

A Gestão da Dívida Mobiliária Interna sob a Hipótese do Pecado Original

Orlando Assunção Fernandes

FGV-SP

Frederico Araújo Turolla

FGV-SP

RESUMO: Desde que a dívida mobiliária interna passou a representar um elemento central da dinâmica do endividamento público brasileiro, sua composição passou a exercer um importante papel na condução da política macroeconômica. Este artigo discute a hipótese do pecado original devida a Eichengreen e Hausmann (1999), para a avaliação da composição da dívida mobiliária federal brasileira. Segundo essa hipótese, a escolha entre indexação e prazo se dá na forma de um *trade-off*, já que a dívida longa e prefixada, que caracteriza os países desenvolvidos, não está disponível aos países periféricos. Apresentam-se evidências empíricas para o Brasil, observando-se a evolução em quarenta anos da dívida mobiliária federal, desde a institucionalização desse mercado que foi realizada através da criação das ORTN em 1964.

Palavras-chaves: gestão, dívida mobiliária interna

Recebido em 11/09/2005; revisado em 20/09/2005; aceito em 11/11/2005.

* Correspondência com autores:

Frederico Araújo Turolla

Doutor em Economia

Escola Superior de Propaganda e Marketing

Endereço: R. Álvaro Alvim, 123, Vila Mariana, 04018-010 -

Sao Paulo, SP – Brasil

Email: fredturolla@pezco.com.br

Telefone: (011) 50854555

Orlando Assunção Fernandes

Doutor em Economia

Escola Superior de Propaganda e Marketing

Endereço: R. Álvaro Alvim, 123, Vila Mariana, 04018-010 -

Sao Paulo – SP – Brasil

Email: ofernandes@espm.br

Telefone: (11) 50856718

I. INTRODUÇÃO

A parcela mais importante e mais dinâmica da dívida pública brasileira corresponde à dívida mobiliária doméstica. É nesse segmento que o governo federal faz frente à maior parte de suas necessidades de financiamento. Devido à sua importância, os títulos que compõem essa parcela da dívida se tornam determinantes da estrutura de prazos e de custos do mercado local de capitais. A composição da dívida mobiliária doméstica afeta diretamente a disponibilidade de instrumentos financeiros para o sistema bancário, a indústria de fundos de investimento e os fundos de pensão.

A dívida mobiliária doméstica apresenta hoje uma baixa participação de títulos prefixados (21% do total em maio de 2005) e uma duração inferior a um ano. A melhora da composição dessa dívida tem se constituído num grande desafio para os gestores da dívida pública brasileira. Este artigo tem como objetivo justamente discutir as restrições a uma melhora da composição dessa dívida. Apresenta-se, como hipótese de trabalho, o chamado “pecado original” como um importante limitador da melhoria da composição da dívida mobiliária.

A seção I apresenta a evolução histórica da dívida mobiliária interna ao longo de seus quarenta anos, destacando as quebras de contratos e as mudanças de indexadores ocorridos ao longo desse período. A seção II apresenta a hipótese do pecado original e aplica essa hipótese ao caso brasileiro em diferentes momentos da história recente. Finalmente, a seção III faz considerações adicionais sobre a aplicação da hipótese do pecado original ao caso brasileiro.

1.1 – Nascimento e Consolidação: Uma Revisão de Quarenta Anos da Evolução Da Dívida Mobiliária Interna Brasileira (1964-2004)

O impulso para o desenvolvimento de um mercado de títulos da dívida pública foi dado com a Lei n.º 4.357 de 16/07/64 que criou as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) e institucionalizou a correção monetária. Antes da criação das ORTN, o mercado de títulos públicos praticamente não existia, devido à sua reduzida liquidez e à baixa rentabilidade dos títulos que, preso à velha lei da usura, ficava comprometida pela expansão inflacionária. Os títulos públicos constituíam-se, até então, num conjunto de papéis nominativos e não padronizados que possuíam baixa credibilidade e atratividade, formados em sua maioria por apólices e obrigações de dívida, e que eram emitidos para os mais diversos fins, sendo que a maior parte deles era carregada de forma compulsória por instituições bancárias.

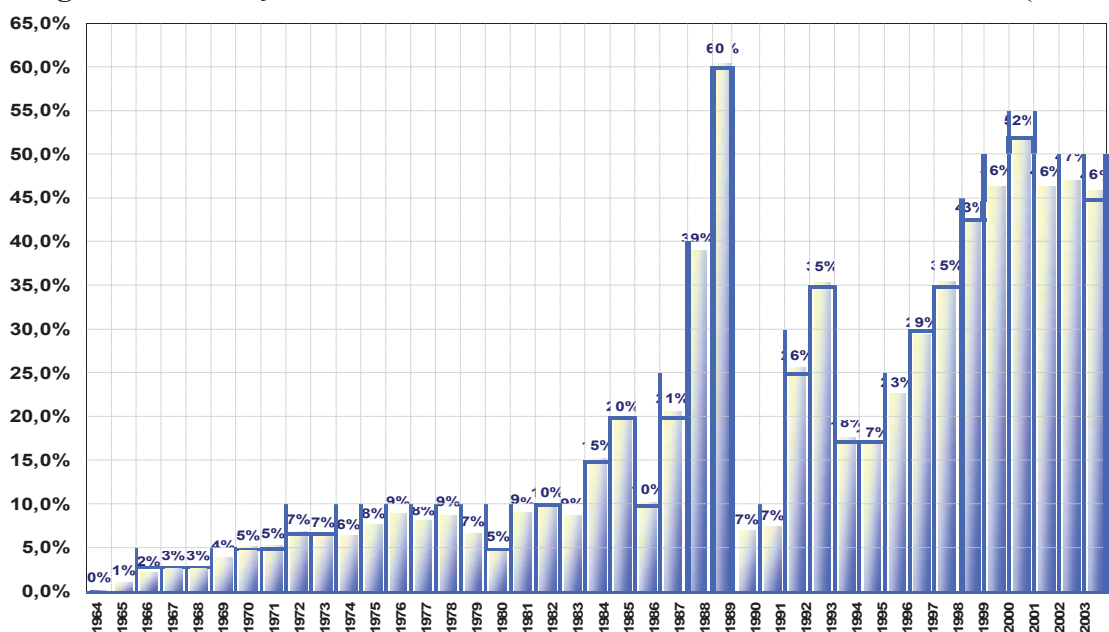
Com a introdução da ORTN, o mercado passou a contar com um novo mecanismo que protegia o adquirente da depreciação monetária. A ORTN foi criada inicialmente para financiar as despesas do Tesouro Nacional. Era um título público com vencimento de longo prazo (3 a 20 anos), corrigido trimestralmente, colocado no mercado através de leilões promovidos pelo Banco Central do Brasil (BCB), com acesso exclusivo às instituições financeiras. A ORTN tinha, em princípio, o objetivo de criar condições para a expansão do mercado de títulos públicos federais como alternativa para financiamento dos déficits e, gradativamente, promover o desenvolvimento das operações de mercado aberto.

Assim, com o intuito de estimular o surgimento de um mercado para esses papéis, mesmo que este processo ainda fosse embrionário, o governo se valeu de alguns mecanismos que viessem a incentivar sua aquisição como, por exemplo, a possibilidade de se utilizar as ORTN para pagamento de impostos da esfera federal e a permissão de serem utilizadas para a composição, em parte, das reservas compulsórias dos bancos comerciais junto ao BCB, entre

outras medidas. Mais tarde, outro recurso utilizado pelo governo para incentivar a aquisição do papel foi a emissão de ORTN com prazo decorrido, ou seja, títulos que formalmente possuíam prazo de vencimento de 1 ano, por exemplo, mas que eram emitidos faltando apenas 15 ou 30 dias do vencimento, reduzindo o prazo de carregamento do título, tornando-o mais atrativo para o mercado. Desse modo, aos poucos as ORTN foram conquistando a confiança do público, haja vista que, com o mecanismo da correção monetária, essas passaram a se tornar atraentes, devido não só a sua rentabilidade, mas, até mesmo, porque o mercado não oferecia ainda outras alternativas.

