

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

DÍVIDA PÚBLICA:
a proposta de independência

Jônathas Delduque Jr.

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Geraldo Biasoto Jr.

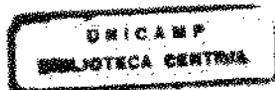
Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendida por Jônathas Delduque Jr. em 20/12/99 e orientada pelo Prof. Dr. Geraldo Biasoto Jr.

CPG, 20/12/99



Campinas, 1999

UNICAMP
BIBLIOTECA CENTRAL
SEÇÃO CIRCULANTE



698112

UNIDADE	BC
N.º CHAMADA:	77/MS/COMP
V.	Es.
TOMBO BC/	41929
PROC.	278/00
C	<input type="checkbox"/>
D	<input checked="" type="checkbox"/>
PREC.º	R\$ 11,00
DATA:	30.08.00
N.º CPD	

CM-00145142-1

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

D377d Delduque Júnior, Jônathas
Dívida pública : a proposta de independência / Jônathas
Delduque Júnior. – Campinas, SP : [s.n.], 2000.

Orientador: Geraldo Biasoto Júnior
Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de
Campinas. Instituto de Economia.

1. Dívida pública. 2. Dívida pública – Brasil. 3. Finanças
públicas. I. Biasoto Júnior, Geraldo. II. Universidade Estadual
de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Aos meus pais, Celi
e Jônathas, e para a
Danny.

Sumário

Sumário	iii
Agradecimentos	vi
Introdução	01
Capítulo 1 - Transformações Recentes para a Administração da Dívida Pública	05
1.1 Introdução	05
1.2 A globalização financeira	06
1.2.1 Transformações no sistema financeiro internacional	06
1.2.2 A mudança no sistema de crédito	12
1.2.3 Inovações financeiras	13
1.2.4 Investidores institucionais	15
1.2.5 O papel das expectativas	17
1.2.6 As políticas nacionais	19
1.3 Globalização financeira e administração da dívida pública	22
1.3.1 Adoção de “princípios de mercado”	23
1.3.2 Administração ativa de dívida pública	26
1.4 O aumento no endividamento público e seus efeitos sobre a administração da dívida pública	28
1.5 O aumento da exposição externa dos países emergentes	30
1.6 Dívida pública e crises de confiança	34
1.7 Conclusão	40
Capítulo 2 - Arranjos institucionais para a administração da dívida pública	42
2.1 Introdução	42
2.2 Distribuição de funções entre o Ministério das Finanças e o Banco Central	44
2.3 Conexões entre as políticas monetária e de dívida pública	48
2.3.1 A coordenação entre políticas	52
2.3.1.1 Arranjos operacionais entre as políticas	56

2.4	Definição dos objetivos relacionados à dívida pública	60
2.5	Histórico de relacionamento institucional	62
2.6	Modelos institucionais para a administração da dívida pública	64
2.6.1	Banco Central	65
2.6.2	Ministério das Finanças	67
2.6.3	<i>Debt Management Office</i>	69
2.7	A independência na condução da dívida pública	74
2.7.1	Independência de objetivos versus independência instrumental	76
2.7.2	Fatores de gradação de independência	80
2.7.2.1	Papel e composição da diretoria	80
2.7.2.2	Processo formal de determinação de política e resolução de conflitos	82
2.7.2.3	Objetivos Estatutários	83
2.7.2.4	Responsabilização pelo desempenho da política e limitações no uso de instrumentos	84
2.7.2.5	Independência orçamentária	86
2.7.2.6	Independência informal	86
2.6	Conclusão	87
 Capítulo 3 - Administração da dívida pública no Brasil		 89
3.1	Introdução	89
3.2	Evolução institucional	90
3.3	Estrutura institucional para a administração da dívida pública – situação atual	104
3.3.1	Dívida interna	105
3.3.2	Dívida externa	107
3.3.3	Banco Central	110
3.4	O comportamento da dívida pública nos anos 1990-1998	112
3.4.1	Comportamento geral da dívida pública	112
3.4.2	Evolução da DLSP por segmentos	116
3.4.3	Comportamento da dívida mobiliária	118
3.4.4	Relação entre dívida interna e dívida externa	119
3.4.5	Déficits quasi-fiscais	121
3.5	Conclusão	127
 Capítulo 4 – Conclusões		 130
4.1	A independência e as opções para a questão fiscal	133
4.2	A independência e sua relação com a política econômica	140

Anexo I - Alguns conceitos referentes à dívida pública	145
I.1 Tipos de mercados	147
I.2 Instrumentos de dívida	149
I.3 Colocação em mercado	152
I.4 Desenho dos instrumentos	154
I.4.1 Tipo de cupom	155
I.4.2 Denominação monetária	156
I.4.3 Maturação	157
I.4.4 Resgate	158
I.5 O uso de derivativos como instrumentos de administração de dívida pública	158
Anexo II - Instrumentos de política monetária	160
Anexo III - Exemplos de DMO	162
III.1 Suécia	162
III.1.1 Estrutura Institucional para a administração da dívida pública	162
III.1.2 Relacionamento com o Banco Central	165
III.1.3 Contexto histórico	166
III.1.4 Questões de gerenciamento de dívida	168
III.2 Nova Zelândia	170
III.2.1 Estrutura Institucional para a administração da dívida pública	170
III.2.2 Relacionamento com o Banco Central	175
III.2.3 Contexto histórico	177
III.2.4 Questões de gerenciamento de dívida	179
Anexo IV	183
IV.1 Principais contas – Banco Central	183
IV.2 Principais contas – Tesouro Nacional	183
Bibliografia	184

Agradecimentos

A elaboração de um trabalho deste tipo é um exercício de perseverança. Nos longos meses de pesquisa e redação desta dissertação, o apoio de algumas pessoas foi imprescindível e merece menção.

Duas pessoas merecem agradecimento especial: o Felipe, pela revisão dos textos, e, mais do que tudo, pelo apoio de amigo de longa data; e a Danielle, que me levantou o ânimo quando eu mais precisava, além de ter feito a revisão final da redação.

Agradeço à banca examinadora, Prof. Dr. Carlos Kawall Leal Ferreira e Prof. Dr. Fabrício Augusto de Oliveira. Agradeço, igualmente, à Prof^a. Dra. Mônica Baer e ao Prof. Dr. Sérgio Prado, pelas observações feitas durante o exame de qualificação.

Não posso deixar de mencionar o suporte do Cosme e do Pádua, por compreenderem a dificuldade de se escrever um trabalho como este apenas durante as noites e os fins de semana.

Finalmente, gostaria de agradecer ao Biasoto, orientador desta dissertação, pelos inúmeros esclarecimentos e dicas e pela paciência de ler e reler as diversas versões do trabalho.

Introdução

A partir do final dos anos oitenta e no decorrer dos anos noventa, diversos países adotaram estruturas de administração da dívida pública diferenciadas. Paralelo a isto, foi possível verificar progressiva sofisticação de técnicas e instrumentos empregados para a gerência do endividamento dos governos nacionais. Estas mudanças introduziram novos formatos de relacionamento institucional para os governos, em especial no que se refere ao relacionamento entre a instituição encarregada da administração da dívida pública e o Banco Central, assim como tiveram efeitos sobre os arranjos para a condução das políticas monetária e de dívida pública. Do ponto de vista da confecção de políticas, as novas técnicas e instrumentos ampliaram o leque de possibilidades de atuação, ao mesmo tempo em que restringiram o grau de liberdade dos governos.

Este processo pode ser entendido como parte de uma mudança conceitual referente à administração da dívida pública. A organização institucional e as técnicas utilizadas no financiamento público passam a valer-se de práticas adaptadas do modo de atuação dos agentes financeiros privados, assumindo contornos de gerenciamento de *portfolio* e envolvendo técnicas de administração de risco. Este enfoque contrasta com o modo tradicionalmente passivo de condução do endividamento público, caracterizado por contrair obrigações e zelar pelo seu cumprimento de forma burocrática. A nova abordagem coloca ênfase sobre o caráter estratégico da dinâmica do endividamento público para a confecção e a condução das políticas econômicas nacionais em um ambiente de maior integração entre os mercados financeiros mundiais.

No plano institucional, chama atenção a adoção, por parte de alguns países, de estruturas formatadas exclusivamente para a administração da dívida pública. Estas estruturas, chamadas aqui, genericamente, de *Debt Management Office* (ou DMO), são voltadas especificamente para os aspectos mais técnicos do financiamento público realizado por meio de endividamento. Esta estrutura visa a propiciar maior separação institucional entre as políticas, em especial as de dívida pública e monetária, isolando, na medida do possível, o instrumental técnico relacionado à dívida pública das esferas de influência

política. As instituições nestes moldes contam, em geral, com significativo grau de autonomia frente ao governo, podendo ou não ser formalmente independentes.

Por trás da concepção do DMO figura, portanto, a proposição de atribuir à administração da dívida pública independência frente ao governo. Esta é uma discussão recente, que recebeu, até o momento, pouca atenção da literatura. A referência bibliográfica provém, em geral, de poucos textos que tratam de pontos relacionados, como análises comparativas de arranjos para a operacionalização das políticas monetária e de dívida pública ou descrições sobre os diversos aspectos institucionais envolvidos na administração do endividamento do governo. Não raro, os poucos trabalhos que tratam dos aspectos institucionais dos DMOs concentram seu enfoque nos aspectos mais burocráticos de organização interna. Os estudos de caso existentes, por sua vez, limitam-se às especificidades de cada país abordado, sendo que as estruturas institucionais nos moldes de um DMO foram adotadas em países com características bastante diversas (incluindo, por exemplo, a Suécia, a Nova Zelândia, a Colômbia, a Hungria e o Reino Unido), o que dificulta a generalização. A análise destes casos específicos também não encontra muitas referências na literatura, resumindo-se, em geral, a textos descritivos (com notável exceção do caso neozelandês). Muito das informações referentes aos países provém dos próprios textos de regulamentação das atividades dos DMOs nacionais e de textos de divulgação dos governos.

Constituíram-se em valiosa fonte de informação visitas e reuniões com membros de Ministérios das Finanças/Tesouros/DMOs e de alguns bancos centrais de diversos países¹, as quais permitiram clarificar diversos aspectos da administração de dívida e do relacionamento com a política monetária. Além disto, foi possível constatar, *in loco*, como a questão da independência estava sendo abordada e qual o grau de relevância a ela atribuída.

¹ Os países visitados foram México, EUA, Espanha, Itália, Reino Unido, Suécia e Alemanha. As reuniões foram devidas a um trabalho de pesquisa sobre diferentes experiências institucionais para a administração da dívida pública realizado para a Secretaria do Tesouro Nacional do Brasil em 1997.

Em suma: não parece existir discussão sistematizada sobre a independência para a administração da dívida pública e sobre os arranjos institucionais a ela relacionados. Neste sentido, a intenção desta dissertação é propor uma agenda de discussão sobre o tema, abordando pontos que possam contribuir para delimitar o entendimento da questão.

O enfoque adotado aqui privilegia os aspectos institucionais da administração da dívida pública, tentando, contudo, não perder de vista sua relação com as políticas macroeconômicas nacionais. Dado o caráter amplo inserido na formulação de uma agenda de discussão, o trabalho será desenvolvido tendo por pano de fundo três planos de análise: a contextualização histórica, os aspectos conceituais e a aplicação a um caso específico – a experiência brasileira.

No primeiro capítulo explora-se quais os fatores que podem ser identificados como motivadores para a concepção de estruturas que visam a propiciar alto grau de independência para a condução da política de dívida pública – notadamente, a sofisticação e o aumento de volatilidade dos mercados financeiros trazida pelo movimento de “globalização financeira” e o aumento do peso da dívida pública sobre as finanças nacionais de diversos países a partir dos anos 1970. São descritos, sinteticamente, os principais aspectos característicos dos mercados financeiros globalizados. Apesar de suficientemente trabalhados na literatura, a análise destes aspectos irá compor a argumentação acerca da “mudança conceitual” sobre a capacidade de atuação dos governos e, especificamente, sobre a administração da dívida pública.

Com a intenção de auxiliar no entendimento das diferentes organizações institucionais para a administração da dívida pública, no segundo capítulo são detalhadas as conexões existentes entre as políticas monetária e de dívida pública e seu reflexo sobre os arranjos institucionais para a operacionalização de ambas. Identifica-se, além disto, três modelos genéricos de organização institucional para a administração da dívida pública, com base na instituição – Banco Central, Ministério das Finanças (ou Tesouro) ou DMO – encarregada das principais funções relacionadas ao endividamento público. Por fim, fazendo referência às discussões acerca de bancos centrais independentes, explora-se o

caráter da independência relacionado ao DMO e são identificados fatores de organização interna que podem influenciar seu grau de autonomia.

O terceiro capítulo aborda a evolução institucional para a administração da dívida pública desde os anos 1980 no Brasil e a dinâmica do endividamento público nos anos 1990, buscando identificar as principais fontes de impacto sobre o endividamento público no país. O objetivo é contextualizar a problemática estudada, de forma a facilitar sua compreensão, já que a questão institucional só adquire sua real dimensão quando contrastada às especificidades de um caso concreto. Não há, contudo, a pretensão de se fazer análise pormenorizada da experiência brasileira, o que fugiria ao escopo deste trabalho.

As conclusões são apresentadas no quarto capítulo. As questões desenvolvidas no decorrer do estudo são utilizadas para especular qual poderia ser a relevância de maior autonomia institucional na condução da política de dívida pública para a problemática recente da dinâmica de endividamento público no Brasil, tendo como contraponto a política adotada no período do Plano Real. O contraste com a experiência auxilia na delimitação do conceito e da importância da independência na administração da dívida pública.

O trabalho conta, ainda, com quatro anexos. O primeiro expõe conceitos básicos relevantes para o entendimento de características do instrumental de endividamento público, com ênfase na dívida mobiliária, visando a auxiliar ao leitor não familiarizado com o assunto. O segundo anexo traz uma descrição dos instrumentos de política monetária, enquanto o terceiro fornece descrição de duas experiências de DMO: as da Suécia e da Nova Zelândia. O último anexo descreve os balanços do Banco Central e do Tesouro Nacional no Brasil, de forma a subsidiar a compreensão do relacionamento entre as instituições.

Capítulo 1

Transformações Recentes para a Administração da Dívida Pública

1.1 Introdução

Desde o início dos anos oitenta, a administração da dívida pública tem sido confrontada com amplas modificações de caráter estrutural, organizacional e regulatório. Diversas alterações nas características dos mercados financeiros e, mais especificamente, nos mercados para papéis do governo agregaram crescente complexidade para o delineamento e a execução das estratégias de condução da dívida e para o financiamento do déficit dos governos. No decorrer dos anos 1990, o processo se intensificou. As tendências tornaram-se relativamente mais uniformes e têm se disseminado em número crescente de países.

A origem deste processo está relacionada a algumas ordens de fatores. A mais geral reside, indubitavelmente, na dinâmica introduzida pelas características do que se convencionou chamar “globalização financeira”. Alguns fatores mais específicos merecem igualmente menção, por terem provocado o aumento do peso da dívida pública sobre as finanças de diversos países: primeiro, a crise do petróleo e a queda na atividade econômica nos anos 1970; segundo, a política do “dólar forte” nos anos 1980; e, por fim, o aumento da exposição externa sobretudo de países “emergentes”.

O que se defende aqui é que estes elementos introduziram uma mudança conceitual sobre o papel da administração da dívida pública, ampliando seu caráter estratégico para a política econômica como um todo. Em decorrência, a condução da dívida passou a assumir contornos de gerenciamento de *portfolio*, sendo atribuída maior importância relativa aos seus aspectos técnicos.

Este capítulo pretende discutir as origens deste processo de mudança, e as tendências que podem ser identificadas na administração da dívida pública no decorrer dos anos 1990. A discussão será conduzida como se segue: após uma contextualização histórica do processo de globalização financeira (item 1.2.1), serão ressaltados alguns elementos que imprimiram ou ainda imprimem novo enfoque para as estratégias de endividamento – a mudança no sistema de crédito, as inovações financeiras, a ascensão dos investidores institucionais e o processo de formação de expectativas neste ambiente (itens 1.2.2 a 1.2.5). O item 1.2.6 irá abordar as influências que estes elementos podem ter sobre as políticas nacionais, ressaltando possíveis conseqüências para países de moeda “fraca”. Os efeitos para a administração da dívida pública propriamente dita são abordados no item 1.3, destacando as tendências passíveis de serem verificadas (itens 1.3.1 e 1.3.2). Os fatores específicos de influência são apresentados nos itens 1.4 e 1.5, destacando possíveis efeitos para a condução das dívidas dos governos. Por fim, é feita breve discussão sobre as relações entre a forma de condução da dívida pública e a geração de crises de confiança.

1.2 A globalização financeira

1.2.1 Transformações no sistema financeiro internacional

A globalização financeira caracteriza-se por uma interpenetração entre as diversas órbitas de valorização do capital, condicionadas pela dinâmica específica do capital financeiro. A desregulamentação dos setores financeiros, a liberalização dos fluxos de capitais e a internacionalização dos mercados trouxeram maiores mobilidade e volatilidade aos capitais mundiais. Tais fenômenos, impulsionados nos anos 1980 na esteira das transformações financeiras nas economias centrais (notadamente os EUA), e solidificados nos 1990, impuseram dinâmica na qual a intensificação da atividade nos mercados financeiros, a explosão do volume de transações cambiais, a crescente introdução de inovações financeiras, a volatilidade nos preços dos ativos, as crises e as bolhas especulativas nos mercados de títulos e de câmbio se alimentam mutuamente.

A gestação das características atuais dos mercados financeiros guarda relação com o declínio do sistema de regulação de Bretton Woods e o processo de ajustamento por parte

das economias centrais que se seguiu, desembocando no chamado “capitalismo desregulado”¹ dos anos 1980.

O sistema tinha dois pilares: o estabelecimento de paridades fixas entre as principais moedas e o dólar², e deste com o ouro; e a hegemonia política norte-americana (a *pax americana*). O dólar era, por definição, reserva de valor internacional, aos EUA cabendo fornecer a liquidez necessária. O valor das moedas nacionais (dado pela paridade fixa frente ao dólar) dependia, contudo, de que os fluxos comerciais e financeiros internacionais fossem adequados para a sua sustentação.

Pelo menos por algum tempo, o sistema permitiu a geração de dinâmica altamente virtuosa, fornecendo regras que permitiram a cooperação e a coordenação de políticas entre os países³. Durante o período conhecido como a “era de ouro” do capitalismo mundial (situada entre o início dos anos 1950 e meados dos anos 1970), o comércio internacional cresceu rapidamente, assumindo importância crescente na composição da produção das empresas, e verificando-se significativo aumento do fluxo de capitais.

O sistema, entretanto, foi paulatinamente erodindo os mecanismos que permitiam a estabilidade das regras de coordenação entre os países e gerando desequilíbrios recorrentes, aos quais não tinha como coordenar satisfatoriamente. De fato, ao mesmo tempo em que as regras estabelecidas orquestravam a coordenação entre os países, também introduziam rigidez à correção de eventuais desequilíbrios. Como havia íntima correlação entre os desequilíbrios de balanço de pagamentos, as variações nas taxas de câmbio, a inflação e os níveis de atividade, ficavam interconectados os esforços de coordenação internos e externos; por outro lado, isto diminuía a capacidade de um país individual regular a atividade interna por meio meramente de suas políticas fiscais e/ou monetárias ou cambiais, e os desequilíbrios se disseminavam entre as economias nacionais, criando situação de potencial instabilidade sistêmica.

¹ O termo é utilizado em Marglin e Schor (1990).

² Na verdade, o sistema era de taxas ajustáveis, já que era permitido o ajuste das paridades para fazer frente a um desequilíbrio estrutural de Balanço de Pagamentos, o que dependia de avaliação do FMI.

³ Para uma descrição detalhada, ver Marglin e Schor (1990).

A rigidez cambial impunha, como mecanismo de ajuste do sistema, a variação de preços relativos interna a cada país, ou seja, eventuais desequilíbrios de Balanço de Pagamentos poderiam ser corrigidos por meio de inflação. O aumento crescente da competição internacional, contudo, impôs limites a este mecanismo. Assim, quando passaram a ser verificadas quedas de produtividade, o resultado foi a geração de pressão sobre os lucros das empresas e crescentes desequilíbrios de balança comercial, que ficavam sem ponto de escape⁴.

Ao desempenharem o papel de guardião da reserva de valor e garantidor da liquidez sistêmica, os EUA não apresentavam constrangimentos de Balanço de Pagamentos de ordem externa. Assim, cabia aos demais países o peso do ajustamento a qualquer desequilíbrio. De fato, para sustentar o crescimento do comércio e do investimento internacionais (ou seja, para garantir a liquidez sistêmica), era necessário que os EUA incorressem em déficits contínuos e crescentes de Balanço de Pagamentos. Se, em um primeiro momento, isto significava redistribuição em favor dos europeus, permitindo ao dólar tornar-se efetivamente moeda de reserva e impulsionando os movimentos de comércio internacional, com o passar do tempo os déficits continuados tinham dois efeitos correlatos: por um lado, criavam desequilíbrios que forçavam aos demais países o sacrifício de suas políticas internas em prol do equilíbrio externo; e, por outro, geravam crescentes desconfianças sobre a sustentabilidade do papel do dólar como moeda internacional. Para resolver esta situação, os EUA precisariam incorrer em superávit, o que, no entanto, resultaria em queda da expansão do comércio internacional.

Explicitava-se, desta forma, contradição entre o papel do dólar como reserva de valor e meio de pagamento internacional (o “dilema de Triffin”⁵), o que está na base do declínio do sistema de Bretton Woods. Com a combinação entre queda de produtividade, pressões inflacionárias e evolução competitiva desigual entre os países, geravam-se pressões sobre as paridades monetárias. Conforme cresciam os fluxos de capitais e as operações com euromoedas, e se fortalecia o papel mundial de países europeus (notadamente da Alemanha) e do Japão, mais o papel de reserva de valor do dólar era

⁴ Cf. Marglin e Schor (1990).

⁵ Cf. Baer *et all* (1995).

contestado, induzindo movimentos especulativos contra a moeda e reações da parte dos governos. Assim, é possível dizer que o sistema de regulação erguido em Bretton Woods foi desarticulado tanto como consequência do desenvolvimento e da evolução competitiva desiguais entre os países desenvolvidos⁶, quanto pelos “graus de liberdade do país soberano (os EUA) na gestão de sua política econômica” (Baer *et alli* 1995:83-4).

De fato, entre 1970 e 1971, verificaram-se enormes déficits de Balanço de Pagamentos dos EUA. Diante do considerável esforço de ajuste interno que seria necessário por parte dos demais países centrais, a reação foi converter os dólares em ouro, esterilizar a entrada de reservas e, finalmente, adotar regime de taxas flutuantes. Era o fim do sistema de regulação de Bretton Woods.

Em adição, desde o início dos anos 1970 os EUA praticavam a política de “negligência benigna” com relação ao valor do dólar, permitindo lenta e quase contínua desvalorização da moeda⁷. Os efeitos deste processo foram a ascensão do iene japonês e do marco alemão como referenciais de valor internacionais⁸, movimentos periódicos de especulação contra o dólar e a expansão descontrolada do mercado de euromonedas⁹. Estavam colocadas as condições para que se inaugurasse contexto de intensa instabilidade financeira.

Na tentativa de reverter a perda de poder internacional do dólar, os EUA adotaram política de cunho fortemente ortodoxo e neoliberal, pregando a diminuição do Estado sobre a economia, o aumento do investimento e da produtividade (*supply side economics*) e a desregulamentação financeira. Como um dos principais desdobramentos desta política, adotou-se política de valorização do dólar no final dos anos 1970, mediante choques de juros que visavam a atrair capitais financeiros para o mercado interno norte-americano. Esta

⁶ Cf. Marglin e Schor (1990).

⁷ Diante da perda de liderança hegemônica, os EUA voltaram-se para políticas auto-centradas, fato que teve grande papel para o impedimento da reordenação do sistema monetário internacional, dado o seu peso relativo no mundo.

⁸ Por outro lado, os países europeus, encontrando dificuldades para assumir um papel mais ativo no cenário internacional, mantiveram políticas defensivas contra o dólar, dificultando o estabelecimento de uma nova ordem monetária.

⁹ Cf. Tavares (1992:25).

política teve impacto sobre todas as economias nacionais, embora tenha gerado efeitos de grau distinto e reações diferenciadas, em função das especificidades de cada uma¹⁰.

Um ponto importante a reter aqui é que as políticas de ajuste resultantes no início dos anos 80 “deram origem a um movimento de caráter recessivo global, que piorou muito a situação das finanças públicas, com déficits endógenos provocados pela queda de arrecadação e a elevação da dívida pública (pelos juros e pela própria recessão)” (Tavares 1992:28). No caso dos países em desenvolvimento, destaca-se a crise da dívida externa dos países endividados, que se instaura após a crise do México em 1982. A ruptura das condições de financiamento, associada ao encarecimento dos recursos e a deterioração das relações de troca, determinou profundos desajustes cambiais e fiscais nestes países¹¹.

Com a crise da dívida externa nos países em desenvolvimento, explicitou-se a fragilidade dos bancos comerciais comprometidos com estes países. Como resultado, a concorrência entre as instituições de crédito, já dinamizada pelo crescimento do euromercado e pela política norte-americana, foi exacerbada, com pressões em favor da desregulamentação, em torno da tônica liberal.

Medidas no sentido de eliminar os tetos para as taxas de juros e os controles sobre as transações com o exterior aprofundaram a desregulamentação nos EUA. A generalização da liberalização financeira entre os países¹² ampliou paulatinamente os horizontes de valorização do capital, provocando enorme aumento dos investimentos em *portfolio*.

Na esteira destes movimentos, o que ocorre é uma abertura dos mercados para o exterior, e também a queda das fronteiras até então existentes entre eles, que passam a interpenetrar-se formando um grande conjunto financeiro global¹³: mercados monetário (operações financeiras de curto prazo), financeiro (prazo mais longo), cambial, a prazo,

¹⁰ Cf. Baer *et alli* (1995:87-88).

¹¹ Estes pontos são de grande importância para entender o aumento do peso da dívida pública sobre as finanças nacionais e a maior preocupação com a necessidade de controle sobre o déficit e o endividamento, visando a diminuir a deterioração fiscal e seus efeitos derivados. O assunto será abordado em detalhes adiante.

¹² Expressa, por exemplo, pela abertura do sistema financeiro japonês em 1983-84 e pela queda dos sistemas nacionais de controle cambial na Europa (Cf. Plihon 1995).

¹³ Cf. Plihon (1995:61). Isto ocorre apenas em uma análise ampla, posto que, obviamente, os mercados guardam especificidades.

futuros, etc. O investimento ganha flexibilidade para ir de um título a outro, de uma moeda a outra, buscando o melhor rendimento.

Com o decorrer do processo, no entender de Chesnais (1996), cada vez mais a lógica do capital, entendido como aspecto mais geral e englobando suas diversas divisões (seja produtivo ou financeiro) é ditada a partir da lógica de valorização do capital na sua esfera especificamente financeira. Ou, dito de outra forma, cada vez mais a existência das diversas modalidades que assume o capital se condiciona pela dinâmica específica do capital financeiro.

Assim, o capital passa a ser interdependente em suas diversas esferas, pois cada uma passa a ter interconexão fundamental (embora nem sempre subordinada) com sua dimensão financeira. A liquidez e a rentabilidade da esfera financeira tornaram-se fatores imprescindíveis ao movimento do capital. A concorrência pauta-se por ela, o investimento produtivo encontra nela direcionamento para a sua expansão, os Estados Nacionais cada vez mais tornam-se reféns da lógica de valorização dos capitais.

A crise de hegemonia presente no desmonte do sistema de taxas fixas de Bretton Woods se traduziu em ambiente com maior potencial de instabilidade. A flexibilização das relações financeiras e a relativa independência da órbita financeira de valorização do capital colocaram as condições para movimentos especulativos crescentes. Dois aspectos precisam ser ressaltados aqui. O primeiro é que, no mundo das finanças globalizadas, o mercado de câmbio tornou-se altamente hipertrofiado e o maior *locus* de especulação, sendo o segmento de maior crescimento¹⁴. Desta forma, ganharam peso os mecanismos de *hedge* e de especulação cambial. Outro é que os serviços da dívida pública tornaram-se grande instrumento de transferência de riqueza para a esfera financeira, fazendo com que os papéis governamentais se tenham tornado o segundo maior segmento dos mercados financeiros¹⁵, assumindo enorme importância como instrumento financeiro. Este último aspecto fornece a

¹⁴ Estima-se que somente 3% das transações diárias nestes mercados se devem a contrapartidas de transação no comércio de mercadorias (Chesnais 1996:243-244).

¹⁵ Cf. Chesnais (1996:247-248).

dimensão da importância que assume a dinâmica da dívida pública para os agentes privados.

Os fatores que contribuíram para o aumento sem precedentes de transações com papéis governamentais são relacionados por Bröker (1993:17-18): (1) a abertura dos mercados à participação de investidores estrangeiros, o que ampliou a demanda potencial pelos papéis públicos; (2) a emergência dos mercados de futuros e opções com taxas de juros, permitindo aos agentes privados o *hedge* de suas posições; e (3) a introdução de técnicas sofisticadas de administração de *portfolio* por parte dos investidores institucionais, permitindo diversificar as operações com menores riscos.

Para o entendimento dos efeitos da dinâmica da “globalização financeira” sobre a administração da dívida pública, quatro elementos característicos das finanças globalizadas devem ser retidos: a mudança no sistema de crédito, com a ascensão dos capitais privados internacionalizados e o processo de securitização das dívidas; o surgimento de diversas inovações financeiras, sobretudo dos derivativos; a importância do papel dos investidores institucionais; e o processo de formação de expectativas.

1.2.2 A mudança no sistema de crédito¹⁶

Nos anos oitenta, as operações tradicionais de crédito foram sendo cada vez mais substituídas por operações com títulos negociáveis em mercados secundários, envolvendo tanto dívidas novas como dívidas preexistentes (securitização). O processo implica relações diretas de débito-crédito entre as partes, retirando das instituições bancárias de crédito o papel formal de intermediador entre o tomador e o aplicador (desintermediação financeira). A rigor, entretanto, os bancos continuaram no processo de modo mais “informal”, intermediando o processo de securitização, ou seja, fazendo a ligação entre o emissor do título de dívida (devedor) e os investidores (credores). Assim, os bancos diminuíram o seu risco financeiro (ao não assumir posições ativas/passivas diretamente no processo), e, de fato, se mantiveram presentes, embora com função diferenciada. Desta forma, aliados à desregulamentação e à abertura dos mercados, os capitais privados, voltados para

¹⁶ Para uma descrição mais detalhada deste ponto, ver Chesnais (1996:257-264)

aplicações de *portfolio*, se tornaram a principal fonte de recursos financeiros para investimento.

A ascensão dos capitais privados e da securitização foi impulsionada, em certa medida, pelo aumento de liquidez mundial decorrente dos déficits norte-americanos. Sua ocorrência engendrou a ampliação dos mercados de dívida pública do país, que formaram a base sobre a qual cresceu a securitização. Isto se deu, primeiro, porque cresceu a participação dos títulos públicos dos governos na composição da riqueza dos agentes privados; e segundo, porque estes papéis se foram constituindo no porto seguro dos mercados integrados, sendo considerados os papéis de dívida com menor risco.

Conforme Baer *et alli* (1995:90), a securitização permitiu grande flexibilização para as relações financeiras, fato que, aliado à liberalização dos fluxos de capitais e à falta de hegemonia no sistema financeiro internacional, aumentou fortemente a volatilidade de câmbio e de juros.

Somado ao processo de desintermediação, o progressivo rompimento das barreiras entre os mercados doméstico e externo fez com que mercados nacionais que vetavam a participação de não-residentes e/ou cujas moedas eram inconvertíveis (e, portanto, pouco atrativas para investidores estrangeiros) dessem lugar a mercados abertos, provocando radical mudança no seu perfil. A maior parte dos países, hoje em dia, tem nos não-residentes os principais detentores de dívida denominada na moeda doméstica, enquanto que os residentes podem optar livremente por obter títulos de dívida de emissores estrangeiros (Cf. Kalderen 1995:02).

1.2.3 Inovações financeiras

Em decorrência do incremento na volatilidade, intensificou-se o aparecimento de inovações financeiras, crescendo as operações com derivativos, contratos vinculados aos

títulos negociáveis e/ou moedas¹⁷. Este mecanismo permite que um crédito gere diversas transações derivadas, por si mesmas créditos passíveis de negociação¹⁸.

A função primária dos derivativos é a cobertura de riscos de câmbio e juros, ao permitir a transferência destes por meio do pagamento de um prêmio. Assim, por exemplo, podem ser feitas operações visando a diminuir a exposição a riscos de assumir passivos a juros flutuantes, mediante contrato de *swap* entre taxas fixas e flutuantes; alternativamente, pode-se fazer contrato que vise “travar” o valor de um fluxo em determinada moeda, com *swap* de câmbio; ou fixar o valor de pagamento futuro, por meio de futuros e opções. O que se está fazendo, de fato, é uma alteração na estrutura de composição da carteira.

Na contraface desta função primária estão as necessidades das empresas assegurarem suas rentabilidade e valorização. A atuação das multinacionais, sobretudo, é submetida a custos e preços em câmbios diversos, mas é pautada pela busca de *mark-ups* fixos. Os contratos derivativos, portanto, permitem a cobertura de riscos associados a variações inesperadas nessas variáveis.

Sobreposto a isto, estes instrumentos podem também ser utilizados para operações especulativas, e, de fato, são eficientes para os especuladores, pelas possibilidades de alavancagem que permitem. É possível incorrer em operações especulativas sem envolver recursos próprios de vulto, levantando recursos entre as instituições bancárias e fazendo *hedge* de prazos e taxas de forma a minimizar as possibilidades de perda, alugando ativos

¹⁷ Ao final de 1995, o mercado de derivativos era estimado entre US\$ 12 trilhões e US\$ 15 trilhões, conforme dados da *Folha de São Paulo* de dezembro de 1995.

¹⁸ Os contratos derivativos podem assumir diversos formatos, envolvendo todo tipo de operações. Suas estruturas mais básicas são:

- *swaps* – contratação de trocas entre termos financeiros, como por exemplo, taxas de juros fixas para taxas flutuantes (*swap* de juros), mudança do referencial monetário (*swap* de câmbio), ou ainda uma combinação de ambas;
- opções – contratação do direito de realizar uma operação contra uma contraparte, podendo ser opções de *put* ou *call*. Pela primeira, o exercício da opção é de direito do detentor do crédito, e por esta o exercício será do tomador do crédito;
- *forwards* – contratos de compra e venda a preços e datas futuras determinadas;
- futuros – semelhante aos *forwards*, sendo, no entanto, transacionados em mercados organizados (p. ex., bolsas de valores).

para especulação¹⁹, etc. De fato, é possível dizer que toda posição assumida nos mercados financeiros passa a ter um componente especulativo, mesmo que não tenha originalmente este caráter.

A existência de diversos mecanismos de *hedge* suscita o seguinte paradoxo: apesar de serem originalmente instrumentos de proteção contra riscos individuais, aumentam o potencial de instabilidade dos preços dos ativos e do sistema como um todo. Isto porque estes instrumentos implicam crescente interpenetração patrimonial entre os diversos agentes e países²⁰.

1.2.4 Investidores institucionais

O direcionamento do capital para a esfera mobiliária dinamizou o crescimento dos investidores institucionais, como fundos de pensão, companhias de seguro, fundos mútuos e *hedge funds*, agentes especializados no gerenciamento de conjuntos de *portfolios*²¹.

Os fundos de pensão e as companhias de seguro são, em geral, investidores de perfil menos especulativo. Estes agentes têm passivo de prazo mais longo, e buscam ativos de maturação semelhante visando ao casamento de posições. Esta característica os leva à pouca assunção de posições objetivando a alteração do valor patrimonial no curto prazo (ou seja, de caráter mais especulativo), assim como a uma aversão ao risco relativamente alta (ou seja, não assumindo créditos de caráter muito duvidoso).

