações, pois os pagamentos intermediários se adaptam às necessidades regulares de caixa das instituições. Além disso, foi ampliado



Fonte: BC. Elaboração: ANDIMA.



Fonte: BC. Elaboração: ANDIMA.

o programa de venda de títulos para pessoas físicas, o Tesouro Direto, que registrou aumento do número de investidores cadastrados de 5.620, em dezembro de 2002, para 20.916, no final de 2003. Apesar dos esforços, a participação dos títulos públicos em poder das pessoas físicas ainda permanece como um percentual reduzido do total da dívida (0,13%).

O estoque da dívida mobiliária atingiu R\$ 731,43 bilhões em dezembro de 2003, o que representa um crescimento de 17,37% no ano. A mudança na estrutura de vencimentos e na participação relativa dos tipos de rentabilidade proporcionaram uma melhor administração de riscos e o incremento da liquidez no mercado secundário. O percentual vincendo em 12 meses caiu de 41,06% em dezembro de 2002 para 35,31% em 2003. No decorrer do ano, a participação dos títulos cambiais caiu a níveis inferiores ao previsto no Plano Anual de Financiamento, reduzindo, significativamente, a exposição cambial do país. Em contrapartida, a participação das LFT se manteve acima do previsto. A expansão da participação dos títulos prefixados é o item de

O trabalho elaborado pela Associação apresenta duas linhas de propostas: a primeira visa a aprofundar a liquidez do mercado; a segunda volta-se para o alongamento da maturidade efetiva dos papéis, permitindo a construção de uma curva de rendimentos

maior relevância na análise do dinamismo do mercado secundário de títulos públicos que, por sua vez, registrou aumento de 57% no ano. As LTN, apesar de contarem com 12,51% do total da dívida, concentraram 25% dos negócios em dezembro de 2003.

Apesar da melhora qualitativa no perfil da dívida pública e do aumento da liquidez no mercado secundário de títulos públicos, ainda há bastante a avançar para que a diversificação da demanda e a sofisticação das operações o tornem suficientemente dinâmico para que se reduzam riscos e custos vinculados à dívida doméstica, e para que o segmento exerça sua importante função de atuar como coadjuvante na construção de um mercado privado dinâmico. Com esse intuito, divulgamos o trecho, a seguir, do **Relatório Econômico Dívida Pública: Propostas para ampliar a liquidez**, editado pela ANDIMA no final de 2003, que resume uma série de propostas para o alongamento e ampliação da liquidez no mercado secundário discorridas na publicação.

RELATÓRIO ECONÔMICO DÍVIDA PÚBLICA

Propostas para Ampliar a Liquidez Principais Conclusões

É consensual no Brasil de hoje que a retomada do desenvolvimento econômico exigirá um grande esforço de investimento, que só poderá ser concretizado se fontes internas de recursos forem mobilizadas de forma eficaz. Ao contrário do que ocorreu no passado, o investimento do setor público será limitado pela escassez de recursos. Do mesmo modo, os recursos externos deverão desempenhar um papel provavelmente mais limitado no futuro, em face do esforço de redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Assim, a maior parcela de responsabilidade pela recuperação da capacidade de crescimento da economia será assumida pelo capital gerado e mobilizado dentro das fronteiras do país. Para isso, deverão ser fundamentais a expansão e a

modernização de um mercado de capitais privados. Este processo, no entanto, tem como pré-condição a normalização do mercado de títulos públicos.

Assim, são listadas a seguir um conjunto de sugestões visando exatamente a contribuir para esta normalização. Foram desenvolvidos dois conjuntos de propostas: o primeiro tem como objetivo aprofundar a liquidez dos títulos públicos, de modo a baratear o custo dos recursos para o setor público e, assim, para o próprio setor privado; o segundo volta-se para o alongamento de maturidades efetivas dos títulos negociados, permitindo a construção de uma curva de rendimentos que sirva de apoio e referência para a emissão de papéis privados, de forma a atrair a mercado investidores com perspectivas de mais longo prazo.

O primeiro conjunto inclui quatro medidas:

- Desenvolvimento das vendas de títulos alugados, definindo-se as normas regulatórias necessárias para a redução do risco de *squeeze*, de modo a estimular a câmara de compensação de ativos da BM&F a desenvolver facilidades

Um dos fatores de incentivo à negociação de ativos, em especial de títulos públicos, é a criação da Conta Investimento, sobre a qual não incidiria a CPMF nos resgates destinados a aplicações financeiras de mesma titularidade

para o eventual empréstimo de papéis (reservando ao PET a satisfação apenas de demandas excepcionais, de prazo reduzido) e a definição de garantias e procedimentos que minimizem o risco de crédito na transação.

● Concentração de leilões e de vencimentos, com o objetivo de aumentar o volume colocado de cada classe de título e, portanto, a sua liquidez. Mantida estável a necessidade de financiamento do governo, é possível aumentar a magnitude de cada emissão de um título específico, reduzindo o número original de maturidades ou a frequência de novas emissões.

● Venda de opções de venda de títulos públicos pelo Tesouro, desconectada da colocação dos títulos, e na proporção de 20% das emissões, como medida transitória para facilitar o alongamento da dívida ou para ser oferecida em momentos de elevação crescente da percepção de risco pelos agentes; e estímulo a que este tipo de opção passe a ser ofertado por instituições financeiras privadas, para que o governo possa retirar-se do mercado de riscos tão cedo quanto possível.