A dívida pública mobiliária interna experimentou, nesses primeiros anos, uma taxa de crescimento elevada, devido não somente a uma base de referência bastante pequena, mas também pelo sucesso dos mecanismos de atração de demanda postos em prática pelo governo durante o período. A Figura 1 apresenta esse processo de evolução da dívida mobiliária federal interna através dos tempos.

Figura 1 – Evolução da Dívida Mobiliária Federal Interna em % do PIB (1964-2004)



Fonte: Banco Central do Brasil, IBGE, elaboração dos autores.

Mesmo com aceitação cada vez maior por parte do público, as operações de mercado aberto não conseguiam deslanchar, haja vista a ORTN ser um título com vencimento de longo prazo. A ORTN foi assim, durante os anos sessenta, o único instrumento tanto da política monetária como da política fiscal. Era, portanto, necessária a criação de um título público federal de prazo mais curto, de maior liquidez e mais adequado para servir como instrumento de política monetária. Esse objetivo foi atendido em 20/01/70, através do Decreto Lei n.º 1.079, com a criação das Letras do Tesouro Nacional (LTN). A LTN era um título pré-fixado e de menor prazo, lançado inicialmente com prazo mínimo de 35 dias, passando depois para 91 (dez/70), 182 (mar/72) e 365 dias (jan/73). A emissão inaugural de LTN no mercado, que ocorreria somente em agosto de 1970, objetivava atender melhor as necessidades de aplicação do público.

De acordo com Marinho (1986), as Letras do Tesouro Nacional foram criadas com o intuito de dotar o mercado de um título de características mais simples e capaz de permitir uma maior flexibilidade e rapidez às operações de mercado aberto, as quais não poderiam ser

atingidas pelas ORTN, haja vista tais títulos serem mais apropriados para a captação de poupança a médio e longo prazo. A idéia, portanto, era criar melhores condições para a execução da política monetária, permitindo ao governo contar efetivamente com mais um instrumento de política monetária.

A aquisição de LTN foi estimulada pela permissão, dada aos bancos comerciais, de aplicarem as sobras dos depósitos à vista e a prazo captados por eles e pela utilização destes títulos como meio de pagamento de tributos federais¹. Essas formas de incentivo à demanda, associados a seu prazo mais curto, propiciaram em poucos anos uma expansão abrupta deste título no cômputo da dívida mobiliária, atingindo, já em 1973, uma participação de quase 40% no total. Além disso, logo nos primeiros anos da década de setenta, a maior demanda do mercado por esses papéis permitiu ao governo, pela primeira vez, captar, via emissão de títulos, um volume de recursos maior do que o necessário para o financiamento do déficit público federal.

Diante de um contexto de aceleração inflacionária os prazos dos títulos públicos começaram a ser reduzidos. Entretanto, para atender à demanda do público por títulos de curto prazo, bem como conseguir rolar e expandir a dívida, as autoridades governamentais tiveram que criar condições para que as instituições financeiras pudessem carregar estes papéis. O encurtamento dos prazos foi exercido por intermédio de alguns expedientes, dos quais o mais importante eram as cartas de recompra². Este procedimento deu novo fôlego às operações de mercado aberto, mas criava dificuldades à condução da política monetária, dado que alterações ascendentes nas taxas de juros conduziram a perdas para as instituições alavancadas em títulos públicos.

Assim a década de setenta caracterizou-se por um período de franco desenvolvimento do mercado de dívida mobiliária. Durante esse período a dívida pública mobiliária passou a ser um importante instrumento, pois além de se constituir num instrumento alternativo de financiamento dos déficits públicos, tornou-se também um elemento fundamental na operacionalidade e no próprio processo de condução da política monetária.

No início da década dos oitenta, as autoridades governamentais determinaram a prefixação da correção monetária. Determinou-se inicialmente uma alíquota de 45%, posteriormente reajustada a 50%, para a variação da correção monetária, com a justificativa de tentar influenciar favoravelmente as expectativas inflacionárias numa espécie de primeira tentativa de desindexação parcial e, portanto, de reconhecimento dos efeitos da inercialidade produzida pela indexação no nível geral de preços. Para Minella (1995), a prefixação da correção monetária representou um desvio na lógica da indexação, perdendo sua característica principal que é a do conhecimento a posteriori do valor monetário. De março a dezembro de 1980, as ORTN constatarem uma correção monetária de 39% contra uma inflação de quase 90%.

Esta situação não poderia, como era de se esperar, se manter por muito tempo. A manutenção da prefixação da correção monetária, consideravelmente abaixo das taxas de inflação registradas, encontrou muita resistência, pois os agentes econômicos passavam a exigir uma indexação que, pelo menos, acompanhasse com certa proximidade a variação dos preços.

¹ - Note-se que, nesse aspecto, a introdução das LTN seguiu a mesma estratégia que havia sido adotada em relação a ORTN.

² - As cartas de recompra, introduzidas através da resolução n.º 366/76, nada mais eram do que um processo de colocação no mercado de títulos públicos com a garantia de recompra após um prazo pré-estabelecido e a um preço previamente estipulado ou pelo preço de mercado do dia da recompra, proporcionando, assim, um aumento do grau de liquidez dos títulos federais.

Ao longo do 1º semestre de 1980, as autoridades, com o intuito de aliviar a pressão no déficit público exercida pelo próprio custo da dívida interna, procuraram alongar o perfil da dívida, através da expansão do volume de ORTN na carteira do BCB. Este resultado foi obtido com o prolongamento do prazo médio das ORTN de 25 para 34 meses e pelo crescimento, em valores reais, do estoque total das ORTN em detrimento a uma queda acentuada das LTN no total da dívida. Este processo deixou claro que o mercado passou a rejeitar as LTN como alternativa de aplicação, pois dentro de um panorama de expansão inflacionária, o custo de se carregar títulos com remuneração prefixada poderia suplantar a rentabilidade efetiva, gerando prejuízos para os detentores destes títulos.

Para Minella (1995), o alongamento do prazo médio foi obtido em função da oferta de um papel que prometia uma alta taxa de retorno, haja vista as expectativas dos agentes em torno de uma possível desvalorização cambial. Como as ORTN eram as únicas com cláusula de correção cambial, as autoridades conseguiram obter demanda para um grande volume desses títulos, que possuíam prazo de cinco anos, fazendo com que o prazo médio da dívida aumentasse. Porém, o prazo médio da dívida mobiliária se elevou não somente pela expansão do prazo médio das ORTN, mas também, como visto acima, pela maior participação destas no total da dívida quando comparadas as LTN.

Vale notar que as autoridades governamentais praticavam nesse período uma política ortodoxa de combate à inflação por intermédio da prática de juros elevados que procurava atrair capital externo, ao mesmo que tempo que visava deprimir o nível de demanda agregada, propiciando um processo de desaquecimento da economia, reduzindo as necessidades de importações, evitando agravar ainda mais o desequilíbrio do balanço de pagamentos sob um ambiente difícil.

Tal política propiciou, enquanto foi possível contar com algum grau de liquidez internacional, elevar as captações externas pelo setor privado, gerando um grau de exposição às nuances do cenário externo que por si só já estimulava a demanda por hedge cambial. Com a forte participação de títulos com opção cambial no estoque total da dívida mobiliária interna federal, qualquer desvalorização cambial teria significativos impactos financeiros ao Estado. E foi exatamente isso o que ocorreu. Em fevereiro de 1983 o governo decretou uma maxi-desvalorização de 30% o que trouxe reflexos negativos sobre a situação patrimonial do setor público brasileiro.