¹⁹ Uma forma de fazer isto é por meio de “*short-selling*”: um agente vende ações que toma emprestadas de investidores institucionais ou corretoras, visando a recomprá-las com o preço em queda e auferir um lucro. Se, no entanto, o mercado subir, o *short-seller* poderá ter grandes perdas. Se uma subida de preço for vista como o início de uma tendência mais duradoura, o agente irá realizar a recompra de qualquer forma, para minimizar o prejuízo, o que reforçaria a tendência. O resultado pode ser a disseminação do efeito e dos prejuízos para os *short-sellers*. Outro risco que sempre se coloca é que os emprestadores podem pedir de volta as ações emprestadas a qualquer momento.

²⁰ Sobre este ponto, ver, por exemplo, Plihon (1995) e Chesnais (1996).

²¹ Alguns números fornecidos por Chesnais (1996:29) podem dar uma idéia da dimensão destes agentes. Em 1993, a liquidez concentrada entre fundos mútuos, companhias de seguro e fundos de pensão chegava a 126% do PIB nos EUA e 165% do PIB no Reino Unido. As administradoras americanas e européias destes fundos (as mais importantes em termos de volume de recursos) concentravam cerca de US\$ 8 trilhões. Por estes números, vê-se que mesmo uma pequena parcela estando em aplicações de curto prazo, como, por exemplo, 5%, já seriam cerca de 400 bilhões com potencial de serem rapidamente mobilizados em posições especulativas, demonstrando o potencial instabilizador destes agentes.

Os fundos mútuos são fundos de investimento de caráter coletivo. Compreendem fundos de ações, de *commodities*, fundos de aplicação financeira, etc. Exibem, portanto, perfil variado, com diversos graus de exposição ao risco, e em geral agregam pequenos e médios investidores. Surgiram no início dos anos 1980, e tomaram impulso principalmente na segunda metade da década.

Os *hedge funds* são fundos mútuos com maior exposição ao risco, sendo os agentes especulativos por excelência, embora existam igualmente gradações²². Trabalham, geralmente, apostando contra o mercado, ou contra as posições que se julgam estabelecidas, buscando auferir lucros extraordinários. Têm, freqüentemente, poucas restrições estatutárias quanto a tipos de investimentos e, não raro, são localizados em paraísos fiscais²³.

Os *hedge funds* têm apresentado forte crescimento desde a segunda metade dos anos 1980. Em 1985, o mercado de *hedge funds* contava com cerca de 22 fundos administrando cerca de US\$ 814 milhões. Em 1990, já eram 127 fundos e US\$ 8,5 bilhões em ativos. Em 1997, 1.115 fundos administravam cerca de US\$ 109,5 bilhões²⁴. Entretanto, por meio da alavancagem, os fundos podem gerar exposição nos mercados internacionais de diversas vezes seu valor nominal.

O grande potencial instabilizador destes fundos vem de sua capacidade de realizar rápidas mudanças de posições. Isto se deve não somente à sua capacidade de alavancagem, mas também à utilização de instrumentos diversificados²⁵ e à organização de sua estrutura interna²⁶. Além disto, estes agentes atuam em vários mercados simultaneamente, e a redução da alavancagem em um deles pode se refletir nos demais.

²² Para uma classificação dos tipos de *hedge funds* e suas estratégias, ver Eichengreen *et alli* (1998)

²³ Em 1997, 46% do total dos fundos estavam nestas localidades (Eichengreen *et alli* 1998).

²⁴ Cf. Eichengreen *et alli* (1998:29-30).

²⁵ Um exemplo é sua grande capacidade de *short selling*.

²⁶ Por exemplo, os administradores são incentivados a correr maiores riscos e buscar os maiores retornos possíveis, mais do que se pautar pelas medidas de desempenho do setor (como os fundos mútuos comuns), por terem sua remuneração em geral diretamente atrelada à rentabilidade absoluta do fundo. (Eichengreen *et alli*, 1998:34-35)

Com o desenvolvimento dos mercados financeiros e o aumento do número de investidores institucionais, o perfil mais agressivo dos *hedge funds* tem paulatinamente se difundido como padrão, mesmo para os fundos de características mais conservadoras. O aumento da competitividade entre os fundos tem feito com que mesmo os agentes originalmente de perfil mais conservador passem a assumir posições mais especulativas, direcionando pelo menos parte de seus recursos para investimentos de maior rentabilidade e conseqüentemente, de maior risco²⁷.

1.2.5 O papel das expectativas

Dentro do novo contexto dos mercados globalizados, Belluzzo (1995:17) aponta que os mercados financeiros tendem a individualizar o risco sistêmico, já que “as tensões de iliquidez ou inadimplemento que surgem em algum ponto do sistema são ‘resolvidas’ mediante a queda de preços dos instrumentos financeiros”. Ou seja, as perdas se verificam diretamente sobre os ativos financeiros mantidos em carteira. No sistema de crédito bancário anterior, a tendência dominante era a distribuição dos riscos entre os agentes, uma vez que as crises (problemas de liquidez ou risco de inadimplência) tomavam a forma de crise bancária de crédito, na qual os desequilíbrios eram enfrentados essencialmente por meio de intervenções dos bancos centrais nacionais. Isto, no entanto, não significa que o risco sistêmico tenha diminuído. Por outro lado, aumentou o risco individual, o que enfatiza atuação mais defensiva por parte dos agentes quanto a qualquer oscilação dos mercados.

A formação de expectativas dos agentes, neste contexto, pode assumir caráter particular. Qualquer mudança de expectativas sobre o comportamento dos fundamentos²⁸ econômicos provoca movimentos imediatos de adequação de *portfolio*, que podem ser tanto de caráter defensivo quanto especulativo. Amplia-se, assim, a possibilidade de que o processo de formação de preços financeiros se desloque de sua base fundamental²⁹ e assumam movimento próprio, derivado das ações especulativas dos agentes. Isto ocorre

²⁷ Os mercados emergentes são exemplo inequívoco deste processo. Os maiores investidores institucionais chegaram, em 1995, a níveis de investimento externo da ordem de 20 a 25% do total dos seus fundos. Cf. Institutional Investor, “*Far from Home*”, abr. 1996.

²⁸ Entendendo os fundamentos como o conjunto de variáveis relevantes (taxa de câmbio, taxa de juros, inflação, quantidade de moeda, nível de produto, etc.) para as decisões dos agentes econômicos.

²⁹ Isto é, da inter-relação das diversas variáveis relevantes.

principalmente porque o foco da análise desloca-se fortemente para os movimentos de curtíssimo prazo. Em razão disto, a dinâmica dos mercados poderá passar a refletir, primordialmente, os movimentos de curto prazo.

A informação adquire importância fundamental, embora sua base possa carecer de relevância. A informatização das informações, que passam a ser distribuídas em tempo real, dinamizou a formação das expectativas. Qualquer mudança de expectativas, por mais irracional que possa ser, poderá se disseminar e se traduzir quase que imediatamente em alteração no custo relativo dos papéis em mercado e, portanto, no risco atribuído ao emissor/investimento (e no prêmio – ou juros – a ser pago).

No contexto do mercado financeiro globalizado, os postulados mais "ortodoxos" de análise na teoria econômica (homogeneidade de comportamentos, equilíbrio geral e expectativas racionais) não se prestam à análise da sua dinâmica. Ganham relevância as divergências de comportamento³⁰.

Modo simples de representar estas divergências é representado por duas categorias de agentes: os fundamentalistas e os chartistas. Os primeiros, também conhecidos como "operadores finais", baseiam sua atuação na análise dos fundamentos da economia; já os chartistas, ou "analistas técnicos", concentram sua análise nos comportamentos dos mercados, procurando realizar lucros especulativos imediatos por meio da antecipação dos movimentos desses. Para isto, valem-se de qualquer rumor ou informação, por menos fundamentada que possa parecer. Seu enfoque restringe-se a horizonte temporal de curtíssimo prazo³¹.

Os chartistas têm assumido maior relevância, pela própria dinâmica atual dos mercados, criando processo de formação de expectativas por meio de contágio mimético: como cada agente não tem base firme para ancorar sua atuação, a referência torna-se a própria opinião média do mercado. Como resultado, criam-se expectativas auto-realizáveis e bolhas especulativas, o que só reforça o movimento de afastamento entre os preços dos

³⁰ Sobre este aspecto, ver Plihon (1995:72-73)

³¹ Definições extraídas de Plihon (1995), Canuto e Laplane (1995) e Hees (1996).

ativos financeiros e os fundamentos da economia e suscita o fortalecimento dos comportamentos chartistas.

1.2.6 As políticas nacionais

Até este ponto, procurou-se delinear elementos característicos relacionados, em maior ou menor grau, ao processo de “globalização financeira”, ressaltando que há dinâmica própria oriunda da interação entre eles. Neste item, será discutido o caráter restritivo que esta dinâmica coloca para a elaboração e a condução das políticas econômicas nacionais.

O novo contexto financeiro internacional traz uma série de questões macroeconômicas para a atuação dos governos nacionais. Com a maior integração entre os mercados e regimes cambiais mais flexíveis, ocorre maior integração entre os movimentos de juros e câmbio, tornando as políticas cambial, monetária, fiscal e de dívida pública fortemente interdependentes.

A dinâmica dos mercados “globalizados” favorece a rápida alteração de posições de carteira dos agentes. Com a dinâmica do crédito determinada, em grande medida, pela percepção de risco dos agentes privados, as políticas dos governos ficam ao sabor do processo de formação de expectativas, as quais podem se revelar bastante voláteis. Isto amplia as possibilidades de ocorrência de crises sistêmicas, manifestadas sob a forma de ataques especulativos.

Neste ambiente, exacerba-se o custo da manutenção de políticas com pouca coerência interna à luz da teoria econômica. Qualquer afastamento por parte do governo de condições de política consideradas sustentáveis poderá dar início a movimentos especulativos potencialmente instabilizadores, que venham a deteriorar progressivamente as condições de estabilidade. Isto ressalta a importância da adoção de políticas econômicas sólidas.

Os efeitos dos mercados globalizados sobre a capacidade de atuação dos governos são expostos com precisão por Belluzzo (1995:18-19).

“Quanto ao Estado Nacional, (...) sua ação econômica vem sendo severamente restringida: assiste impotente ao desdobramento das estratégias de localização e de divisão interna do trabalho da grande empresa e está cada vez mais à mercê das tensões geradas nos mercados financeiros, que submetem a seus caprichos as políticas monetária, fiscal e cambial. Mais do que por seu caráter global a nova finança e sua lógica tornaram-se decisivos por sua capacidade de impor vetos às políticas macroeconômicas. (...) A estas forças negativas o Estado e a sociedade não podem responder com ações compensatórias de outros tempos porque nos mercados globalizados, cresce a resistência à utilização de transferências fiscais e previdenciárias, aumentando ao mesmo tempo as restrições à capacidade impositiva e de endividamento do setor público. Isto porque a globalização, ao tornar mais livre o espaço de circulação de riqueza e renda dos grupos integrados, desarticula: a velha base tributária das políticas keynesianas e submeteu a capacidade de endividamento do Estado ao poder de veto dos mercados financeiros (grifos nossos)”.

No que se refere aos instrumentos de política monetária, Plihon (1995:74-75) comenta que, com a nova dinâmica financeira internacional, os instrumentos mais tradicionais – intervenções de esterilização, manipulação das taxas de juros e imposição de controles cambiais – tiveram sua eficácia reduzida. O uso de controles cambiais ficou “fora de moda”, dada a tendência de liberalização³²; o controle dos juros de médio e longo prazo foi comprometido pela crescente capacidade dos agentes de gerar mecanismos para escapar das tentativas de imposição governamentais³³; as taxas de juros diárias têm crescentemente menos flexibilidade frente ao poderio dos principais operadores, embora ainda estejam sob o controle das autoridades monetárias³⁴. Aliado a isto, a crescente mobilidade dos capitais de curto prazo obrigou a seguidas intervenções de política monetária, determinando

³² Embora tenha voltado a ser discutido como resposta à crise cambial dos países emergentes após a “quebra” das economias do leste asiático, anteriormente conhecidas como “tigres asiáticos”.

³³ Como resultado, os juros de médio e longo prazos passaram a acompanhar quase que exclusivamente as tendências de mercado.

³⁴ Cf. Chesnais (1996).

oscilações entre taxas de juros das diversas moedas e criando severas restrições para a operacionalização das políticas fiscais.

Face aos movimentos especulativos, a atuação dos bancos centrais passa a ser pautada, em grande medida, pela manutenção do volume de reservas cambiais necessárias para fazer frente ao volume de capital disponível para este fim. Assim, a sustentação da estabilidade das condições monetárias pode requerer nível de reservas bastante superior ao que seria necessário para garantir o financiamento da conta de transações correntes do Balanço de Pagamentos. Este nível será tão maior quanto mais a paridade cambial adotada seja mantida a níveis considerados pelos agentes privados como insustentáveis em relação à condução das demais variáveis econômicas³⁵.

Em especial para os países “emergentes”, outra decorrência do movimento de globalização é que países com moedas “fracas” não conseguem escapar da instabilidade inerente ao sistema, a não ser atrelando de alguma forma suas moedas a uma moeda “forte”. Assim, a política cambial adquire, nestes países, não raro *status* de superioridade sobre a condução das demais políticas, que têm suas estratégias atreladas à fornecer suporte (direta ou indiretamente) para o alcance ou manutenção da estabilidade cambial.

O contexto de maior liberdade de movimento de capitais impõe, então, que nestes países a estabilidade caminhe junto com algum tipo de renúncia quanto às possibilidades de implementação de políticas ativas de promoção do crescimento³⁶. Geralmente, os mecanismos de defesa do valor da moeda incluem a elevação das taxas de juros como forma de atrair capitais em volume suficiente que garantam a sustentação da paridade frente a ataques especulativos. Mas, para conter estes ataques, mais do que se pautar no acúmulo de reservas, deve-se gerar mecanismos que garantam certa estabilidade de expectativas dos agentes quanto à sustentabilidade da política adotada.

Com a adoção deste tipo de estratégia, portanto, a política fiscal passa a ter, em grande medida, aspecto subordinado frente à política cambial. A política de juros torna-se

³⁵ A referência, aqui, é obviamente mais relevante para sistemas de câmbio fixo ou administrado.

³⁶ Cf. Belluzzo (1995:19)

fortemente atrelada à necessidade de atração de capitais externos, com a rentabilidade relevante passando a ser expressa em termos de “cupom cambial” (ou seja, a taxa de juros nominal descontada pela taxa esperada de desvalorização cambial)³⁷. Em contrapartida, exige-se esforço concentrado de geração de superávits primários, de forma a compatibilizar a progressão da dívida pública (expressa na relação dívida/PIB) no longo prazo com as expectativas dos agentes.

Os juros altos praticados nestas economias afetam negativamente a atividade econômica, o que pode ser positivo na luta contra a inflação até certo ponto, mas afetam negativamente, por sua vez, o déficit público, o que pode comprometer a situação das finanças do governo. Por um lado, não se pode esperar que uma política recessiva seja sustentável num prazo longo; e, por outro, a capacidade de financiamento do governo poderá sofrer deterioração, caso a política se prolongue sem o adequado equacionamento fiscal. De uma forma ou de outra, mais cedo ou mais tarde a questão entre juros altos e estabilidade cambial/inflacionária será reposta, pressionada por seus aspectos estruturais. O dilema, então, é como promover queda dos juros sem afetar as demais variáveis macroeconômicas, de forma a evitar instabilidade de expectativas que possa comprometer o processo de estabilização.

Deslocando o plano de análise, a questão referente aos países de moeda “fraca” será de grande relevância para a discussão no capítulo 4.

1.3 Globalização financeira e administração da dívida pública

A discussão acima centrou-se nos aspectos mais gerais da “globalização financeira”, destacando elementos de influência sobre a forma de atuação dos governos nacionais. Deste ponto em diante, o foco de análise será os efeitos da dinâmica dos mercados globalizados sobre as condições do financiamento público³⁸ e sobre a condução da dívida pública.

³⁷ Ou $(1+i)/(1+\Delta e^{esp})$, onde ‘ i ’ corresponde à taxa de juros doméstica e ‘ Δe^{esp} ’ a variação relativa esperada da taxa de câmbio no período considerado $((e_1^{esp}-e_0)/e_0)$.

³⁸ A rigor, o financiamento público tem como principais componentes o conjunto das receitas tributárias, a contratação de dívida pública mobiliária e contratual, os créditos de fornecedores e a receita de *seigniorage*.

No contexto de maiores volatilidade e sofisticação instrumental da “globalização” financeira, aumentaram as necessidades de eficiência e especialização dos agentes. A crescente profissionalização dos agentes financeiros privados e o aumento do volume de capital em poder de investidores institucionais impingiram maior importância ao capital especulativo, fluindo entre os mercados financeiros em busca de valorização e influenciando na determinação tanto da dinâmica econômica mundial quanto das economias nacionais³⁹.

Conforme exposto acima, com a “globalização” a dinâmica do crédito ficou determinada, em grande medida, pela percepção de risco dos agentes privados. Os governos ficaram ao sabor de expectativas que podem se revelar bastante voláteis, o que ressalta a adoção de políticas econômicas sólidas.

As respostas fornecidas pelos governos nacionais a este ambiente têm alguns contornos comuns. Em análise mais ampla, duas tendências podem ser identificadas: a adesão aos princípios de mercado e a introdução de elementos de administração mais ativa para a condução da dívida pública.

1.3.1 Adoção de “princípios de mercado”

Com a desregulamentação dos fluxos financeiros e dos mercados nacionais, houve forte e crescente integração entre eles. Inseridos neste ambiente, os diversos governos nacionais podem ser vistos como concorrentes entre si na busca por recursos de financiamento^{40,41}.

Nosso objeto de estudo refere-se, obviamente, às condições de emissão de dívida pública, ou, de forma genérica, ao financiamento do déficit público, que é o que nos referimos como “financiamento público”. Quanto aos demais, um importante efeito da globalização sobre as receitas tributárias vem da divisão mundial do trabalho, com as grandes empresas multinacionais alocando recursos entre os países de acordo com economias de escala e suas estratégias de produção, assim desarticulando a “velha base tributária das políticas keynesianas” a que se refere Belluzzo em citação no item 1.2.6 acima. Quanto à *seigniorage*, seu alegado potencial inflacionário fez com que tenha perdido importância como alternativa de política.

³⁹ Para uma descrição mais detalhada do processo e exemplos, ver, p. ex. Canuto e Laplane (1995).

⁴⁰ Esta concorrência reflete-se nas análises de risco de cada país, realizadas por agências independentes contratadas pelos governos. As análises, realizadas periodicamente e baseadas em critérios sobre a situação econômica, política e social do país, servem como referência para os investidores.

⁴¹ A concorrência referida aqui é relativa. Isto porque a própria classificação de risco já provoca uma separação dos países por blocos de risco. Um papel do governo brasileiro (considerado como investimento

A alta mobilidade de capitais permite aos agentes privados tornarem-se extremamente sensíveis à relação entre os prêmios pagos pelos emissores de dívida⁴² e o risco soberano. Assim, com o financiamento do déficit dos governos nacionais por meio de endividamento sendo feito predominantemente via emissão de títulos de dívida pública, os custos de captação passam a se pautar principalmente (ou mesmo exclusivamente) por parâmetros de mercado.

A concorrência por recursos e a alta mobilidade de capitais diminuiu o raio de manobra para os governos nacionais. Isto dificultou a imposição de custos de financiamento, e fez com que os mercados nacionais se tornassem fortemente dependentes das demandas e expectativas dos agentes. Como resultado, a estratégia de endividamento dos governos passou a privilegiar, crescentemente, a adoção de “princípios de mercado” para a administração da dívida pública, ou seja, arranjos e procedimentos que oferecem maior transparência, de forma a facilitar a percepção de risco dos agentes privados.

Os arranjos mais comuns são listados por Blommestein e Thunholm (1996) e Bröker (1993:17): (1) financiamento principal- ou totalmente por meio de leilões a preços competitivos; (2) abolição de privilégios de acesso do setor público às fontes de financiamento domésticas⁴³; (3) eliminação das aquisições compulsórias de títulos de dívida do governo; (4) redução ou abolição do papel do Banco Central como financiador do governo.

Em adição, Bröker (1993)⁴⁴ aponta que é possível ser verificada progressiva homogeneização das características dos mercados nacionais. Neste sentido, as estratégias

especulativo ou “sem grau de investimento”), por exemplo, não é concorrente (a não ser muito indiretamente) de um papel do governo alemão ou norte-americano (tidos como investimentos altamente seguros).

⁴² Os prêmios (juros) pagos aos investidores tornam-se referenciados aos emissores/investimentos de menor risco. No caso de emissores soberanos, os papéis do governo dos EUA, tidos como os de menor risco, são uma referência internacional, e qualquer alteração nas expectativas dos agentes se traduz em uma mudança nos *spreads* (diferencial entre as taxas de juros praticadas, seja no mercado primário ou secundário) com relação a estes papéis.

⁴³ Ou seja, cada vez mais os governos assumem o papel de um agente comum (guardadas as devidas proporções) no mercado, que deve se submeter à percepção deste.

⁴⁴ O texto em questão se refere à experiência dos países da OCDE. Entretanto, isto pode ser generalizado para a experiência da maior parte dos países.

para ampliar a competitividade dos mercados seguiram, em grau diverso, quatro linhas. A primeira foi a homogeneização dos instrumentos a quatro tipos básicos: Letras do Tesouro, com maturação inferior a um ano; Notas do Tesouro, com maturação entre um e dez anos; Bônus do Tesouro, com maturação no longo prazo (acima de 10 anos); e instrumentos não comercializados diretamente em mercado, voltados principalmente para o mercado de varejo.

A segunda linha foi o aumento do volume médio das emissões, de forma a responder à demanda internacional, e a sua regularidade no tempo. Uma das técnicas que passaram a ser comuns foi a utilização de reaberturas das emissões (*re-openings*) ou assimilações, que consiste em emissão de papéis com exatamente as mesmas características de outros já em mercado. Tal expediente, além de aumentar o volume de dado papel, tem a vantagem de poder alcançar condições mais vantajosas no mercado, por ser papel de condições e comportamento já conhecidos.

A terceira foi o estabelecimento de condições para transações contínuas, abrangendo quase a totalidade do horário comercial e não mais apenas poucas horas do dia, de forma a facilitar o acesso de investidores situados no maior número possível de fusos horários e horários comerciais. Dentre estas condições estão os mercados de balcão, funcionando basicamente por meio de contatos telefônicos e *screen-based*⁴⁵, que são mais dinâmicas que as relações tradicionais das bolsas de valores.

A última linha foi a tentativa de disseminar as informações sobre o mercado doméstico para papéis do governo, mediante a adoção de *market-makers*, *dealers* primários e/ou agência de comercialização.

Outros elementos que podem ser citados na homogeneização dos mercados são a introdução de sistemas de fechamento e liquidação eficientes e de arcabouços de regulação e de supervisão transparentes.

⁴⁵ Transações interconectadas por meio da tela do computador, realizadas em tempo real.

1.3.2 Administração ativa de dívida pública

A segunda tendência identificada como resposta aos desafios impostos à condução das dívidas públicas dos governos nacionais pelos mercados globalizados foi a introdução de elementos de administração mais ativa.

Uma administração passiva de dívida caracteriza-se, basicamente, pela assunção de obrigações e pelo gerenciamento burocrático do cumprimento das mesmas. Uma administração ativa, por outro lado, significa assumir posições de carteira com base em expectativas e análises acerca do comportamento futuro dos mercados e/ou dos seus fundamentos. Isto implica tomar posições com bases mais técnicas, e a realização de operações visando à alteração da estrutura da carteira. Ou seja, a condução da dívida adquire abordagem mais próxima à de gerenciamento de *portfolio*⁴⁶.

A globalização financeira agrega variáveis outras à administração da dívida pública, que deve atuar agora num ambiente de forte potencial de instabilidade, diversificado e extremamente dinâmico. Inserida neste contexto, a estrutura de administração de dívida deve ser capaz de prover ao administrador a agilidade necessária para responder a ele e a possibilidade de atuar da forma mais eficiente possível.

Dois efeitos distintos se colocam para o administrador: por um lado, diversificam-se o instrumental técnico, as fontes de financiamento e os tipos de investidores, abrindo grande leque de opções de financiamento e administração de riscos; por outro, no entanto, são retirados graus de liberdade das políticas públicas, ao torná-las mais vulneráveis aos movimentos de capitais. Desta forma, aumenta a necessidade de manutenção de políticas econômicas sólidas, sob pena de que, do contrário, o país venha a sofrer queda de credibilidade, comprometendo sua capacidade de financiamento, e, no limite, fazendo com que venha a sofrer ataques especulativos.

O outro fator derivado da liberalização financeira, qual seja, a sofisticação técnica instrumental, aliado ao ambiente de maior volatilidade e incerteza, introduzem maior

⁴⁶ Para um exemplo das técnicas empregadas em diversos países, ver Nars (1997).

especialização para a administração da dívida pública, sugerindo que esta deva ser conduzida de forma extremamente cuidadosa. É possível perceber paulatina aplicação de técnicas mais sofisticadas de gerenciamento de risco por parte dos países, como, por exemplo, monitoramento constante dos papéis no mercado, a utilização de instrumentos derivativos visando ao *hedge* das posições, o estabelecimento de *benchmark portfolios*⁴⁷, o estabelecimento de metas para o desempenho da carteira de dívida pública e de formas eficazes de controle do seu cumprimento, e, finalmente, diversas alterações institucionais no relacionamento entre a instituição encarregada da administração da dívida pública e o Banco Central, por um lado, e dela e as demais esferas políticas de governo (como, por exemplo, o Ministério das Finanças), por outro⁴⁸.

Em suma: inserida no contexto das finanças globalizadas, a administração da dívida pública passa crescentemente a se valer de técnicas sofisticadas de gerenciamento de *portfolio*. Deste modo, à administração tradicional de dívida, que consiste basicamente em encontrar formas de financiamento do déficit público e zelar passivamente pelo cumprimento das obrigações do governo, acrescentam-se elementos de administração ativa, por meio da tomada de posições visando tanto a diminuir financeiramente o passivo quanto a aumentar o valor líquido da carteira. Assim, a administração da dívida pública passa a pautar-se, cada vez mais, por parâmetros estritamente financeiros, adotando instrumentos e modo de atuação mais próximos aos dos agentes financeiros privados. Ademais, ela passa a agregar diversos elementos analíticos e instrumentais comuns aos agentes financeiros privados, como o acompanhamento sistemático e a cotação a valores de mercado das posições de carteira do governo, a introdução de operações ativas e a utilização de técnicas de gerenciamento de risco.

⁴⁷ Os *benchmark portfolios* ou “carteiras de referência” consistem em uma composição de carteira hipotética, envolvendo composição cambial, distribuição entre juros fixos e flutuantes, estrutura de maturação e exposição ao risco considerados “ótimos”, frente à qual o desempenho da carteira real é comparado, visando a tecer um parâmetro objetivo de avaliação.

⁴⁸ Este último ponto será desenvolvido no capítulo 2.

1.4 O aumento no endividamento público e seus efeitos sobre a administração da dívida pública

A segunda ordem de fatores identificada como responsável pela maior importância estratégica atribuída à administração da dívida pública foi o aumento do peso da dívida pública sobre as finanças de diversos países.

Com a eclosão da crise do petróleo e a queda na atividade econômica nos anos 1970, as economias nacionais sofreram, de modo geral, aumento nas suas necessidades de financiamento e na dívida pública (Cf. Bröker 1993:15). Alguns países (notadamente os mais desenvolvidos) superaram rapidamente a situação, por meio da adoção de ajustes de suas economias. Outros, no entanto, viram-se às voltas com déficits continuados, tendo que lidar com desequilíbrios crescentes nas suas contas públicas.

A década de oitenta foi também marcada por rápido aumento dos déficits públicos em diversas economias nacionais, o que é ilustrado por Dornbusch & Draghi (1990). Como foi visto no item 1.2.1, a principal razão para o crescimento da dívida pública, neste período, foi a intensificação na trajetória ascendente das taxas de juros, a partir da política do “dólar forte” adotada pelos EUA no início da década, o que fez com que as taxas reais se tornassem fortemente positivas⁴⁹. Verificou-se, também, aumento no peso da dívida sobre as finanças públicas.

Estes mesmos autores ressaltam duas razões adicionais, condicionadas, em grande medida, pelo aumento dos juros: as baixas taxas de crescimento na década, em comparação com as décadas anteriores, contribuindo para maior crescimento da razão dívida/PIB; e a relativa demora na adoção de programas de ajuste que permitissem a geração de superávits fiscais para fazer frente ao aumento da dívida.

Os impactos do aumento de juros sobre os países não foi homogêneo. Alguns, em especial os mais desenvolvidos, não tiveram impactos significativos nas suas dívidas

⁴⁹ Segundo dados dos autores, o aumento pode ser visualizado pelas médias decenais das taxas de juros reais praticadas: 1950, -0,1%; 1960, 1,9%; 1970, -0,1%; e 1980, 4,7%.

(como, por exemplo, a Alemanha e o Reino Unido). Alguns outros conseguiram reverter o quadro, estabilizando déficits e dívidas com relação ao PIB (como os EUA, a Espanha e a Suécia) entre o final da década de 1980 e o início da de 1990. Diversos outros, no entanto, continuaram apresentando desequilíbrios continuados. Como é sabido, os maiores desequilíbrios se deram nos países em desenvolvimento, principalmente a partir da moratória mexicana de 1982. Além destes, diversos países desenvolvidos de menor expressão sofreram desequilíbrios continuados, como a Irlanda, a Dinamarca e a Nova Zelândia.

Na maior parte dos países industriais, o crescimento da dívida pública nos anos 1980 envolveu basicamente o componente doméstico, conforme expõem Tanzi e Blejer (1988). A exceção ficou por conta daqueles países de menor expressão, como a Irlanda e a Dinamarca. No caso dos países em desenvolvimento, no entanto, a situação foi bastante diversa, com o crescimento da dívida adquirindo impulso tanto pelo seu componente externo como pelo doméstico.

O aumento no peso da dívida pública sobre as finanças de diversos países impôs maior necessidade de controle sobre o déficit e o endividamento, visando a diminuir a deterioração fiscal e os efeitos derivados. Vários destes países passaram a buscar alternativas, indo desde o simples controle sobre os gastos até a adoção de instrumentos e operacionalização mais sofisticada da dívida. Ademais, passaram por algumas tentativas de reorganização institucional das estruturas voltadas para a administração de dívida pública e o relacionamento entre estas e as demais instâncias políticas de governo (o que será objeto de estudo no capítulo 2).

Os desequilíbrios gerados colocaram nova ênfase sobre o papel da administração da dívida pública: Nas palavras de Bröker (1993:16-17),

“(d)esde o início dos anos 1980, (...) administradores de dívida pública parecem ter dado alta prioridade a sua tarefa própria de não somente lidar com a administração da dívida e os problemas financeiros de forma imediata, mas também garantir que seus governos seriam capazes de cobrir suas necessidades de financiamento a custos razoáveis.

Neste contexto os administradores de dívida pública apresentaram crescente interesse no problema de como melhorar a eficiência e o funcionamento dos mercados primário e secundário para os papéis do governo. (...) Em um número crescente de países, os administradores de dívida, parcialmente sob pressão do parlamento ou da opinião pública, começaram a prestar considerável atenção ao gerenciamento da dívida pública. Fizeram isso através do desenvolvimento de conceitos de 'administração de passivos' mais sofisticados e orientados para o mercado, baseados na moderna teoria de *portfolio* e considerando questões de risco e retorno dos vários instrumentos de dívida.”

1.5 O aumento da exposição externa dos países emergentes

Fator de influência sobre o passivo dos governos passível de menção é o aumento da exposição externa no decorrer das últimas décadas. Este fator é relevante sobretudo para os países emergentes.

Aliado ao movimento de liberalização financeira, assistiu-se à reabertura dos mercados financeiros internacionais aos emissores (soberanos e privados) de países menos desenvolvidos (agora países “emergentes”). Desta forma, o financiamento externo dos governos assumiu crescentemente a forma de captações mobiliárias voluntárias⁵⁰. Outra forma de financiamento que adquiriu crescente importância foi o financiamento do Balanço de Pagamentos por meio de investimentos de *portfolio* de estrangeiros.

No que se refere aos investimentos de *portfolio*, muitas vezes as políticas adotadas (ver item 1.2.6) privilegiam o financiamento das contas externas por meio de capitais de curto prazo, fragilizando as condições de sustentabilidade do Balanço de Pagamentos.

⁵⁰ De uma forma geral, as fontes de financiamento externo podem ser doações, empréstimos de concessão, empréstimos vinculados a projetos, créditos de fornecedores, e captações comerciais, mobiliárias e contratuais. Os dois primeiros podem ter custos financeiros mais baixos, mas em geral envolvem custos políticos mais elevados, como a subordinação a imposições externas. Os dois seguintes podem envolver alguns custos implícitos, como o direcionamento da estrutura de investimento do país para projetos passíveis de financiamento ou o atrelamento das compras a fornecedores que não necessariamente oferecerão os melhores produtos e/ou preços.

A exposição externa soberana dos países emergentes vem crescendo significativamente, o que pode ser vislumbrado por dados fornecidos pelo FMI⁵¹. No que se refere à dívida externa, em 1996 o estoque de dívida soberana⁵² ou garantida em circulação dos países emergentes como um todo chegava a 25% do somatório de seus PIBs (US\$ 1,5 trilhão) e a três vezes suas reservas cambiais, ao passo que, em 1975, esta exposição era de apenas 7% do somatório dos PIBs.

No que se refere à exposição externa, no entanto, mais importante que o simples volume é o perfil da dívida. Assim, é preciso considerar questões como a composição cambial, o perfil de maturação, a parcela de juros flutuantes e a concentração de vencimentos. Em princípio, o risco será maior quanto menor a diversificação cambial, maior a exposição a juros flutuantes, e maior a concentração no curto prazo e/ou em determinados prazos (para descrição mais detalhada, ver Anexo I).

Ao aumento da exposição externa dos países emergentes junta-se o problema do perfil da dívida. Em 1996, metade estava exposta a variações de juros, 20% era de curto prazo, e 40% da dívida de longo prazo era contratada a taxas de juros flutuantes, ou seja, havia grande exposição a flutuações de câmbio e juros, com alto potencial de impacto sobre os serviços. Além disto, a quase totalidade da dívida externa destes países era denominada em moedas estrangeiras.

Dentre os fatores que podem explicar a alta exposição dos países emergentes ao risco cambial⁵³, conjugam-se fatores históricos e estruturais, como mercados financeiros domésticos pouco desenvolvidos; ausência de instrumentos domésticos de dívida suficientes; grande necessidade de capital para projetos de infra-estrutura e desenvolvimento; alta parcela de financiamento por meio de instituições multilaterais ou bilaterais de crédito; as políticas, muitas vezes utilizadas, de manutenção artificial de taxas de juros em níveis baixos; o risco de limitar o acesso do setor privado ao mercado já diminuto, provocando espécie de *crowding-out* de crédito; a manutenção de taxas de

⁵¹ International Capital Markets, FMI, nov. 1997:214-218.

⁵² Dívida de responsabilidade do governo.

⁵³ Ver, p. ex., FMI. "External Liability Management" e "Risk Management of Sovereign Liabilities". In International Capital Markets, FMI, nov. 1997, e Tanzi e Blejer (1988).

câmbio artificialmente sobrevalorizadas; e, mais recentemente, atração do diferencial de custo em favor das taxas de juros praticadas nos mercados dos países mais desenvolvidos⁵⁴. Logicamente, entretanto, a oferta de crédito contribui de forma fundamental.

De fato, pode-se dizer que, em muitos casos, os países “emergentes” não seguem estratégia de dívida externa fortemente consistente com objetivos estabelecidos de mais longo prazo^{55,56}. Em geral, a captação externa visa a vantagens imediatas de custo, ao alongamento do perfil de maturação da sua dívida total, à diversificação do risco-juros, ao acúmulo de reservas, e/ou ao desenvolvimento de *benchmarks* para as instituições privadas domésticas.