● Criação das Contas de Investimento, sobre as quais não incida CPMF (ou incida alíquota simbólica) nos resgates destinados a aplicações financeiras de mesma titularidade, visando a incrementar as transações com ativos financeiros de modo geral, e com títulos públicos em particular.

O segundo conjunto de propostas inclui cinco medidas:

● Colocação de papéis com maturidades de três a cinco anos, com taxa de juros prefixada, acompanhada de opção de venda ativada na ocorrência de choques de juros. Parte-se da premissa de que a principal barreira ao desenvolvimento dos segmentos do mercado de títulos públicos de longo prazo é a completa dominância do risco de renda pelo risco de capital. A preferência do mercado por títulos indexados à Taxa SELIC (embora possa diminuir em conjunturas marcadas pela expectativa de redução de juros) revela a alta probabilidade conferida à ocorrência de um choque de juros no futuro previsível.

Nessas condições, papéis de maturidade efetiva

mais longa somente poderão ser vendidos mediante o pagamento de um prêmio de risco pela probabilidade de ocorrência de um choque ou se houver algum dispositivo que permita ao investidor minimizar seu impacto. A proposta seria acoplar ao papel uma opção a ser ativada sempre que a taxa de juros ultrapassasse determinado limite ou, em outras palavras, quando ocorresse o que a autoridade e o mercado reconhecessem como um choque de juros, uma ruptura com a trajetória anterior. A opção não deveria servir como proteção contra variações normais da taxa de juros, apenas contra o choque de juros.

Os riscos envolvidos em uma variação normal da taxa de juros já são compensados pela taxa de juros paga. A opção neutralizaria apenas os riscos excepcionais, que no passado recente foram relativamente frequentes. O governo estaria fazendo, assim, uma aposta na estabilidade. Por outro lado, no caso de a estabilidade ser realmente alcançada, o governo ganharia pelo valor intrínseco da opção vendida e não ativada, que seria dado pelo diferencial entre a taxa de juros efetivamente paga e a taxa que teria de ser paga se o papel fosse

A indexação de títulos públicos não seria uma forma de combater quase todo tipo de risco, como ocorre atualmente, mas um reforço à preocupação com o risco de renda. Deveria restringir-se a papéis de maturidade longa e estar referenciada a um índice de preços relevante

vendido sem qualquer reforço, ou pelo risco de rolagem que sofre o governo nas condições atuais.

● Definição de uma maturidade de referência de papéis de longo prazo para operações no mercado secundário. Mesmo instituições voltadas para o longo prazo, como fundos de pensão e seguradoras de vida, podem defrontar-se com demandas inesperadas que exijam a liquidação antecipada de papéis em carteira. Deste modo, mesmo para elas, a preocupação com liquidez será reduzida, mas jamais eliminada. O Tesouro deveria definir, dentre as maturidades mais longas oferecidas, uma que servisse de referência de mercado, na qual seriam concentrados os instrumentos de reforço de liquidez, como a operação regular de *dealers*, derivativos, operações de recompra, vendas *short*, vendas separadas de principal e cupons etc. Fundos e seguradoras poderiam constituir carteiras combinando papéis prioritariamente voltados para a geração de receitas com papéis prioritariamente voltados para reforçar a liquidez das carteiras, nas proporções que cada investidor julgasse adequadas.

● Incentivo fiscal para ganhos com retenção de

títulos públicos de maturidade efetiva mais longa. A proposta é que a taxa dos ganhos derivados da retenção de títulos públicos seja menor para os papéis de mais longa duração, que sejam mantidos em carteira pela instituição financeira ou pelo investidor individual por uma duração mínima predefinida. O requisito de manutenção em carteira, naturalmente, visa a impedir que sejam incentivadas operações com títulos às vésperas de vencimentos apenas para que se possam auferir os benefícios propostos.

● Definição de sistemas de monitoramento e avaliação de desempenho adaptados ao caráter de longo prazo destas aplicações. A marcação a mercado das carteiras dos investidores de longo prazo, como seguradoras e fundos de pensão, não reflete adequadamente o valor de seus ativos, já que tende a congelar momentos do tempo, em vez da efetiva capacidade de pagamento do agente. Por outro lado, especialmente no caso de fundos operando no regime de contribuição definida, em que o valor das obrigações a serem pagas não é predeterminado, o simples registro do custo histórico dos papéis comprados

não é satisfatório. Portanto, deveria ser desenvolvido e aplicado pelos reguladores competentes um sistema específico de acompanhamento e controle da situação financeira dessas instituições.

● Indexação. Finalmente, a indexação de títulos públicos deveria ser restrita a papéis de longa maturidade e estar referenciada a um índice de preços relevante, isto é, o mesmo aplicado às obrigações assumidas pelo fundo com seus participantes ou investidores. A indexação não seria uma forma de combater quase todo tipo de risco, como no presente. Ao contrário, seria um instrumento de reforço da preocupação com o risco de renda. Assim, se fundos de pensão compram papéis de longa maturidade para assegurar-se de um determinado fluxo de renda em uma data futura, a indexação reforçaria este procedimento, garantindo alguma segurança de renda real, além da nominal já garantida pelo próprio papel. Deste modo, a indexação deveria ser restrita à classe de índices de preços ao consumidor e aplicada apenas aos papéis de duração mais longa.

Sandro Baroni
Analista Econômico