A tendência do encurtamento dos prazos foi revertida temporariamente, talvez não porque a indexação estivesse cumprindo seu papel de elemento redutor de incertezas, mas sim, porque, em condições especiais, houve uma preferência, por parte do mercado, pelas ORTN de cinco anos com cláusula cambial, mediante as expectativas de desvalorização da taxa de câmbio.

Já no que tange as LTN, a prefixação da sua remuneração, e tendo o governo optado por não permitir uma elevação em sua taxa de retorno, fez com que a demanda por esses papéis continuasse sua trajetória de menor participação no total da dívida mobiliária. As únicas LTN que encontravam alguma demanda eram as que possuíam prazos menos dilatados, especialmente, as de 3 meses e, posteriormente, as de 1 e 2 meses. As Letras do Tesouro Nacional com prazos superiores, em especial as de seis meses, só foram colocadas junto à carteira do Banco Central.

Nos anos de 1983 e 1984, a tendência pelo encurtamento dos prazos passa a ser marcante. Devido à expansão inflacionária e à perda de atratividade das LTN por serem títulos prefixados, as ORTN continuaram aumentando sua participação no total da dívida mobiliária

em posse do mercado, atingindo as maiores cifras desde a criação das LTN, ou seja, a casa dos 96%.

A tendência do comportamento dos títulos públicos federais registrada até 84 continuou. Os papéis ofertados ao mercado eram os mesmos, mas seus prazos continuavam a cair. Em 1985, as ORTN correspondiam a 97% do total da dívida mobiliária interna federal em poder do público. As LTN representavam agora apenas 3%, com prazo médio inferior a um mês (27 dias).

A redução do prazo médio da dívida mobiliária foi também influenciada pela emissão, em maio de 85, de ORTN de um ano de prazo, abrangendo, no transcorrer do ano, a quase totalidade da colocação primária de ORTN junto às instituições financeiras. Esse processo de encurtamento dos prazos seria ainda mais estimulado com a criação das ORTN escriturais de seis meses injetadas no mercado durante os dois primeiros meses de 1986.

Na última metade da década, ocorreu uma mudança de perfil dos agentes econômicos, no que tange à demanda por títulos públicos. Estes passam, ainda mais, a privilegiar a flexibilidade e a liquidez, o que é facilmente percebido pela procura exacerbada por aplicações de curtíssimo prazo.

Com o fracasso das tentativas ortodoxas de combate à inflação durante a primeira metade da década, no escopo do Governo Figueiredo, ficava claro que a inflação brasileira tinha um forte caráter de inercialidade que também precisava ser combatido. A fim de tentar reduzir as taxas de inflação, que em 1985 atingiam a cifra dos 230% a.a., o primeiro governo civil após 21 anos de ditadura militar implantou, em 28 de Fevereiro de 1986, um plano de estabilização, apelidado de Plano Cruzado.

O Plano Cruzado trouxe uma série de medidas que viriam a ter impacto no processo de gestão da dívida mobiliária. Assim, após prolongado período em que as ORTN e as LTN lastrearam o mercado aberto brasileiro, em 1986, significativas alterações foram processadas na condução da dívida pública e no próprio funcionamento do sistema financeiro.

A primeira delas, regulamentada pelo Decreto-Lei n.º 2.284/86, foi a criação da OTN. Como parte do receituário implantado pelo Plano Cruzado para alcançar a estabilização dos preços, em março de 1986 as ORTN tiveram seu valor congelado e passaram a se chamar OTN – Obrigações do Tesouro Nacional. A OTN era um título criado para substituir as antigas ORTN e que teve, inicialmente, seu preço congelado por um ano. Sua finalidade era financiar as despesas do Tesouro Nacional e os seus prazos de vencimento variavam entre seis meses e vinte anos. A sua rentabilidade era composta por juros reais de 6% a.a., pagos semestralmente.

Uma segunda importante mudança foi a criação, pela Resolução 1.124/86 de maio de 1986, das Letras do Banco Central (LBC), que tinha como objetivo maior, servir de instrumento de regulação da oferta monetária, substituindo nesta função as LTN e as ORTN. Dada as dificuldades para novas emissões de LTN e sem poder usar ORTN (agora OTN) indexadas à correção monetária, haja vista o congelamento geral dos preços da economia, o Banco Central fez valer a possibilidade de emitir títulos próprios, possibilidade esta existente desde a sua criação na própria lei 4.595/64.

A LBC era um título emitido pelo Banco Central do Brasil, e tinha como finalidade básica servir de instrumento para a política monetária. Era um papel de curto prazo com vencimento máximo de um ano e sua colocação no mercado era feita por intermédio de ofertas públicas, cujas condições eram divulgadas em editais do BCB. Esse título tinha sua remuneração fixada diariamente e embasada na taxa praticada nas operações de overnight, a qual, em geral, acompanhava a taxa de inflação. Diferente da sistemática até então praticada, fundamentada numa indexação baseada em índices de preços, a LBC introduzia uma inovação

ao utilizar um conceito de indexação financeira cumulativa de taxas diárias vinculada à taxa média de juros praticada em operações diárias no sistema SELIC que seguia a taxa de inflação.

Para as instituições financeiras, este novo tipo de indexação permitia uma mais estável relação entre taxas de captação e de aplicação, reduzindo o risco de uma alta alavancagem em títulos públicos³. Assim, esse novo título de emissão do BCB foi muito bem recebido pelo mercado. Este fato é facilmente constatado quando analisamos a participação dos títulos públicos no total da dívida pública federal em poder do público. Ao final de 1986, a OTN detinha uma participação de 41,4 % no total da dívida mobiliária, ou seja, menos da metade que a sua antecessora ORTN no ano anterior, caindo, já em 87, para a casa dos 26,9%. A LTN que já vinha em sua trajetória descendente desde 81, atinge 2,2% em 86 e 1,8% em 87. Por sua vez, a nova LBC, no final do ano de sua criação (1986), já correspondia a 56,4% dos títulos públicos federais em poder do mercado, atingindo no ano seguinte a significativa marca de 71,3%, evidenciando, assim, uma alteração no perfil e na própria composição da dívida mobiliária.

Ao final de 1987, o governo criou as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), para substituir as LBC. Criada a partir do Decreto-Lei n.º 2.376/87, a LFT tinha como objetivo maior o financiamento do déficit. A LFT era um instrumento que possuía as mesmas características da LBC, mas como era de responsabilidade do Tesouro Nacional, objetivava ser um instrumento de política fiscal.

Os prazos das LFT eram determinados em comunicados da Secretaria do Tesouro Nacional, enquanto a sua rentabilidade era calculada da mesma forma que as LBC, ou seja, através da taxa média de juros praticada nas operações de um dia no sistema SELIC. Esses papéis eram lançados no mercado através de ofertas públicas feitas pelo Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições integrantes do Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

Em 1988, o domínio das LBC no mercado perdeu lugar para as LFT. Essas foram substituindo as LBC à medida que chegavam no seu vencimento. Com as mesmas características, as LFT se constituíram no principal título público demandado pelo mercado. Assim, ao final de 1988, as OTN representavam 31,5% do total da dívida em poder do público, enquanto as recém criadas LFT participavam com o restante, ou seja, 68,5%.