Pode-se imaginar algumas razões pelas quais este tipo de país apresenta dificuldades de adoção de estratégias consistentes de longo prazo. Uma ineficaz organização institucional, assim como a inexistência de mercados domésticos suficientemente desenvolvidos, podem não permitir separação de funções entre política monetária e política de dívida pública, o que pode obrigar a condução desta em bases mais imediatistas. Por trás destas questões pode estar o passado destas economias, já que muitas apresentaram histórico de grande instabilidade econômica.

Existem razões para se emitir dívida denominada em moeda estrangeira, no entanto, que transcendem os aspectos estritamente técnicos de dívida, focalizando aspectos mais políticos. É o caso da emissão com o objetivo de sinalizar ao mercado o comprometimento das autoridades do país em manter a estabilidade cambial e/ou inflacionária, tentando forjar assim aura de credibilidade para a política econômica.

A captação externa envolve maiores riscos de custo. Em primeiro lugar, o país tem pouca ou nenhuma influência direta sobre os fatores que ditam os custos. Quaisquer

⁵⁴ Logicamente, a conjugação destes elementos e seu grau de influência irá depender das particularidades de cada país.

⁵⁵ A generalização aqui pode ser pouco acurada, principalmente ao tratar os “emergentes” como um grupo uniforme.

⁵⁶ Com relação a este último ponto, diversos países emergentes emitiram títulos de dívida em mercados com baixas taxas de juros, como o Japão e a Alemanha, sem que isso fizesse parte de uma estratégia global de endividamento.

alterações na demanda, que provoquem alteração nas condições de captação, poderão implicar dificuldade na rolagem da dívida e imprimir peso adicional às contas públicas. No caso da dívida doméstica, por outro lado, embora isto não deixe de ser verdade, o maior controle sobre variáveis como a taxa de juros fornece maior mobilidade para lidar com os custos, embora haja um limite e um custo na manipulação das variáveis econômicas internas com estes propósitos.

Um alto serviço da dívida pode implicar a necessidade de geração de superávits comerciais para fazer face a ela, principalmente se se verificarem problemas de rolagem. Esses poderão ser alcançados mediante restrições à importação, incentivos à exportação, manutenção da taxa de câmbio em níveis compatíveis ou indução de dinâmica recessiva.

Assim, o crescimento da exposição externa torna os países potencialmente mais vulneráveis às alterações nas taxas de câmbio e nos juros internacionais. Uma posição fraca quanto às obrigações externas (expectativas de insustentabilidade da relação entre dívida externa e balanço de pagamentos, ou da taxa de câmbio e balança comercial, etc.) aumenta a vulnerabilidade dos países a ataques especulativos, assim como a possibilidade de que venham a ocorrer.

Os maiores custos e riscos envolvidos têm feito com que os governos da maioria dos países desenvolvidos venham evitando ou restringindo a captação em moeda estrangeira, em contraste com os mercados emergentes. Estes países, em geral, contam com mercados domésticos bastante líquidos para a dívida pública, e de dimensões suficientes para cobrir as necessidades de financiamento. Conjugado ao risco soberano relativamente baixo destes governos, não há nem diferencial de custos das captações externas nem necessidade de captação de poupança externa que justifique a exposição cambial. Ressalte-se, porém, que isto não significa que estes países não recorram aos mercados externos, mas sim que, ao fazerem, contraem obrigações denominadas nas suas moedas domésticas. Adicionado a isto, diversos países desenvolvidos de menor expressão têm buscado reduzir sua exposição externa⁵⁷.

⁵⁷ A Alemanha, o Japão e os EUA não emitem dívida denominada em moeda estrangeira; a França e a Inglaterra têm a maior parte de sua dívida na moeda doméstica, apesar de conduzirem programas de captação

A maior exposição externa sugere que sejam adotadas estratégias de proteção frente aos potenciais riscos envolvidos. A crescente sofisticação dos instrumentos derivativos criam condições para a proteção do risco de volatilidade das moedas estrangeiras ou das taxas de juros, inerente às exposições externas. Utilizando-se dos mercados de *swap* de câmbio ou juros, por exemplo, os tomadores podem explorar eventuais oportunidades de custo em determinada moeda sem incorrer no seu risco cambial, ou, alternativamente, podem retirar o risco de juros envolvido numa operação com taxas flutuantes. Estes mecanismos permitem, adicionalmente, a alteração do perfil das posições.

Apesar de poder trazer benefícios consideráveis, a administração do risco associado à exposição externa requer instrumental sofisticado, técnicos especializados e sofisticada tecnologia de informação, além de procedimentos administrativos estritamente controlados.

1.6 Dívida pública e crises de confiança

No decorrer do capítulo, foram feitas referências acerca da possibilidade de ocorrências de crises de confiança. Um último aspecto a ser tratado, portanto, é a relação que pode existir entre a administração da dívida pública e a geração deste tipo de crise.

Crise de confiança, na definição de Giavazzi e Pagano (1990:126), é

“uma mudança crítica nas expectativas sobre o comportamento dos formuladores de política, capaz de por si mesma precipitar uma alteração na política ou pelo menos aumentar as chances de que isto ocorra”.

O financiamento por meio do mercado implica que o governo deve assumir posições que garantam, ou ao menos facilitem, seu acesso a esta fonte de recursos, o que é tão mais importante quanto maiores forem as necessidades de rolagem em cada momento do tempo.

em ECU; o Canadá, a Bélgica, a Dinamarca e a Nova Zelândia emitem dívida em moeda estrangeira apenas para recompor as reservas cambiais; a Espanha e a Suécia emitem, mas utilizam *swaps* para reduzir o risco cambial; e Irlanda restringe sua captação bruta de recursos ao nível de sua dívida em moeda estrangeira vincenda (Cf. dados do FMI (1997b), e entrevistas realizadas em alguns países).

Para tanto, especial atenção deve ser direcionada à formação das expectativas dos agentes. Até onde o administrador da dívida pode influir, é preciso formar imagem de devedor confiável.

Quanto maior a dívida pública e a percepção, por parte dos agentes em geral, de sua falta de sustentabilidade, mais o governo precisará recorrer à diminuição dos prazos de maturação, à indexação ao nível de preços e/ou à emissão de dívida denominada ou indexada em moeda estrangeira. Um cenário em que a estrutura da dívida pode começar a ser um problema é descrito, de forma simples, por Dornbush e Draghi (1990). Como regra geral, o governo irá oferecer algum prêmio para a colocação de papéis a prazos mais longos, pelas incertezas associadas ao futuro das taxas de inflação ou câmbio. Se o governo, no entanto, não tiver objetivos de longo prazo bem definidos quanto à dívida e focar basicamente as questões de custos no futuro mais imediato (que pode ser, por exemplo, apenas o período de mandato), haverá estímulo para concentrar a emissão da dívida a prazos mais curtos, qual seja, usufruindo da redução do prêmio e, portanto, dos serviços da dívida. Alternativamente, ou ainda de forma a reforçar o processo, os agentes podem aumentar seu grau de incerteza quanto ao desempenho econômico futuro, exigindo taxas relativamente altas para carregar papéis de prazos mais longos. Em um ou outro caso, o resultado será o início de processo de concentração dos prazos de maturação da dívida. O processo poderá se prolongar de modo praticamente incessante, com a maturação média da dívida diminuindo à medida em que a dívida torne-se mais concentrada no curto prazo e os agentes percebam isto como aumento no risco de rolagem da mesma.

Com o encurtamento da maturação média, o risco de crise de financiamento (*funding*) irá aumentar paulatinamente, ou seja, temer-se-á situação em que o governo não teria mais condições de rolar sua dívida vincenda e de obter os recursos necessários para responder às necessidades de financiamento. No decorrer do processo, a percepção do aumento do risco deverá implicar a oferta de taxas de juros mais altas, o que poderá, passado certo limite, aumentar a percepção de risco de insolvência. No limite, os agentes poderão simplesmente tornar-se avessos aos papéis do governo, não importando o prêmio a ser pago, por entenderem que os padrões do endividamento público se tornaram

insustentáveis. Este processo acima poderá culminar com completo repúdio da absorção de títulos de dívida pública por parte dos agentes privados⁵⁸.

A contribuição que uma estrutura de maturação concentrada no curto prazo pode ter para a deflagração de crises de confiança sugere que pode ser interessante para o governo o pagamento de altos prêmios para alongar o perfil da dívida. A racionalidade por trás disto seria que os maiores prêmios oferecidos em virtude da ampliação da maturação dos papéis seriam, ao menos em parte, compensados pela queda dos prêmios a serem pagos em virtude do risco de *default*. Logicamente, isto pressupõe a adoção de objetivos de mais longo prazo.

Analisando os prêmio pagos pelo governo italiano em contraste com os prêmios pagos pelos agentes privados em papéis com características semelhantes, Alesina *et alli* (1990) percebem que, como regra geral, aqueles são mais elevados. A conclusão é que os prêmios dependem antes do emissor do que do tipo de instrumento, ou seja, de prêmios pagos pelos riscos relacionados à taxa de câmbio e de inflação. A análise indica que a quantidade de dívida a vencer é mais importante que a composição da mesma por tipo de instrumento. Desta forma, as preocupações devem voltar-se antes ao volume que ao tipo de instrumentos, ou seja, a estrutura de maturação é mais importante para a prevenção de crise de confiança do que, por exemplo, as distribuições entre taxas fixas e flutuantes ou a composição cambial, o que justifica alongamento de seu perfil.

Seguindo na mesma linha, a análise de Giavazzi e Pagano (1990) indica que a capacidade de resistência a uma crise de confiança está fortemente relacionada ao grau em que o governo deve recorrer ao mercado para conseguir rolar sua dívida em dada data. Nisto estão envolvidos o volume e a maturação média da dívida como um todo, assim como o padrão temporal da dívida a vencer. Assim, com alto volume de dívida concentrado no curto prazo e com rolagem restrita a poucas datas, maiores as probabilidades de que, no caso de ocorrência de crise de confiança, o governo fique com poucas alternativas e se veja obrigado a referendar as expectativas dos agentes. Por outro lado, quanto menor a dívida a

⁵⁸ Os autores chamam o processo de “corrida da dívida pública (*public debt run*)”, fazendo alusão ao fenômeno das corridas bancárias.

ser rolada em determinada data, maior o campo de manobra no sentido de adotar medidas que permitam superar a crise. Ou seja, menores os riscos de refinanciamento do governo.

O modelo destes autores assume ambiente de economia aberta, taxa de câmbio fixa⁵⁹ e livre mobilidade de capital, e que o público conta com informações imperfeitas sobre as preferências e oportunidades do governo. Isto implica dizer que não é possível a eles o conhecimento prévio do que irá acontecer caso ocorra crise de confiança. Esta pode ocorrer tanto pelo temor de que o governo realize a monetização ou repudie a dívida quanto por uma desvalorização. Assume-se, em adição, que a política monetária é manejada de forma consistente com relação à política cambial e que a posição quanto as reservas externas seja relativamente confortável.

Neste cenário, eventual ataque à taxa de câmbio teria como um dos movimentos defensivos uma subida das taxas de juros, a fim de atrair capital e fortalecer as reservas externas. Caso o governo tenha alto volume relativo de dívida vencendo no momento da crise, o aumento das taxas de juros pode se revelar um problema, ao trazer maior pressão sobre a situação fiscal. Para fazer frente ao aumento do peso fiscal, o governo poderá aumentar sua captação junto ao setor privado ou abrir linha de crédito junto ao banco central. Assim, o governo poderá se ver incentivado a honrar seus compromissos por meio da monetização da dívida, de forma a evitar incorrer em maior desequilíbrio nas contas públicas. Entretanto, a criação de moeda irá significar o aumento da oferta monetária em momento em que cai a demanda por moeda doméstica, fornecendo maior combustível para o ataque contra a paridade cambial. Deste modo, se o governo

“optar pela linha de crédito, o Tesouro aumenta a oferta de moeda, e o faz em um momento no qual a demanda de moeda decresce por causa do aumento na taxa nominal de juros. Para preservar o equilíbrio do mercado monetário e manter a paridade da taxa de câmbio o banco central deverá se utilizar das reservas cambiais. Na prática, o peso fiscal

⁵⁹ O que é condizente com os mercados da União Monetária Européia, o principal enfoque dos autores, além de poder ser aplicado também a países com o sistema de *currency board*, ou mesmo com bandas cambiais, o que não alteraria fundamentalmente a análise.

adicional é pago com a venda de reservas, ou seja, uma redução dos ativos externos da economia” (Detragiache 1990:144)⁶⁰.

Pelo lado dos investidores, quanto maior o volume vencendo em determinada época, maior a percepção de risco e maiores as probabilidades de que ocorra crise de confiança e que o governo seja obrigado a monetizar ou repudiar ao menos parte da dívida. Desta forma, maiores serão os prêmios exigidos para carregar os papéis do governo e, portanto, maiores as chances de que ocorra desvalorização. Isto sugere que o governo adote estrutura de maturação mais longa e mais uniforme no tempo.

A existência de limitações à possibilidade de abertura de linha de crédito entre o banco central e o Tesouro muda a análise, pois torna menos crível a possibilidade de crise auto-realizável como a exposta pelos autores (pelo menos no nível analisado). Isto não elimina, entretanto, a possibilidade de que, indiretamente, o banco central passe a fornecer liquidez para o mercado buscando exatamente conter a fuga de reservas. Seria o caso, por exemplo, se papéis do governo e/ou do banco central fossem colocados a uma taxa acima da taxa cobrada pelo banco central para empréstimos para instituições financeiras. Este expediente, obviamente uma medida de eficácia duvidosa mesmo no curto prazo, visaria a manter os recursos fora da especulação cambial por algum tempo.

Fatores que poderiam acrescentar algum raio de manobra ao governo são a possibilidade de emissão de dívida denominada em moeda estrangeira ou de tomar recursos externos de outros bancos centrais e/ou organismos multilaterais, como o FMI. Neste último caso, estes atuariam de forma mais ou menos análoga ao papel de “emprestador de última instância” dos bancos centrais nacionais no caso de possibilidade de corrida bancária.

O expediente de recorrer aos empréstimos externos, no entanto, é relativamente limitado. Embora certamente permita ampliar os graus de liberdade quanto à política de dívida pública, a alternativa, em geral, torna-se tão restrita quanto o endividamento interno, principalmente (mas não somente) para os países menos desenvolvidos (os investimentos

⁶⁰ O trecho faz parte da discussão de E. Detragiache sobre o texto em questão, presente ao final do mesmo.

“exóticos”). Nos últimos anos, como visto, a contratação de recursos externos tornou-se cada vez mais calcada em emissões mobiliárias visando aos capitais privados. O custo destas emissões, isto é, o prêmio exigido pelos investidores para absorver os papéis, consiste basicamente em dois componentes: o grau de liquidez mundial e as expectativas dos agentes quanto à capacidade de pagamento do país. Este último está pautado principalmente nas condições político-econômicas internas e externas ao país, assim como sua relação com o exterior. Assim, em qualquer contexto em que se vislumbre um ataque especulativo, ou mesmo quaisquer dificuldades político-econômicas internas ou externas que indiquem aumento na probabilidade de acontecimento de crise de confiança, os custos do capital externo irão se elevar de modo condizente. O recurso ao capital externo, por outro lado, poderá sinalizar aos investidores que o governo tem encontrado dificuldades no refinanciamento interno e mesmo contribuir para a intensificação das expectativas negativas e, conseqüentemente, do ataque especulativo.

Deste modo, o recurso à captação externa regular, ao menos no que se refere ao componente mobiliário, pode ter eficácia no sentido de ajudar a inibir o início de crise que desemboque em ataque especulativo. Uma vez iniciado, contudo, o recurso será limitado. Quanto mais líquido o mercado para a dívida denominada em moeda estrangeira do país, contudo, menos limitado ele será.

Os modelos acima sugerem que não é apenas o nível da dívida pública, mas também o modo como é administrada, que devem ser considerados. Um alto nível de dívida coloca maior ênfase na necessidade de construir um mercado para a contratação de dívida denominada em moeda estrangeira, o alongamento do perfil de maturação e a uniformização dos volumes vencidos por todo o período. Em outras palavras, montar estratégia bem definida, zelar pela consistência entre os objetivos e a operacionalização da política de dívida pública e diversificar as fontes de financiamento assumem importância crescente, quanto maior o peso da dívida e a concentração de sua rolagem.

1.7 Conclusão

O contexto das finanças globalizadas diversificou o instrumental técnico, as fontes de captação de recursos e os tipos de investidores, abrindo grande leque de opções de financiamento e administração de riscos. Por outro lado, foram retirados graus de liberdade das políticas públicas, ao torná-las mais vulneráveis aos movimentos de capitais. Esta característica reforçou a necessidade de manutenção de políticas de dívida pública sustentáveis com relação às demais variáveis econômicas e conduzidas com base em “princípios de mercado”, sob pena de que, do contrário, uma crise de confiança possa comprometer sua capacidade de financiamento e afetar toda a política econômica.

As limitações colocadas pela “globalização financeira” reforçam a possibilidade de se incorrer em altos custos na utilização dos instrumentos de dívida pública para a perseguição de objetivos não diretamente relacionados ao financiamento do governo e que não estejam baseados em estratégia consistente de longo prazo.

Como resposta a estas limitações, verificam-se, em alguns países, tentativas de promover, na medida do possível, separação entre a parte mais estritamente técnica da administração de dívida, ou seja, a instrumentalização da política de dívida pública e as estratégias quanto às formas de financiamento – tipos de instrumentos (p. ex., dívida mobiliária ou contratual), estrutura dos passivos (taxas fixas ou flutuantes, indexados ou não a câmbio ou índices de preços), denominação monetária (moeda doméstica ou estrangeira), mercados acessados (institucional, varejo ou externo), momento da contratação e prazo de maturação – da parte de formulação de política econômica, o que inclui tanto a política fiscal como as políticas cambial e monetária.

Neste arranjo, cabe à política fiscal apenas a determinação das diretrizes básicas de atuação, como o volume a ser captado, baseada nas necessidades orçamentárias e previsões fiscais. O governo perde, ou ao menos vê dificultada, a faculdade de utilizar a política de dívida pública como instrumento direto e de curto prazo de política econômica. O motivo é evitar que a dívida pública seja utilizada com objetivos de curto prazo, como, por exemplo, visando a dar maior credibilidade às políticas cambiais ou anti-inflacionárias do governo

mediante a emissão de dívida denominada em moeda estrangeira ou indexada a níveis de preços. A percepção subjacente é que isto pode trazer, como efeito indesejável, o aumento da exposição dos passivos públicos a variações inesperadas de câmbio ou juros, tornando mais vulnerável a situação fiscal e, *ceteris paribus*, deixando a política econômica do país mais sujeita a mudanças de expectativas dos agentes e a crises de confiança.

Levando o raciocínio ao extremo, mostra-se aqui uma mudança conceitual. O enfoque sobre a administração da dívida pública passa a privilegiar a adoção de objetivos restritos à sustentabilidade das condições de financiamento público e vinculados a estratégias consistentes de longo prazo. As influências externas ao seu escopo de atuação devem ser minimizadas, sob pena de, do contrário, provocar desequilíbrios que podem comprometer significativamente a consistência das políticas macroeconômicas adotadas. Desta forma, deve haver mecanismos que permitam maior controle sobre a composição do endividamento e sobre os instrumentos e estratégias de financiamento utilizados. Ou seja, deve haver, na medida do possível, restrição da administração da dívida pública aos seus aspectos técnicos de gerenciamento de *portfolio*, distanciando-a das influências tanto da órbita da formulação das demais políticas, de forma a assegurar sua transparência, credibilidade e eficácia, quanto dos objetivos de política monetária. Esta conceituação tem se traduzido na atribuição de maior autonomia na operacionalização da política de dívida pública para a instituição encarregada desta função.

Em adição, a maior especialização atribuída à condução da dívida suscita a idéia de que sua administração seja baseada em técnicas de administração de risco, e que sejam adotados critérios objetivos para mensuração do desempenho do *portfolio* de obrigações do governo. Isto é facilitado, em grande medida, caso a instituição encarregada da dívida conte com meios para a implantação de sistemas sofisticados e a contratação de pessoal especializado, distanciando-se dos modelos mais tradicionais de administração pública.

Capítulo 2

Arranjos institucionais para a administração da dívida pública

2.1 Introdução

A estrutura institucional de um país guarda profunda relação com o contexto social, econômico, político e cultural, no qual se insere e com o qual deve interagir. Por esta razão, é possível dizer que, numa primeira aproximação, cada país encerra um modelo em si mesmo. Não é possível encontrar padrão único sobre a alocação das funções inerentes à administração da dívida pública, assim como cada desenho apresenta peculiaridades que o diferencia e impõem variáveis próprias a serem consideradas. No entanto, estes “modelos únicos” possuem algumas características semelhantes, o que nos permite agrupá-los, de acordo com algumas categorias pré-definidas, em modelos mais genéricos.

É possível distinguir três modelos institucionais básicos, conforme a instituição – Banco Central, Ministério das Finanças (ou Tesouro) ou *Debt Management Office* (DMO) – que detém as principais funções de administração da dívida pública¹. É a partir da determinação do principal agente responsável pelo endividamento público que serão definidas as inter-relações institucionais e operacionais que formarão o arranjo institucional do país, com cada modelo levando a diversas configurações de acordo com as especificidades às quais se direciona e das quais recebe influência.

Uma das principais formas de caracterização destes modelos é a maneira como estão definidas as relações com a política monetária. Quanto mais frágeis os mecanismos de separação entre as políticas monetária e de dívida pública, maior deverá ser a sua interpenetração, e, como regra geral, menor deverá ser a especificidade de atuação de cada uma.

¹ Ver Carracedo e Dattels (1996). Os autores expõem os principais agentes responsáveis pela dívida pública apenas como uma característica a mais para os arranjos. O enfoque utilizado aqui difere um pouco desta visão, definindo as relações institucionais a partir da atribuição de funções a cada agente, o que caracterizaria “modelos” institucionais.

A premissa primária adotada aqui é que as formas assumidas pelos arranjos operacionais e institucionais para a condução das políticas de dívida pública e monetária, assim como os formatos adotados para coordenar o relacionamento entre ambas, são aspectos que podem afetar os resultados das mesmas, justificando o estudo dos diversos desenhos possíveis e suas potenciais implicações. Cukierman *et alli* (1992:353) corroboram a questão, afirmando que

“instituições não podem absolutamente prevenir um resultado indesejado, nem assegurar um desejável, mas o modo como elas alocam a autoridade sobre a tomada de decisões dentro o setor público torna alguns resultados de política mais prováveis e outros menos”.

Os arranjos e estruturas para a administração da dívida pública implementados em cada país – ou seja, a forma como as funções são distribuídas e como as relações são definidas entre os diversos agentes – são resultado de elementos correlacionados. Com base na literatura, é possível definir, genericamente, os seguintes fatores: estágio de desenvolvimento econômico do país (em geral) e dos mercados financeiros (em particular), necessidades e objetivos definidos para a dívida pública, políticas definidas de dívida pública (mercados visados, tipos de instrumentos, técnicas de colocação em mercado) e o histórico de relacionamento institucional. Estes elementos ditam necessidades específicas de organização entre as políticas monetária e de dívida pública, impondo limites e determinando certo rol de possibilidades de distribuição de funções e organização operacional e institucional.

O objetivo deste capítulo é discutir as limitações à autonomia para a condução da política de dívida pública que podem advir das conexões fundamentais existentes entre esta política e a política monetária, dos possíveis arranjos gerais citados na literatura para a operacionalização de ambas e de fatores que influenciam a adoção destes arranjos. Apesar do esforço de sistematização empreendido neste capítulo, não se pode perder de vista que as mudanças institucionais são condicionadas pela lógica de processos históricos específicos a cada país. O total significado dos arranjos adotados apenas pode ser compreendido quando estes são relacionados ao contexto específico ao qual se referem.

A discussão inicia-se com a caracterização das funções de administração da dívida pública e do formato mais geral que sua distribuição entre o Ministério das Finanças e o Banco Central adquire, na prática (item 2.2). O item 2.3 apresenta as conexões que podem existir entre a política de dívida pública e a política monetária, explorando possíveis conflitos para a implementação de ambas. Estes conflitos apontam para a necessidade de coordenação, do que resultam alguns arranjos gerais para a implementação das políticas, caracterizados de acordo com os tipos de instrumentos utilizados e o grau de desenvolvimento do mercado (item 2.3.1). As relações entre as políticas têm nos objetivos definidos e no histórico de relacionamento institucional entre o Banco Central e a instituição responsável pela dívida pública outros dois elementos de influência sobre os arranjos institucionais, que são abordados nos itens 2.4 e 2.5. Discutidos os principais elementos que podem influenciar a alocação de funções de dívida pública e as mudanças do contexto no qual se insere sua administração, o capítulo segue definindo os três modelos institucionais para a administração da dívida pública, com ênfase na estrutura do DMO (itens 2.6.1 a 2.6.3). Em seguida é conduzida discussão acerca da independência para a condução da dívida pública (item 2.7), traçando paralelo com a literatura sobre a independência de bancos centrais. No item 2.7.1 são definidos conceitos para delimitar o tipo de independência subjacente à estrutura de DMO. O item 2.7.2 discorre sobre fatores organizacionais de influência sobre o grau de independência deste tipo de instituição. Finalmente, as conclusões são consolidadas no item 2.8.

2.2 Distribuição de funções entre o Ministério das Finanças e o Banco Central

É possível distinguir, atualmente, as seguintes funções de administração da dívida pública²:

a. Política

- a.1 formulação dos objetivos de administração da dívida pública
- a.2 definição de formas de atuação para alcançar os objetivos propostos

² Esta classificação é uma versão ligeiramente modificada daquela exposta em Sundararajan *et alli* (1994:26).

a.3 coordenação com a política monetária

a.4 aprovação do programa de dívida

b. Planejamento

b.1 projeção das necessidades de financiamento

b.2 formulação do programa de emissão (frequência, volume, instrumentos)

c. Emissão Primária

c.1 administração de curto prazo do mercado primário, incluindo gerenciamento em termos de volumes e calendário

d. Fiscal

d.1 administração do fluxo de caixa

d.2 projeção das necessidades de caixa no curto prazo

e. Comercialização

e.1 gerenciamento das técnicas de colocação junto aos investidores

f. Mercado Secundário

f.1 administração do estoque de dívida em mercado

f.2 manutenção e desenvolvimento da liquidez do mercado

g. Assessoramento

g.1 assessoria prestada pelos agentes relacionados à administração da dívida pública

h. Emissão e Resgate

h.1 entrega e resgate dos títulos, além dos respectivos pagamento e recebimento

i. Contabilização

i.1 registro dos instrumentos e do estoque da dívida

j. Administração de Risco

- j.1 Estabelecimento de limites de risco para as operações de dívida pública
- j.2 Controle de exposição de risco em base diária
- j.3 Aprovação dos padrões de risco

Existe certo padrão institucional, estabelecido pela prática, na alocação de atribuições referentes à dívida pública (cf. Carracedo e Dattels 1996:06). Como a razão de ser do endividamento público é, em primeira instância, o financiamento orçamentário, há relativo consenso de que a responsabilidade legal sobre a captação de recursos deve ser atribuída, pelo governo, à instituição encarregada desta função. Tradicionalmente, esta função é exercida pelo Ministério das Finanças. Como órgão fiscal central, esta instituição seria a mais adequada para fazer a ligação entre a política fiscal, a execução orçamentária e suas fontes de financiamento.

É prática comum que o Ministério das Finanças delegue funções a outras unidades, como, por exemplo, ao Banco Central e/ou ao Tesouro, a fim de concentrar-se apenas nas questões mais relacionadas à política estratégica da dívida pública (tais como as funções “a”, “b.1”, “d” e eventualmente, “j.1” e “j.3”, listadas acima). A alocação de funções depende de fatores como a especialização das instituições, as economias de escala, o estágio de desenvolvimento do mercado e as formas de operacionalização das políticas monetária e de dívida pública. Isto faz com que, dependendo da realidade de cada país, a divisão de responsabilidades se reflita em diversos desenhos institucionais.

O papel do Banco Central na administração da dívida pública pode variar consideravelmente. Diversos autores³, no entanto, compartilham da opinião de que o Banco Central apresenta, como regra geral, três principais funções, com maior ou menor grau de profundidade. A primeira é a de assessorar o Ministério das Finanças com respeito a questões técnicas de mercado (movimentos de taxas de juros, situação da liquidez sistêmica, evolução dos agregados monetários), opinando sobre o desenho do programa e a estrutura do estoque da dívida, sugerindo tipos e *mix* de instrumentos a serem utilizados, além das características de demanda (volume, taxa de juros oferecida, estrutura do papel, momento da emissão). A segunda é a de agente de emissão/resgate, a qual envolve uma

³ Ver, p. ex. Blommestein e Thunholm (1996), Sundararajan *et alli* (1994) e Ter-Minassian *et alli* (1995).

série de funções: organizar as regras e os procedimentos para a venda dos papéis; realizar as funções de caixa do governo, em todas as operações referentes aos títulos do governo; ser o depositário central do governo; facilitar a liquidação das transações dos papéis do governo no mercado secundário; supervisionar o mercado secundário; e coletar e difundir os dados sobre os mercados secundários. A terceira, a instituição pode atuar como agente fiscal (caixa do governo), realizando os pagamentos e recebimentos governamentais. Conforme será argumentado adiante, contudo, o Banco Central pode apresentar funções bem mais abrangentes no que concerne à administração da dívida pública.

A justificativa básica que permeia as três funções é que, por manter relacionamento constante com o mercado e acompanhamento bem próximo das variáveis monetárias e financeiras, o Banco Central teria vantagens comparativas para exercer as atividades de caráter mais operacional, que implicam contato direto com os agentes⁴. No entanto, os bancos centrais podem assumir, em diversos graus, várias das funções listadas acima, indo desde os aspectos de formulação de política aos elementos mais técnicos. Isto irá depender dos determinantes relacionados à atribuição de funções, e conferirá importância distinta ao seu papel de país para país.

A questão central na definição das funções relativas ao Banco Central é evitar que seu papel na administração da dívida pública possa gerar conflitos com seus objetivos monetários. Dentro desta visão, Blommestein e Thunholm (1996:08-09) argumentam que seria desejável que houvesse separação bem definida entre as atribuições e instrumentos de política monetária e de dívida pública. O principal foco deste argumento é evitar que as ações de política monetária sejam prejudicadas por diretrizes não diretamente relacionadas a elas.

Os argumentos favoráveis ao estabelecimento de estruturas com maior grau de autonomia para a condução da dívida pública colocam o foco de análise do lado oposto, ou seja, na tentativa de minimizar a influência de outras políticas – sobretudo da política

⁴ Segundo Blommestein e Thunholm (1996:09), contudo, haveria também objetivo implícito por trás do papel de assessor do Banco Central que não pode ser negligenciado, que seria criar ambiente favorável para sua atuação na condução das operações monetárias. Este caso será abordado abaixo, na discussão do item 2.3.

monetária – sobre a condução da dívida pública. Isto será estudado à luz das conexões existentes entre ambas as políticas e dos arranjos mais comuns para sua operacionalização.

2.3 Conexões entre as políticas monetária e de dívida pública

Ao estudar as políticas de gerenciamento da dívida, deve-se ter em mente suas inter-relações com as demais políticas, notadamente as políticas fiscal e monetária. A relação mais simples entre as políticas monetária e de dívida pública é dada pela equação de restrição orçamentária (ver Anexo I, equação 1.1). Tal equação estabelece que o déficit do governo, em dado momento, deverá ser coberto de duas formas alternativas: por meio do aumento líquido da dívida pública, com a emissão de dívida mobiliária (uma ação de política de dívida pública), e/ou mediante a variação no estoque de moeda, via emissão de base monetária (caracterizando operação de política monetária).

Mais do que a forma de financiamento, entretanto, a conexão entre as políticas deriva-se, sobretudo, do fato de a operacionalização de ambas envolver variáveis comuns, o que faz com que as ações de uma tenham efeitos sobre a outra. Os “pontos de contato” básicos residem, pelo lado da política monetária, na manipulação da taxa de juros (instrumento básico de controle dos agregados monetários), pois ela afeta os custos de endividamento do governo. Pelo lado da dívida pública, o financiamento do governo poderá provocar flutuações sobre a base monetária.

As questões acima necessitam de uma série de detalhamentos. Do lado das decisões referentes à dívida pública, a estratégia de endividamento por papéis de dívida (que envolve distribuição das maturações, periodicidade, volumes captados, mercados acessados, etc.⁵) pode ter diversos efeitos sobre: (a) a demanda e a oferta de liquidez, ao afetar a curva de preferência por liquidez; (b) o fluxo de fundos para os mercados financeiros, ao poder afetar a estrutura da demanda por títulos entre papéis privados e públicos; (c) o nível e a estrutura das taxas de juros; e, (d) por extensão, os próprios agregados monetários.

⁵ Para maior detalhamento, ver Anexo I.

Pelo lado das decisões de política monetária, a determinação de taxas de juros e dos instrumentos adotados (em particular, a utilização de títulos para fins de condução da política monetária) tem influência não só sobre os custos, mas também sobre as estratégias de endividamento público. As estratégias adotadas podem gerar efeitos contrários aos pretendidos pela política monetária, assim como podem ser negativamente afetadas por variações inesperadas da taxa de juros.

Estes “pontos de contato” mostram que a administração destas políticas é potencialmente conflitiva. Assim, o estabelecimento dos níveis de taxas de juros, uma questão por excelência da política monetária, é apenas o ponto mais óbvio de conflito, onde a adoção de taxas altas ou baixas, dependendo do grau de restrição monetária desejado, tem um efeito direto sobre o custo do endividamento do setor público. Ou seja, enquanto a política monetária pode requerer altas taxas, à política de dívida sempre interessará o oposto.

Com relação às variáveis referentes ao setor externo da economia, existem efeitos sobre a taxa de câmbio e as reservas internacionais, causados pelas duas políticas, que terão efeitos monetários e sobre as condições de endividamento. A política cambial afeta os custos sobre os serviços da dívida denominada em moeda estrangeira, que podem ser aumentados ou diminuídos conforme o câmbio esteja desvalorizado ou valorizado, respectivamente, e diferentes estratégias de endividamento devem ser implementadas de acordo com a política cambial adotada; por outro lado, a contratação de dívida no exterior tem impactos expansivos sobre a liquidez interna, o que pode suscitar a adoção, por parte do Banco Central, de medidas de esterilização da expansão da base monetária.

Questão de particular interesse aqui refere-se a políticas de estabilização utilizadas em diversos países de moeda “fraca” nos últimos anos⁶, conjugando câmbio fixo em relação ao dólar (ou adoção de bandas cambiais), taxas de juros elevadas para atrair investimentos de *portfolio* e reservas externas altas o suficiente visando a manter a confiança dos agentes na paridade cambial. Qualquer afastamento da taxa de juros do nível esperado pelos agentes

⁶ Este ponto foi detalhado no item 1.2.6.

implica queda no nível de reservas e queda no grau de confiança, podendo gerar aumento ou mesmo virtual fechamento das fontes de endividamento externo.

Diversos exemplos dos potenciais conflitos entre a política monetária e a política de dívida pública podem ser citados (cf. Wheeler 1996:05-06):

- o Banco Central pode ser favorável à emissão de dívida denominada em moeda estrangeira, visando a aumentar a credibilidade da política cambial. A instituição administradora de dívida, por outro lado, pode entender que isto aumentaria o custo potencial ao aumentar o risco cambial, principalmente se não houver considerável exposição externa em carteira;
- o Banco Central pode também ser favorável à emissão de títulos indexados à inflação, como forma de sinalizar a credibilidade em sua política monetária, ao passo que a instituição de dívida pode entender que os riscos ultrapassam os limites de aversão ao risco;
- o Banco Central pode querer utilizar a precificação na colocação da dívida para operacionalizar sua política monetária ou transmitir sinais ao mercado, ao passo que a instituição de dívida pode querer que os preços sejam tomados apenas em bases de mercado. Desta forma, uma operação de injeção de liquidez por meio da compra de papéis do Tesouro poderiam receber ofertas a preço de mercado que seriam aceitas pelo administrador de dívida, mas poderiam ser rejeitadas pelo Banco Central no intuito de sinalizar aperto nas condições monetárias;
- na precificação de títulos indexados, o Banco Central poderia preferir um cupom que sinalizasse retorno real maior, como indicação de que as expectativas inflacionárias são baixas, ao passo que a instituição de dívida preferiria taxas reais mais baixas por questões de custo;

- a instituição de dívida deverá preferir *portfolio* de longa *duration*⁷, que oferece, potencialmente, menores riscos e maior estabilidade, além de favorecer o desenvolvimento do mercado. Já o Banco Central pode preferir *portfolio* de menor *duration*, já que a longa *duration* poderia facilitar a captação do governo e trazer problemas para a política monetária;
- no âmbito das políticas externas, se o Banco Central está encarregado de administrar o *portfolio* em moeda estrangeira do governo, poderá ocorrer um conflito de interesse, porquanto a administração da dívida denominada em moeda estrangeira no mercado de câmbio tem impactos sobre o nível de liquidez interno, fato que pode conflitar com a política de intervenção do Banco Central. As compras e as vendas de cambiais para honrar as obrigações externas podem ser confundidas com sinalização de mudança na política cambial.