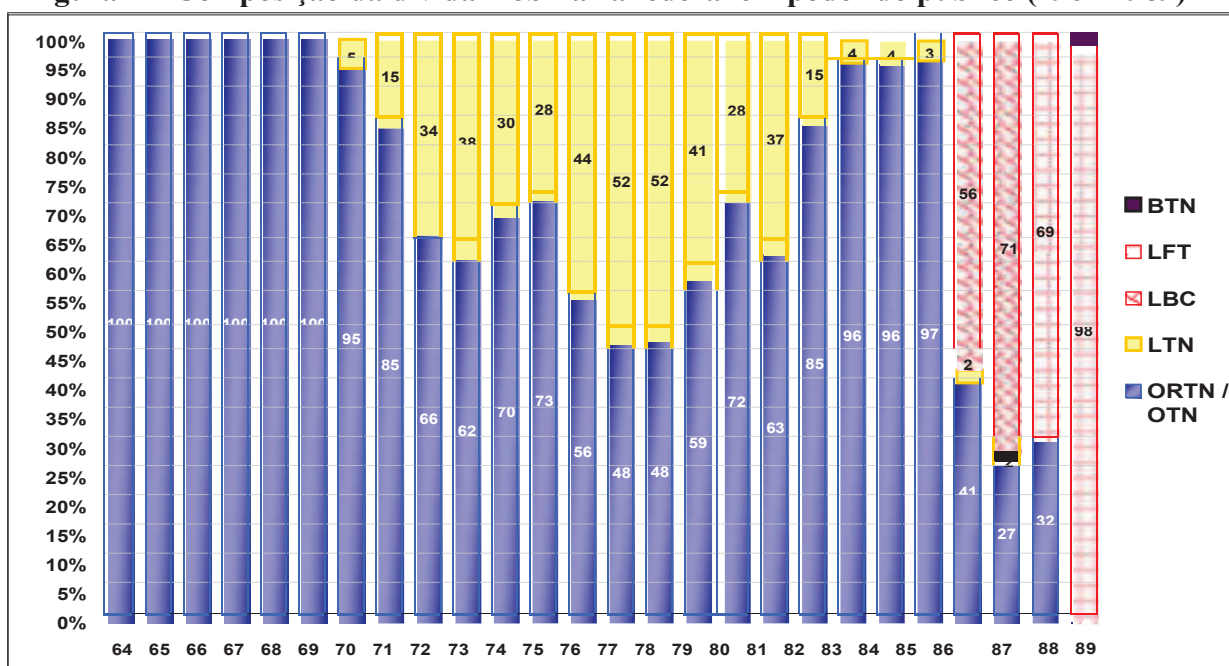
As OTN acabaram extintas no Plano Verão. Em 1989, as LBC e as OTN foram resgatadas e o mercado passou a ter dois títulos de emissão do Tesouro Nacional, a BTN e a LFT, sendo que, essa última, ao final deste ano alcançava uma participação de 97,9% no total da dívida em poder do público. Deste modo, a LFT acabou se constituindo, nos últimos anos da década dos oitenta, como a principal, se não a única, fonte significativa de obtenção de recursos do governo federal, por intermédio de criação de dívida mobiliária.

A BTN foi criada pela Lei n.º 7.777/89 e destinava-se à cobertura do déficit público, com prazo de vencimento inicial de até 25 anos. A sua rentabilidade era composta por juros de 12% a.a., calculados sobre o valor nominal reajustado e era posta em circulação através de ofertas públicas da Secretaria do Tesouro Nacional, com acesso exclusivo às instituições financeiras. Desse modo, após o resgate total de todas as OTN em poder do mercado, inclusive aquelas com variação cambial, o governo passou a emitir os novos Bônus do Tesouro Nacional (BTN). As BTN eram papéis que possuíam também cláusula de opção pela correção cambial, cabendo aos papéis de um e dois anos a grande maioria das colocações.

³ - Uma análise mais detalhada dos mecanismos financeiros de carregamento da dívida mobiliária federal durante os anos oitenta podem ser encontrados em Fernandes (1999).
BBR, Braz. Bus. Rev. (Port. ed., Online),
Vitória, v. 2, n. 2, Art. 5, p. 162 - 179, jul.- dez. 2005

Com a introdução das BTN cambiais, a indexação à taxa de câmbio passou a fazer parte formalmente da composição da dívida mobiliária doméstica. Contudo, como não era permitido o seu financiamento no overnight, esses títulos não tiveram o mesmo desempenho, junto ao mercado, apresentado pelas LBC e LFT. Ao final de 89, as BTN registravam uma participação de 2% no total da dívida mobiliária em poder do público. A Figura 2 mostra a composição da dívida mobiliária federal interna no período.

Figura 2 – Composição da dívida mobiliária federal em poder do público (1964-1989)



Fonte: ANDIMA (1994).

Desse modo, devido à descrença na correção monetária, esta foi, no início da década de 80, sendo aos poucos substituída pela correção informal baseada na taxa do *overnight*. Assim, cada vez mais, a poupança financeira passou a se concentrar neste tipo de operação que tinha como lastro títulos públicos de alto grau de liquidez⁴. Com uma inflação ascendente, o mercado passou a privilegiar títulos pós-fixados, abandonando os pré-fixados que, como vimos, tiveram sua participação, no total da dívida, assaz reduzida.

Ào final dos anos oitenta, a inflação, medida pelo IGP-DI, superava a marca dos 1700% ao ano. Diante de uma inflação tão elevada e com a generalizada falta de confiança por parte da sociedade nos antigos mecanismos de correção monetária, quase toda poupança financeira foi pouco a pouco se deslocando para as operações de overnight. O grande problema estava na perda de controle da política monetária, pois, diante da situação acima descrita, esta se tornava totalmente passiva às alterações de comportamento do mercado, o qual seria sempre sancionado pelo sistema de zeragem automática com os compromissos de recompra.

Diante desse quadro, o novo governo empossado em 1990 implantou, logo ao assumir, um novo e questionável plano de estabilização, que lançava mão, entre outras medidas, de uma espécie de bloqueio da liquidez. Além do “confisco de ativos”, reformularia também

⁴ - O overnight era uma aplicação diária lastreada em títulos públicos, na qual a instituição financeira vendia um título público ao cliente, comprometendo-se a comprá-lo no outro dia. Deste modo, a operação é executada no dia-a-dia e o aplicador tem garantido a liquidez diária, ou seja, tem a sua disposição, a qualquer momento, o dinheiro aplicado.

algumas práticas até então utilizadas pelas autoridades governamentais, entre as quais: i) a suspensão, em maio daquele ano, do sistema de zeragem automática; ii) a reativação das operações de assistência financeira de liquidez; e iii) o retorno a emissão de LTN em substituição às LFT, com o intuito de tornar mais eficiente a condução da política monetária.

No início do Governo Collor a situação do endividamento público era muito grave, com o total da dívida mobiliária em posse do mercado batendo todos os recordes. A dívida apresentava seu menor prazo médio e estava, em quase sua totalidade, lastreada em papéis indexados a taxa over. Assim, qualquer mudança de rumo da política monetária poderia afetar fortemente o estoque da dívida pública.

O Plano Brasil Novo (Plano Collor), decretado no dia 16 de março de 1990, através do congelamento de mais de 70% dos ativos financeiros existentes no país, exerceu um significativo impacto sobre o estoque total de dívida pública. Esse impacto sobre a dívida foi exercido por intermédio da troca compulsória do estoque de dívida mobiliária em poder do mercado por outra que ficaria retida durante 18 meses e que seria corrigida pela variação da BTN mais uma taxa de 6% a.a.

Em 1991, como assinala Pedras (2003), com o insucesso do Plano Collor em debelar a inflação e as dificuldades enfrentadas na colocação de novas LTN no mercado, dada a perda de confiança dos agentes nos títulos do Tesouro Nacional, devido ao bloqueio de ativos promovido pelo Plano Collor, o Banco Central optou por emitir um novo título, com as mesmas características, de tal forma que assim passaram a ser emitidos os Bônus do Banco Central (BBC), instituídas pela Resolução n. 1.780-90, sendo o único título ofertado durante os primeiros meses de 91. A Resolução 1841/91 do Conselho Monetário Nacional autorizou também a emissão das Notas do Banco Central. As NBC seriam corrigidas pela recém criada taxa referencial de juros (TR).

Assim, no que se refere às medidas relativas a gestão da dívida mobiliária, o Plano Collor contemplava ações no sentido de promover o alongamento do prazo médio da mesma. As LFT foram trocadas compulsoriamente pelas BTN-E. As LFT, como vimos, caracterizaram-se, durante os últimos anos do Governo Sarney, como o principal título da dívida pública mobiliária, perfazendo 98% do estoque total da dívida mobiliária interna federal. Como esses papéis apresentavam vencimentos de prazo curto e eram indexados a taxa selic, a sua troca pelas BTN-E, que apresentavam um prazo mais dilatado e correção desatrelada ao over, permitiu ao governo ampliar o prazo e reduzir os encargos financeiros da dívida.

Em setembro de 1991, após os 18 meses estabelecidos para o congelamento dos ativos, deu-se início ao processo de liberalização dos recursos bloqueados em março de 1990. O desbloqueio dos ativos financeiros confiscados fez surgir a necessidade de novas emissões de papéis que permitissem ampliar a fonte de financiamento do governo federal. E é nesse contexto que, como vimos, foram emitidas novas BBC, de prazos mais curtos, variando entre 28 e 49 dias.

Ao final desse mesmo ano, encontrando dificuldades para novas emissões de BBC, o Tesouro Nacional criou novos títulos de sua emissão, as Notas do Tesouro Nacional. A idéia era criar um papel que encontrasse uma maior demanda de mercado para fazer frente às necessidades de financiamento do governo federal. Para isso, as NTN foram emitidas com a possibilidade de serem corrigidas por diferentes tipos de índices. Assim, as NTN possuíam várias séries, que diferiam dependendo do tipo de indexador utilizado. Aquelas que mais se destacavam eram as indexadas pelo IGP-M (NTN – Série C), pela TR (NTN – Série H) e pelo dólar (NTN - Série D).

A idéia de criar vários tipos de NTN era permitir uma diversificação de papéis, a fim de expandir a demanda de títulos por parte de diferentes aplicadores, permitindo uma elevação da capacidade de financiamento do governo, possibilitando fazer frente à liberação dos recursos vinculados a BTN-E. Contudo, no primeiro momento, as únicas NTN que constatarem forte demanda foram as NTN-C, indexadas ao IGP-M. As NTN-D, com correção cambial, foram colocadas no mercado a partir de 1991, mas, naquele momento, registraram uma demanda bastante reduzida. Somente em 1993 se constataria uma colocação mais intensa de NTN-D no mercado, porém com um prazo médio baixo.

Em 1994, durante a Presidência de Itamar Franco, o governo implementou uma nova tentativa de estabilização de preços, o Plano Real. Na tentativa de promover um amplo processo de desindexação da economia, combatendo o componente inercial da inflação brasileira, restou ao governo basicamente a opção de emitir NTN – Série H, papéis que eram indexadas à Taxa Referencial de Juros (TR). O Plano Real, em seu escopo legal, tornou proibitiva a utilização de índices de preços como elemento de correção monetária dos títulos públicos, fazendo com que a NTN – Série C, que era um papel indexado ao IGP-M, deixasse de ser ofertada. No que tange à LFT, o objetivo do governo em desindexar a economia também desaconselhava sua colocação. Já no que concerne as LTN, dadas as incertezas sobre o sucesso do Real em debelar a alta inflação, estas só encontrariam mercado se fossem emitidas com prazos de vencimentos bastante curtos. Entretanto, essa possibilidade também era contraditória aos objetivos da gestão da dívida pública que procurava ampliar o prazo médio da mesma.

A estabilidade dos preços, notadamente a partir de 1995, não foi suficiente para pôr fim a indexação da dívida mobiliária. A necessidade de evitar o financiamento monetário dos gastos públicos fazia com que o setor público precisasse obter recursos através do endividamento mobiliário e, para isso, era necessário manter o grau de atratividade para os seus papéis.

Em 1995 o reduzido prazo médio da dívida fazia com que o alongamento passasse a ser peça fundamental na estratégia de gestão da dívida pública. Quando os efeitos estabilizantes do Real se fizeram sentir com mais intensidade, passou-se a utilizar uma estratégia de endividamento baseada na emissão de LTN, papel que passaria a ter participação crescente no estoque da dívida pública nos anos seguintes. Além disso, o prazo médio das LTN foi sendo gradativamente ampliado.

Também a partir de 1995 a dívida começou a apresentar uma forte trajetória de expansão, devido a vários fatores dos quais podemos citar a assunção de passivos contingenciais e a manutenção de elevadas taxas de juros reais. Cumpre ressaltar também o forte crescimento da dívida mobiliária oriunda das operações de esterilização de base monetária, necessárias para fazer frente aos superávits no balanço de pagamentos decorrentes da forte entrada de recursos externos via investimentos em carteira e investimentos diretos estrangeiros.

O período compreendido entre 1994 e 1998 também não registrou um tão intenso esforço fiscal por parte do setor público consolidado, como aquele que seria registrado a partir de 1999 em diante. Ao mesmo tempo, a política monetária apresentou comportamento contracionista devido à resposta aos diversos choques externos registrados no período: crise mexicana (94/95), asiática (97) e russa (98). A expansão do serviço da dívida, associada à forte elevação das taxas de juros no período, e a necessidade de se fazer operações de esterilização, gerou forte expansão do estoque de dívida mobiliária.

Sob o ponto de vista da composição da dívida mobiliária, a parcela representada por títulos prefixados cresceu a partir de 1994, com a estabilidade que foi propiciada pelo Plano Real. No começo de 1994, a parcela prefixada representava 14,7% do estoque da dívida. A estabilidade e outras mudanças ocorridas na economia a partir de 1994 permitiram aos gestores da dívida atingir um patamar de 60% de títulos prefixados já em 1996.

Segundo Pedras (2003), quando explodiu a crise asiática, em 1997, os prazos dos papéis prefixados acabaram sendo reduzidos, retornando-se à colocação de papéis de 90 dias. Desta forma, a crise fez com que o percentual das LTN no total da dívida mobiliária apresentasse forte recuo. Entretanto, a necessidade de elevar o prazo médio, diante de um montante de dívida cada vez mais elevado, fez com que os gestores da dívida procurassem colocar no mercado papéis com prazos mais dilatados. Contudo, tal estratégia acabou levando as LTN (prefixados) a não voltarem a ter novamente a importância que outrora tiveram na composição da dívida mobiliária.

A trajetória da dívida pública ao longo do período foi gradualmente reduzindo a disposição dos tomadores de títulos em aceitar taxas de juros prefixadas. Sob o ponto de vista do gestor da dívida, o recurso à indexação então passou a ser visto como uma alternativa em relação aos elevados prêmios associados à colocação de dívida prefixada, mesmo em relação a títulos prefixados de prazo relativamente curtos. Em meados de 1998, o choque externo representado pela moratória da dívida pública russa gerou a necessidade de uma reação da política econômica no sentido de evitar uma solução de descontinuidade na rolagem da dívida. A estratégia incluiu um rápido movimento de substituição dos títulos prefixados por pós-fixados na composição da dívida mobiliária doméstica. Essa ação ocorreu de forma concentrada no tempo, devido ao grande volume de vencimentos, decorrente do prazo médio razoavelmente curto dessa dívida. A participação dos títulos prefixados na composição da dívida mobiliária caiu de 55,6% em maio de 1998 para 1,7% no fim do mesmo ano.

Já no que diz respeito às Letras Financeiras do Tesouro, com a queda nos índices de inflação e a própria necessidade de consolidar o processo de desindexação, para evitar a manutenção da memória inflacionária, esses papéis acabaram tendo sua colocação em mercado suspensa em meados de 1995, voltando-se a sua emissão apenas três anos depois.