Em suma: existem diversos pontos de contato entre as políticas monetária e de dívida pública, os quais encerram potenciais conflitos de interesses entre os objetivos e a execução de ambas. Enfoques distintos a respeito de variáveis relevantes podem gerar efeitos ambíguos (e, freqüentemente, de sentido contrário) e comprometer a eficácia das ações, pois frustram-se os resultados pretendidos, criam-se deseconomias de escala e geram-se, até mesmo, desequilíbrios macroeconômicos. Em adição, pode-se gerar um ambiente de incerteza, ao obscurecer a sinalização para o setor privado, o que compromete o processo de tomada de decisões e pode gerar problemas de credibilidade para o governo.

A existência de “pontos de contato” e de conflitos entre a política monetária e a política de dívida pública colocam duas questões: primeiro, ressalta-se a necessidade de estabelecer, em alguma medida, mecanismos de coordenação entre as políticas (e, conseqüentemente, entre as instituições respectivamente encarregadas pelas suas funções); segundo, reforça-se a idéia de que a atribuição de funções e o delineamento

⁷ A *duration* ou *modified duration* é a sensibilidade do valor (preço) de um título ou carteira a variações na taxa de juros. O conceito aqui, no entanto, refere-se a *Macaulay Duration*, ou o tempo de retorno de um investimento em um título. Quanto mais longo o prazo de vencimento e menor a taxa de retorno, maior será o *duration* de um papel ou carteira.

dos instrumentos deve ser feita, na medida do possível, de modo a proporcionar clara separação entre a formulação e a condução das políticas.

A idéia da separação entre políticas ganha ainda maior força por meio de um argumento exposto por Wheeler (1996). Segundo o autor, se não houver clara separação entre a política monetária e a política de dívida pública, esta última geralmente se torna subordinada àquela em algum grau. Isto significa que, sem clara separação de funções, as decisões técnicas ficam pautadas, prioritariamente, pelos objetivos de administração monetária. Estes, como visto acima, poderão requerer padrões de precificação, maturação e tipo de juros incompatíveis com as condições de sustentabilidade do endividamento público. Tal fato inviabiliza uma administração de risco eficiente e deixa a administração da dívida pública excessivamente passiva.

“Sem esta clara separação, a política de administração de dívida se tornará quase inevitavelmente subserviente à política monetária, na medida em que as autoridades monetárias tentem utilizar a política de dívida como um meio de reforçar a sinalização de sua própria política e aumentar a credibilidade do Banco Central”.

(Wheeler 1996:04)

Este último ponto é especialmente relevante, atualmente, pelo papel de destaque que assumem a política cambial na condução da política econômica no contexto dos mercados financeiros globalizados (conforme exposto no item 1.2.6), principalmente (mas não somente) no âmbito dos países de moeda “fraca”⁸ que adotaram algum tipo de âncora cambial.

2.3.1 A coordenação entre políticas

Observe-se, inicialmente, que os “pontos de contato” entre a política monetária e a política de dívida pública – e as formas de coordenação entre elas – ocorrem em dois níveis

⁸ Em alguns países, entretanto, o Banco Central não tem o monopólio cambial, ou seja, as operações com cambiais não estão centralizadas pela instituição. Isto enfraquece o argumento para estes países, embora não chegue a invalidá-lo. De fato, o que realmente importa é a determinação da política cambial.

distintos: no âmbito das políticas estratégicas e no das políticas táticas ou operacionais⁹. Políticas estratégicas referem-se ao desenho geral e à implementação do programa de administração da dívida pública, incluindo a concepção dos instrumentos a serem utilizados, o formato das emissões primárias, a forma de comercialização dos instrumentos, os modos de intervenção no mercado, as estratégias de ampliação e/ou manutenção de liquidez, e a definição do relacionamento entre o emissor e os investidores. Dado seu caráter amplo, em geral precisam de participação conjunta de autoridades fiscais e monetárias na sua elaboração¹⁰.

As políticas táticas, por sua vez, referem-se à administração do estoque de dívida em mercado e à sua composição. Desta forma, estas políticas envolvem as questões mais técnicas, ou seja, o tipo de instrumentos a serem utilizados, as estratégias de abordagem, as taxas de remuneração, os prazos de maturação, as medidas de risco, etc. A formulação destas políticas depende tanto dos objetivos e das estratégias adotados quanto dos contextos econômico e financeiro do país¹¹.

A coordenação estratégica sempre é necessária em alguma medida, já que ambas as políticas se estão utilizando de e tendo impacto sobre variáveis comuns. Em nível operacional, por outro lado, a coordenação depende da maneira pela qual estão delineados os arranjos para a operacionalização das políticas monetária e de dívida pública. Estes

⁹ Os conceitos estão definidos em Carracedo e Dattels (1996:20).

¹⁰ Segundo Carracedo e Dattels (1996:21), há um alto grau de convergência destas políticas nos países desenvolvidos (em consonância com o ressaltado no item 1.3.1), tendo como principais elementos: adoção de métodos baseados no mercado para as emissões primárias; aumento da liquidez e da eficiência do mercado secundário para os títulos do governo; desenvolvimento de mercados de derivativos que contribuam para a liquidez geral do mercado (mercados de *repo*, *strips*, futuros); desenvolvimento de sistemas eficientes de compensação e liquidação; previsibilidade no tipo, na frequência e no volume das emissões, por meio da divulgação prévia destes dados, a fim de garantir maior transparência e regular expectativas; intensificação dos contatos com os agentes de mercado a fim de identificar demandas e deficiências específicas; e divulgação imediata dos resultados dos leilões e de outras informações relevantes.

¹¹ Carracedo e Dattels (1996:22-25) identificam três abordagens gerais permeando este tipo de política: (1) *trade-off* entre risco e custo, estabelecendo *mix* ideal entre instrumentos (p. ex., entre papéis com cupons fixos - pagam maiores taxas mas têm menores risco -, e papéis com cupons flutuantes - menores taxas na emissão mas maiores riscos quanto aos custos); (2) administração ativa de *portfolio*, por meio de apostas nos movimentos de câmbio e juros, ou mediante escolha de diferentes segmentos de mercado, com o desempenho da carteira sendo medido pelo contraste com um *portfolio* padrão (*benchmark portfolio*), o qual representa carteira administrada passivamente; e (3) estratégia de imunização, na qual busca-se encontrar composição cambial e de prazos que proteja a riqueza líquida do governo contra flutuações de câmbio e de juros, via a identificação de carteira consistente com o grau de aversão ao risco, e executar ações de forma a manter esta carteira.

arranjos tratam de questões como a distinção dos prazos de maturação dos títulos – com os prazos mais curtos sendo exclusivos para a administração monetária – e a estrutura, o volume, o *timing* e o cupom dos mesmos.

Apesar de, como visto acima, existirem múltiplos “pontos de contato” entre as políticas monetária e de dívida pública, pode-se sintetizar o grau de coordenação tático ou operacional requerido entre ambas em dois elementos centrais: os tipos de instrumentos utilizados para as operações monetárias e de dívida pública e o nível de sofisticação dos mercados financeiros¹². **Quanto maior a conexão propiciada por estes elementos, maior é a necessidade de coordenação, e, sobretudo, mais dependentes deverão ser as políticas.** Estes fatores, como visto acima, terão influência sobre o tipo de arranjo institucional adotado.

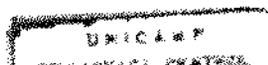
Assume-se, para efeito analítico, que a condução da dívida pública tem nas emissões de títulos de dívida seu principal instrumento. A operacionalização da política monetária será limitada a três tipos simples: se são utilizadas formas de controle monetário direto, se o controle monetário é feito mediante papéis de emissão do Banco Central, e/ou se são realizadas operações de mercado aberto com títulos do Tesouro (para maior detalhamento sobre os instrumentos de política monetária, ver Anexo II). No caso de existência de papéis do Banco Central, interessa também se seu perfil de maturação difere daquele dos papéis utilizados para o financiamento do governo.

Com relação ao desenvolvimento dos mercados, é possível identificar, com base na literatura, quatro estágios¹³: desenvolvido, em desenvolvimento, pouco desenvolvido e em transição.

Os três primeiros se classificam pela gradação de seus mercados primários e secundários com relação ao grau de liquidez. Quanto mais líquidos os mercados, maior sua capacidade de absorção, maior a transacionalidade dos papéis, maior a confiabilidade da formação de preços e maior sua transparência. Ou seja, quanto mais desenvolvidos os

¹² Cf. Quintyn (1994).

¹³ Ver, por exemplo, Sundararajan *et alli*. (1994).



mercados, mais os movimentos de preços podem ser tomados como sinalizadores eficazes do movimento do mercado. Isto diminui a necessidade de intervenções diretas por parte das autoridades monetárias. Por conta disto, maior é o potencial de cobertura das necessidades de financiamento do governo via instrumentos de mercado¹⁴.

De fato, a existência de mercados com alto grau de liquidez permite que haja separação bem definida na esfera de atuação das autoridades monetária e de dívida pública, abrindo a possibilidade para que a administração da dívida possa ser feita por meio do mercado primário para papéis do governo¹⁵, restringindo a operacionalização da política monetária aos mercados monetário e secundário. Torna-se mínima, portanto, a necessidade de coordenação em nível operacional, restringindo-a aos aspectos mais estratégicos¹⁶.

Mercados menos desenvolvidos, por sua vez, apresentam liquidez limitada, fator que restringe as alternativas de financiamento do governo. Neste caso, as autoridades responsáveis pela captação de recursos podem ser levadas a lançar mão de instrumentos compulsórios¹⁷. Além disto, a dimensão relativamente limitada do mercado constitui aspecto que pode ampliar os “pontos de contato” entre as políticas, ao restringir as possibilidades de operacionalização em separado. Como resultado, a condução da dívida pública pode tornar-se, em boa parte, indiferenciável da operacionalização da política monetária. O mais provável, nesta situação, é que o Banco Central assuma papel relativamente grande no processo.

Os aspectos de coordenação são especialmente relevantes no caso de mercados pouco desenvolvidos, o que implica que tanto a operacionalização da política de dívida

¹⁴ Em geral, os mercados muito líquidos (desenvolvidos) contarão com vasta gama de instrumentos monetários e financeiros, mercados estruturados para derivativos, vários agentes atuando nos mercados secundários como *market-makers*, etc.

¹⁵ A denominação “papel do governo” define papéis emitidos com o objetivo de obter recursos para o financiamento do governo. O termo contrasta com a denominação “papel do Banco Central”, que define os papéis de emissão desta instituição, normalmente com intuítos monetários.

¹⁶ cf. Sundadarajan *et alli* (1994:23)

¹⁷ Os instrumentos compulsórios de financiamento, assim como instrumentos compulsórios de política monetária, envolvem ações nas quais o governo impõe aos agentes privados formas de captação não-voluntária de recursos ao invés de oferecer produtos de dívida ao mercado. Como exemplo, podemos citar empréstimos compulsórios ou a imposição de uma composição de carteira mínima lastreada com títulos governamentais, em contraposição ao lançamento de títulos de dívida como instrumento indireto ou “de mercado”.

pública quanto as operações de mercado aberto precisarão ser realizadas por meio do mercado primário. Isto cria maior "superfície de contato" entre ambas as políticas, já que não pode haver separação estrita de mercados e/ou instrumentos. Em alguns casos, os papéis do Tesouro chegam a ser utilizados para a realização de ambas as políticas. Logo, quanto menos desenvolvidos os mercados, maiores serão as necessidades de coordenação operacional e da adoção de arranjos explícitos (ver item 2.3.1.1), e menor deverá ser a independência operacional entre elas.

O quarto estágio refere-se a economias ex-socialistas em processo de transição para economias de mercado. Na verdade, podem ser vistas como muito próximas ao estágio "pouco desenvolvidos", ou seja, mercados incipientes ou pelo menos com pouca liquidez, o que leva a adoção de instrumentos compulsórios de financiamento e de dívida pública.

2.3.1.1 Arranjos operacionais entre as políticas

Os arranjos para a coordenação entre as políticas de dívida pública e monetária podem ser classificados como: (a) arranjos formais ou informais para a coordenação e troca de informações entre as agências monetárias e fiscais; (b) arranjos explícitos, que se valem de combinações realizadas diretamente entre as instituições, e implícitos, baseados na sinalização oferecida pelos parâmetros de mercado, como taxas de juros, câmbio e inflação, mercados futuros e oscilações do mercado secundário. Para que estas variáveis sirvam como sinalizadores eficientes, todavia, é logicamente necessário que o mercado apresente certo nível de desenvolvimento.

Com base no estágio de desenvolvimento dos mercados, na existência ou não de papéis de emissão do Banco Central e nos mercados visados pela política monetária (primário ou secundário), é possível delinear alguns arranjos gerais para a operacionalização entre dívida pública e política monetária. Distinguem-se três casos gerais, com algumas qualificações¹⁸.

¹⁸ Os arranjos apresentados aqui são uma síntese entre os presentes em Sundararajan *et alli* (1994:23-25) e Quintyn (1994:31-38), e representam tentativa de sistematização teórica. Na prática, obviamente, irão apresentar diversas particularidades distintas.

O **primeiro** arranjo é aquele no qual a operacionalização tanto da política monetária quanto da política de dívida pública é realizada apenas no mercado primário, mas são utilizados instrumentos distintos. Neste caso, o Banco Central emite papéis próprios, utiliza-se de papéis do Tesouro emitidos especialmente com este fim, ou ainda realiza leilões de crédito com fins de regulação monetária, ao passo que os papéis do governo ficam restritos à utilização com fins de financiamento.

Em princípio, a utilização de instrumentos diferentes diminui a necessidade de coordenação diária. Existe o risco, entretanto, de os papéis tornarem-se concorrentes no mercado. Ambos podem ser vistos de forma indistinta, representando o “risco-governo”, o que significaria forte potencial de frustração de estratégias. As instituições responsáveis pela operacionalização da dívida pública e da política monetária, por exemplo, podem tentar realizar captações no mesmo período, com base apenas nas suas necessidades e na avaliação particular sobre a capacidade de absorção do mercado. Como resultado, poderia haver oferta de papéis muito acima da demanda potencial, o que elevaria o prêmio (juros) que os investidores exigiriam para absorver a emissão, o que poderia chegar a inviabilizá-la, ou, ao mesmo, frustraria qualquer estratégia relativa a custos. Outro resultado possível seria a adoção de alguma ação, por parte do Banco Central, de injeção de liquidez para cobrir a posição sobrevendida das instituições financeiras, o que poderia afetar o controle monetário. A existência destes potenciais conflitos sugere a necessidade de adoção de procedimentos de coordenação operacional.

Pelas suas características, este primeiro arranjo se encaixa no contexto de economias sem um mercado secundário bem desenvolvido (o que dificulta ou mesmo impede a implementação de políticas de mercado aberto). Sua utilização é mais comum em economias “em transição”¹⁹, assim como em economias menos desenvolvidas²⁰. Ao mesmo tempo, deve ser ressaltado que a dimensão das instituições financeiras dentro do mercado secundário de títulos é crucial, especialmente pela sua capacidade de suportar alterações na rentabilidade dos papéis em carteira frente à remuneração de seu *funding*.

¹⁹ Para uma discussão mais detalhada sobre o caso das economias “em transição”, ver Sundararajan *et alli* (1994).

²⁰ Como todo arranjo institucional, no entanto, este não tem sua utilização restrita aos países com o perfil ao qual se mostra mais adequado.

Sundararajan *et alli* (1994:12) argumentam que a utilização da colocação primária como instrumento principal de política monetária pode ser pouco eficiente. A forma por excelência para injeção de liquidez no sistema, neste caso, seria a rolagem da dívida em volumes inferiores aos resgatados, mecanismo pouco ágil pois exigiria vasta estrutura de maturações diferenciadas, algo freqüentemente não factível em mercados pouco desenvolvidos. Em adição, poder-se-iam criar conflitos com as necessidades governamentais de captação de recursos, ou ainda tornar a oferta de títulos irregular, afetando negativamente as expectativas dos investidores e prejudicando o desenvolvimento do mercado. Em geral, os países se utilizam de um *mix* de instrumentos de controle monetário (ver Anexo II), de acordo com as necessidades e com as disponibilidades do mercado. Em países com mercados mais desenvolvidos, uma forma de instrumento de política monetária é o acordo de recompra. Sundararajan *et alli* (1994:21) apontam que estes acordos (*repos*) podem ser mais ágeis para injetar liquidez no sistema. E, de fato, este é o principal instrumento, ou um dos principais, de política monetária em diversos países²¹.

Expediente comum, quando são utilizados papéis do Banco Central e do Tesouro no mercado primário, é a diferenciação entre eles quanto ao prazo de maturação. Para a condução da política monetária são destinadas as maturações curtíssimas (em geral de até uma semana, podendo se estender um pouco mais), ao passo que a política de dívida pública utiliza-se dos prazos mais longos. Obviamente, é necessário que o mercado em questão forneça demanda para emissões regulares a prazos longos.

No **segundo** arranjo operacional entre as políticas monetária e de dívida pública, as operações de ambas têm suas esferas de atuação delimitadas pela separação entre os mercados primário e secundário, respectivamente. No caso mais comum, o instrumento para a realização das duas políticas é o mesmo (geralmente, papéis do Tesouro). A emissão de dívida nova é realizada visando exclusivamente objetivos de financiamento do déficit orçamentário²², ao passo que a política monetária é realizada pelo Banco Central por meio

²¹ Como na Espanha, na Itália e na Suécia. Entre os países que utilizam o instrumento em menor escala, destacam-se os EUA e a Alemanha.

²² Dentre estes objetivos, no entanto, poderá figurar o suporte à política monetária, o que descaracterizaria a separação estrita. Sobre este ponto, ver item 2.3.

de transações de compra e venda destes títulos no mercado secundário. Este é o arranjo mais utilizado nos países desenvolvidos, e é também aquele que requer menor coordenação operacional, já que há separação nas esferas de atuação de ambas as políticas²³.

Uma variação pouco comum deste arranjo permite a realização de operações de mercado aberto com papéis de instituições privadas, não havendo, portanto, a restrição de atuar sobre o mercado exclusivamente por meio de operações com papéis do governo²⁴.

O **terceiro** arranjo operacional corresponde aos desenhos mais simples existentes, e é encontrado, geralmente, em países menos desenvolvidos. Nele, tanto a política de dívida pública como a política monetária são realizadas por meio do mercado primário para papéis do governo, utilizando-se apenas de papéis de emissão do Tesouro. Em geral, esta organização limita o escopo de atuação de ambas as políticas, e é o arranjo que requer maior grau de coordenação, visto que não há diferenciação *a priori* do instrumental e da esfera de atuação. Ademais, existe grande potencial de risco de descontrole no caixa do governo, na medida em que operações monetárias visando a limitar a base monetária poderão induzir aumentos nos gastos governamentais, gerando efeito de sentido contrário e, *ceteris paribus*, ampliando o déficit público.

Uma variante ainda mais simples do terceiro arranjo é o de economias nas quais não existe instituição especificamente designada para a administração da dívida pública, nem papéis próprios para o financiamento do governo. Neste caso, há completa fusão entre as operações monetárias e de dívida pública, realizadas por meio de papéis de emissão do Banco Central. Paradoxalmente, não existe necessidade de coordenação, uma vez que não há diferenciação entre as autoridades.

É possível dizer que o desenvolvimento dos mercados financeiros e os arranjos adotados para a coordenação são processos inter-relacionados que se reforçam mutuamente,

²³ Alternativamente, no segundo arranjo, a operacionalização da política monetária pode ser feita por meio de papéis do Banco Central no mercado secundário, sendo este arranjo pouco comum, que requer também pouca coordenação operacional, visto manter a delimitação da atuação. Um exemplo deste caso é a Espanha, cujo Banco Central parou de emitir títulos próprios em 1992, mas continua se utilizando, nas suas operações no secundário, dos seus títulos ainda em circulação.

²⁴ Um exemplo de utilização desta prática é encontrado na atuação do Banco Central da Espanha.

já que o desenvolvimento de instrumentos baseados em princípios de mercado fornece suporte e introduz estímulos aos mercados financeiros, porque

“expande as oportunidades de uma administração ativa de liquidez (para o Banco Central, bancos comerciais e outras instituições não-bancárias) e fornece incentivos ao desenvolvimento institucional (por exemplo, uma administração de carteira mais ativa pelos bancos comerciais ou o desenvolvimento de novas instituições para dar suporte à comercialização no secundário). Como reflexo, o aprofundamento da eficiência nos mercados monetários proporcionará novas oportunidades para a implementação de políticas monetária e de dívida pública efetivas e eficientes; além disto, o crescimento nos mercados para papéis do governo serve como catalisador para o desenvolvimento de mercados para papéis de maior risco (como títulos privados e ações).” (Sundararajan *et alli* 1994:01)

2.4 Definição dos objetivos relacionados à dívida pública

A clara definição dos objetivos tem crucial importância para a montagem do arcabouço institucional e para a determinação da alocação de funções de dívida pública, ao delimitar a área de atuação das políticas monetária e de dívida pública, permitir desenhar a estratégia operacional de forma consistente com as metas estabelecidas, e facilitar a avaliação da eficácia das ações e dos instrumentos adotados.

Obviamente, o objetivo básico para qualquer país na administração de sua dívida pública é a cobertura das necessidades de financiamento. No entanto, os objetivos relacionados à administração da dívida pública podem ser vários, e, em geral, os países adotam uma série deles, de forma hierarquizada. Os objetivos usualmente adotados²⁵ estão entre os listados abaixo²⁶.

- Objetivos diretamente relacionados à condução do endividamento público²⁷:

²⁵ Cf. Carracedo e Dattels (1996:15).

²⁶ A diferenciação utilizada aqui, entre objetivos diretamente relacionados ao financiamento do governo e objetivos visando ao suporte a outras políticas baseia-se na classificação de Bröker (1993:37).

²⁷ A ordem numérica apresentada aqui é uma tentativa de hierarquizar os objetivos conforme a sofisticação técnica e instrumental exigida. A classificação é um tanto arbitrária, posto que a hierarquização diferirá de país para país, conforme as especificidades de cada um.

1. cobertura de necessidades de financiamento;
 2. garantia de acesso do governo aos mercados financeiros e diversificação das fontes de captação;
 3. melhoria das condições de crédito do governo;
 4. diversificação da carteira do governo e ampliação da distribuição;
 5. montagem de estrutura de maturação balanceada;
 6. atração de investidores estrangeiros, assegurado práticas transparentes, promovendo liquidez e tranquilidade ao mercado;
 7. minimização dos custos e riscos do endividamento;
 8. minimização da volatilidade de custos;
- Objetivos relacionados ao suporte de outras políticas:
 1. sustentação das condições financeiras do mercado;
 2. suporte à política monetária;
 3. desenvolvimento dos mercados domésticos, promovendo suas liquidez e eficiência;
 4. incentivo à poupança privada.

A adoção de um ou mais destes objetivos contribui para determinar a distribuição de funções entre as instituições, assim como condiciona a adoção de determinadas estratégias. Por outro lado, a adoção dos objetivos apresenta como limitador o fato de que cada estágio de desenvolvimento institucional impõe necessidades distintas. Objetivos visando a montagem de uma estrutura de maturação balanceada, por exemplo, têm poucas chances de se efetivarem, caso a estrutura dos mercados não permitam alongamento do perfil de vencimentos dos passivos do governo.

Em países com mercados financeiros para papéis públicos e/ou privados pouco desenvolvidos, ou com histórico de alta inflação, os objetivos primários estão normalmente vinculados ao desenvolvimento do mercado e à política monetária (captação de forma não-inflacionária, suporte da política monetária). Isto compromete a possibilidade de separação entre as políticas, e pode favorecer um arranjo no qual o Banco Central assuma papel de relevo nas decisões referentes à dívida pública. Ademais, uma meta como a minimização de custos, neste contexto, pode levar à adoção de expedientes como captação excessiva de

recursos do Banco Central (o que seria potencialmente inflacionário) ou colocações compulsórias junto a instituições financeiras a taxas abaixo do mercado (o que poderia comprometer o desenvolvimento do secundário e afastar as fontes voluntárias de financiamento).

Numa economia mais desenvolvida, há maior espaço para objetivos de caráter mais “microeconômico”, ou seja, que digam respeito não apenas à cobertura das necessidades de financiamento e ao desenvolvimento dos mercados, mas às sofisticações destes objetivos, como a diminuição da volatilidade dos custos, a diversificação dos mercados acessados pelo governo, a minimização da relação entre custos de longo prazo e riscos ou a manipulação da estrutura de maturação das obrigações. Isto, naturalmente, envolve a utilização de operações e instrumentos mais sofisticados, e, geralmente, tem como suporte separação mais estrita entre os instrumentos e/ou os arranjos institucionais, a fim de permitir a operacionalização das políticas em esferas distintas de atuação.

Em suma: quando a administração da dívida pública tem objetivos monetários e/ou visa desenvolver os mercados, ganham maior sentido os arranjos em que muitas das principais funções relacionadas à administração da dívida pública são de atribuição do Banco Central. Mas, com mercados mais desenvolvidos, muda-se a hierarquia de objetivos, e, conseqüentemente, os arranjos. Deste modo, objetivos mais “microeconômicos” podem ganhar em eficiência na sua execução se contarem com arranjos que privilegiem a separação de políticas.

2.5 Histórico de relacionamento institucional

O equilíbrio de poder político entre as diversas esferas de governo, e em particular entre o Ministério das Finanças e o Banco Central, pode ser importante fator determinante da alocação de funções de dívida pública entre as instituições. O primeiro elemento a ressaltar é conjuntural, ou seja, o Banco Central adquire maior ou menor influência sobre as decisões de dívida pública de tempos em tempos, de acordo com a conjugação de forças existente no governo e os objetivos e políticas estipulados. Existe, entretanto, um componente histórico, ou estrutural, que pode fazer com que o Banco Central adquira papel

central na administração da dívida pública, cuja origem encontra-se no próprio histórico de desenvolvimento das funções deste tipo de instituição.

O desenvolvimento institucional dos bancos centrais é discutido, brevemente, por Castelo-Branco e Swinburne (1991:03-06). Segundo os autores, o financiamento do governo foi conduzido, ao longo da história, como uma das atribuições do Banco Central. Isto decorria de dois motivos bastante simples: primeiro, nas suas origens, o Banco Central tinha como função cuidar das finanças do governo, não existindo outra instituição com este fim; e, segundo, no passado, a abertura de linha de crédito para o governo foi uma das suas principais, senão a principal, forma de financiamento do Tesouro ou de políticas de crédito.

Foi somente com o passar do tempo que as funções hoje normalmente atribuídas a um Banco Central foram sendo desenvolvidas²⁸. Obtendo posição de banco privilegiado pela sua atuação como banco do governo e emissor monetário, estas instituições passaram a assumir, paulatinamente, a função de “banco dos bancos”, até chegar às funções relacionadas à sustentação do sistema bancário e das condições monetárias da economia como um todo. A função de condução da política monetária foi desdobramento mais recente.

Ou seja, nas suas origens, o controle monetário e o financiamento dos gastos do governo estavam indistintamente sob o controle do Banco Central. Dependendo do peso histórico adquirido por esta instituição no conjunto da economia, pode ocorrer que as funções relacionadas à dívida pública fiquem subordinadas à sua discricionariedade, em maior ou menor medida.

O caso clássico é o da Alemanha²⁹. A história econômica deste país é marcada por dois severos processos hiperinflacionários, nos períodos imediatamente posteriores aos finais de cada guerra mundial, que levaram ao colapso seu sistema monetário.

²⁸ A criação de instituições que poderiam ser chamadas de bancos centrais data da segunda metade do século XVIII. A motivação para seu surgimento pode ser atribuída a dois fatores correlacionados: o financiamento dos gastos gerados com as guerras e a unificação do sistema de emissão monetário, protegendo as reservas metálicas do país e proporcionando aos governos acesso à receita de senhoriagem.

²⁹ Para um breve histórico dos bancos centrais na Alemanha e para a condução da política monetária no país, ver Deutsche Bundesbank (oct. 1995).

O diagnóstico alemão sobre as duas hiperinflações vividas pelo país foi de que elas tiveram como determinante principal a utilização dos instrumentos de política monetária e do controle da emissão de moeda com objetivos de curtíssimo prazo (em especial o financiamento do governo no período de guerra). Nascido como resposta institucional à experiência hiperinflacionária, o Banco Central alemão (*Bundesbank*) foi criado, em 1957, com forte ênfase no princípio de independência frente ao governo.

O grau de independência da instituição pode ser vislumbrado pelo estabelecido no Ato do *Bundesbank*³⁰, que, além de declarar textualmente o Banco independente do governo³¹, estabelece que da instituição é exigido fornecer suporte à política econômica, *desde que isto não interfira nas suas obrigações com a política monetária*. Além disto, a política econômica do governo tem acompanhamento estrito do Banco, visando a estabilidade das condições monetárias. Estas características fazem com que o *Bundesbank* tenha enorme influência sobre a condução da política econômica, incluindo aí a formulação estratégica e a condução operacional da dívida pública. Neste caso, embora a subordinação formal esteja com o Ministério das Finanças alemão, é o Banco que, na prática, toma as decisões.

2.6 Modelos institucionais para a administração da dívida pública

Discutidos os principais elementos que podem influenciar a alocação de funções de dívida pública e as mudanças do contexto no qual se insere sua administração, torna-se possível definir três modelos institucionais genéricos. Os modelos têm na instituição que detém as principais funções de administração da dívida pública – seja o Banco Central, o Ministério das Finanças (ou um Tesouro) ou um *Debt Management Office* (DMO) – sua característica distintiva mais importante. O ponto de maior interesse, no contexto deste trabalho, é inferir qual o grau de autonomia conferido pela estrutura de cada modelo.

³⁰ Texto regulador das funções e atribuições do Banco Central Alemão, em versão publicada em 16.jul.94. O referido aqui está na seção 12 do documento.

³¹ “In exercising the powers conferred on it by this Act, the Bank is independent of instructions from the Federal Cabinet” (Deutsche Bundesbank, out. 1995:18).

2.6.1 Banco Central

O primeiro modelo (doravante “Modelo 1”) tem no Banco Central a principal instituição de administração da dívida pública, concentrando diversas funções relacionadas ao endividamento e assumindo, em grau considerável, tanto funções estratégicas quanto funções táticas. A instituição deverá ser responsável pelo planejamento estratégico e pela condução tática da dívida, assim como diversas outras funções de suporte operacional. Este rol relativamente extenso de responsabilidades dará significativo poder discricionário à instituição em termos de política e operacionalização da dívida.

Neste modelo, geralmente cabe ao Ministério das Finanças papel limitado, atuando principalmente como elo de ligação entre o governo e o Banco Central. Assim, aquela instituição terá como atribuição central fornecer as linhas mais gerais de planejamento, em consonância com as diretrizes globais de política econômica do governo, com o objetivo de fornecer parâmetros para a tomada de decisões relativas à dívida pública.

A adoção deste arranjo é mais comum em economias cujas políticas monetária e de dívida pública não estão delimitadas de forma clara, por meio de separação institucional e operacional dos respectivos instrumentos. Desta forma, o arranjo se encaixa, principalmente, em economias pouco sofisticadas, desprovidas de mercado secundário e/ou de mercado primário para títulos públicos bem desenvolvido, ou em economias em transição.

O caso em que os mercados para títulos são pouco desenvolvidos pode ser relacionado a este Modelo, embora, de forma alguma, seja restrito a ele. Não há nada que impeça, em princípio, que um país com mercados desenvolvidos adote esta configuração, a qual depende de vários outros fatores além do estágio de desenvolvimento dos mercados. De acordo com a experiência internacional, entretanto, a relação entre mercados pouco desenvolvidos e este Modelo pode ser tida como a mais comum.

É interessante perceber que esta situação aplicou-se, no passado, a diversos países, como, por exemplo, a Itália, a Espanha, o Reino Unido e o Brasil. Na medida em que os mercados e a administração monetária e de dívida pública se vão tornando mais sofisticados, contudo, a organização institucional passa a privilegiar separação mais nítida de funções e de instrumentos. Estes países apresentam, atualmente, estruturas que refletem uma evolução institucional em resposta às mudanças dos seus ambientes micro e macroeconômicos, conforme as expostas nos itens 2.6.2 e 2.6.3.

Em certos países, algumas características institucionais peculiares explicam a maior atribuição de funções ao Banco Central. Na Dinamarca, por exemplo, tanto as funções políticas quanto técnicas da administração da dívida denominada em moeda estrangeira são de atribuição do Banco Central. A razão alegada pelo governo para este arranjo foi o interesse em melhorar a coordenação entre a dívida pública e a administração das reservas, e diminuir o risco cambial. A justificativa reside em que as captações em moedas estrangeiras são utilizadas exclusivamente para a recomposição das reservas externas de responsabilidade do Banco Central³².

A estrutura institucional da Alemanha, como ressaltado no item 2.5, apresenta arranjo que poderia ser enquadrado neste modelo, desde que fosse considerado seu arranjo de fato. Na prática, entretanto, o arranjo alemão não corresponde ao seu arranjo formal. Neste, as funções de decisão, de estratégia e de operacionalização da dívida pública estão localizadas em unidades descentralizadas no interior do Ministério das Finanças, o que o classificaria como Modelo 2 (item 2.6.2). Como visto acima, porém, a maior parte das decisões é tomada, na prática, pelo *Bundesbank*. A razão é a relativa supremacia atribuída à estabilidade monetária, e o conseqüente papel de destaque atribuído ao Banco Central na formulação da política econômica deste país³³.

³² Este exemplo é citado em Cassard e Folkerts-Landau (1997:13-14)

³³ É de se ressaltar, porém, que a estrutura no interior do *Bundesbank* busca considerar os potenciais conflitos entre decisões de política monetária e de política de dívida pública, tentando realizar uma estrita separação entre ambas no interior da instituição.

2.6.2 Ministério das Finanças

Em grandes linhas, o modelo com Ministério das Finanças como agente principal (“Modelo 2”) é o mais comum atualmente, podendo assumir diversas configurações institucionais e operacionais, de acordo com o contexto no qual se insere. Conforme os argumentos expostos no Capítulo 1, na medida em que os mercados financeiros se desenvolvem, as questões relacionadas à dívida pública e à administração monetária se tornam mais complexas, necessitando, como contrapartida, maior sofisticação na administração de ambas. A tendência, portanto, é que haja separação de funções em instituições distintas, o que permitiria maior especialização de funções.

Neste modelo, a maior parte das funções estratégicas e táticas de administração da dívida pública está localizada no interior do Ministério das Finanças. O Banco Central pode, também, assumir algumas funções, dependendo do grau de separação institucional. Como regra, entretanto, caberiam ao Banco apenas a função de agente para a dívida pública, assumindo os aspectos mais operacionais como a colocação, a venda e o resgate de títulos públicos, visto existirem ganhos de escala, dado o maior contato da instituição com o mercado.

O modelo pode assumir duas configurações ligeiramente distintas. Na primeira, as funções de administração da dívida pública são desempenhadas por diversas unidades descentralizadas, diretamente subordinadas ao ministro das Finanças. As funções destas unidades não necessariamente se restringem às questões relacionadas à dívida, podendo estar envolvidas tanto com as questões técnicas como com as questões mais amplas de formulação de política fiscal. É o caso de países como os EUA, o Japão e a Argentina.

A segunda configuração compreende uma unidade formalmente definida no interior do Ministério das Finanças e a ele subordinada. Tal unidade (denominada aqui genericamente como “Tesouro”) visa a centralizar o gerenciamento dos recursos financeiros e obrigações do governo, consolidando as funções fiscais e de gerenciamento de dívida, entre outras.

As funções de um Tesouro, normalmente, não se restringem à administração da dívida pública. De acordo com Ter-Minassian *et alli* (1995:02) o papel desta instituição envolve os seguintes aspectos:

- planejamento e controle orçamentários - formulação e política tributária, preparação e execução;
- monitoramento de operações com fundos extra-orçamentários e com níveis sub-nacionais;
- administração do fluxo de caixa do governo;
- administração da dívida pública e da dívida garantida;
- administração de ativos financeiros do governo (incluindo as participações nas empresas públicas, ações do governo, etc.);
- contabilidade das operações do governo;
- desenvolvimento e manutenção do sistema de informação financeira do governo.

Embora existam diferenças de país para país, pode-se dizer que, como regra geral, o Tesouro é responsável primariamente pela administração financeira, incluindo a administração do fluxo de caixa, a contabilidade do mesmo, o planejamento financeiro, a administração da dívida pública e o controle dos ativos financeiros e de recursos oriundos de transferências unilaterais.

Neste modelo, as decisões finais de dívida pública estão subordinadas a um nível hierárquico que tem outras responsabilidades e/ou um menor contato com as questões técnicas de dívida pública, o que pode atrelar as decisões a parâmetros que são estranhos à mesma, em primeira instância.

Nesta segunda configuração, incluem-se, por exemplo, o México, a Espanha e o Brasil. Este Modelo está sendo revisto na maior parte dos países que o adotam. A tendência verificada vai no sentido de realizar mudanças institucionais que tomem a estrutura de administração de dívida pública mais próxima da estrutura de um DMO.

2.6.3 Debt Management Office

A estrutura do DMO representa o que existe de mais recente em termos de organização institucional de administração de dívida pública. Existe crescente interesse pelo Modelo, sendo este objeto de discussão em diversos países. Todas as estruturas nestes moldes foram implantadas a partir do final dos anos 1980. Aqueles países que já adotaram o modelo são a Suécia³⁴, a Nova Zelândia, a Áustria, a Bélgica, a Irlanda, Portugal, a Hungria, a Islândia, a Finlândia e o Reino Unido. A Itália está em processo de mudança institucional para adoção de uma estrutura nos moldes de um DMO³⁵, e pelo menos Espanha e México estudam implantação futura³⁶.

O Modelo visa a permitir maior separação institucional entre as políticas fiscal, monetária e de dívida pública. A concepção do DMO tem como filosofia geral que, no intuito de dotar a estrutura de maior eficiência, seu modo de atuação deve se afastar do modo tradicional de administração pública, excessivamente burocrática e, portanto, pouco ágil, e aproximá-la da estrutura e moldes de atuação dos agentes financeiros privados, sem no entanto perder de vista os objetivos públicos.

Com base na orientação acima, um DMO constitui unidade governamental formalmente independente ou não, com alto grau de autonomia na tomada de decisões de ordem técnica. Isto significa que as linhas gerais de política (p. ex., o volume anual, o grau de aversão ao risco e a proporção máxima de dívida a ser contratada em moeda estrangeira), atreladas às linhas mais gerais de política fiscal e monetária, são definidas fora do âmbito do DMO (em geral, no Ministério das Finanças), cabendo à instituição todas as decisões técnicas, ou seja, a forma de operacionalizar as metas de política estabelecidas (decisões quanto a precificação, tipos de instrumentos, *timing*, composição da dívida, volume de emissão).

³⁴ Na verdade, o país conta formalmente com uma agência de dívida desde 1789. No entanto, esta agência só adquiriu características relacionadas ao modelo de DMO em 1989.

³⁵ Cf. informações colhidas em reuniões realizadas em outubro de 1997 com o Diretor Geral de Administração da Dívida do Ministério do Tesouro da Itália.

³⁶ Cf. informações colhidas em reuniões realizadas em setembro/outubro de 1997 com o Diretor de Dívida Pública do México e com o Diretor Geral do Tesouro e Política Financeira da Espanha.

A estrutura tem dois objetivos principais: ao buscar isolar as decisões técnicas, procura-se retirar do governo a utilização de instrumentos de dívida pública como instrumentos de curto prazo de política econômica; por outro lado, procura-se profissionalizar a administração de *portfolio* mediante a introdução de operações ativas, visando a aumentar seu valor líquido e diminuir o custo do endividamento. Um alto grau de autonomia é de vital importância para o primeiro ponto, além de facilitar a implantação do segundo.

Dois exemplos simples da possibilidade de o governo influir sobre o perfil da dívida, a fim de utilizá-la como instrumento de curto prazo: primeiro, o desejo, por parte do governo, de sinalizar ao mercado a solidez de suas próprias políticas cambial ou contra a inflação, mediante a emissão de títulos denominados ou indexados em moeda estrangeira ou à variação do nível de preços, respectivamente; e, segundo, a adoção de política de curto prazo visando a reduzir os custos da dívida, por meio de emissão de papéis somente com prazos de maturação mais curtos.

A autonomia do DMO diz respeito, portanto, apenas aos instrumentos de política, sendo os resultados avaliados a partir de critérios e de parâmetros definidos fora de sua esfera. O maior cargo hierárquico da instituição deve concordar com uma meta determinada pelo governo, o que impõe limites e objetivos para sua atuação. Além disto, o governo estabelece parâmetros contra os quais avaliar o desempenho da instituição.

A manutenção do cargo e da reputação do responsável pelo DMO ficam diretamente atreladas à consecução das metas estabelecidas. Em compensação, seu mandato deverá ser fixo e, de preferência, não-coincidente com o mandato presidencial, a fim de minimizar a possibilidade de pressões sobre a operacionalização de política³⁷.

A atuação nos moldes do setor privado, referida acima, significa imprimir à administração da dívida pública enfoque de gerenciamento de *portfolio*, ou seja, agregar

³⁷ Uma discussão mais detalhada sobre o caráter da autonomia do DMO e dos fatores na sua organização institucional que conferem maior grau de independência à estrutura será feita no item 3.3 abaixo.

ativos e passivos como uma carteira sob um processo de decisão unificada. Este, por sua vez, é conduzido com base em de critérios objetivos de mensuração de desempenho e risco.

A filosofia de atuação de um DMO ultrapassa a administração passiva, caracterizada, como visto no item 1.3.2, basicamente pela assunção de obrigações e pelo gerenciamento burocrático do cumprimento das mesmas. O enfoque da administração ativa do DMO, por outro lado, significa assumir posições de carteira com base em expectativas e em análises acerca do comportamento futuro dos mercados e/ou dos seus fundamentos. Isto implica tomar posições com bases mais técnicas, e a realização de operações visando a alteração da estrutura da carteira.

Seguindo esta linha, as atribuições deste tipo de instituição não são restritas à elaboração e à condução de estratégias de financiamento do governo, podendo incluir, com maior agilidade, operações com o estoque de dívida em circulação no mercado secundário, além de técnicas de administração de riscos. Em adição, este enfoque sugere que a instituição poderá transacionar com ativos. Estas operações incluiriam, dentre outras, a compra e a venda de posições de câmbio, *hedge* de posições por meio da contratação de instrumentos derivativos, e recompras de papéis do governo³⁸.

No caso da realização de operações com derivativos, a possibilidade de adoção de posições com ativos é grande facilitador, já que muitos dos contratos envolvem a utilização de colaterais ou chamadas de margem.

Nos países onde são permitidas, as operações com ativos têm limites estreitos, sendo geralmente restritas a posições de curto prazo e atreladas ao grau de aversão ao risco definido pela instância superior. A condução destas operações pode ser feita por meio de uma mesa de operações (como é o caso da Suécia e da Nova Zelândia, por exemplo).

Dessa forma, um DMO concentra as decisões técnicas de gerenciamento de *portfolio*, perdendo espaço as funções de ordem meramente burocrática. Dada a maior

³⁸ Os objetivos destas operações seriam: (1) aproveitar conjunturas de preços baixos favoráveis à compra antecipada; (2) trocar papéis de baixa liquidez por outros mais líquidos; e (3) obter ganhos financeiros com o *spread* entre compra e venda.

especificidade de atuação, este Modelo fornece uma estrutura mais apropriada para o planejamento e a realização de operações complexas, que visem a minimização dos custos da dívida para um certo grau de risco.

É importante notar que a visão de gerenciamento de *portfolio* não inclui necessariamente apenas as questões relacionadas aos instrumentos mobiliários de dívida, englobando, a rigor, todos os passivos do governo. Incluem-se, portanto, dívidas contratuais, garantidas e mesmo de instâncias estaduais e municipais. Estes passivos devem ser avaliados segundo parâmetros estabelecidos de risco, os quais fornecem base objetiva para a tomada de decisões. Na prática, contudo, nem sempre todos os passivos do país são incluídos na carteira administrada pelo DMO. Isto se deve tanto a dificuldades de avaliação dos passivos quanto a problemas políticos.

As palavras-chave para um DMO são especialização e agilidade. Esta aparece tanto na desburocratização dos processos quanto na flexibilização das relações de trabalho, que se tornam mais próximas aos moldes do setor privado. A ênfase nos aspectos técnicos torna fundamental a composição dos quadros com pessoal especializado. O DMO pode contar com setor administrativo próprio (ou, alternativamente, terceirizar os serviços) voltado para suas necessidades específicas, o que permite fugir dos processos burocráticos tradicionais que impõem, em geral, maior lentidão e rigidez às operações. Em geral, nos países em que já foram implementados, os DMOs não estão constrangidos pelos planos públicos de cargos e salários e por outras condições do emprego público. Isto é traduzido pela capacidade de fixar salários mais livremente, de fornecer treinamento direcionado, e de oferecer, dentro de certos limites, carreira atrativa não só dentro do serviço público como também para pessoas com experiência nos setores financeiros privados. No que se refere ao processo de decisão, há maior atribuição de responsabilidades individuais, com diversas funções de decisão mais corriqueiras delegadas aos níveis hierárquicos inferiores.

Em suma, os objetivos da adoção de um DMO são:

- (1) estabelecer claramente os parâmetros de condução da dívida pública, favorecendo a transparência e a confiabilidade;

- (2) afastar a dívida pública de outras decisões de política econômica, que podem levar à assunção de riscos desnecessários (uma vez que suas responsabilidades se restringem à administração da dívida pública, o DMO pode ficar menos propenso a assumir um *trade-off* entre metas de longo prazo – como a estabilidade de mercado e estabelecimento da confiança do investidor – e metas de curto prazo – como cobrir desequilíbrios orçamentários com a emissão de dívida de mais curto prazo ou indexada, de menores custos imediatos mas de maior risco; ou ainda sinalizar ao mercado a confiabilidade em suas próprias políticas cambial ou contra a inflação, mediante a emissão de títulos denominados em moeda estrangeira ou indexados à variação do nível de preços, respectivamente); e
- (3) perseguir o objetivo governamental de minimização de custos com operações profissionais no mercado (dentro dos limites colocados pelo Ministério das Finanças).

Um DMO pode assumir o formato de agência formalmente independente (como na Suécia e na Irlanda) ou uma configuração intermediária, atrelada ao Tesouro (caso da Nova Zelândia), com menor grau de independência formal mas tendo as decisões mais técnicas delegadas aos níveis responsáveis por sua implementação.

Neste Modelo, o papel do Banco Central com relação à administração da dívida pública é restrito. Mesmo o papel mais tradicional de agente de emissão e resgate pode ser transferido ao DMO.

No caso de países com mercados financeiros pouco desenvolvidos, podem haver dificuldades em promover estrita separação entre política de dívida pública e política monetária, e, de fato, esta pode ser mesmo indesejável. Conforme argumentado acima, nos estágios iniciais de desenvolvimento dos mercados, os objetivos de ambas as políticas estão extremamente relacionados, e objetivos de minimização de custo podem inibir o desenvolvimento de mercados secundários líquidos e eficientes. Ou seja, para a efetivação das potencialidades de um Modelo de administração da dívida pública nos moldes de um DMO, é preciso que estejam presentes elementos e arranjos institucionais que favoreçam uma maior autonomia à condução das políticas monetária e de dívida pública – como, por

exemplo, separação de instrumentos, objetivos restritos e bem definidos e limitação da atuação do Banco Central às políticas monetária e cambial.

No Anexo III são apresentadas duas experiências de estruturas para a administração da dívida pública nos moldes de um DMO, a da Suécia e a da Nova Zelândia.

2.7 A independência na condução da dívida pública

O surgimento de estruturas mais independentes para a administração da dívida pública, como um DMO, parte do mesmo princípio que inspirou as discussões sobre a independência do Banco Central, qual seja, afastar a formulação e instrumentalização da política de questões não diretamente relacionadas a ela, buscando, com isto, maior eficiência de resultados.

Assim, este trabalho propõe que o surgimento da concepção de um DMO como unidade com alto grau de autonomia para a condução da dívida pública guarda grande paralelo com as discussões relativas ao Banco Central independente, podendo ser vista como contraface institucional da separação da política monetária das esferas de influência política.

De fato, é possível dizer que ambas guardam estreito paralelo. Embora cada uma das discussões tenha sido motivada por contextos econômicos distintos, e se refira a objetos de análise diferenciados (uma à política monetária e outra a um aspecto da política fiscal, a política de dívida pública), o formato institucional que fornecerá o caráter mais ou menos independente à condução das políticas parte de alguns princípios que podem ser generalizados tanto para uma quanto para outra³⁹.

Como visto no item 2.5, foi somente com o passar do tempo que as funções hoje normalmente atribuídas a um Banco Central foram sendo desenvolvidas, até chegar às

³⁹ Como a discussão sobre as características da administração da dívida pública nos moldes de um DMO é um objeto de análise pouco explorado, não é possível encontrar sistematização sobre o tema na literatura. No entanto, a discussão sobre a independência do banco central coloca diversas questões que podem ser transpostas para a análise da independência do DMO, guardadas as devidas especificidades.

funções relacionadas à sustentação do sistema bancário e das condições monetárias da economia como um todo, incluindo a condução da política monetária.

A política monetária discricionária foi incorporada ao escopo de atuação dos bancos centrais apenas com a queda do padrão-ouro, conforme expõem Castelo-Branco e Swinburne (1991:03-06). Na falta de um padrão de referência para o valor monetário, o estoque monetário da economia passou a ser tomado como o padrão *per se*, fazendo do controle dos agregados monetários preocupação crucial para a busca da estabilidade econômica.

A idéia de independência é ainda mais recente e reflete a noção de que a necessidade estrita de controle monetário poderia não ser seguida à risca se a política monetária pudesse ser utilizada pelo governo com vistas a objetivos mais imediatistas e não diretamente relacionados à estabilidade da moeda. Neste caso, poderiam ser causados desequilíbrios sobre as “variáveis reais”, afetando a estabilidade econômica. O governo poderia, também, afastar-se dos objetivos de estabilidade de longo prazo e gerar políticas no estilo *stop-and-go*. Desta forma, os potenciais riscos envolvidos indicavam que era preciso limitar a influência do governo sobre a política monetária.

As discussões sobre a independência do Banco Central tomaram significativo impulso a partir da década de 1970. Naquele momento, grande parte das economias nacionais capitalistas se defrontava com uma dinâmica em que se combinavam estagnação econômica e altos índices de inflação, ou, em uma palavra, com o fenômeno da estagflação. Com o arcabouço teórico keynesiano aparentemente em cheque, o foco das políticas econômicas nacionais se reverteu, com as políticas monetárias dos países centrais passando a concentrar-se sobre o controle dos agregados monetários em detrimento do controle da taxa de juros. Na esteira desta discussão, com o destaque dado ao papel da política monetária e dos seus potenciais efeitos, tomava impulso a análise sobre a pertinência da independência do Banco Central.

Dois outros fatores relacionados contribuíram para a mudança no enfoque da política monetária: a ruptura do sistema de taxas de câmbio fixas de Bretton Woods e a

crecente complexidade do sistema financeiro internacional, notadamente com a rápida expansão do euromercado. Esta, ao aumentar o potencial de instabilidade do sistema econômico, colocou maior pressão sobre a função de mantenedor da estabilidade sistêmica nacional dos bancos centrais, ao passo que aquela provocou maior integração entre os movimentos de juros e de câmbio, tornando mais integradas as conduções das políticas cambial, monetária, fiscal e de dívida pública.

No caso da dívida pública, como buscou-se ressaltar no Capítulo 1, os desdobramentos oriundos da queda dos padrões do sistema monetário internacional, qual sejam, a maior integração entre os mercados, a elevação nos patamares das dívidas públicas nacionais nos anos 1980, os novos instrumentos e a atuação de agentes institucionais, ressaltaram a importância do maior controle sobre o financiamento do governo, o que se tem traduzido, institucionalmente, pela adoção de estruturas com maior grau de autonomia para a operacionalização de políticas, como um DMO.

2.7.1 Independência de objetivos versus independência instrumental

O conceito de “independência” para a administração da dívida pública deve ser qualificado. Como ressaltado acima, a base para a argumentação é fornecida pelas discussões acerca da independência do Banco Central. A análise da independência do Banco Central, nos dias de hoje, parte de suposta tendência inflacionária da política monetária. Cukierman (1994:1437-1439) qualifica esta proposição, ao estabelecer que a racionalidade por trás da idéia de independência do Banco Central é apoiada em dois pilares. O primeiro é teórico e determina que os formuladores de política apresentam um “viés econômico”, ou seja, a visão de que vários objetivos de política econômica relacionados ao “lado real” da economia, como o aumento do nível do emprego e o financiamento do déficit orçamentário, por exemplo, podem ser alcançados, ao menos temporariamente, mediante o relaxamento da política monetária. No processo, a inflação seria estimulada, gerando expectativas de um processo continuado de aumento de preços para os agentes e, deste modo, criando um viés inflacionário que persistiria muito tempo após terem sido alcançados os efeitos perseguidos pela expansão monetária.

O segundo pilar para a idéia de independência do Banco Central, de natureza empírica, demonstra correlação negativa entre a inflação e o grau de independência legal da instituição, conforme demonstrado, por exemplo, por Alesina e Summers (1993)⁴⁰. Verifica-se, ademais, correlação negativa entre a inflação e o anúncio prévio da política monetária. Ao mesmo tempo, alguns destes estudos demonstram que não há relação negativa entre o nível de produto e o grau de independência, o que sugere não haver *trade-off* entre inflação e crescimento.

O “viés inflacionário”, conforme Fischer (1995), é analisado em duas interpretações distintas relacionadas à independência, ambas enfocando o papel do responsável pela instituição e assumindo a discricionariedade para a condução de política: a *conservative-central-banker* e a *principal-agent*⁴¹. Na primeira, entende-se que

“o Banco Central deve ser independente para assegurar que suas preferências mais que as da sociedade determinem a política monetária em um contexto no qual o pré-comprometimento com uma política ótima (de baixa inflação) não é possível” (Fischer 1995:202).

Assim, esta ótica é baseada na escolha de um ocupante do mais alto cargo hierárquico no Banco Central que seja mais avesso à inflação que a média dos agentes e que retenha em suas mãos as decisões quanto ao suposto *trade-off* de curto prazo entre crescimento e inflação.

A segunda visão (*principal-agent*), por outro lado, baseia-se em concepção diferente de independência. Nela, o condutor de política monetária concorda com uma meta, geralmente relacionada à inflação, determinada com o governo. Isto impõe limites e objetivos para a atuação da política monetária, que passa a ter seu desempenho avaliado por

⁴⁰ No caso dos países menos desenvolvidos, a relação pode ser inversa. Isto ressalta a importância das diferenças entre a independência formal e a de fato, visto que, em muitos, a existência de independência formal não implica independência de fato. Ver Cukierman (1994:1440).

⁴¹ Para o detalhamento dos modelos, Fischer indica, para o *conservative-central-banker*, Rogoff, K., “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”. *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1985; e para o *principal-agent*, Persson, T. e Tabellini, G. “Designing Institutions for Monetary Stability”. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Dez. 1993, e Walsh, C. “Optimal Contracts for Central Bankers”. *American Economic Review*, Mar. 1995.

parâmetros estabelecidos. O cargo e a reputação do responsável pelo Banco Central ficam, neste caso, formalmente atrelados à consecução da orientação estabelecida.

As duas interpretações apontam para dois conceitos distintos de independência: a independência de objetivos, na qual à instituição é permitida a fixação de seus próprios objetivos, e a independência instrumental, que se caracteriza pelo controle da instituição apenas sobre os instrumentos de política, sendo os resultados avaliados a partir de critérios e de parâmetros definidos fora de sua esfera (embora possa haver sua participação).

No caso da visão *conservative-central-banker*, o Banco Central tem a liberdade de controle sobre a política monetária e a fixação de seus objetivos, gozando, portanto, de ambos os conceitos. No caso do *principal-agent*, por outro lado, o Banco Central, na figura de seu dirigente, recebe apenas a atribuição de cuidar da política monetária de acordo com parâmetros definidos. Assim, existe apenas independência instrumental.

Ambas as abordagens acima destacam o grau de confiança dos agentes sobre o condutor da política monetária como fator central. De fato, um dos pontos centrais na concepção da racionalidade de um Banco Central independente está na

“convicção que uma política monetária efetiva e eficiente depende da confiança dos agentes em como a política monetária opera e o que pretende alcançar, e que a independência do Banco Central pode contribuir de forma importante para estabelecer e manter tal credibilidade” (Castelo-Branco e Swinburne 1991:iii).

Os resultados obtidos tanto por estudos teóricos quanto por estudos empíricos, conforme indicam Fischer (1995) e Goodhart (1994), sugerem que o Banco Central deve ter independência instrumental, mas não de objetivos. As justificativas são simples: primeiro, por poder fixar seus próprios objetivos, haveria o incentivo para estabelecer metas relativamente fáceis de serem alcançadas, não necessariamente condizentes com os requerimentos de estabilidade; segundo, ao fornecer metas bem definidas, ao assegurar o poder para alcançá-las e ao atrelar a credibilidade da instituição e de seu responsável aos resultados obtidos, estabelecer-se-iam incentivos suficientes para o alcance dos objetivos;

terceiro, a independência instrumental permite uma visão mais generalizada da sociedade sobre a condução de política, sobre a qual deverão ser prestadas contas.

A idéia de autonomia presente nas estruturas nos moldes de um DMO insere-se no conceito de independência instrumental. O paralelo com a conceituação referente ao caso dos bancos centrais é relativamente simples.

O “viés econômico” para a administração da dívida pública é identificado neste trabalho como a possibilidade de utilização, pelos formuladores de política, dos instrumentos de dívida pública com objetivos primordialmente de curto prazo. Como discutido acima, isto pode deteriorar o perfil e a composição da dívida, e, em decorrência, aumentar a percepção de risco dos agentes e precipitar crises de confiança, comprometendo a sustentabilidade das condições de financiamento e, por extensão, da própria política econômica.

Como a razão primária de ser de uma instituição responsável pela condução da dívida pública é o financiamento do governo, seria fora de propósito deixá-lo alheio ao processo de definição de diretrizes. O objetivo, obviamente, não é retirar do governo a discricionariedade nas decisões sobre sua capacidade de financiamento, mas sim evitar, na medida do possível, que instrumentos de dívida pública sejam utilizados de forma que possam pôr em risco excessivo os preceitos de estabilidade.

Faria pouco ou nenhum sentido, portanto, adotar um enfoque no qual todas as questões referentes à dívida (incluindo o montante a ser captado) ficassem sob a decisão de um “administrador conservador” (ou o *conservative-central-banker* descrito acima). A definição do *principal-agent*, por sua vez, é adequada aos objetivos pretendidos pelo estabelecimento de estruturas como um DMO. O estabelecimento de metas seria de grande importância para favorecer a transparência e a credibilidade na situação fiscal, o que deveria contribuir favoravelmente sobre o processo de formação de expectativas dos agentes.

2.7.2 Fatores de gradação de independência

A independência de uma instituição pode assumir diversas gradações⁴². Cukierman *et alli* (1992:353-361) ressaltam que a independência formalmente instituída⁴³ é baseada em quatro características centrais: o formato da nomeação, demissão e o período de mandato do(s) principal(is) cargo(s) hierárquico(s); o formato que assume a resolução de conflitos entre o governo e a instituição; os objetivos atribuídos à instituição e as limitações impostas no empréstimo ao setor público (exclusiva aos bancos centrais).

Além desses fatores, Castelo-Branco e Swinburne (1991:20-38) acrescentam outros três: o processo institucional para a determinação de política, incluindo o grau de liberdade na definição dos instrumentos; o grau de responsabilização pelo desempenho da política; e o grau de autonomia orçamentária.

Quanto aos fatores informais, eles compreendem, basicamente, os mesmos elementos enfocados acima, mas voltados para a prática dos arranjos. Ressalte-se aqui que os arranjos informais podem diferir significativamente daqueles formalmente estipulados.

2.7.2.1 Papel e composição da diretoria

O papel e a composição da diretoria podem ter influência importante no relacionamento entre a instituição e o governo. Muitas vezes, a diretoria pode ser o canal pelo qual o governo influencia as decisões de política. Pode-se dizer, portanto, que o grau de independência, seja de um Banco Central ou de uma instituição encarregada da dívida

⁴² Como ressaltado acima, o enfoque sobre a independência na literatura refere-se aos bancos centrais, mas pode ser generalizado. Sobre a gradação da independência, ver, por exemplo, Castelo-Branco e Swinburne (1991), Cukierman *et alli* (1992), Alesina e Summers (1993) e Cukierman (1994).

⁴³ Focando a problemática dos bancos centrais, os estudos empíricos que analisam a influência da independência sobre a inflação e sobre as variáveis "reais" da economia valem-se da formulação de vários tipos de indicadores, buscando captar estas relações. Cukierman (1994) enfatiza que a independência pode ser inferida por meio de indicadores formais (baseados principalmente na análise dos arranjos legais estipulados) ou informais (obtidos mediante pesquisas diretas que busquem captar a realidade dos arranjos formalmente estipulados). Os indicadores formais carregam o problema de permitirem captar apenas a independência legal, que pode ser distinta da situação que se verificam de fato, além de não permitirem visualizar diversas questões que não são tratadas diretamente no âmbito das definições legais. Os informais, por sua vez, tentam estabelecer um caráter mais objetivo a partir de acontecimentos correntes relacionados ao banco central.

pública, guardaria, *ceteris paribus*, relação inversa com o grau de liberdade do governo em nomear e demitir os membros da diretoria. Neste sentido, um expediente a ser adotado é tornar os mandatos da diretoria fixos ou quase fixos, sendo a dispensa vinculada apenas a questões de comprovada incompetência técnico-administrativa, normalmente apuradas e decididas pelo Parlamento.

Além disto, a independência da instituição será maior se o mandato do mais alto cargo hierárquico for superior ao do presidente do país. Desalinhando os mandatos no tempo, busca-se evitar, na medida do possível, a vinculação direta entre o posicionamento do governo frente à política (monetária ou de dívida pública) e o posicionamento da instituição diretamente encarregada e, assim, limitar os graus de liberdade para uma utilização discricionária dos instrumentos relacionados à mesma.

No que se refere aos bancos centrais, um caso comum é aquele no qual a diretoria é indicada pelo próprio governo, que pode ainda, em certos casos, nomear membros com a função explícita de representá-lo. No entanto, em muitos casos, existem regulações com o intuito de imporem limites à influência do governo. As limitações incluem

“proporções para indicações não-governamentais⁴⁴; nomeação ou recomendação não-governamental de candidatos; e/ou mandatos ou relativamente longos em comparação com o ciclo eleitoral, ou, no caso de membros da diretoria, espalhados de forma a reduzir a habilidade do governo em repor posições com seus próprios indicados”⁴⁵ (Castelo-Branco e Swinburne 1991:31).

Para as instituições encarregadas da dívida pública, no caso mais comum – o Modelo 2, com ou sem Tesouro –, os mandatos, a contratação e a demissão dos membros da diretoria estão, via de regra, fortemente subordinados à discricionariedade do governo.

⁴⁴ Principalmente em países cujos bancos centrais não são totalmente de propriedade governamental.

⁴⁵ É interessante notar que estes expedientes existem mesmo em bancos centrais com baixa autonomia. Ou seja, a limitação da nomeação e dispensa de membros não é em si garantia de independência; no entanto, é difícil imaginar a independência sem estas limitações.

No caso de DMOs, por sua vez, observa-se que os contratos podem ser fixos, com a dispensa vinculada à não-consecução de metas estabelecidas. É o caso da Nova Zelândia e da Suécia, por exemplo.

2.7.2.2 Processo formal de determinação de política e resolução de conflitos

De modo geral, quanto maior a autoridade para formular sua própria política e maior o poder para resistir a imposições de outras instâncias em casos de conflito, maior a independência institucional.

Podemos citar alguns arranjos gerais⁴⁶. No primeiro a instituição tem o mais alto grau de independência estatutária, ou seja, a instituição tem poder formal e prático o suficiente para resistir às pressões de bastidores do governo, de forma que mecanismos de resolução transparente podem não ser necessários. Ou ainda, a imposição da opinião pública poderia ser suficiente para impor constrangimentos decisivos ao governo.

No segundo arranjo a independência é formalmente instituída, mas devem haver reportes periódicos ao governo sobre as ações.

O terceiro arranjo contempla o caso em que a instituição tem autoridade para a formulação e/ou operacionalização da sua política, mas esta deve estar em linha com a política econômica do governo. Este, por sua vez, tem o poder de interferir sobre a autoridade dos responsáveis pela política, o que deve ser feito formalmente. Neste caso, os conflitos assumem dimensão pública e com relativa maior transparência. Isto fornece proteção adicional em termos de reais responsabilidades para a instituição, ao passo que constitui, ainda, aspecto disciplinador para o governo.

Finalmente, um último arranjo é aquele no qual a independência é formalmente descartada, e as intervenções governamentais são feitas de forma direta e não necessariamente por meio de mecanismos formais.

⁴⁶ Baseado em Castelo-Branco e Swinburne (1991).

Especificamente com relação aos modelos de administração da dívida pública apresentados, o mais comum – o Modelo 2 – não contempla a possibilidade de independência formal, com a política de dívida pública sendo desenvolvida em linha com a política econômica do governo e com os instrumentos de dívida pública podendo ser utilizados para suporte a outras políticas⁴⁷. Este Modelo se enquadra nos últimos dois arranjos expostos acima, sobretudo no último.

No caso dos DMOs, a independência instrumental evita que o caso extremo (independência total) seja verificado. Assim, devem haver reportes periódicos, haja ou não independência formal, o que torna este Modelo mais afeito ao segundo arranjo acima.

2.7.2.3 *Objetivos Estatutários*

Um rol reduzido de objetivos permite, *ceteris paribus*, a aquisição de maior grau de independência. Já a adoção de conjunto mais extenso de objetivos, desde que compatíveis entre si, provê maior independência que a adoção de objetivos incompatíveis ou não diretamente relacionados ao escopo de atuação das políticas a serem implementadas. No caso da dívida pública, o suporte à política monetária ou o desenvolvimento dos mercados mobiliários do país pode implicar, por exemplo, a emissão de papéis com características distintas das que seriam ideais no que se refere aos custos e ao perfil do endividamento.

A relação entre objetivos estatutários restritos e independência deriva-se de diversas razões. Primeiro, objetivos múltiplos podem criar inconsistências na operacionalização de políticas, o que poderia tanto afetar a credibilidade da instituição quanto produzir resultados econômicos indesejáveis; segundo, como instrumento único de política, a perseguição de diversas metas pode criar resultados inconsistentes; terceiro, podem ser criados desvios com relação aos objetivos centrais; quarto, o envolvimento de diversos órgãos do governo em políticas relacionadas à instituição minaria a liberdade de ação desta; e, por fim, múltiplos objetivos poderiam fazer cair a transparência da política de dívida pública, com qualquer problema de condução sendo justificado com referência aos demais objetivos.

⁴⁷ Logicamente, na prática, existem diversos graus em que isto é realizado.

Deste modo, quanto mais amplos os objetivos e quanto maior o rol de funções, mais a política da instituição terá referência em outras esferas de governo, o que poderá abrir espaços para ingerências ou forçar a adoção de medidas incompatíveis.

Os arranjos no estilo do Modelo 2 envolvem entre seus objetivos estatutários questões amplas, como fornecer suporte à política monetária e garantir o funcionamento suave dos mercados. Segundo Wheeler (1996), a maior parte dos países não apresenta objetivos bem claros para a administração da dívida pública em termos de custo e risco, em virtude da pouca definição (ou mesmo desconsideração) do grau de aversão ao risco do governo. Os resultados, em geral, são desempenhos ruins, falta de avaliação objetiva e desperdício de recursos. Mesmo quando os objetivos são definidos em termos de custos, normalmente não são claros os parâmetros relacionados, como o período em consideração ou se as metas implicam custos em regime de caixa ou do valor total do *portfolio*.

É importante frisar que nem sempre as atribuições formais são de fato verificadas. Tesouros que contam com um rol formal de objetivos amplo podem, de fato, atuar visando basicamente ao controle do endividamento público. Da mesma forma, agências com objetivos restritos poderiam ver-se compelidas a atuar em áreas mais amplas, principalmente se o governo tiver poder suficiente para conduzir as ações da instituição e/ou se, por motivos políticos, for do interesse da mesma.

2.7.2.4 Responsabilização pelo desempenho da política e limitações no uso de instrumentos

A confiabilidade do público está relacionada a sua capacidade de percepção do grau em que a instituição encarregada da dívida pública está comprometida com os objetivos a que se propõe. Deste modo, a transparência aparece como fator de grande relevância. No caso dos bancos centrais, segundo Castelo-Branco e Swinburne (1991:27), não existem, na legislação da maior parte dos países, mecanismos que encorajem a responsabilização e a monitoração. Em diversos deles, isto toma a forma da publicação de metas específicas para os agregados monetários ou para a inflação.

No caso da dívida pública, a transparência pode ser estimulada por meio de práticas semelhantes. A definição de metas de desempenho, envolvendo, por exemplo, o perfil de maturação da dívida, a *duration*, os custos e a composição cambial, entre outros, pode ser feita mediante o estabelecimento de *benchmarks* contra os quais comparar os resultados obtidos. Uma forma adicional de controle de desempenho pode ser dada pelo estabelecimento de reportes periódicos para a instância do governo à qual a instituição está diretamente subordinada ou ao Parlamento e/ou à divulgação pública dos resultados.

No que se refere à operacionalização de política, a independência pode ser afetada se não houver liberdade para a escolha dos instrumentos apropriados para a condução da política. Dois fatores interrelacionados são centrais: o grau de desenvolvimento do mercado e o tipo de arranjo com o governo quanto ao uso de instrumentos monetários e de dívida pública.

Como visto acima, mercados pouco desenvolvidos podem limitar o escopo de instrumentos, e, conseqüentemente, o alcance que pode ter a política, fazendo com que o financiamento do governo se dê por meio de mecanismos diretos⁴⁸. Arranjos nos quais são utilizados papéis do governo para a condução da política monetária exigem grau significativo de coordenação com a política de dívida pública, o que pode introduzir limitadores à independência.

O principal aspecto a ressaltar, contudo, diz respeito à possibilidade de o governo influir sobre o perfil da dívida, a fim de utilizá-la como instrumento de reforço da política econômica corrente. No caso de instituições independentes, isto seria contraposto ao grau de aversão ao risco estipulado para a administração da dívida pública, o que forneceria parâmetros mais objetivos para julgar a adoção de tais práticas. Na medida em que ambos os exemplos aumentassem o risco para o *portfolio* público, poderiam ser rejeitados ou modificados.

⁴⁸ Como, por exemplo, a obrigatoriedade de retenção em carteira de uma parcela determinada de títulos públicos, por parte de instituições financeiras privadas.