No final de 1998 e início de 1999, ocorreram significativas mudanças no processo de condução da política econômica brasileira. No que tange ao sistema cambial, a âncora cambial acabou cedendo às fortes pressões especulativas, que se intensificaram brutalmente após a crise russa, com o país chegando a perder US\$ 1 bilhão de dólares em reservas por dia numa tentativa frustrada de se insistir no regime de bandas cambiais. Assim o câmbio passou, após três dias em que subsistiu um obscuro sistema denominado de banda diagonal endógena, a flutuar “livremente”. A política monetária passou a ficar totalmente submissa à busca exclusiva pela estabilidade de preços com a introdução do sistema de metas inflacionárias. O regime fiscal passou a ser marcado por um forte esforço de geração de superávits primários, na tentativa de estabilizar a relação dívida/PIB.

A guinada na política econômica foi sedimentada com a assinatura de um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 1998. Assim, após quase 14 anos, o país voltava a recorrer aos recursos do Fundo, num acordo que seria mantido durante mais de 6 anos. Embora algumas medidas tenham sido tomadas antes mesmo do acordo com o Fundo, as novas diretrizes de política foram convertidas em compromissos de desempenho no âmbito do acordo e de suas revisões subsequentes.

Com a necessidade de cumprir as metas acordadas com o Fundo, o país passou a registrar superávits primários cada vez mais significativos, obtidos em grande parte com a forte elevação da carga tributária ocorrida, principalmente, durante o segundo mandato de FHC sem, contudo, conseguir reduzir a relação dívida líquida e PIB. A razão dívida/PIB continuou desse modo sua trajetória de expansão. Tal crescimento esteve, em grande medida, associado às altas taxas de juros reais praticadas pelos gestores da política monetária como forma de deprimir a demanda agregada e, assim, buscar atingir as metas auspiciosas de inflação. Desta forma o crescimento econômico tornou-se subproduto da política econômica.

Outra fonte de pressão sobre a relação dívida/PIB nesse período foi, sem dúvida, a forte depreciação cambial, após a flexibilização da taxa de câmbio. A desvalorização cambial trouxe impactos negativos sobre o grau de endividamento brasileiro, não só sobre a dívida externa convertida em reais, mas também sobre a dívida interna, cuja boa parcela estava indexada ao câmbio. Enquanto, entre junho de 1994 e 1998, em um período de 4,5 anos, a depreciação cambial nominal acumulada foi de 20,87%, no período de quatro anos entre o início de 1999 e dezembro de 2003, a depreciação cambial acumulada chegou a 189%.

Após a instabilidade gerada pela incerteza causada pela mudança da política econômica durante o primeiro semestre de 1999, a conjuntura passou a contar, provisoriamente, com um grau de estabilidade maior, permitindo uma percepção do mercado mais favorável à política econômica. Nesse momento percebe-se uma leve retomada da participação dos títulos prefixados. Contudo, novos choques externos, entre os anos de 2001 e 2003, reduziram novamente a parcela dos prefixados no estoque total da dívida mobiliária a patamares abaixo dos 5% em meados de 2003. Com a recuperação da confiança em 2003, associado a um cenário de forte liquidez internacional, o total de papéis prefixados se recuperou um pouco, atingindo a marca dos 17,2% em novembro de 2004, contudo ainda bastante abaixo das cifras outrora apresentadas.

Em resumo, nota-se que as fortes emissões de papéis oriundas das operações de esterilização, associadas a elevadas taxas de juros reais e à forte depreciação cambial (a partir de 1999), conduziram a um intenso processo de elevação da dívida pública a partir do primeiro Governo FHC, mesmo diante de elevados superávits primários, como os obtidos a partir do seu segundo mandato. Esse forte crescimento do estoque de dívida gerou a necessidade de que prazo médio e indexação passassem a ser combinados de tal forma a evitar o risco de descontinuidade do processo de rolagem.

Observando-se os dados sobre a dívida mobiliária interna federal, nota-se que, a partir de 1995, os gestores da dívida foram capazes de obter uma melhora em um dos seus atributos, qual seja, elevar a participação de títulos prefixados no estoque total. Contudo, a crise de 1998 gerou uma reversão desse movimento. A partir de 1999, após a mudança da política econômica, a evidência sugere que os gestores da dívida passaram a priorizar o prazo e a duração média da dívida, mesmo em detrimento de uma piora da composição por indexadores, com boa parte da dívida mobiliária passando a ser pós-fixada.

Dessa forma, fica evidente que apesar do avanço em termos de redução nos índices de inflação pós-1994, o fato é que os seus efeitos sobre a dívida mobiliária, no que tange a sua composição, não foram tão auspiciosos. E é isso que nos remete a tratar a gestão da dívida pública brasileira sob a hipótese do pecado original.

II. A GESTÃO DE UMA DÍVIDA SOB EFEITOS DO PECADO ORIGINAL

O termo pecado original é uma expressão que surgiu pela primeira vez na literatura econômica durante os anos noventa e que é usada para expressar as dificuldades enfrentadas por países periféricos para captar recursos no exterior em sua própria moeda, o que evitaria o natural descasamento que ocorre entre ativos e passivos, quando um país possui ativos em moeda local e passivos em moeda estrangeira. O termo pecado original é definido por Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) como sendo “*the inability of a country to borrow abroad in its own currency*”.

A questão central por trás de tal expressão é evidenciar que os agentes econômicos de tais países, por não serem capazes de obter empréstimos externos em sua própria moeda, com taxas de juros fixas e por prazos mais longos, sejam governos ou empresas privadas, acabam ficando presos a duas possibilidades: i) obter empréstimos em sua própria moeda, no mercado doméstico, com taxas pós-fixadas e a prazos bastante curtos, ou ii) tomar empréstimos com prazos mais dilatados e a taxas prefixadas, mas em moeda estrangeira.⁵

Para esses países que não são capazes de escapar das conseqüências do pecado original e que, portanto, ficam presos a qualquer uma daquelas estratégias, é importante ressaltar que em qualquer uma das duas opções existem riscos associados, os quais no primeiro caso decorrem das dificuldades em se fazer um processo de rolagem de uma dívida com um curto prazo médio e, no segundo item, aqueles associados às abruptas variações cambiais mais suscetíveis de ocorrer em países periféricos que adotam um regime de câmbio flexível. É importante ressaltar também que tanto empresas como os próprios governos se defrontam com tais riscos, sendo que os últimos, como examinaremos mais à frente, podem assumir um grau ainda maior de risco, caso resolvam assumir para si também o risco do setor privado, como foi feito no Brasil, no início dos anos oitenta, no conhecido processo de estatização da dívida, tão claramente evidenciado por Cruz (1993).

Eichengreen e Hausmann (1999) citam algumas conseqüências trazidas pelo “pecado original”, para países periféricos, entre as quais, pode-se citar: i) tais países, principalmente aqueles que têm um histórico de alta inflação e descontrole fiscal, estão mais sujeitos aos efeitos do pecado original; ii) o estoque de dívida dos países sujeitos ao pecado original é significativamente mais sensível às flutuações das taxas de juros e da taxa de câmbio; iii) por não conseguirem captar recursos em sua própria moeda, ficam muito mais expostos ao descasamento de ativos e passivos; iv) os efeitos de crises externas são muito mais intensos em países sujeitos ao pecado original; v) os efeitos criados pelo pecado original são maiores em países que operam com regimes de câmbio flutuantes, devido a grande flutuação cambial e o efeito pass through nos níveis de preços; vi) para o caso de países que permitem a flutuação da taxa de câmbio, tais efeitos podem chegar também à economia real; vii) tais países, diante de uma maior instabilidade macroeconômica, ficam presos a uma política fiscal pró-cíclica, haja vista a queda na receita tributária e o aumento no serviço da dívida.