2.7.2.5 *Independência orçamentária*

A independência orçamentária tem papel importante para a independência, por ser um fator potencial a menos de pressão do governo sobre o processo de tomada de decisão. A independência orçamentária se traduz em maior possibilidade de utilização de recursos, a fim de obter maior autonomia administrativa, alcançando maior grau de flexibilidade para a contratação de pessoal especializado no estabelecimento de condições materiais de trabalho.

No caso de instituições de dívida pública, uma maior independência orçamentária é verificada apenas em modelos mais independentes, como em alguns DMOs. Este traço, contudo, não é comum a todas as instituições com este padrão. O modelo neozelandês tem o DMO localizado no interior do Tesouro e tem as funções administrativas coordenadas pelas divisões responsáveis nesta instituição.

2.7.2.6 *Independência informal*

Cukierman *et alli* (1992:363-367) ressaltam que a rotatividade nos cargos de diretoria podem ser bom indicador informal de independência, sendo que quanto maior a rotatividade, menor deverá ser a independência. Uma alta rotatividade torna o diretor suscetível a pressões do governo e desencoraja medidas de longo prazo. Por outro lado, se um diretor fica no cargo por vários anos, pode contar com maior prestígio para resistir a pressões. No entanto, a baixa rotatividade não implica necessariamente maior independência.

Além de se referir ao que ocorre na prática face aos arranjos formais, um importante fator vem da delegação de funções no interior das estruturas de administração de dívida. No caso do modelo neozelandês, por exemplo, a independência do arranjo aparece, sobretudo, na estrutura interna, traduzida, em boa medida, pelas delegações de funções às instâncias inferiores, pela eliminação dos processos burocráticos e pelos mandatos fixos para a diretoria. A delegação de funções pode aparecer também em estruturas formalmente delineadas nos moldes de outros modelos. Nos EUA, por exemplo, as questões corriqueiras (como aceitação do resultado dos leilões) são deixadas às instâncias mais técnicas.

2.6 Conclusão

O aumento do peso da dívida pública sobre as contas nacionais de diversos países e as questões colocadas para as políticas macroeconômicas pelos elementos característicos da “globalização financeira” enfatizaram o papel da administração da dívida pública e ressaltaram a adoção de arranjos baseados nos “princípios de mercado” e de técnicas mais sofisticadas de gerenciamento. Diante disto, ganhou força a discussão sobre a necessidade de promover, na medida do possível, a separação entre as funções estritamente técnicas da administração de dívida e as funções de formulação de política econômica.

Os diversos “pontos de contato” existentes entre a política de dívida pública e a política monetária fazem com que a separação de funções tenha um foco particularmente relevante no relacionamento entre ambas. No âmbito estratégico, esta questão é traduzida na diferenciação entre os objetivos das políticas, dando maior especificidade para a condução da dívida pública. No âmbito técnico, traduz-se na adoção de arranjos para a operacionalização das políticas que permitam que a perseguição dos objetivos delineados para a dívida pública não seja prejudicada pela utilização dos seus instrumentos visando à consecução de metas monetárias e/ou cambiais.

A adoção de estruturas e arranjos para a administração da dívida pública com forte grau de autonomia, portanto, é condicionada pelos objetivos, pelas políticas e estratégias adotadas, e, de forma mais ampla, pela importância relativa para a política econômica atribuída ao papel da dívida pública, por um lado, e é limitada pelo estágio de desenvolvimento dos mercados financeiros e por questões relacionadas ao equilíbrio do poder político entre as instituições, por outro. Embora não sejam totalmente determinísticos, estes elementos poderão introduzir a necessidade de maior separação institucional de funções. Conforme se apresentem, contudo, poderão igualmente comprometer a implantação de políticas mais independentes.

A adoção de “princípios de mercado” para a condução do financiamento do governo, por sua vez, traz, como contrapartida, que a condução da dívida pública não deve afastar-se substancialmente da trajetória vista como sustentável pelos agentes privados.

Neste contexto, amplia-se a importância do estabelecimento de parâmetros de risco e de estratégias de longo prazo consistentes com a política econômica, favorecendo a transparência e a credibilidade da política de dívida pública. Os ganhos imediatos que podem ser auferidos pelo governo, entretanto, constituem-se em inegável incentivo para a utilização dos instrumentos de dívida com objetivos de curto prazo. Ademais, a política de dívida pública pode ser utilizada para reforçar as demais políticas (notadamente as políticas monetária e cambial). Isto suscita conflitos de interesse para a condução da dívida pública.

As estruturas institucionais para a administração da dívida pública nos moldes do DMO surgem como tentativa de resposta a esta questão. A concepção de uma unidade com alto grau de autonomia para a condução da dívida pública guarda paralelo com as discussões relativas aos bancos centrais independentes, podendo ser vista como contraface institucional da separação da política monetária das esferas de influência política. A idéia subjacente é que os riscos e conflitos envolvidos não justificam deixar a administração da dívida a cargo de um governo supostamente comprometido com a sustentabilidade das condições fiscais. Assim, ao governo é atribuído apenas o estabelecimento de diretrizes, ficando as funções técnicas afastadas de sua discricionariedade. Em adição, a criação de uma estrutura institucional facilita o gerenciamento mais profissional da dívida.

Dentre as características organizacionais importantes com relação ao grau de autonomia figuram: clara definição de objetivos, restringidos ao escopo da dívida pública; definição de um perfil de risco em sintonia com os objetivos; papel e composição da diretoria condizente com a independência, pois é possível dizer que o grau de independência guardaria uma relação inversa com o grau de liberdade do governo em nomear e demitir os membros da diretoria; aplicação da independência instrumental; e independência orçamentária para maior autonomia administrativa e obtenção de recursos para a realização de políticas ativas.

Até este ponto, tratou-se das estruturas institucionais nos seus formatos “ideais”, ou seja, fora do contexto da experiência dos países. Obviamente, quando transplantadas para a prática, os modelos e arranjos entre políticas irão assumir contornos específicos. No próximo capítulo será discutida a administração da dívida pública no Brasil.

Capítulo 3

Administração da dívida pública no Brasil

3.1 Introdução

Os capítulos anteriores procuraram fornecer as linhas mais gerais para a discussão acerca da introdução de arranjos que forneçam maior autonomia para a condução da dívida pública. A questão, entretanto, só pode adquirir correta perspectiva quando relacionada às especificidades de um arranjo institucional concreto e ao tipo de política econômica adotada. Por esta razão, este capítulo irá abordar a experiência brasileira na administração da dívida pública no decorrer dos anos 1980 e 1990.

O objetivo, aqui, é ressaltar a problemática recente do endividamento público no Brasil. A ênfase do capítulo recairá sob dois aspectos: as mudanças institucionais ocorridas no decorrer dos anos 1980 e no início dos anos 1990 e a dinâmica recente da dívida pública no país, ressaltando sua relação com as medidas de política econômica adotadas e com os arranjos institucionais, dando especial atenção ao relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central. Dado o caráter amplo das mudanças institucionais e as diversas alterações em termos de política econômica no período, não será possível, obviamente, realizar análise pormenorizada de cada aspecto.

A discussão será iniciada, no item 3.2, com breve histórico institucional, enfatizando o processo de mudança da organização para a administração da dívida pública a partir de meados dos anos 1980. A descrição da estrutura institucional atual para a administração da dívida pública no Brasil será apresentada no item 3.3, fazendo distinção entre os arranjos para a condução da dívida interna (item 3.3.1) e da dívida externa (item 3.3.2) de responsabilidade do Tesouro Nacional, e expondo as atribuições formais do Banco Central do Brasil (item 3.3.3). O item 3.4 discorrerá sobre o comportamento da dívida pública brasileira entre 1990 e 1998, buscando identificar a dinâmica específica do endividamento e os fatores que a determinam. Por fim, as conclusões serão apresentadas no item 3.5.

3.2 Evolução Institucional

Este item tem como objetivo delinear a estrutura de administração da dívida pública no Brasil, conforme esta se configurava até meados dos anos 1980, e descrever brevemente o processo de mudança desta estrutura a partir de 1986.

Da perspectiva das finanças públicas, os anos 1980 e 1990 representaram longo processo de mudança institucional. Em princípio, a década de oitenta apresentou três momentos-chave. O primeiro refere-se à eclosão da crise da dívida externa em 1982, espécie de “estopim” para significativo processo de mudança institucional; o segundo momento situa-se em meados da década, quando foram adotadas diversas medidas visando à separação entre as funções de política monetária e de política de dívida pública; por fim, o terceiro momento diz respeito às inovações introduzidas pela Constituição de 1988.

No início dos anos oitenta, as contas públicas apresentavam forte desequilíbrio financeiro. A dificuldade de administração das finanças públicas já se mostrava nos objetivos contraditórios de política econômica adotados a partir de meados da década anterior, e nos instrumentos utilizados para sua consecução. A política adotada é descrita por Coutinho e Belluzzo (1982). Foram implementadas, por um lado, políticas de gastos e investimentos públicos de caráter expansionista, no âmbito do II PND (e em meio a movimento recessivo de caráter mundial), financiados, em grande medida, por recursos externos; e, por outro, políticas de crédito e financiamento contencionistas, visando a conter a inflação e o déficit de Balanço de Pagamentos.

Em decorrência, alternaram-se períodos de predomínio das medidas de contenção do crédito e de expansão dos gastos públicos até 1976, quando foi reforçada a política de cunho contencionista, apoiada por interpretação que atribuía o processo inflacionário a excessos na demanda. A partir daí, o combate à inflação combinou maior controle do gasto público com liberação das taxas de juros, sendo que esta última medida visava a conter a expansão do crédito, de forma a comprimir a demanda privada e a criar diferencial positivo para o financiamento no mercado externo em contraposição às condições de crédito interno.

O aumento das taxas de juros internas, entretanto, trouxe efeitos adversos que acabaram por inviabilizar a estratégia adotada e imprimiram forte deterioração para a dívida do governo. A entrada de empréstimos em moeda estrangeira gerava pressão sobre a dívida pública, utilizada para financiar sua conversão. O aumento dos juros afetava as empresas de três formas principais: pela erosão de suas margens de rentabilidade, o que provocava movimentos defensivos de reajuste de preços, pressionando a inflação; pelo comprometimento da capacidade de rolagem das dívidas privadas internas (sobretudo de pequenas e médias empresas, com acesso restrito às fontes de crédito menos custosas); e pela política de desvalorizações, atrelada ao estímulo de contratação de empréstimos externos, que pressionavam as empresas exportadoras.

Os efeitos dos juros sobre as empresas levaram a progressivo retorno de linhas de crédito e subsídios. O financiamento destes, por sua vez, foi feito, primeiramente, mediante o aumento do depósito compulsório dos bancos, o que pressionou ainda mais as taxas de juros. Com o recrudescimento da inflação, entretanto, o Tesouro viu-se obrigado a recorrer fortemente ao mercado monetário, a fim de cobrir o diferencial entre seu custo de captação e o crédito subsidiado. A subida da taxa de juros, por outro lado, favoreceu um movimento de “ciranda financeira”, alimentado pela combinação entre o diferencial entre as taxas internas e externas e os créditos subsidiados¹. As tentativas de controle sobre o gasto público, por sua vez, foram minadas pela utilização das empresas estatais para obter recursos no euromercado.

A incongruência de objetivos atrelados a estas políticas e do instrumental utilizado para sua realização ficou evidente com a tentativa de recomposição das contas públicas e de desmonte da “ciranda financeira” implementada por Delfim Netto à frente da SEPLAN. A inflação dos anos anteriores foi atribuída ao descontrole das finanças públicas e à forma de seu financiamento². Neste sentido, foram promovidas mudanças tributárias, eliminação de subsídios e atualização de preços e tarifas públicas. Buscou-se desacelerar o crescimento da dívida externa, mediante o uso das reservas. Com respeito ao gasto, a opção foi a de não

¹ Para maiores detalhes, ver Coutinho e Belluzzo (1982:161-165).

² Cf. Coutinho e Belluzzo 1982:169

promover processo recessivo, ao que foram adotadas políticas de priorização da agricultura e das exportações e de manutenção de nível moderado de expansão das estatais. Para fazer frente à “ciranda financeira”, foram utilizados tabelamento de juros e medidas de degradação dos índices de correção monetária e cambial.

Os desdobramentos deste conjunto de medidas são apresentados por Coutinho e Belluzzo (1982:182):

“Todo este conjunto de aumentos e choques repercutiu duramente sobre a taxa de inflação. (...) A inflação só não se acelerou de forma ainda mais intensa porque o governo tentou desmontar a engrenagem viciosa da “ciranda” financeira e buscou desconectar as condições internas de crédito do giro da dívida externa. (...) Esta política permitiu desinflar o vertiginoso giro da dívida pública, fazendo regredir a sua hipertrofiada circulação secundária (*open market*) e amorteceu a potente correia inflacionária que era propulsionada pela correção monetária plena.

No entanto, a [forma de] implementação destas medidas (...) fez desmoronar a credibilidade do governo, exacerbando, por sua vez expectativas instabilizadoras.”

A sucessão de prefixações dos índices de correção monetária e cambial, em níveis claramente irrealistas, suscitou onda de ações de caráter preventivo e especulativo por parte dos agentes privados. Dentre estas medidas, incluíam-se importações preventivas, afetando ainda mais a situação da balança comercial. Tal situação veio a somar-se ao aperto progressivo nas condições externas de crédito, tornando insustentável a estratégia de ajuste adotada. Em decorrência, foi adotada política fortemente recessiva ao final de 1980.

A moratória mexicana em 1982 provocou a suspensão do fluxo internacional de recursos para os países em desenvolvimento. Para o Brasil, isto implicou a impossibilidade de manutenção da estratégia de rolagem da dívida externa por meio da geração de estímulos à captação de recursos externos, presente desde o início dos anos 1970, e a conseqüente insustentabilidade dos desequilíbrios nas contas externas.

Na verdade, o desequilíbrio das contas públicas presente ao final dos anos 1970 e início dos anos 1980 eram reflexo da própria lógica do formato institucional do Estado brasileiro. Conforme expõe Biasoto (1995:134),

“(d)esde as várias agências de fomento e regulação do capitalismo em formação, passando pela gestão dos conflitos entre o capital e o trabalho, e chegando à constituição de grandes blocos produtivos, o Estado brasileiro sempre se colocou na perspectiva da estruturação das bases técnicas e sociais do capitalismo brasileiro, ajudando mesmo a forjar a estrutura de classes. O aparelho estatal amoldou-se às necessidades colocadas pelo capitalismo e antecipadas pela própria tecno-burocracia pública na busca do desenvolvimento.”

Neste sentido, a expansão do endividamento público refletia a enorme necessidade de mobilização de recursos e de expansão de crédito por parte do Estado, visando a dar sustentação ao processo de desenvolvimento capitalista no País. Os recursos de origem externa constituíam-se em componente essencial neste processo, sendo responsável por grande parcela do financiamento.

“A institucionalidade vigente nos anos sessenta e início dos setenta tinha como elemento fundamental a liberdade das entidades públicas em recorrerem a fontes de crédito de origem externa. O correr dos anos mostrou que esta não era uma lógica microeconômica das entidades públicas, mas um objetivo macro, que ficou explicitado na compensação da retração dos tomadores privados de crédito no mercado internacional pelas empresas estatais. Para tanto, o Tesouro avalizou todo o tipo de projeto de investimento, mesmo aqueles que não se mostravam economicamente viáveis (Biasoto 1995:137)”.

Assim, a suspensão dos fluxos de recursos externos significou também o rompimento da lógica de sustentação do capitalismo nacional e a inviabilização do formato institucional. Impunha-se, portanto, a reformulação das formas de financiamento do Estado, o que implicava, por sua vez, uma completa revisão da organização institucional.

“Esta situação de restrição às contas públicas implicou em imensa pressão dos beneficiários dos gastos públicos sobre as autoridades econômicas. No início dos anos

oitenta, passaram a pesar sobre estas últimas as mais diversas formas de demandas, emergentes especialmente dos setores mais prejudicados a partir da crise do endividamento e do período recessivo iniciado em 1981. Além dos subsídios ao trigo e a outros produtos agrícolas e ao consumo de derivados de petróleo, subsídios de crédito aos setores agrícola e exportador e da renúncia tributária em benefício de setores exportadores, as contas públicas passaram a ser pressionadas para agirem como fator compensatório à retração de demanda e margens de lucro.

A partir de um quadro de desequilíbrio crescente dos gastos e despesas correntes e de capital e de restrição às fontes de financiamento, tornou-se claro que a necessidade de maior controle sobre as contas públicas era tarefa inadiável (Biasoto 1995:138).”

No processo de renegociação da dívida externa que se seguiu à crise de 1982, o País formulou acordos com diversos organismos internacionais, em especial com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Estes acordos, como é sabido, implicavam uma série de condicionalidades. Seguindo o receituário ortodoxo da instituição, foram fixadas metas quanto ao déficit público, à evolução da dívida governamental, à inflação, à política monetária e ao Balanço de Pagamentos. As metas econômicas eram fixadas tendo por base os resultados de períodos anteriores, o que supunha a existência de estatísticas e de processos de contabilização que produzissem números confiáveis e compatíveis com critérios do FMI. No entanto, conforme ressalta Mota (1993:201), o Brasil tanto não contava com critérios de mensuração com padrões compatíveis com os do Fundo, como também, na verdade, não possuía critérios de mensuração que permitissem o levantamento de séries estatísticas consistentes e confiáveis³. A razão disto estava, em grande medida, na ausência de uma estrutura institucional adequada para a administração das finanças públicas.

Assim, a necessidade de comprometimento com o FMI expunha o despreparo das instituições brasileiras para a organização de instrumental adequado de planejamento, de execução e de controle das finanças públicas. Este despreparo, contudo, era apenas a

³ O sistema contábil do Governo apresentava algumas inadequações. A contabilidade era realizada com um defasagem mínima de quatro meses, tornando os dados apresentados virtualmente inúteis sob o ponto de vista gerencial. Em segundo lugar, a execução orçamentária e financeira era realizada de forma descentralizada, no âmbito de cada unidade gestora, o que resultava em um freqüente problema de inconsistência de dados.

contrapartida mais aparente da necessidade da utilização do Estado como elemento dinamizador da economia. Como não poderia deixar de ser, o formato institucional respondia a esta lógica, configurando um Estado com forte capacidade de intervenção e apresentando enorme descentralização das decisões de gasto e assunção de compromissos em nome do Tesouro Nacional.

Destaque-se que a institucionalidade oriunda da lógica de organização das finanças públicas no Brasil levava a uma sobreposição das atribuições e execução das políticas monetária e de dívida pública. Isto proporcionava pouca transparência às contas públicas e impunha limites à administração das políticas, apresentando, a despeito do tipo de política adotada, enorme potencial de descontrole dos gastos públicos.

Até meados da década de 1980, as principais instituições encarregadas das finanças públicas no Brasil eram o Banco Central, o Banco do Brasil e o Ministério da Fazenda, as quais dividiam diversas funções relacionadas à administração financeira do governo.

O Banco Central e o Banco do Brasil exerciam, conjuntamente, o papel de Autoridade Monetária. Suas atividades, entretanto, transcendiam a este papel. As instituições assumiam diversas funções de caráter fiscal e de administração da dívida pública, fato que caracterizava a inexistência de separação estrita entre as funções de política de dívida pública e política monetária. Isto propiciava importante fonte de mobilização de recursos e expansão creditícia para o governo. Conforme coloca Biasoto (1995:136),

“(a) utilização do poder emissor da Autoridade Monetária, conjugado à regulação da expansão do crédito e das Reservas Internacionais, permaneceram sempre imersos no conjunto das políticas de subsídio e crédito favorecido conduzidas pelo Banco Central e pelo Banco do Brasil. De fato, o formato institucional existente propiciava a utilização do chamado imposto inflacionário para efetivação de gastos governamentais, mas esta era apenas uma faceta menor da gigantesca máquina monetária, cambial e financeira erigida sobre o Banco Central e o grande banco oficial do País, cuja principal razão de ser era justamente a

potencialização do crescimento e a viabilização da intervenção pública no campo macroeconômico e em espaços específicos da atividade privada.”

O Banco do Brasil tinha entre suas principais atribuições a execução orçamentária do Governo. Neste sentido, realizava operações referentes à política de crédito oficial, assim como outras operações do governo em nome do Tesouro Nacional e do Banco Central. Para isto a instituição contava com acesso automático aos recursos do Banco Central, por meio da Conta Movimento. Criada em 1965, a Conta Movimento tinha originalmente a função de registrar as operações realizadas pelo Banco do Brasil como agente financeiro do Banco Central. Com o passar do tempo, contudo, a Conta transformou-se em fonte automática de suprimentos ao Banco do Brasil, permitindo a realização das operações sem o prévio provisionamento de recursos. Na prática, isto significou que a Conta passou a ser um mecanismo de criação de moeda sem nenhum controle, transformando-se em um dos principais mecanismos responsáveis pelo descontrole das finanças públicas⁴.

Além das funções estritamente referentes ao seu papel de Autoridade Monetária, o Banco Central tinha como atribuições a realização de operações de fomento e a administração da dívida pública mobiliária. Esta contava com dois tipos de títulos de responsabilidade do Tesouro: as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), instituídas em 1964, sendo papéis indexados à inflação e oferecedores de prêmios atraentes, direcionados para o financiamento do déficit público; e as LTNs, criadas em 1970, com a característica de serem títulos de curto prazo que permitiam indicar as taxas de juros nominais, e, portanto, eram utilizadas pelo Banco Central para a execução de política monetária (Cf. Llussa 1998:50-51). Estes foram, até 1985, os únicos títulos de dívida pública.

Por meio da Lei Complementar n.º 12, de 8 de novembro de 1971, o Banco foi autorizado a emitir títulos de dívida de responsabilidade do Tesouro Nacional com fins de política monetária, sem necessidade de previsão no Orçamento Geral da União, não sendo assim passíveis de aprovação pelo Poder Legislativo. Esta medida visava a, por um lado,

⁴ Ver Mota (1993:202).

facilitar a execução de política monetária e, por outro, deslocar o controle das políticas fiscal e monetária do âmbito do Legislativo para o Executivo.

A tentativa de controle sobre as funções de Autoridade Monetária era exercida por meio do Orçamento Monetário, aprovado anualmente pelo Conselho Monetário Nacional, com a função de limitar as operações realizadas por meio do Banco do Brasil. Na prática, como não havia estrita separação entre as funções fiscais e monetárias destas instituições, o resultado era a completa fusão financeira entre Banco Central, Banco do Brasil e Ministério da Fazenda, atuando conjuntamente como caixa da União, e, assim, obscurecendo os resultados financeiros do governo. Diversas contas de caráter nitidamente fiscal (como subsídios e operações de crédito agrícola e ao setor exportador), recursos que seriam aplicados em nome do Tesouro Nacional e mesmo encargos da dívida mobiliária transitavam pelo Orçamento Monetário, não sendo incluídos no orçamento da União. Isto criava sérias distorções dos dados referentes ao déficit público, e fazia com que o Orçamento Fiscal se mostrasse sempre superavitário⁵.

Merecem destaque três aspectos especialmente problemáticos do relacionamento entre as instituições responsáveis pelas finanças públicas. Primeiro, a permissão para realização de emissões de dívida primária com objetivos monetários abria brecha para que, na prática, estas fossem utilizadas para cobertura dos gastos realizados pelo Banco do Brasil e/ou Banco Central em nome do Tesouro Nacional. Desta forma, não era claro se as operações de emissão primária eram feitas com objetivos fiscais ou monetários. Como os valores captados não precisavam entrar no Orçamento Geral da União (OGU), isto era fonte de grande descontrole do gasto. Além disto, as operações de dívida pública eram conduzidas pelo Banco Central em nome do Tesouro Nacional, tornando ainda mais difícil a diferenciação das operações.

Em segundo lugar, como as operações de fomento, que eram incluídas apenas no Orçamento Monetário, tinham sua condução feita pelo Banco Central, não era raro serem financiadas por emissão monetária. Além de gerar distorções para a efetiva mensuração do déficit público, isto era potencial foco de conflito com a execução da política monetária.

⁵ Cf. Biasoto (1995:142-143)

Mais ainda, isto é demonstrativo da utilização do Banco Central como instrumento de alavancagem da economia.

E, em terceiro lugar, discutia-se sobre dois aspectos referentes ao relacionamento financeiro Banco Central – Tesouro Nacional: a apropriação pelo Banco Central das receitas oriundas de sua carteira de títulos, composta em grande parte por títulos de emissão do Tesouro Nacional; e a responsabilidade dos encargos financeiros das operações realizadas pelo Banco Central em nome do Tesouro Nacional, em especial sobre os encargos referentes aos depósitos em moeda estrangeira e aqueles decorrentes da dívida externa.

Diante deste quadro, várias medidas foram tomadas, tendo como diretriz básica a separação entre as funções de política monetária e política de dívida pública. O objetivo era eliminar focos de descontrole dos gastos públicos e proporcionar maiores transparência e capacidade de gerência às contas do governo. Estas medidas são identificadas, neste trabalho, como o segundo momento-chave de mudança institucional na década de 1980, conforme exposto no início deste capítulo.

Primeiramente, foram adotadas várias medidas de reformulação orçamentária, visando a incorporar ao OGU todas as operações não reembolsáveis do Banco do Brasil e do Banco Central. Além disto, com o objetivo de assegurar maior controle monetário e maior transparência, o saldo da Conta Movimento foi congelado, fazendo com que o Banco do Brasil perdesse o acesso direto aos recursos do Banco Central.

Uma segunda medida foi estipular que quaisquer operações realizadas pelo Banco do Brasil em nome do Banco Central ou do Tesouro Nacional seriam objeto de prévio e específico suprimento de recursos. No sentido de compensar a súbita perda de recursos, entretanto, o Banco foi autorizado a realizar todas as operações normalmente realizadas por um banco comercial comum, ficando igualmente sujeito às mesmas regras. Isto teve duas implicações diretas: foram suprimidos os limites quantitativos às operações do Banco do Brasil, o que, na prática, significou a eliminação da figura do Orçamento Monetário (que

existia justamente para controlar estes limites); e foi retirado da instituição o papel de Autoridade Monetária, que tornou-se atribuição exclusiva do Banco Central.

No bojo do processo de unificação orçamentária, as despesas oriundas de programas e operações oficiais de crédito, assim como fundos especiais de qualquer origem, passaram a constituir um anexo no OGU, o Orçamento das Operações Oficiais de Crédito (OOOC). Nele foram agrupados os programas financiados com recursos do Banco Central; os créditos concedidos pelo Banco do Brasil com recursos oficiais às atividades rurais, de exportação e de abastecimento; as subvenções econômicas às dívidas oriundas de financiamentos a micro, pequenas e médias empresas; os programas de saneamento financeiro de Estados, Municípios e bancos estaduais e o programa de refinanciamento de dívidas externas com aval do Tesouro Nacional⁶.

A terceira providência adotada foi a preparação do Ministério da Fazenda para a execução orçamentária. Neste sentido, foi criada a Secretaria do Tesouro Nacional⁷, tendo como funções básicas manter a regulação financeira do setor público federal e a execução orçamentária-financeira do Governo, elaborar a programação financeira anual e plurianual da União, subsidiar a formulação da política de financiamento da despesa pública, elaborar e executar a política de dívida mobiliária federal e exercer a função de órgão central do sistema de controle interno do Poder Executivo⁸. Criava-se, assim, uma instituição com a atribuição de realizar a administração financeira das contas públicas. Em adição, a criação da Secretaria implicou maior centralização das responsabilidades e haveres do Tesouro Nacional, diminuindo a descentralização presente na administração pública.

No bojo desta tentativa de separação na atribuição de funções, o Banco Central foi autorizado a lançar títulos de sua responsabilidade. Assim, em maio de 1986, foram lançadas as Letras do Banco Central (LBCs), papel concebido especificamente para servir como instrumento de política monetária⁹.

⁶ Cf. Biasoto (1995:157-158).

⁷ Decreto n.º 92.452/86.

⁸ Biasoto (1995:153).

⁹ Cf. Llussa (1998:53-54), o papel tinha prazo máximo de um ano e seu rendimento era definido pela taxa do *overnight*.

Na tentativa de promover a separação financeira entre o Banco Central e a Secretaria do Tesouro Nacional¹⁰, a esta instituição foi atribuída a responsabilidade exclusiva pela administração da dívida pública mobiliária federal com fins de financiamento, que teve suas emissões restritas à cobertura de déficits orçamentários explicitados no OGU. Ao Banco Central coube a função de agente financeiro do Tesouro. Além disto, ao Tesouro Nacional coube também a responsabilidade pelos programas de fomento, cujos recursos deveriam estar previamente alocados no OGU, no OOC. E, finalmente, determinou-se que os resultados positivos obtidos pelo Banco Central, considerando-se todas as receitas e despesas de suas operações, seriam transferidos semestralmente para o Tesouro Nacional, após compensados eventuais prejuízos de anos anteriores. Os recursos oriundos de tais resultados deveriam necessariamente ser utilizados no resgate de títulos do Tesouro na carteira do Banco Central. Assim, o Tesouro assumia formalmente a responsabilidade pela administração da dívida pública e pelo financiamento do déficit mediante a contratação de dívida.

No processo de separação de contas entre Tesouro e Banco Central, os débitos daquele em favor deste foram liquidados por meio da emissão de Letras do Tesouro Nacional, série E (LTN-E), criadas especialmente para este fim. Os débitos decorriam da transferência para o Tesouro dos saldos de operações reembolsáveis de interesse desta instituição e realizadas com recursos do Banco Central até o final de 1987. O saldo das LTN-ES tiveram queda rápida, em virtude de resgates antecipados por meio do uso do resultado do Banco Central, além dos resgates regulares.

Em uma terceira etapa do processo de mudança institucional apontado acima, a nova Constituição em 1988 trouxe diversas alterações ao relacionamento entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Duas merecem especial atenção: a centralização do caixa da União no Banco Central, por meio da Conta Única¹¹ e a proibição do financiamento direto e indireto ao Tesouro pelo Banco Central.

¹⁰ Medidas estipuladas pelo Decreto-Lei n.º 2.376/87.

¹¹ Na verdade, a unificação do caixa foi realizada ainda em 1986, conforme observa Bastos (1996:06). Nesta fase, entretanto, os recursos eram reunidos em uma conta do Tesouro no Banco de Brasil, sendo recolhida ao Banco Central apenas a posição líquida.

A lógica por trás da Conta Única estava na busca de eficiência na administração dos recursos da União, de forma a tornar mais transparentes as disponibilidades de caixa e o fluxo de recursos¹². Antes de sua implantação, era prática corrente as unidades administrativas manterem no Banco do Brasil elevados saldos médios para fazer frente às suas obrigações, sendo os recursos liberados antes da efetiva realização do pagamento. A Conta Única permitiu não apenas a centralização dos recursos, mas, também, a sua liberação apenas no dia da realização do dispêndio pela unidade gestora.

A movimentação da Conta Única é composta pelo crédito advindo do recolhimento de tributos federais, pelos lucros do Banco Central transferidos ao Tesouro, pelos saldos das operações com títulos e da remuneração destas disponibilidades, e pelo débito dos recursos para a realização de gastos. A partir de 1989, o saldo da Conta passou a ser remunerado, com o objetivo de corrigir o saldo, que sofria grande deterioração com a escala inflacionária. Em abril de 1993, os depósitos passaram a ser feitos em duas contas separadas, uma para recursos de origem tributária e outra para recursos de origem não-tributária¹³.

A proibição do financiamento direto e indireto do Tesouro pelo Banco Central, por sua vez, tinha como objetivo primário impedir a utilização de fontes potencialmente inflacionárias de financiamento. No entanto, foi estabelecido que o Banco Central poderia transacionar títulos do Tesouro Nacional no mercado secundário para a condução da política monetária, o que abria uma brecha na proibição do financiamento¹⁴. De fato, o financiamento indireto podia advir de vários mecanismos. Primeiro, mais de 80% dos títulos de emissão do Tesouro Nacional estavam na carteira do Banco Central, e podiam ser rolados automaticamente no seu vencimento. Segundo, se o Tesouro Nacional não fosse capaz de, em um leilão de dívida interna, colocar junto aos tomadores finais um valor

¹² Para uma exposição mais detalhada, ver Bastos (1996).

¹³ A divisão visa a separar os recursos de origem tributária do resultado do Banco Central e sua remuneração, os quais são registrados na conta de recursos não-tributários e são direcionados à utilização específica (resgate de títulos do Tesouro na carteira do Banco Central).

¹⁴ Cf. Bastos (1996).

equivalente ao resgatado, o Banco Central poderia subscrever a parcela não absorvida em mercado¹⁵.

Embora tenha introduzido elementos que favoreciam a separação entre as políticas, a nova Constituição trouxe, igualmente, maior rigidez para os gastos públicos (Cf. Modiano 1990:373). As vinculações de receita foram aumentadas (como, por exemplo, as transferências constitucionais para estados e municípios), os gastos da esfera federal foram ampliados e encargos sociais foram criados ou elevados (com efeitos sobre as contas da Previdência e sobre os custos de produção). Independente do mérito destas questões, o que interessa aqui é que isto significou a introdução de maior dificuldade para operar programas de ajuste fiscal.

A despeito dos problemas remanescentes, o conjunto de medidas de caráter institucional adotadas no decorrer dos anos 1980 introduziu, sem sombra de dúvida, maior transparência e maior separação para a execução das políticas monetária e de dívida pública, significando maior possibilidade de controle e diminuindo as potenciais fontes de vazamentos fiscais. A situação fiscal no decorrer da década, não obstante, apresentou significativa deterioração. No período compreendido entre o Plano Cruzado e o Plano Collor, houve um salto no crescimento da dívida pública, o que estava associado, sobretudo, ao perfil de curtíssimo prazo e altos custos que assumiu o endividamento em decorrência do fracasso dos sucessivos planos econômicos do período (Cf. Llussa 1998:54).

Nos anos noventa, o primeiro aspecto a ser ressaltado diz respeito às medidas adotadas a partir de 1993, visando a aprofundar o processo de separação de contas entre Tesouro Nacional e Banco Central. Identificavam-se dois fatores principais prejudicando a transparência e a separação entre as instituições¹⁶: os passivos externos de responsabilidade da União na carteira do Banco Central e o excesso de títulos do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central. Estes dois fatores geravam distorções no resultado do Banco e

¹⁵ Cf. Decreto-Lei 2376, art. 2o. Este aspecto não está mais em vigor. Existe, contudo, uma forma mais indireta de fazer isto. O Banco Central pode financiar o mercado a comprar os títulos do Tesouro, criando uma demanda antes inexistente para os papéis. No aspecto macro, isto aparece como injeção de liquidez no mercado.

¹⁶ Cf. Banco Central do Brasil (1994:23-24).

afetavam o financiamento dos gastos públicos, por meio do mecanismo de transferência de lucros para o Tesouro Nacional.

As dívidas externas estatizadas, mantidas no passivo do Banco Central, tinham como *hedge* títulos do Tesouro Nacional mantidos na sua carteira, os quais rendiam a taxa média do *over* (Cf. Biasoto e Mussi 1997:08-11). O custo das obrigações externas para o Banco Central, entretanto, ficava em torno de 5,0% a.a. mais correção cambial. Este diferencial gerava um desequilíbrio a favor do resultado do Banco Central, ampliando, como contrapartida, o déficit operacional do Tesouro.

Em meados de 1993, o Banco Central apresentava haveres contra o Tesouro Nacional de US\$ 87,7 bilhões e um passivo de US\$ 50 bilhões, decorrente do processo de assunção da dívida externa no decorrer das décadas anteriores¹⁷. Visando a redução do montante de títulos de emissão do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central, foi realizada operação conjunta entre as instituições (conhecida como “operação caixa-preta”). Neste sentido, os títulos que lastreavam as obrigações externas foram substituídos por Notas do Tesouro Nacional série L (NTN-L), de rentabilidade equivalente ao custo do passivo externo, o que visava corrigir o desequilíbrio entre Tesouro e Banco Central proveniente da assunção do passivo externo por este último, e significou economia de US\$ 5,8 bilhões em futuros encargos para o Tesouro. Em adição, foi realizado o resgate antecipado de US\$ 4,0 bilhões em títulos do Tesouro na carteira do Banco Central, os quais pagavam juros de 30% a.a., por meio de recursos levantados com emissão de papéis no mercado, a 16% a.a. (Cf. Nunes 1998:145-146). Estas operações permitiram reduzir a carteira de títulos de emissão do Tesouro Nacional mantida pelo Banco Central.

As NTN-Ls foram títulos emitidos especialmente como passo intermediário no processo de transferência do passivo externo. No processo de renegociação da dívida externa, no âmbito do Plano Brasileiro de Financiamento e do Clube de Paris, em 1994, os valores relativos à dívida foram convertidos em bônus do Tesouro Nacional. Desta forma, o passivo externo referente a estes dois itens, da ordem de US\$ 42,8 bilhões, foi assumido por esta instituição. Em contrapartida, foi feito o resgate de títulos do Tesouro (NTN-Ls) na

¹⁷ Cf. Mota (1993:222-223).

carteira do Banco Central, em valor equivalente^{18,19}. Utilizou-se, para isto, principalmente lucros transferidos ao Tesouro Nacional.

Com relação aos títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional remanescentes na carteira do Banco Central, foi realizada, na mesma data da troca com as NTN-Ls, uma troca por novos papéis do Tesouro com vencimentos alongados (entre 1994 e 1997). Isto teve como objetivo facilitar a programação orçamentária do Tesouro e prover o Banco Central de títulos mais apropriados à política monetária²⁰.

Os procedimentos descritos acima resultaram na diminuição do serviço total da dívida e na redução do resultado positivo do Banco Central, oriundo da manutenção em carteira de volume de títulos bem superior às necessidades de execução de política monetária. Ademais, implicaram o aumento da transparência no relacionamento entre as instituições e na execução das respectivas políticas. Restam, no entanto, diversos problemas de relacionamento entre as instituições, o que poderá ser visualizado na análise abaixo. Buscando facilitar a compreensão, são apresentadas de forma esquemática, no Anexo IV, as mais importantes contas de ambas as instituições, conforme se configuram atualmente.

3.3 Estrutura institucional para a administração da dívida pública - situação atual

Tendo como órgão imediatamente responsável pela administração da dívida pública a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), órgão subordinado ao Ministério da Fazenda, a estrutura para a dívida pública se insere, nos termos da classificação apresentada no segundo capítulo, no segundo formato do Modelo 2 (ver item 2.6.2).

¹⁸ Esta não foi a única operação neste sentido. Foram realizadas algumas operações abrangendo volumes menores, visando a adequar as contas das instituições com respeito à transferência do passivo externo. Entre 1993 e 1994 foram realizadas, ainda, várias operações de transferência entre Tesouro e Banco Central, com o objetivo de cumprir requerimentos específicos dos contratos de renegociação da dívida externa, como, por exemplo, cobertura de obrigações externas referentes a empréstimos sindicalizados e aquisições de garantias para alguns *bradies*. Detalhes em Banco Central do Brasil (1994:24-25).

¹⁹ A autorização para a troca foi dada pelo voto CMN 102/93 (Mota 1993:222).

²⁰ Parte destes títulos foi objeto de resgate antecipado, utilizando-se, para isto, os resultados positivos do Banco Central do primeiro semestre de 1993 e os recursos provenientes da remuneração da Conta Única.

Formalmente, cabe ao Tesouro Nacional estabelecer as diretrizes estratégicas, isto é, definir prazo de alongamento, características dos títulos e suas proporções, assim como todas as decisões com respeito à captação de recursos. As questões operacionais da dívida interna devem ser conduzidas pelo Tesouro Nacional, em coordenação com o Banco Central. Não existe nenhuma medida sistemática de acompanhamento de risco, ou utilização de modelos de administração de risco.

A necessidade de coordenação entre as instituições provém de dois focos principais. O primeiro é operacional, e reside em que ambas emitem títulos de dívida no mercado interno. Há contato periódico entre as instituições, configurando arranjos informais e explícitos. A coordenação é feita basicamente através de reunião antes de cada leilão de títulos do Tesouro, na qual representantes deste se reúnem com o Diretor de Política Monetária do Banco Central (pessoalmente ou por telefone) para discutir a proposta de emissão, preparada por funcionários do Tesouro.

O segundo foco de coordenação é estratégico, e refere-se ao direcionamento da política econômica no sentido da consecução da estabilidade monetária. Por uma questão de coerência interna entre as políticas, a política de dívida pública deverá, necessariamente, estar de acordo com as linhas ditadas pela política monetária. Em alguns momentos (e, sobretudo, nos momentos de crise atravessados pelo Real), entretanto, as necessidades de curto prazo relacionadas à tentativa de sustentação do valor da moeda implicaram a utilização dos instrumentos de dívida, ou seja, a manipulação dos elementos técnicos, como por exemplo, escolha de instrumentos e precificação nos leilões de dívida pública, de acordo com as necessidades impostas pela tentativa de estabilidade monetária. Embora seja válida a princípio, esta estratégia só seria realmente efetiva na medida em que as crises fossem de cunho conjuntural. Esta questão, de suma importância para a argumentação deste trabalho, será detalhada nas conclusões.

3.3.1 Dívida interna

No que se refere à dívida doméstica, a Constituição de 1988 atribui ao Congresso Nacional a competência com relação aos assuntos relacionados à dívida pública.

Especificamente com respeito à dívida mobiliária, cada título conta com legislação específica, determinando todas as suas características, não sendo facultada ao Tesouro a possibilidade de emissão de títulos com características diversas das legalmente especificadas.

O artigo 167 da Constituição limita o volume total das operações de crédito ao total previsto de despesas de capital definido no orçamento, como forma de tentar evitar que dívida seja emitida com o objetivo de cobrir despesas de custeio. Até o limite aprovado pelo Orçamento, a STN tem autonomia formal para a determinação dos volumes e escolha do tipo de papel dentre os legalmente instituídos. Como argumentado acima, entretanto, este arranjo formal nem sempre corresponde ao arranjo verificado.

A única forma de captação de recursos para financiamento mediante títulos públicos federais em mercado, atualmente, são os leilões competitivos de preços múltiplos, onde o corte é feito no montante em que a demanda se iguala à oferta estabelecida. Cada instituição pode fazer até cinco ofertas, sem limite de volume²¹. Para o Banco Central são colocados títulos à taxa média do leilão.

Cabe ao Tesouro Nacional operacionalizar todo o processo que precede a colocação dos títulos, incluindo aí análise das necessidades de caixa presentes e futuras, análise dos títulos a serem colocados, avaliação de demanda prevista, estudo das taxas a serem obtidas, etc. A colocação propriamente dita é feita por intermédio do Banco Central²², que, a exemplo dos outros países, atua como agente do Tesouro, utilizando-se do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) para realizar as funções que exigem maior contato com o mercado, como emissão e resgate dos títulos.

No período do Plano Real, a política mais geral adotada para a dívida mobiliária tem sido a de emitir grandes volumes de poucos títulos, de forma a incentivar a liquidez do mercado. Além disto, procura-se homogeneizar os vencimentos, a fim de facilitar a tarefa

²¹ No caso dos leilões do Banco Central é fixado volume.

²² A instituição conta com sistema de comunicação com as instituições financeiras, recebendo eletronicamente destas as propostas. No dia do leilão, é enviado um funcionário do Tesouro Nacional ao Banco Central, com a função de acompanhar o leilão e servir como elo de ligação com o Secretário do Tesouro.

do refinanciamento. O perfil ótimo da dívida está ainda por ser definido. Nos últimos anos da década de 1990, estas tarefas foram dificultadas pelos sucessivos momentos de crise, que levavam à significativa deterioração do perfil do endividamento (este ponto será detalhado adiante). Para a escolha do prazo dos títulos a serem lançados em mercado, o Tesouro considera o prêmio adicional a ser pago em eventual alongamento de prazo de maturação e consulta o mercado de forma a identificar o potencial de demanda e a aceitabilidade do novo título.

As decisões de emissão a cada leilão são tomadas com base na situação de caixa a cada momento, considerando-se as previsões para o fluxo dentro do mesmo exercício financeiro.

3.3.2 Dívida externa

Com relação à dívida em moeda estrangeira, a STN é a responsável direta da parcela referente ao governo federal. A base legal mais geral para emissões de títulos no exterior pelo Executivo é dada pelo Decreto-Lei 1312/74. O artigo 52 da Constituição Federal atribui ao Senado Federal a competência privativa para autorizar operações externas de natureza financeira, dos três níveis de Governo; fixar limites globais²³ e condições de crédito externo; e dispor sobre os limites e condições para a concessão de garantias em operações de crédito externo.

No intuito de buscar reduzir o custo da dívida pública como um todo, a Resolução do Senado Federal 51/97 prevê que todos os recursos captados por emissão de dívida mobiliária externa sejam utilizados para o resgate de papéis de dívida doméstica, estejam estes em poder do Banco Central ou no mercado em geral. Tal expediente seria justificado pelo fato de que atualmente a dívida doméstica paga juros bem superiores que a externa²⁴.

²³ É fixado um teto para a emissão de títulos federais nos mercados internacionais, sem período definido. A ampliação ou renovação deste limite sujeita-se à nova aprovação pelo Senado.

²⁴ Este ponto é questionável, uma vez que o pagamento do serviço da dívida externa muitas vezes é feito através de captação de recursos no mercado interno. Assim, além de incorrer em risco cambial, a dívida externa teria uma contrapartida no aumento da dívida interna (em que pese os prazos daquela serem mais longos, o que constitui-se em certa vantagem). Assim, a diminuição da dívida só seria efetiva na medida em que o custo da dívida interna abatida fosse superior ao custo da nova dívida interna emitida para, em última

Originalmente concebida como forma de controle, esta Resolução rigidifica a utilização da dívida externa como fonte de financiamento e dificulta uma administração mais ativa. Um exemplo é dado pelas operações de dívida estruturada. Estas operações, em geral, visam a melhorar o perfil da dívida externa. Embora sejam permitidas por meio da Resolução 69/95 do Senado Federal, que autoriza operações visando a alterar o perfil da dívida, o formato é rígido, já que as operações devem ser feitas por meio de trocas formais de papéis (oferecendo-se novo título em troca de determinados papéis em circulação). Não existe, portanto, flexibilidade para a recompra de papéis diretamente em mercado. Pelo seu caráter informal, a compra direta pode ser tida, *ceteris paribus*, como operação que envolve custos menores que a troca de papéis, além de apresentar maior agilidade para aproveitar momentos favoráveis.

Na administração da dívida denominada em moeda estrangeira não há previsão legal para a utilização de mecanismos de *hedge* e derivativos. Além disto, a composição da carteira tem sido feita, basicamente, sem critérios objetivos, a não ser aproveitar vantagens momentâneas em mercados internacionais selecionados. Não há, assim, preocupação mais sistematizada com relação aos riscos envolvidos na composição cambial da dívida. Como consequência, as posições em moeda estrangeira ficam desprotegidas frente a potenciais mudanças no cenário internacional.

É interessante notar que, apesar de a separação de contas ter direcionado o passivo externo para o Tesouro Nacional, o processo de decisão sobre novas contratações de dívida externa do governo federal continua no âmbito do Banco Central. De fato, existe uma diferença fundamental no desenho da estrutura relativa à dívida em moeda estrangeira com relação àquele da dívida doméstica. Embora a atribuição institucional das funções de decisão sejam do Tesouro, na prática é o Banco Central que desempenha tais funções. Neste

sentido, existe convênio firmado entre as instituições, no qual o Tesouro delega poderes ao Banco Central com relação à operacionalização da emissão de títulos externos²⁵.

A falta de atribuição de funções bem definida pode ser fonte potencial de conflitos. O que ocorre na prática, contudo, é que o Banco Central tem tomado a dianteira no processo decisório referente à dívida mobiliária denominada em moeda estrangeira, relegando ao Tesouro papel meramente secundário no processo.

A justificativa para este arranjo reside em dois aspectos complementares: primeiro, as captações externas via emissão de títulos não vêm sendo utilizadas, atualmente, para a cobertura de necessidades de financiamento; e, segundo, as captações externas eram elemento estratégico para a inserção do país nos fluxos de capitais internacionais, elemento vital para a sustentação do Plano Real (cuja condução era centrada no Banco Central).

De fato, de acordo com a Secretaria do Tesouro Nacional²⁶, a cobertura das necessidades de financiamento do Tesouro Nacional não faz parte dos objetivos instituídos para a captação mobiliária externa²⁷. Na verdade, o programa de captação externa voluntária do país apresenta dois eixos principais: primeiro, manter aberta a possibilidade de obtenção de recursos no mercado externo; e, segundo e mais premente, criar referência para as captações externas de agentes não-soberanos (privados e públicos) em moeda estrangeira, abrindo a alternativa de obtenção de crédito externo para o financiamento do setor privado²⁸.

²⁵ Na verdade, o gerenciamento das novas captações externas nunca foi transferido do Banco Central para o Tesouro. De início, a principal razão para o convênio foi a falta de recursos físicos e humanos para a realização das tarefas neste último.

²⁶ Secretaria do Tesouro Nacional. Análise da Estratégia de Financiamento do Tesouro Nacional para 1999 e 2000. STN, mimeo, 1999.

²⁷ Os objetivos gerais para a contratação de dívida externa mobiliária são: (1) estabelecimento de *benchmark* nos principais mercados internacionais de títulos; (2) diversificação da base de investidores; (3) presença nos mercados mais líquidos do mundo; (4) redução do risco soberano no mercado financeiro internacional; (5) implementação de estratégias de promoção e divulgação dos resultados de política econômica do governo brasileiro. Como objetivos específicos, figuram: (1) Redução da concentração de vencimento na composição da dívida pública; (2) alongamento do prazo médio da dívida pública; (3) redução do custo de novas captações e, por consequência, da própria dívida. Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

²⁸ A precificação dos papéis do governo brasileiro no mercado internacional constituem-se referência básica para a precificação, por parte dos agentes, dos papéis de empresas brasileiras.

Relacionados a estes dois eixos estavam algumas questões de influência sobre a política econômica: a atração dos fluxos de capitais financeiros; a manutenção de nível suficiente de reservas internacionais em poder do Banco Central; e os efeitos da entrada de capitais sobre a base monetária.

Assim, do ponto de vista da estratégia de financiamento, as captações externas do país devem ser analisadas como fonte de receita adicional esporádica, não tendo forte influência para a cobertura das necessidades de financiamento. No entanto, elas assumem grande relevância para o acesso dos demais agentes (em especial do setor privado) ao financiamento em moeda estrangeira e como elemento estratégico para a condução da política econômica.

3.3.3 Banco Central

Na condução da política monetária, uma característica do modelo brasileiro é a utilização pelo Banco Central de títulos próprios, o que classifica o arranjo operacional brasileiro como o primeiro tipo descrito no item 2.3.1.1 acima. Como já demonstrado, isto gera necessidade de maior coordenação entre a instituição e o Tesouro Nacional, para que as emissões de ambos não se tornem excessivamente concorrentes.

Esta estrutura está em dissonância com a realidade da maioria dos países mais desenvolvidos. Como visto no capítulo 2, dois arranjos comuns a estes países e que exigem menor coordenação são a regulação monetária mediante acordos de recompra, ou, quando existem títulos do Banco Central, a diferenciação de prazos de maturação²⁹. No caso brasileiro, a evolução institucional assumiu contornos que levaram a condução da política monetária para outros instrumentos. Além disto, percebe-se, historicamente, insuficiência do mercado interno (devida mais à instabilidade econômica, que prejudica o alongamento dos prazos de maturação, do que ao volume do mercado) que inviabilizaria estes tipos de arranjos.

²⁹ Em geral, em países nos quais o Banco Central emite títulos próprios com objetivos monetários, esta instituição se restringe às maturações curtas e muitas curtas, enquanto que o financiamento do governo é feito através de títulos de prazos mais longos.

O arranjo adotado no caso brasileiro acaba criando instância de ingerência do Banco Central com relação às decisões de dívida doméstica. De fato, a emissão de títulos pelo Banco Central gera interdependência relativamente alta entre as políticas. Além disto, o mercado não é capaz de perceber com clareza quais os objetivos de determinado título, prejudicando a transparência e a sinalização de política econômica. Adicionalmente, pode haver julgamento por parte do mercado de que o “risco Tesouro” é maior que o “risco Autoridade Monetária”, fazendo com que o mercado exija menores taxas pelos papéis desta, e/ou possibilitando que, em momentos de crise, o mercado privilegie títulos deste último, dificultando a tarefa do financiamento³⁰. Por fim, a existência de dois emissores primários de títulos públicos gera competição entre os títulos, provoca distorções na formação de preço destes e aumenta a dificuldade para o alongamento do perfil da dívida, na medida em que o Tesouro encontra maiores dificuldades para emissão de títulos mais longos, principalmente em momentos de incerteza.

Após a separação de contas, o Banco Central passou a ser o único responsável pela política monetária. O modelo brasileiro de banco central, entretanto, não segue modelo clássico, o qual é caracterizado pela restrição das responsabilidades à condução das políticas monetária e cambial. O formato de atuação do Banco é responsável pela geração de dívidas quasi-fiscais (este ponto será desenvolvido abaixo).

No que diz respeito à influência do Banco Central sobre a dívida pública, devem ser ressaltados os seguintes aspectos: (1) como visto acima, o Banco atua como assessor do Tesouro, fornecendo informações de mercado, e atua como agente da instituição; (2) o Banco tem como um dos principais instrumentos de política monetária a emissão de títulos próprios de dívida; e (3) seu modelo de atuação tem sido responsável pela geração de dívidas de caráter quasi-fiscal. As questões derivadas destes pontos, assim como os problemas estruturais para a condução da dívida pública no Brasil, serão desenvolvidas no decorrer do capítulo, tendo como pano de fundo o comportamento recente da dívida.

³⁰ Deve ser salientado, no entanto, que não há comprovação empírica de tal tese.

3.4 O comportamento da dívida pública nos anos 1990-1998

Este item visa a identificar as principais questões que afetam a condução da dívida pública atualmente. Estas questões servirão como subsídio para entender como a alternativa de adoção de maior independência para a administração da dívida pública poderia se inserir na especificidade do caso brasileiro.

Alguns elementos marcaram a dinâmica da dívida pública nos anos 1990. Primeiro, a década pode ser dividida, grosso modo, em dois períodos distintos, apresentando relativa estabilidade fiscal na primeira metade da década e volta ao desequilíbrio fiscal na segunda metade; segundo, houve participação crescente da parcela relativa ao “Governo Federal e Banco Central” sobre a dívida total, acompanhada de crescimento da dívida de estados e municípios e de queda acentuada na dívida das empresas estatais; terceiro, verificou-se crescente participação da dívida mobiliária na dívida total; quarto, a composição da dívida sofreu substancial mudança, com forte crescimento do componente interno em relação ao externo; e, finalmente, a existência de diversas fontes de déficit quasi-fiscal³¹.

3.4.1 Comportamento geral da dívida pública³²

A análise da evolução da dívida líquida do setor público (DLSP)³³ como proporção do PIB, no período 1990/1998, mostra que a década de 1990 se iniciou com um movimento de desaceleração, que se prolongou até 1993 – de 39,3% do PIB em 1990, para pouco mais de 30,1% do PIB em 1993. Em seguida, a dinâmica do processo de endividamento reverteu-se, tendo a dívida alcançado 36,8% em 1995, para estabilizar-se, até 1997, em torno do

³¹ O déficit quasi-fiscal é derivado de gastos situados fora do orçamento fiscal. A origem mais comum são gastos realizados pela Autoridade Monetária referentes a operações que não tem relação com suas atribuições mais tradicionais de gestão das políticas monetária e cambial. Estas operações são registradas nas contas do Banco Central e não do Tesouro Nacional, ao qual estariam a princípio vinculadas.

³² Aonde não especificado, a base de dados apresenta valores em dólares. Fonte: Banco Central do Brasil e Furugem *et alli* (1996)

³³ A DLSP “compreende o total das obrigações assumidas pela União e Banco Central, Governos Estaduais e Municipais, inclusive Empresas Estatais (nos três níveis, Federal, Estadual e Municipal), excluídas as instituições financeiras. De cada grupamento são deduzidos os haveres (créditos) existentes e da dívida externa são deduzidas as reservas internacionais” (Furugem *et alli* 1996:05)

patamar de 34,0% do PIB. Os números de 1998 mostram que a dívida deu um salto para 42,6%, voltando a alcançar os patamares da segunda metade dos anos 1980³⁴.

O movimento de queda do endividamento nos primeiros anos da década pode ser explicado, principalmente, pelo impacto dos efeitos derivados do Plano Collor (1990/1991)³⁵ sobre a dívida interna. Além disso, contribuíram, também, o esforço de maior controle sobre gastos e crédito do setor público, o crescimento da carga tributária e a redução da taxa real de juros no período³⁶.

Em contraste, os anos de 1994/5 marcaram o retorno à situação de desequilíbrio fiscal característica dos anos 1980. Em 1995, o resultado operacional apresentou-se fortemente deficitário (4,88% do PIB). Os patamares de juros reais praticados contribuíram parcialmente para esta reversão, aumentando de 3,91% do PIB em 1994 para 5,23% em 1995. No entanto, Biasoto e Mussi (1997) argumentam que os juros explicam apenas 25% do déficit fiscal. Os gastos reais, portanto, foram responsáveis pela maior parte do desequilíbrio neste ano, com destaque para os gastos com pessoal, com a previdência social e com o custeio e o investimento do governo federal.

Com relação às necessidades de financiamento do setor público, enquanto o período entre 1991 e 1993 apresentou resultados operacionais levemente deficitários (de 0,08% do PIB para 0,60%, respectivamente) e 1994 chegou a apresentar superávit operacional (1,55% do PIB), a partir de 1995 o resultado operacional foi fortemente deficitário, alcançando 7,54% do PIB em 1998. Em contraste, o resultado primário apresentou superávit entre 1991 e 1995 (de 2,84% do PIB para 0,36%, respectivamente), ligeiro déficit em 1996 (0,09% do PIB) e 1997 (0,98% do PIB), e pequeno superávit em 1998 (0,01% do PIB)³⁷.

³⁴ A segunda metade da década de 1980 apresentou forte aceleração da DLSP, passando do patamar ao redor de 39,0% da primeira metade da década para cerca de 47% em 1989. Cf. dados de Furuguem et alli (1996).

³⁵ O Plano Collor promoveu o bloqueio da quase totalidade dos ativos financeiros, com ampliação compulsória dos prazos de resgate e fixação dos juros em 6% aa., patamar substancialmente inferior ao praticado até então. Além disso, parcela da dívida foi resgatada através da utilização de recursos fiscais, e foi imposta uma perda aos detentores de títulos federais através da correção apenas parcial da inflação de 1990.

³⁶ Cf. Furuguem et alli (1996:14).

³⁷ Os dados para 1998 são preliminares. Fonte: Banco Central do Brasil.

Esses números sugerem que o acentuado crescimento na relação dívida pública/PIB não pode ser explicado meramente por um descontrole das contas do Tesouro. O comportamento apresentado na segunda metade da década, na verdade, tem forte relação com a política de estabilização econômica adotada no Plano Real. A política de estabilização monetária adotada combinou taxa de câmbio relativamente valorizada e taxas de juros internas elevadas. Estas últimas visavam a alguns objetivos complementares: além de promover efeitos recessivos sobre o crédito interno, atraíam capitais externos (sobretudo de caráter mais volátil) para financiar o déficit na Conta de Transações Correntes e auxiliar na sustentabilidade da taxa de câmbio, mediante o acúmulo de reservas internacionais.

As origens da valorização cambial no Real podem ser descritas brevemente. O acúmulo de reservas internacionais, a partir de 1992, foi significativo, em decorrência da melhora nas relações com os credores internacionais e do diferencial de juros internos e externos. Isto suscitou, em contrapartida, política de esterilização por parte do Banco Central³⁸. Na introdução da nova moeda, entretanto, o Banco Central se retirou do mercado de câmbio. A intenção, conforme ressalta Franco (1995:56-59), era romper o círculo em que as operações de esterilização pressionavam a dívida pública, que pressionavam a taxa de juros, que, por sua vez, ampliavam o diferencial frente às taxas externas e provocavam maior acúmulo de reservas.

A saída do Banco Central do mercado trouxe, como efeitos imediatos, a valorização da taxa de câmbio e a possibilidade de expressiva redução da dívida pública através da remonetização. De início, foram adotadas medidas³⁹ visando a barrar o influxo de reservas derivado da valorização cambial combinada com juros altos, no esforço de evitar a geração de substancial déficit em conta corrente. Esta política foi parcialmente bem sucedida. Verificou-se, entretanto, piora na conta corrente, decorrente sobretudo da redução da alíquota sobre importações em novembro de 1994, visando a conter pressões inflacionárias.

³⁸ Este ponto será tratado em maiores detalhes adiante.

³⁹ Tributação sobre entrada de capital de curto prazo, eliminação de restrições a remessas ao exterior, remoção de obstáculos ao investimento no exterior e liberação de exportações (Cf. Liussa 1998:61).

A crise mexicana ao final de 1994, contudo, provocou movimento progressivo de saída de capitais, explicitando o desequilíbrio de Balanço de Pagamentos. O Banco Central voltou ao mercado de câmbio, promovendo política de minidesvalorizações periódicas, buscando manter o câmbio em linha com a progressão dos preços internos. Adicionalmente, foi implementada política de juros mais agressiva, objetivando a recomposição do nível de reservas. A partir daí e até 1998, combinação entre taxa de câmbio relativamente valorizada e juros altos forneceu, em maior ou menor grau, a tônica da política econômica, promovendo pressões negativas sobre o saldo da balança comercial, a dívida pública e o nível de atividade econômica.

Um dos “efeitos colaterais” da política de juros adotada, portanto, foi exercer pressão sobre a dívida pública, mediante o aumento dos custos de refinanciamento ou em virtude da necessidade de política de esterilização. Como visto acima, os efeitos dos juros foram particularmente importantes em 1998. Os juros reais caíram de 1995 para 1997, chegando a 3,3% do PIB, mas apresentaram forte aumento em 1998, chegando a 7,56%⁴⁰. A questão dos juros assume relevância ainda maior quando se tem em mente que, no período 1990-1993, o fluxo de juros da dívida pública total tendia a ser muito menor que do que na segunda metade dos anos 1980 (Cf. Barbosa e Giambiagi 1995:534).

Além do aumento e da manutenção de taxas de juros elevadas e das operações de esterilização do crescente influxo de capital estrangeiro, os fatores de deterioração das contas públicas após a introdução do Plano Real, conforme ressaltado por Llussa (1998:87), foram o fim do imposto inflacionário e o aumento dos gastos nas esferas federal e estadual, em razão, principalmente, dos gastos com o funcionalismo público. No entanto, há outro elemento explicativo importante para a dinâmica da DLSP após 1994, dado pela existência de diversas fontes de dívida quasi-fiscal. Este ponto será detalhado adiante.

Os efeitos da política de estabilização tornaram-se mais intensos à medida em que foi sendo gerada, no decorrer de 1998, uma crise de confiabilidade na sustentação dos patamares de dívida pública, comprometendo a capacidade de financiamento do déficit. Como resposta, o governo viu-se obrigado a adotar, predominantemente, instrumentos de

⁴⁰ Fonte: Banco Central do Brasil

dívida pós-fixados e/ou indexados. Assim, o percentual de títulos públicos federais pré-fixados, que chegou a perfazer 61,0% do total, em 1996, baixou a 3,5%, em 1998. Em contraste, os títulos indexados à Over/SELIC incrementaram sua participação de 18,6% do total, em 1996, para 69,1%, em 1998, e os títulos com indexação cambial foram de 9,4% em 1996 para 21% do total⁴¹.

Outro ponto a ser ressaltado sobre a dívida, ao final do período, é sua relativa concentração no curto prazo. Ao final de 1998, a dívida pública mobiliária federal interna de responsabilidade do Tesouro Nacional com prazo de maturação até 3 meses perfazia 34,6% do total; entre 3 e 6 meses, o percentual era de 32,2%; entre 6 e 12 meses, 20,0%; e entre 1 e 3 anos, 11,0% do total, ficando o restante nos prazos mais longos⁴². A dívida mobiliária do Banco Central apresentava concentração ainda maior, sendo 75,7% com vencimento até 6 meses, 15,2% entre 6 meses e 1 ano, 9,5% entre 1 e 2 anos e apenas 0,6% acima deste período⁴³.

3.4.2 Evolução da DLSP por segmentos⁴⁴

Analisando a evolução da dívida por segmentos, é possível perceber que, em consonância com o movimento da dívida total, a parcela referente a “Governo federal e Banco Central” apresentou queda no início do período (de 14,7% do PIB em 1990 para 9,1% do PIB em 1993) e aumento posterior (chegando a 24,6% em 1998). A queda é explicada pelas medidas adotadas no início da década, que impactaram sobretudo sobre as contas relativas a este segmento.

O crescimento desta parcela tem um determinante na reversão da tendência das contas do Banco Central, que passaram a apresentar prejuízo a partir de 1994. Vários fatores explicativos podem ser levantados, a começar pelo impacto direto causado pela

⁴¹ Fonte: Banco Central do Brasil. Dados referentes a dezembro de cada ano.

⁴² O perfil da dívida externa é um tanto diferente, com as maturações até 1 ano perfazendo apenas 11% do total. O restante é dividido em 19% para o período de 1 a 3 anos; 51% para 3 a 10 anos; e 19% para o período superior a 10 anos. Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

⁴³ Fonte: Banco Central do Brasil

⁴⁴ Neste item, a base de dados apresenta os valores em dólares. Fonte: Furugem *et alli* (1996) e Banco Central do Brasil.

queda da inflação, reduzindo os ganhos com o imposto inflacionário e os ganhos de *seigniorage*. A principal razão, entretanto, reside em que o Banco Central passou a assumir crescentemente compromissos de política econômica, como resposta às diversas incongruências do sistema financeiro nacional explicitadas com a estabilização. O resultado foi a geração de déficits quasi-fiscais de caráter diverso.

A parcela referente a “Governos estaduais e municipais” teve aumento quase contínuo na década, porém de menor intensidade (indo de 7,6% do PIB em 1990, para 13,9% sobre o PIB, em 1998). Percebe-se, portanto, que, entre 1990 e 1993, houve claro contraste entre o comportamento de estados e municípios e do governo federal, com aqueles expandindo seus gastos ao contrário deste último. O aumento, segundo Furuguem *et alli* (1996), teve como causa de fundo, basicamente, o descontrole fiscal. Os itens responsáveis pelo aumento são esclarecidos por Biasoto e Mussi (1997): primeiro, o crescimento da dívida mobiliária, que dobrou entre dezembro de 1992 e junho de 1996, apesar da proibição da emissão de novas dívidas que não para rolagem; segundo, as operações de antecipação de receita orçamentária (ARO); e, terceiro, dívidas bancárias.

A parcela de empresas estatais, por sua vez, teve queda acentuada e contínua (de 17,0% em 1990 para 2,8% em 1998), acompanhando a tendência verificada desde meados da década de 1980. Os elementos determinantes, segundo Furuguem *et alli* (1996:16) foram as tarifas e preços alinhados, o relativo controle sobre despesas e o processo de privatização.

Quanto à participação de cada segmento na dívida total, percebe-se que, no decorrer da década, a parcela referente à dívida líquida do “Governo federal e Banco Central” sofreu crescimento relativo sobre as demais, passando de 37,4% da dívida total em 1990 para 59,5% em 1998, sendo acompanhada pela parcela “Governos estaduais e municipais”, com crescimento praticamente constante⁴⁵ (de 19,3% em 1990 para 31,2% em 1998). A parcela das “empresas estatais”, por outro lado, apresentou decréscimo quase contínuo⁴⁶ e acentuado, indo de 43,4% em 1990 para 6,8% do total em 1998. Assim, o final da década

⁴⁵ Exceção em 1991

⁴⁶ Exceção também em 1991.

de 1990 apresentava situação na qual mais da metade da dívida pública é de responsabilidade da União.

3.4.3 Comportamento da dívida mobiliária⁴⁷

A dívida mobiliária do Governo federal e Banco Central em poder do público apresentou crescimento acentuado entre 1990 e 1998, subindo de pouco mais de 3% do PIB para 35,5% em 1998. Em termos da dívida líquida total, a razão foi de cerca de 8% em 1990 para 85,1% em 1998⁴⁸. Estes números demonstram que a dívida pública federal mobiliária interna (DPMFi) assumiu grande relevância tanto a nível da dívida federal quanto da dívida líquida total.

A distinção entre títulos de emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central permite perceber que o aumento da dívida mobiliária federal se deu por conta do aumento de emissões tanto do Tesouro Nacional quanto do Banco Central. Entre 1994 e 1998, o estoque em mercado de títulos emitidos pelo Tesouro passou de 15,3% do PIB para 38,5%, passando o percentual direcionado a mercado (ou seja, fora da carteira do Banco Central) de 9,1% para 24,5% do PIB. O percentual de emissão do Banco Central, por sua vez, passou de 6,8% para 11,7% do PIB. Parte significativa destes aumentos deveu-se ao financiamento de déficits quasi-fiscais.

Os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional na carteira do Banco Central sofreram queda entre 1994 e 1996, indo de 6,2% do PIB para 3,0%, mas tiveram abrupto crescimento entre 1997 e 1998, chegando a 14,0%. De fato, em 1995 e 1996 houve resgate líquido, ao passo que em 1998 a carteira do Banco Central foi acrescida em R\$ 90,5 bilhões, ou cerca de 2,5 vezes o estoque em carteira ao final de 1997. Este acréscimo é derivado, sobretudo, do processo de renegociação de dívidas com os estados. Acordos de reestruturação de dívida entre o governo federal e os estados implicaram na emissão de LFT

⁴⁷ Os dados a partir de 1994, neste item, tem como base dados de dezembro de cada ano, corrigidos pelo IGP-DI centrado, em razão da fonte de dados (Banco Central do Brasil). Embora a metodologia difira dos dois itens anteriores (dados em dólares), não há distorções significativas, visto o câmbio e a inflação apresentarem variações relativamente pequenas até 1998.

⁴⁸ Fonte: Banco Central do Brasil.

pelo Tesouro, as quais foram repassadas aos estados. Estes títulos, entretanto, apresentam liquidez limitada. No processo de troca de dívidas entre Banco Central e estados (ver item 3.4.5 abaixo), estas LFT foram absorvidas pelo Banco, em troca de LBC, títulos de maior liquidez.

A dívida mobiliária líquida dos Estados e municípios permaneceu relativamente estável entre o início e o final do período, passando de 2,3% do PIB em 1990 para 2,4% em 1998 (apesar de apresentar crescimento em meados do período), em decorrência do processo de renegociação de dívidas estaduais, na segunda metade da década, que levou à transformação de dívidas mobiliárias estaduais para dívidas contratuais (ver item 3.4.5 abaixo).

3.4.4 Relação entre dívida interna e dívida externa

A análise sobre as parcelas referentes às dívidas interna e externa demonstra que houve alteração fundamental no perfil da DLSP no que se refere à composição da dívida. Em 1990, 56,2% da dívida se referia à sua parcela externa líquida; em 1998, esta era de apenas 15,5%. Ou seja, verificou-se, no período, forte expansão relativa da parcela interna. Entretanto, deve ser ressaltado que a parcela relativa à dívida externa atingiu seu piso em 1996 (11,7% sobre o total), demonstrando pequena tendência de alta posterior, acompanhando a alta da dívida total.

O aumento relativo da parcela de dívida interna deu-se pelo aumento na parcela de dívida referente ao governo federal e Banco Central, em contraposição a uma queda nas demais parcelas componentes da DLSP. Furuguem *et alli* (1996) ressaltam que a alteração nas parcelas do endividamento entre governo central, estados e municípios e empresas estatais pode ser explicada, no caso da dívida externa, pela centralização no âmbito do governo central das dívidas junto a credores externos de estados, municípios e empresas estatais, mediante a assunção das obrigações externas pelo Tesouro Nacional.

Na primeira metade da década, o aumento relativo da parcela da dívida interna sobre a da dívida externa pode ser atribuída à “escassez de fontes externas de financiamento de

custo razoável e maior prazo, combinada com a insuficiência do esforço interno de adaptação à nova realidade internacional” (Furugem *et alli* 1996:02).