Desse modo, em situações de forte queda de confiança, disparadas por crises externas como as crises mexicana (94/95), asiática (97) e russa (98) - e que elevam fortemente a percepção de risco dos mercados, exigindo, por conseguinte, elevações de prêmios, - as alternativas de gestão da dívida mobiliária interna têm sido utilizar de dois mecanismos de ajuste ao novo cenário e ao comportamento dos agentes demandantes, quais sejam, reduzir o

⁵ - Para Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003), porém, apesar do segundo caso ter uma solução muito mais difícil e complexa, há evidências que países como o Chile já dão sinais de conseguir escapar da primeira armadilha, ou seja, já conseguem obter empréstimos no mercado doméstico com prazos mais longos e a taxas fixas, sem o uso de indexação.

prazo médio dos títulos, bem como mudar o perfil da dívida, indexando-a a algum índice, seja ao câmbio, seja à taxa de juros de referência.

Existem quatro estratégias de gestão da dívida pública mobiliária interna em países que se defrontam com o pecado original. As estratégias apresentadas na figura 3 são derivadas da capacidade de alterar dois atributos chaves do estoque de dívida, o seu prazo e o seu perfil. Com esses dois atributos, o gestor da dívida terá a sua disposição algumas possíveis combinações de prazo e indexação para gerir o estoque da dívida mobiliária interna.

Figura 3 – Escolhas de Dívida Pública para países acometidos pelo “Pecado Original”

INDEXAÇÃO PRAZO	PÓS-FIXADA	PREFIXADA
CURTO PRAZO	Alto risco de crise	Escolha de dívida curta prefixada
LONGO PRAZO	Escolha de dívida longa pós-fixada	Alternativa não disponível

Fonte: Elaboração dos autores

Uma opção é não promover alterações nos prazos e, sim, ajustar apenas a indexação. Uma segunda opção é, ao contrário, promover um processo de redução do prazo médio da dívida, mantendo, contudo, constante a participação do estoque prefixado. Uma terceira opção é promover alterações em ambos os atributos, reduzindo prazos e, ao mesmo tempo, indexando a dívida. Essa terceira opção torna ainda mais custosa a rolagem da dívida, haja vista que a mesma necessita ser rolada em intervalos cada vez mais curtos, estando simultaneamente sujeita às flutuações dos indexadores que, em países periféricos, como nos revela a realidade dos dados, são significativamente mais voláteis que nos países centrais. A quarta opção possível seria alongar o prazo médio da dívida, simultaneamente com a expansão do estoque da parcela prefixada. Para autores como Arida; Bacha e Resende (2004) tal estratégia é possível desde que o país tenha uma boa estrutura jurisdicional. Para esses autores, é a incerteza jurisdicional que está por trás da idéia de pecado original de Einchengreen e Hausmann (1999). Entretanto, a verdade é que a quarta opção torna-se impraticável em países de moeda inconversível acometidos pelo pecado original, haja vista os elevados retornos exigidos pelo mercado diante de crises de confiança que abalam os chamados países emergentes.

Os efeitos do chamado “pecado original” aparecem claramente nas estratégias de gestão da dívida pública levadas a cabo no Brasil, quando fazemos um breve exame da evolução da dívida mobiliária interna federal através dos tempos. Como pudemos observar na seção I, no final dos anos oitenta o governo brasileiro carregava uma dívida interna que, simultaneamente, era extremamente curta e praticamente toda indexada a taxa over, com a participação das LFT atingindo a marca dos 98% em 1989.

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

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

Com o Plano Real, tal estratégia não só foi mantida como intensificada. Tentou-se da mesma maneira elevar o prazo médio da dívida, concomitantemente com uma maior participação de títulos prefixados na composição da dívida mobiliária interna. Sob o ponto de vista do perfil da dívida doméstica, a parcela representada por títulos prefixados cresceu significativamente a partir de 1994. No início desse ano a parcela prefixada da dívida representava apenas 15% do estoque total, subindo, em meados de 1996, para a casa dos 60%.

Apesar de tentar alcançar os dois objetivos simultaneamente, ou seja, conseguir ampliar o prazo médio e também a participação dos prefixados no estoque total da dívida mobiliária, a ênfase maior acabou nitidamente recaindo mais na prefixação do que na ampliação de prazos.

Entretanto, a verdade é que a estabilidade dos preços não foi por si só suficiente para pôr fim à indexação da dívida mobiliária. Defrontado por crises oriundas do front externo e tendo a necessidade de evitar o financiamento monetário dos gastos públicos, o setor público acabou tendo que adotar uma outra opção de gestão de sua dívida para que continuasse sendo capaz de atrair recursos.

Quando, em 1997, eclodiu a crise asiática, a participação de papéis prefixados começou a perceber uma constante queda, com o percentual das LTN no total da dívida mobiliária apresentando forte recuo. A estratégia passou a ser então tentar elevar o prazo médio dos títulos, a qual tornava-se imperativa diante de um estoque de dívida cada vez mais elevado. Assim, os gestores da dívida procuraram colocar no mercado papéis com prazos mais dilatados, fazendo com que as LTN não voltassem mais a ter a mesma importância na composição da dívida mobiliária.

Em meados de 1998, com choque externo representado pela moratória russa, a situação tornou-se ainda mais difícil, gerando a necessidade de levar a cabo tal estratégia, de forma ainda mais agressiva, com um rápido e intenso movimento de substituição dos títulos prefixados por pós-fixados na composição da dívida mobiliária doméstica. Esse processo de substituição de papéis acabou ocorrendo com grande intensidade e baixa dispersão no tempo, haja vista o significativo volume de papéis com vencimentos praticamente simultâneos, decorrente do curto prazo médio da dívida. A participação dos prefixados no estoque total da dívida mobiliária caiu, no curto intervalo de sete meses, de um total de 55,6% para 1,7%.

Desse modo, a partir do final da década de noventa, defrontados com as crises externas, em especial a asiática e a russa, e de suas conseqüências sobre a elevação do prêmio de risco nas operações com títulos públicos, os gestores da dívida preferiram utilizar a estratégia de elevar o percentual de títulos atrelados a algum indexador, combinando-a com uma ampliação dos prazos. Essa ampliação dos prazos acabou não só sendo combinada, mas, ao mesmo tempo, propiciada pela utilização de papéis indexados.

A trajetória da dívida pública ao longo do período e o fenômeno da intolerância da dívida foram assim gradualmente reduzindo a disposição dos tomadores de títulos em aceitar

papéis prefixados. Desse modo, para os responsáveis pela administração da dívida, a indexação passou a ser a alternativa diante da exigência dos demandantes por prêmios cada vez mais elevados.

Assim, em resposta às crises externas, a estratégia adotada pelos gestores da dívida mobiliária federal interna foi a de associar prazos maiores com dívida pós-fixada, o que, como vimos, corresponde a uma das possíveis estratégias de gestão de dívida pública disponíveis para países acometidos pelo pecado original.

III. CONSIDERAÇÕES FINAIS

É importante ressaltar também que a influência do pecado original e da intolerância à dívida em países periféricos, impede o funcionamento da invisible hand. Para Eichengreen e Hausmann (2002), qualquer tipo de choque externo que resulte em uma significativa depreciação cambial, provoca importantes perdas patrimoniais para os agentes. São tais perdas patrimoniais que acabam por se constituir em obstáculo à operação dos processos de ajustamento automático às crises, por exemplo, através do aumento da competitividade das exportações e da obtenção de superávits em conta corrente. Ao invés de um processo de reversão, os efeitos das crises exógenas para tais países são acentuados, devido à maior fragilidade financeira apresentada tanto pelo setor público, como pelo setor privado.

Um outro importante ponto do debate está ligado à decisão dos governos desses países em concentrarem seu financiamento via dívida interna ou via dívida externa. Há autores que argumentam que é preferível para tais nações optarem por financiamento no mercado doméstico, mesmo que, a priori, seja mais oneroso do que aquele obtido por intermédio de fontes externas. Para BID (1997), a idéia por trás de tais argumentos é que durante momentos de crises, países periféricos têm maiores dificuldades em obter financiamento no exterior, contudo, continuam mantendo condições de captar recursos internamente, mesmo que em condições bem menos favoráveis.

Os argumentos que justificam tal possibilidade são:

1. O grau de conhecimento sobre a economia e a política do país, por parte dos aplicadores domésticos, é significativamente maior do que o dos aplicadores externos, haja vista, até por dever de ofício, acompanharem mais de perto o dia-a-dia dos governos, tendo a disposição uma gama de informações mais completas e precisas sobre a condução da política econômica.
2. A presença de eventuais colocações compulsórias ou de mercados cativos de títulos públicos internos, enquanto os papéis emitidos no mercado externo não gozam do mesmo benefício.
3. A liquidação dos papéis domésticos, mesmo quando indexados ao câmbio, é feita em moeda local. Nesses casos, o governo, mesmo que isso não seja aconselhável, terá a possibilidade de efetuar resgates via expansão de base monetária, o que dá uma maior liquidez aos possuidores dos títulos da dívida mobiliária interna federal.

Para Reinhart, Rogoff e Savastano (2003), a dívida pública mobiliária colocada internamente em mercado tem cada vez mais se revelado importante em países periféricos, em especial, a indexada à taxa de câmbio. Os mesmos autores argumentam que a crescente participação de títulos indexados à variação cambial, no total da dívida mobiliária interna, é uma evidência do próprio processo de intolerância à dívida.

Em momentos de forte aversão ao risco, o mercado passa a exigir do setor público instrumentos de dívida interna indexados, preferencialmente ao câmbio, como forma de proteção. Desse modo, o objetivo central da emissão de títulos de dívida interna indexados ao câmbio é disponibilizar proteção cambial ao setor privado contra os efeitos de uma depreciação cambial. Nesse caso, poder-se-ia contornar os impactos do “pecado original”

sobre o setor real da economia. Contudo, criam-se outros problemas macroeconômicos, como um significativo impacto fiscal-financeiro para o setor público.

Desse modo, a estratégia de proteção dos agentes econômicos acaba sendo custeada pelo setor público com a disponibilização de papéis indexados ao câmbio. Isso evitaria impactos negativos para o setor privado decorrentes de uma desvalorização cambial e seus efeitos de um descompasso entre ativos em moeda local e passivos em moeda estrangeira. Assim, os agentes econômicos privados poderiam atravessar os momentos de crise sem auferirem perdas patrimoniais relevantes.

Contudo, a contrapartida de uma política de endividamento fundamentada na oferta de hedge cambial ao setor privado é a exposição do setor público ao risco cambial que traz importantes custos fiscais. Ao oferecer salvaguardas aos agentes privados, o setor público arca com uma parte significativa de um processo de desvalorização cambial. Tal processo de assunção do risco cambial por parte do setor público acaba por produzir instabilidade macroeconômica, na medida em que o governo assume para si o risco de se endividar em moeda estrangeira, na qual não tem capacidade de gerar receitas.

A crescente participação de títulos indexados à variação cambial, no total da dívida mobiliária doméstica brasileira, principalmente a partir de 1997, é um exemplo claro desse processo de tentativa de proteger o setor privado dos impactos gerados pelas crises.

Um outro exemplo de esforço empreendido pelo governo para salvaguardar o setor privado dos impactos trazidos por crises externas foi o chamado processo de estatização da dívida externa. No início dos anos oitenta, a necessidade de executar um processo de ajustamento externo promoveu uma acentuada pressão sobre as contas governamentais. Como aponta Cruz (1993), deparado por uma crise oriunda do setor externo, com a explosão das taxas de juros internacionais ao final dos anos setenta e início dos anos oitenta, e dado os altos riscos inerentes às dívidas em moeda estrangeira, o setor privado passou a transferir aceleradamente sua dívida externa para o governo por intermédio dos esquemas de depósitos registrados em moeda estrangeira (DRME).

A interrupção do fluxo de capitais externos, com a moratória mexicana de 1982, ocasionou o colapso do processo de financiamento baseado no crédito externo e o conseqüente aprofundamento da crise financeira do governo. Com os crescentes encargos de uma dívida externa elevada e estatizada, o setor público passou a ter que se financiar junto ao setor privado, tornando-se o grande tomador de recursos da sociedade, principalmente por intermédio da colocação de títulos públicos. A opção brasileira, diferente da do México, foi a de continuar pagando os compromissos externos assumidos, defendendo o setor privado dos impactos que esta crise traria para os setores mais expostos ao endividamento externo.

Para Belluzzo & Almeida (2002: p. 147), o processo de ajustamento externo praticado no início dos anos oitenta “...não só preservou os lucros e o patrimônio do setor privado, como permitiu o reequilíbrio externo em conta corrente, mas, ao mesmo tempo, produziu o agravamento das incertezas e ...o aprofundamento da crise fiscal e de financiamento do setor público e das empresas estatais.”

Assim, apesar de diferentes, o processo de estatização da dívida externa dos anos oitenta ou a oferta de hedge cambial ao setor privado - via títulos indexados ao câmbio - em anos recentes, revelam os efeitos do fenômeno “pecado original” em países de moeda inconversível como o Brasil. Ambas estratégias revelam também a postura do governo brasileiro em tentar manter o setor privado isolado dos efeitos diretos do “original sin”. Entretanto, como vimos, a adoção de tais estratégias pode acabar fazendo com que o peso das crises recaia nos ombros do setor público.

IV. REFERÊNCIAS

- ANDIMA – Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto. Séries Históricas: Dívida Pública. Rio de Janeiro: ANDIMA, 1994.
- Arida, P.; Bacha, E.; Resende, A. L. High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the jurisdictional uncertainty. Mimeo, 2004.
- Belluzzo, L.G.M & Almeida, J.S.G. Da crise da dívida ao impasse do real. Rio de Janeiro: Record, 2002.
- BID – Banco Interamericano de Desarrollo. La Estructura de la Deuda Pública en América Latina: Lecciones y Perspectivas. BID – Proyecto Red de Centros de Investigación, Términos de Referencia, 1997.
- Cruz, Paulo D. Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta. Campinas: IE/Unicamp, 1993.
- Einchengreen, Barry. Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target? BCB: WPS 36, fev/2002.
- Eichengreen, B. & Hausmann, R. “Exchange Rates and Financial Fragility” in New Challenges for Monetary Policy. Kansas City: Federal Reserve Bank, 1999.
- Einchengreen, Barry & Hausmann, Richard. How to Eliminate Original Financial Sin. Financial Times, 22 de novembro de 2002.
- Eichengreen, B. & Hausmann, R. & Panizza, U. Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters. NBER, WP 10036, 2003.
- Fernandes, Orlando A. A Política Monetária Brasileira Durante a Década Perdida. Dissertação de Mestrado defendida junto ao Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PEPGE/PUC-SP), 1999.
- Marinho, Henrique. Política Monetária no Brasil: da teoria à prática. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1986.
- Minella, André. A indexação dos contratos financeiros em contexto de alta inflação: o caso brasileiro (1964-1990). Dissertação de Mestrado defendida junto ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp), 1995.
- Pedras, Guilherme. A evolução da administração da dívida pública e risco de repúdio no Brasil. Dissertação de Mestrado defendida na Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro (EPGE/FGV-RJ), 2003.
- Reinhart, Carmen M.; Rogoff, Kenneth S.; Savastano, Miguel A. Debt Intolerance. Brooking Papers on Economic Activity, 1:2003.