A partir de meados da década, o país voltou a captar recursos no mercado internacional. O caráter do endividamento, entretanto, foi distinto daquele das décadas anteriores. Ao invés do crédito bancário direto, as captações tomaram a forma principalmente de emissões de títulos de dívida nos mercados de crédito internacional. O volume captado diretamente pelo governo foi também pouco expressivo.

A dívida externa de responsabilidade da União compreende dívidas contratuais e dívida mobiliária. As primeiras são resultados de créditos contraídos junto a organismos multilaterais (BID e BIRD), bancos privados e agências governamentais ou dívidas junto ao Clube de Paris (dívidas que não foram incluídas no Programa de Reestruturação da Dívida Externa de 1994); a segunda engloba dívidas reestruturadas no âmbito do Programa de Reestruturação da Dívida Externa (os chamados *bradies*) e papéis de dívida anteriores (pré-*bradies*), além de dívidas “voluntárias”⁴⁹, compreendendo as captações mediante títulos de dívida a partir de 1995.

Observando a progressão da dívida externa⁵⁰, a relação entre dívida mobiliária e dívida contratual tem permanecido constante entre 1996 e 1998 (cerca de 73% do total da dívida externa para aquela e 27% para esta). No que se refere à dívida mobiliária, a dívida reestruturada apresentou queda no período (de 69,5% para 59,2%), decorrente principalmente do pagamento de juros e amortizações (alguns títulos são *sinking fund*)⁵¹. Em contraposição, a dívida voluntária passou de 2,6% para 13,2% do total. A dívida contratual, por sua vez, apresentou pequeno aumento na parcela referente a organismos multilaterais (de 6,2% para 7,3%) e na parcela de bancos privados e agências

⁴⁹ Ou seja, os títulos de dívida da República emitidos no mercado internacional após a conclusão do acordo de renegociação da dívida no âmbito do plano Brady e do Clube de Paris.

⁵⁰ Na análise do comportamento da dívida externa serão usados como referência dados da dívida externa de responsabilidade do Tesouro Nacional, que é aproximadamente igual à parcela “Governo federal e Banco Central” da DLSP acrescida das reservas internacionais.

⁵¹ Além disto, o país passou a promover estudos sobre a troca dos *Bradies* por títulos novos, e realizou a primeira operação desta tipo em junho de 1997. Os objetivos são diminuir o custo da dívida como um todo, liberar colaterais (o que implica num reforço ao Balanço de Pagamentos) e melhorar a imagem do país junto ao mercado financeiro internacional.

governamentais (de 3,0% para 5,3%), contrapostos à queda da parcela referente ao Clube de Paris (de 17,8% para 15,0%).

Deste modo, é possível perceber que o maior aumento relativo dentre as parcelas da dívida refere-se às novas captações voluntárias. Entretanto, como salientado anteriormente, a dívida mobiliária voluntária não é relevante em termos de cobertura do déficit. Em termos de dívida mobiliária voluntária, o país fez apenas 14 emissões nos mercados de crédito privado internacional entre 1995 e 1998, totalizando cerca de US\$ 8,0 bilhões. Tomando-se o ano com maior volume de emissões (1997, com cerca de US\$ 4,1 bilhões), o montante captado correspondeu a apenas cerca de 4,3% do montante emitido internamente pelo Tesouro Nacional (ou cerca de 6,6% do total emitido internamente pela União)⁵². Assim, do ponto de vista da estratégia de financiamento, as emissões externas do país devem ser analisadas como fonte de receita adicional esporádica, não tendo forte influência para a cobertura das necessidades de financiamento.

3.4.5 Déficits quasi-fiscais

A forma de atuação do Banco Central contribuiu significativamente para a geração de déficits quasi-fiscais na década de 1990, sobretudo no período do Plano Real. Isto se deveu ao fato de a instituição ter assumido, crescentemente, funções de condutor da política econômica muito distantes de sua função primária de administração da política monetária. Conforme argumentam Biasoto e Mussi (1997:08), o comprometimento das contas do Banco Central a partir de 1994 derivou-se principalmente de que

“o Banco Central do Brasil passou a assumir compromissos da própria política econômica e teve que enfrentar as diferentes inconsistências do sistema financeiro brasileiro. Vale dizer que o impacto indireto da estabilização econômica teve potencial desestabilizador sobre as contas da Autoridade Monetária muito mais poderoso que o impacto direto, através da redução da inflação”.

⁵² Fontes: STN e Banco Central do Brasil.

Um importante fator de geração de déficit quasi-fiscal diz respeito ao aumento das emissões de títulos de responsabilidade do Banco Central, as quais não transitam pelo orçamento fiscal. Conforme Biasoto e Mussi (1997), dois fatores explicam o substancial aumento nas emissões de títulos do Banco Central: as operações de esterilização do impacto monetário do acúmulo de reservas internacionais e as operações de salvamento das dívidas estaduais⁵³.

De fato, pode-se verificar aumento substancial em termos de volume de emissão do Banco Central, passando de R\$ 37,0 bilhões para R\$ 107,0 bilhões entre 1994 e 1998⁵⁴. Em consonância, os títulos de emissão do Banco Central em mercado subiram de 6,8% do PIB para 11,7% no período. A participação relativa do Banco Central na dívida mobiliária da União (Tesouro Nacional mais Banco Central), entretanto, sofreu queda de 42,8% para 32,3% no período. Por outro lado, a emissão líquida no ano⁵⁵ teve aumento, indo de 50,6% do total emitido em mercado em 1995 para 60,1% em 1998. É de se ressaltar, entretanto, movimento atípico em 1997, quando foram registradas quedas acentuadas tanto nos títulos em mercado quanto na participação na dívida mobiliária e na emissão líquida. A principal razão para isto foi a troca das LBCs emitidas em virtude do processo de renegociação das dívidas com estados por LFTs.

É interessante notar que, apesar de se ter reduzido a parcela relativa dos papéis em mercado do Banco Central com relação ao total, aumentou a emissão líquida da instituição. Isto sugere maior participação da instituição tanto no aumento da dívida líquida quanto na cobertura das necessidades de financiamento. Este ponto é corroborado por Yoshino (1996:03), afirmando que, no período do Plano Real, o Banco Central

“tem servido para acumular reservas e financiar o déficit fiscal mediante endividamento interno. O Banco Central acabou respondendo por mais de metade do financiamento do déficit fiscal nominal da União (...). O que se observa é que o Banco Central, mediante a

⁵³ Este ponto será tratado adiante.

⁵⁴ Fonte: Banco Central do Brasil.

⁵⁵ Considerando a diferença entre o estoque em dezembro de cada ano.

emissão de dívida própria, representa parcela crescente do endividamento do setor público federal”.

Um segundo fator de geração de dívidas quasi-fiscais é o custo de carregamento das reservas externas. Com a passagem das obrigações externas para o Tesouro Nacional (a “operação caixa-preta”), este passou a ser o devedor externo líquido, ao passo que o Banco Central tornou-se credor, mantendo as reservas como ativo externo. Estas, no entanto, têm como contrapartida um passivo interno – a esterilização. O foco de déficit está nos menores níveis de reajuste cambial e de juros externos frente aos juros internos.

A partir de 1992, iniciou-se forte aumento no acúmulo de reservas internacionais. As reservas passaram de US\$ 9,4 bilhões, em dezembro de 1991, para cerca de US\$ 60,1 bilhões⁵⁶, em dezembro de 1996 (caindo para cerca de US\$ 44,5 bilhões em dezembro de 1998). Com o influxo de capitais externos, as operações da área externa chegaram a representar 44% do ativo total em 1995 (contra 24% em 1992), e, apesar de terem recuado um pouco nos anos posteriores, mantiveram-se em níveis expressivos (alcançando cerca de 38,6% no início de 1999). A contrapartida disto é a emissão de BBC, para esterilizar os possíveis impactos monetários. Tal situação gerava efeitos depressivos sobre o resultado do Banco Central, pois a remuneração das reservas externas – grande parte do ativo – era em torno de 5% mais correção cambial, enquanto o custo de seu financiamento é a taxa Over/SELIC, ficando a diferença como um custo da ordem de US\$ 6 bilhões ao ano, advindo da política econômica da estabilização⁵⁷.

Assim, o crescimento das reservas provocou dois efeitos sobre a composição da dívida: por um lado, significou a diminuição da parcela de dívida externa líquida; por outro, houve aumento no peso relativo da dívida interna sobre a dívida total, derivado em grande parte de políticas de esterilização. Este foi um fator determinante para os resultados operacionais negativos, a partir de 1995.

⁵⁶ Pelo conceito de “Liquidez Internacional”, que agrega os haveres representativos de títulos de exportação e outros haveres de médio e longo prazos. Fonte: Banco Central do Brasil.

⁵⁷ Cf. Biasoto e Mussi (1997)

O processo de renegociação das dívidas dos estados implementado pelo governo federal foi outra fonte de geração de dívidas quasi-fiscais. Durante os anos 1990, houve forte aumento no endividamento mobiliário dos estados. Com a escalada ascendente das dívidas estaduais e a conseqüente queda na credibilidade de sua solvência, os estados passaram a enfrentar problemas para a colocação e o giro de papéis de dívida em mercado.

Em resposta a esta situação, uma operação de salvamento foi conduzida por meio do Banco Central, promovendo operação de troca entre seus títulos (no caso, LBCs) por títulos estaduais. Em 1996, foi iniciado o processo de renegociação global das dívidas estaduais contratuais e mobiliárias (cf. Biasoto e Mussi 1997:25)⁵⁸. Estas negociações foram conjugadas com o estabelecimento de requisitos mínimos para a reestruturação dos bancos estaduais⁵⁹, muitos dos quais apresentavam dificuldades por serem custodiantes da dívida mobiliária e/ou por empréstimos realizados ao Estado⁶⁰. Desta forma, foi promovida uma federalização das dívidas estaduais, o que, na prática, significa que o governo federal assumiu a responsabilidade pelo seu giro.

Um aspecto essencial a reter é dado pelo argumento a seguir. Esta transação de troca entre dívidas, do ponto de vista contábil, é nula para o Banco Central e/ou para o Tesouro. O custo das emissões destas instituições é coberto pelo fluxo financeiro dos títulos estaduais absorvidos. Esta abordagem, entretanto, desconsidera o risco financeiro envolvido na operação. Os títulos estaduais podem ser considerados como ativo de caráter duvidoso, e, de fato, a operação pode ser considerada como subsídio aos estados, uma vez que o valor de mercado das dívidas estaduais era significativamente menor que aquele utilizado para os

⁵⁸ De forma mais genérica, foi estabelecido, através do voto CMN 162/95 o Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, visando à implementação de medidas de saneamento financeiro dos estados. Os critérios para a operação de troca foram estabelecidos pela Medida Provisória 1560, de 19 de dezembro de 1996.

⁵⁹ No caso dos bancos estaduais, o financiamento iniciou-se em 1994. Em 1995, o estoque era de R\$ 26 bilhões.

⁶⁰ No caso dos estados, a renegociação da dívida (exceto as relativas à Lei 8727/93) previa apresentação de ativos para pagamento à vista de 20% do total, com o restante sendo negociado em até 30 anos com juros reais não superiores à 6% aa. No caso dos bancos, o governo estadual deveria apresentar ativos que permitissem uma participação de 50% na reestruturação do capital necessário, e se comprometer a transferir 13% de sua receita líquida para pagamento de dívidas, além de adotar um cronograma que permita a redução da relação entre dívida e receita líquida para o valor de um (Biasoto e Mussi: 1997).

termos de troca entre os papéis⁶¹. Ou seja, além de implicar aumento da dívida na esfera federal, esta operação implica aumento do risco para o perfil da dívida.

As operações de socorro a instituições financeiras constituíram outro elemento de geração de déficits quasi-fiscais. Nos anos 1980, era permitido às instituições financeiras trabalharem com forte alavancagem, o que objetivava facilitar o giro da dívida pública. A queda da inflação no decorrer dos anos 1990, entretanto, acabou com as receitas provenientes do imposto inflacionário e explicitou a real situação das instituições. O resultado foi instituições a descoberto e riscos de crise bancária. Como resposta, foi promovido um programa de reestruturação do sistema financeiro, o PROER, em novembro de 1995.

O PROER trouxe dois tipos de custos ao Banco Central, conforme ressaltam Biasoto e Mussi (1997:13-14). Por um lado, havia o diferencial de custos entre os títulos aceitos pelo Banco Central e suas taxas de captação (SELIC); por outro, havia a aceitação de papéis negociados no mercado com grande deságio frente ao valor de face, como os títulos de FCVS⁶², trazendo potencial perda patrimonial para o Banco Central. É de se ressaltar que estes diferenciais implicam risco potencial para a dívida pública absorvido pelo Banco Central.

O potencial de geração de dívidas do PROER é relativizado por Barros e Almeida Jr. (1996:16). Os autores ressaltam que

“(...) nem sempre, as liberações do PROER ocasionam uma expansão de liquidez, pois esses empréstimos podem vir a substituir uma operação de empréstimo prévia que o Bacen já fazia à instituição financeira (operação de redesconto) (...). Além disso, o quanto de fato será ou não esterilizado vai depender do comportamento dos demais fatores condicionantes da base monetária, da programação monetária e do nível de liquidez na economia desejado

⁶¹ Cf. Biasoto e Mussi (1997)

⁶² Segundo Furuguem et alli (1996:16), o FCVS corresponde a subsídios para financiamentos habitacionais (ao fim do contrato de financiamento habitacional, eventuais saldos devedores dos mutuários seriam cobertos pelos recursos do FCVS).

pelo Bacen. Ou seja, nem sempre as liberações do PROER são acompanhadas por um aumento da dívida mobiliária federal em mercado.”

A liberações do PROER, entre 1995 e 1998, somaram R\$ 7,56 bilhões. O saldo em final de período do PROER (incluindo valores liberados e respectivos encargos, e descontando-se valores quitados junto ao Banco Central), em dezembro de 1998, era de R\$ 7,26 bilhões⁶³.

A última fonte de déficits quasi-fiscais a ser destacada origina-se fora da atuação do Banco Central. O processo de privatização suscitou a necessidade de reconhecimento por parte do governo de passivos não-registrados, sendo em grande parte oriundos das empresas públicas postas à venda, dando origem aos chamados “esqueletos”.

Uma forma de negociação com os credores destas empresas tem sido a securitização dos passivos. Segundo Biasoto e Mussi (1997:21), “(i)sto permite ao credor um compromisso de pagamento da dívida, mas principalmente, se concede maiores possibilidades para transacionar o título e a segurança de sua participação no processo de vendas das estatais” mediante sua utilização como moedas de privatização. Para o Tesouro, as vantagens estão

“no estabelecimento de melhores condições sobre o principal a ser renegociado e, principalmente, no menor custo (taxas de juros inferiores ao observado em seus títulos de mercado – taxa SELIC) [além de] oportunidade de realizar operações triangulares, que liquidem passivos intra-setor público”.

Os passivos representado pelos “esqueletos” impactam o estoque da dívida, mas não representam déficit ocorrido no período. Desta forma, estes passivos não são considerados nos fluxos das necessidades de financiamento, mas passam a integrar o saldo da dívida

⁶³ O saldo teve seu maior valor (R\$ 10,2 bilhões) em fevereiro de 1998. Fonte: Banco Central do Brasil

líquida total⁶⁴. Em 1998, o saldo referente ao processo de securitização era de cerca de R\$ 24,5 bilhões, ou cerca de 2,5% do PIB, segundo dados da Secretaria do Tesouro Nacional.

Além dos fatores mencionados acima, algumas outras fontes de pressão quasi-fiscal provocaram emissão e securitização de dívidas. Em 1995, houve a renegociação de dívidas bancárias do setor agrícola; em 1996 foi feita a capitalização do Banco do Brasil, por meio de emissão de títulos série especial, com maior liquidez e custo de mercado; no mesmo ano, houve a aquisição do passivo securitizado da RFFSA.

3.5 Conclusão

A suspensão dos fluxos de recursos externos para o País, no início da década de 1980, explicitou as contradições do formato institucional do Estado brasileiro, impondo a reformulação de suas formas de financiamento. Isto implicou profundo processo de reformulação da institucionalidade vigente. As mudanças institucionais promovidas no decorrer dos anos 1980 e 1990 introduziram maior separação para a condução das políticas monetária e de dívida pública no Brasil. Isto se refletiu em maiores transparência e potencial de controle para as finanças públicas, de modo geral, e para o endividamento público, especificamente.

Da análise do panorama do endividamento público, é de se ressaltar que a dinâmica de crescimento da dívida pública nos anos 1990 teve como elementos principais: (1) aumento dos gastos públicos, sobretudo nas esferas federal e estadual; (2) forte aumento no endividamento mobiliário do Governo Federal e do Banco Central; e (3) geração de dívidas quasi-fiscais de diversas naturezas, amparadas sobretudo na atuação do Banco Central em assuntos de caráter financeiro.

De fato, a dinâmica do endividamento público, nos anos 1990, mostra que o crescimento da relação dívida/PIB deveu-se, em grande medida, às políticas monetária e

⁶⁴ De maneira correlata, a redução do endividamento representada pelo ingresso dos recursos oriundos da privatização não é considerada nos fluxos das necessidades de financiamento, por não corresponder a um ajuste fiscal permanente.

cambial adotadas no período do Plano Real. A sustentação destas políticas envolveu desde juros altos e operações de esterilização até programas visando a garantir a solvência do sistema financeiro. Somaram-se a estes fatores a renegociação de dívidas com os estados e a assunção dos “esqueletos” por parte do governo. Afora esta última, todas as demais medidas acima foram conduzidas pelo Banco Central, no papel de condutor de política econômica.

Embora tenha sido resultado das políticas adotadas, a dinâmica da dívida pública na segunda metade dos anos 1990 foi facilitada, em certa medida, pela configuração institucional existente para o relacionamento entre Banco Central e Tesouro Nacional, como, por exemplo, a capacidade de emissão do Banco Central e de geração das dívidas quasi-fiscais. O panorama das contas públicas no decorrer dos anos 1990 demonstra, assim, que os problemas de relacionamento entre Tesouro Nacional e Banco Central não foram totalmente equacionados com as reformas da segunda metade dos anos 1980 e da primeira metade dos 1990. Diversos fatores proporcionaram “vazamentos fiscais”, sendo a existência de dívidas quasi-fiscais o aspecto mais aparente do problema.

As medidas visando à sustentação das condições de estabilidade monetária e cambial, atreladas à ausência de medidas estruturais de ajuste na área fiscal, implicaram crescente fragilidade da situação fiscal. Neste contexto, é possível dizer que a sustentabilidade da situação fiscal assumiu caráter subordinado frente às demais políticas. O desenrolar deste processo promoveu a gestação de uma crise de confiança sobre a sustentabilidade do Plano.

É interessante notar que a racionalidade embutida na política do Plano Real atribuía ao fluxo de capitais internacionais e ao setor privado a maior parcela de responsabilidade sobre a dinâmica da economia. Entretanto, o *trade-off* que se colocou entre as condições de manutenção da estabilidade (com destaque para a política de juros altos) e o crescimento econômico impôs a participação do Estado na promoção de mecanismos de relaxamento dos efeitos recessivos sobre a economia. Desta forma, se, por um lado, aprofundava-se movimento de retirada do papel do Estado como principal agente dinamizador da economia (tendo como exemplo mais aparente a intensificação do processo de privatizações durante

todo o período), por outro, sua atuação foi pautada pela necessidade de se promover a sustentação econômica. Isto se refletiu, naturalmente, sobre o formato institucional do Estado. Assim, tanto o crônico desequilíbrio fiscal quanto a diversidade de atribuições do Banco Central em questões de caráter fiscal podem ser vistos como reflexos das contradições colocadas pela política adotada. Este ponto será retomado no próximo capítulo.

Colocadas estas questões, pergunta-se se, e de que forma, a adoção de uma administração da dívida pública de caráter mais autônomo, conduzida de forma centralizada por uma instituição com alto grau de independência, poderia contribuir positivamente para a solução dos problemas relacionados ao endividamento público.

Capítulo 4

Conclusões

O debate em torno da independência para a administração da dívida pública é relativamente recente e pouco explorado. Este trabalho buscou ressaltar pontos relevantes para a discussão, tanto no seu caráter mais geral quanto em relação ao caso brasileiro.

Este capítulo irá fazer um apanhado geral do tema abordado e tecerá considerações, em caráter especulativo, sobre a pertinência e o alcance da introdução, no caso brasileiro, de uma filosofia que privilegie maior separação institucional de funções entre as políticas monetária, fiscal e de dívida pública, em consonância com modelos de administração da dívida pública com maior grau de independência (ou os aqui chamados DMOs).

O objeto de análise deste trabalho recai sobre possíveis implicações da utilização de determinados instrumentos e arranjos institucionais para a administração da dívida pública e, de forma mais ampla, para a política econômica. Não se pode, contudo, perder a perspectiva de que sempre haverá, analiticamente, “supremacia” da política econômica sobre seus instrumentos e arranjos, ou seja, sem a adoção de uma política adequada, não existem instrumentos ou arranjos capazes de garantir-lhe trajetória sustentável. Instrumentos e arranjos coerentes com a política adotada, entretanto, podem auxiliar na consecução dos seus objetivos.

Ações de política que envolvam impactos sobre o endividamento podem encontrar, em princípio, justificativa dentro da lógica mais geral da estratégia adotada. Do estrito ponto de vista da sustentabilidade da dívida pública, contudo, estas estratégias podem oferecer riscos. A dificuldade que se coloca é determinar até que ponto o risco se justifica, no contexto mais amplo da sustentação da política econômica no longo prazo. O caráter político de determinadas ações pode subjugar o caráter de risco além do necessário, trazendo a possibilidade de pesadas perdas, e, no limite, acabando por negar as condições de estabilidade para a política econômica adotada.

O primeiro passo para contornar esta questão pode ser imprimir à administração de dívida um enfoque de gerenciamento de *portfolio*, que permita olhar o processo de endividamento de forma integrada. Isto, entretanto, não parece ser suficiente, uma vez que há espaço e incentivo para todo tipo de manipulação política. É neste sentido que assume relevância a estipulação de parâmetros bem definidos para a condução da dívida e a delimitação dos aspectos técnicos e da mensuração do risco associado frente à esfera de decisão política.

Em linha com esta abordagem, o enfoque subjacente aos modelos de DMO enfatiza a importância da sustentabilidade da dívida pública. A proposição que se coloca apresenta duas frentes: a estrutura, por um lado, visa a propiciar ganhos, na margem, nos custos de financiamento; por outro lado, objetiva impor limites à utilização política do endividamento.

A adoção de administração de dívida pública de caráter mais independente, como visto no capítulo 2, pode assumir formatos institucionais distintos e várias maneiras de operacionalização. O arranjo assumido depende, logicamente, das especificidades de cada país. Neste sentido, não existem regras ou formatos predeterminados. Tendo em vista a diversidade do enfoque e dos formatos que uma estrutura nestes moldes pode assumir, seria útil, para fins analíticos, definir dois tipos extremos de estrutura de DMO: com poderes amplos e com poderes restritos.

Um DMO com poderes amplos envolve toda a estrutura da dívida, ou seja, qualquer decisão que se refira à alteração no perfil do endividamento, analisada sob a ótica de *portfolio*. Neste caso, as decisões de política têm sua execução subordinada a aspectos técnicos objetivos, conforme determinados nas metas estipuladas para o endividamento público. Desta forma, cada operação de dívida tem suas condições analisadas dentro de lógica geral para a dinâmica da dívida.

Uma estrutura com poderes restritos, por sua vez, agrega apenas os aspectos técnicos e operacionais relativos à contratação de dívidas mobiliária e contratual federais de

responsabilidade do Tesouro (em geral, mas não somente, direcionadas para a cobertura das necessidades de financiamento). Qualquer outro tipo de decisão que tenha impacto sobre a estrutura da dívida pode ser submetida à apreciação pelo DMO, apenas em caráter consultivo. Este tipo de estrutura teria como objetivo principal, portanto, a redução dos custos de financiamento do déficit. O caráter limitador da atuação de um DMO sobre a capacidade de influência do governo sobre a estrutura da dívida fica, neste caso, diminuído.

É preciso notar que a adoção de estrutura com poderes amplos não implica, necessariamente, impedir decisões de cunho político e torná-las absolutamente “engessadas” por considerações técnicas. O objetivo é, apenas, limitar o alcance destas decisões por meio de critérios determinados, visando a auxiliar a manutenção da sustentabilidade e a coerência das políticas adotadas em prazo mais longo. Uma vez que os parâmetros técnicos estabelecidos para o endividamento são definidos em acordo com o governo, existe suficiente raio de manobra para a adoção de medidas que impliquem a condução de uma política fiscal menos apertada. A fixação de metas forneceria apenas horizonte de planejamento que, por um lado, permitiria reduzir a discricionariedade para mudanças repentinas de política e, por outro, diminuiria o espaço para especulação (desde que os parâmetros definidos fossem julgados consistentes pelos demais agentes).

Mudando o foco para a experiência brasileira, ressalte-se, de início, que maior separação entre as políticas e maior independência para a condução da dívida pública nada poderiam fazer para regular fontes de gasto público. Desta forma, ficam de fora da análise as questões referentes ao aumento de gastos com pessoal, com a previdência social e com custeio e investimento do governo federal. Ficam igualmente de fora as questões relativas às dívidas quasi-fiscais geradas fora do Banco Central, como é o caso das dívidas oriundas do reconhecimento de passivos e da securitização de dívidas das estatais em processo de privatização.

A adoção de administração da dívida centralizada e autônoma poderia contribuir, de forma mais significativa, nos seguintes aspectos: primeiro, no estabelecimento de padrões de risco e de progressão da dívida que ofereçam limites à utilização discricionária dos instrumentos de dívida pública; segundo (e como decorrência do primeiro), na restrição

(potencial) sobre a utilização de instrumentos de dívida com objetivos de curto prazo; terceiro, na cobertura das NFSP, por meio de gerenciamento mais técnico da utilização dos instrumentos de dívida, reduzindo custos e imprimindo maior eficiência ao financiamento; quarto, na realização de operações ativas que permitissem aumentar o valor da carteira de ativos do governo; e quinto, na limitação do potencial de geração de dívidas quasi-fiscais do Banco Central.

A análise da dinâmica recente da dívida pública brasileira demonstra que os principais fatores responsáveis pelo forte crescimento apresentado no período do Plano Real foram derivados das políticas monetária e cambial adotadas. Em consonância estão o papel atribuído ao Banco Central como sustentáculo destas políticas e a possibilidade de utilização desta instituição em questões de cunho fiscal, resquício do processo de separação de contas ocorrido entre a década de 1980 e os primeiros anos da década de 1990. **Deste modo, atualmente, a limitação da capacidade de endividamento do governo passa, necessariamente, pela redefinição do papel do Banco Central e pela limitação da sua capacidade de geração de dívidas quasi-fiscais. Qualquer tentativa de controle da dívida pública e do financiamento do governo por meio de contratação de dívida que não aborde esta questão está fadada ao fracasso.** A capacidade de atuação de um DMO, neste caso, ficaria circunscrita à estrutura com poderes restritos.

Estes elementos ressaltam que a análise dos resultados possíveis da introdução de estruturas nos moldes de um DMO não pode ser feita de forma isolada, mas sim como parte de planejamento integrado visando ao controle fiscal.

4.1 A independência e as opções para a questão fiscal

Neste item, discutem-se, brevemente, opções existentes para o equacionamento do papel do Banco Central e para a regulação da capacidade de gasto do governo.

Após a separação de contas, o Banco Central passou a ser a única instituição responsável pelas políticas monetária e cambial. Além disto, as reformas aproximaram a instituição, formalmente, ao modelo “clássico” de banco central, caracterizado pela

restrição das responsabilidades à condução destas políticas. Na prática, contudo, a atuação do Banco Central ultrapassa seus limites formais, o que proporciona fontes de “vazamentos fiscais”.

Em princípio, existem algumas sugestões para diminuir este problema. Um meio de restringir a geração de déficits quasi-fiscais seria requerer que as operações de fomento ou de natureza fiscal conduzidas pelo Banco Central tivessem necessariamente como contrapartida recursos fiscais previstos em orçamento específico. Esta seria uma forma de proteger o patrimônio líquido da instituição, e permitiria que suas ações de cunho fiscal não fossem decididas exclusivamente pelo Banco, mas sim fossem objeto de discussão prévia por outras instâncias.

Outro enfoque possível seria a limitação da capacidade de financiamento de gastos do Banco Central. Uma forma de fazer isto seria acabar com sua capacidade de emissão de títulos de dívida, fazendo com a política monetária passasse a ser realizada exclusivamente via operações de mercado aberto e/ou de acordos de recompra.

A discussão detalhada sobre o potencial do mercado de capitais brasileiro para a atuação do Banco Central exclusivamente por meio de operações no mercado secundário, assim como sobre as mudanças que seriam necessárias, foge ao escopo deste trabalho. Neste contexto, é suficiente dizer que estudos do próprio governo atestam esta possibilidade e acenam com a adoção de arranjo nestes moldes para o futuro. Segundo o “Memorando de Política Econômica” do Ministério da Fazenda, de março de 1999¹, por exemplo,

“o Banco Central pretende reduzir, ao longo do tempo, o estoque de títulos no mercado, utilizando papéis do Tesouro para suas operações no mercado interbancário. Para atingir esse objetivo, o Tesouro aumentará gradualmente as suas emissões líquidas de títulos nos próximos meses, com vistas à substituição parcial dos papéis do Banco Central que vencerão nesse período.”

UNICAMP

BIBLIOTECA CENTRAL

SEÇÃO CIRCULANTE

¹ Citado em **Secretaria do Tesouro Nacional**. Análise da Estratégia de Financiamento do Tesouro Nacional para 1999 e 2000, Apêndice. STN, mimeo, 1999.

A utilização dos títulos do Tesouro para a consecução da política monetária via mercado secundário poderia trazer como benefício o aprimoramento dos mercados, pelo conseqüente aumento da liquidez, o que poderia, no limite, contribuir para a geração de círculo virtuoso. Um processo de substituição progressiva favoreceria a separação entre política monetária e administração da dívida pública, avançando até que um estágio mais elevado de desenvolvimento do sistema financeiro permitisse o total abandono da colocação primária de títulos do Banco Central como instrumento principal de política monetária.

Alguns autores², por outro lado, entendem que a capacidade de emissão atribuída ao Banco Central do Brasil constituiu notável avanço no aspecto institucional e que o ideal seria a distinção mediante os prazos de maturação. Assume-se, desta forma, que a política monetária brasileira deveria se utilizar da emissão de títulos de responsabilidade do Banco Central do Brasil. O argumento é que isto seria condição para o alongamento da dívida pública, pois favoreceria a distinção, pelo mercado, entre títulos do Tesouro e do Banco Central. Assim, os títulos deste último seriam restritos ao curto prazo – definindo a taxa de juros básica da economia –, enquanto os do Tesouro enfocariam os prazos mais longos, e seriam remunerados de acordo com as condições de mercado, sem sofrer oscilações diárias de acordo com as necessidades de política monetária e cambial³.

No que se refere à experiência brasileira, a questão da diferenciação entre os títulos é um falso problema, ou, ao menos, um problema de menor relevância. Realmente, a utilização de títulos de emissão do Tesouro e do Banco Central pode contribuir para a distinção, pelo mercado, entre intervenções de política monetária e operações de financiamento do déficit público, conforme foi exposto no Capítulo 2. Isto, entretanto, pressupõe, primeiro, que as operações mobiliárias do Banco Central sejam destinadas estritamente à regulação monetária, ou, dito de outra forma, que a colocação primária de títulos não fosse utilizada para o financiamento de programas de caráter quasi-fiscal; e,

² Ver, por exemplo, Llussa (1998:75).

³ A operacionalização da política monetária por meio de títulos do Banco Central é prática corrente nos países desenvolvidos. De fato, em alguns destes países são emitidos títulos de curto prazo com objetivos de política monetária. Isto, no entanto, está longe de ser generalizável. Mesmo neste caso, em vários deles os títulos emitidos são de responsabilidade do Tesouro.

segundo, pressupõe que o mercado para títulos públicos apresente um grau de desenvolvimento que permitisse a diferenciação da estrutura de maturação para prazos mais longos.

Assim, a verdadeira questão é que a histórica instabilidade econômica e a conseqüente falta de mercado para papéis de longo prazo no país inviabilizam a construção de uma estrutura a termo consistente e com suficiente liquidez, resultando em uma incapacidade de alongamento do perfil da dívida pública. A possibilidade de diferenciação entre os títulos do Tesouro e do Banco Central por prazos de maturação, portanto, é extremamente limitada. Além disto, como o Banco Central assume diversas funções de caráter fiscal, parte expressiva da dívida mobiliária em poder do público diz respeito a títulos de responsabilidade da instituição. Portanto, mesmo que o governo tentasse a separação de títulos entre as instituições, o custo da dívida continuaria a ser dado pela política de curto prazo do Banco Central⁴.

Ou seja: a questão de fundo aqui é a atuação do Banco Central em áreas de responsabilidade fiscal. Uma forma de minimizar este problema seria eliminar um dos fatores que permitem ao Banco destinar recursos para estes fins, ou seja, eliminar a possibilidade de emissão do Banco Central.

Isto, contudo, poderia não ser suficiente para resolver o problema, porque restaria uma questão relacionada aos problemas de coordenação entre as instituições. Caso o equilíbrio de poder fosse de tal ordem que permitisse ao Banco Central ter poder suficiente para influenciar a atuação do Tesouro, o resultado pretendido com este tipo de arranjo seria prejudicado. Por um lado, abrir-se-ia a possibilidade de que o Banco Central pressionasse para que os instrumentos de dívida fossem utilizados para fornecer sinalizações ao mercado

⁴ Um argumento contrário que poderia ser formulado é que o Banco Central estaria determinando o custo da dívida do Tesouro seja com colocações de títulos próprios no mercado, seja ao ditar o comportamento das taxas de juros de curto prazo exclusivamente através de operações no mercado secundário. Este argumento, contudo, não considera a diferença existente entre **sinalizar** as taxas com operações de curto prazo no secundário e efetivamente colocar em mercado títulos de prazos idênticos aos do Tesouro. Neste último caso, os títulos do Banco Central funcionam como um piso para a remuneração dos títulos públicos, já que representam o "risco governo" tanto quanto os papéis do Tesouro. Já no caso da sinalização, existiria flexibilidade para o Tesouro poder variar a remuneração dos seus títulos (na margem), já que seriam os únicos representantes do "risco governo" além do curtíssimo prazo.

com respeito à política monetária ou para a consecução de objetivos de curto prazo de política econômica. Não se verificaria, na prática, mudanças significativas no que se refere ao controle do perfil da dívida e do risco. Por outro lado, o Tesouro poderia ser utilizado como intermediário para o financiamento de programas de fomento, incentivo ou socorro como os conduzidos atualmente pelo Banco Central, fontes de geração de dívidas quasi-fiscais. O que está por trás desta discussão, portanto, é decidir qual o *locus* de decisão de política econômica.

É importante perceber que, neste caso, não bastaria restringir a atuação do Banco Central aos seus contornos clássicos, voltada exclusivamente para a política monetária e cambial. Embora isto pudesse ser efetivo do ponto de vista da geração de dívidas quasi-fiscais, a possibilidade de instrumentalização da dívida por outras instâncias do governo seria mantida. Neste sentido, a atribuição de maior grau de autonomia para a condução da dívida pública soma-se à revisão do formato de atuação do Banco Central como contribuições para o equacionamento dos problemas oriundos da estrutura institucional brasileira referente à dívida pública.

Deslocando a discussão para a questão da limitação ao gasto público, deve ser citada a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

A LRF tem como princípio geral o tratamento das finanças públicas como um todo, estabelecendo regras de gestão fiscal destinadas a todos os níveis de governo e toda a administração pública, inclusive entidades da administração indireta. Por meio destas regras pretende-se estabelecer arcabouço geral de orientação do planejamento orçamentário e de sua execução, visando a garantir a solvência fiscal. São introduzidos, ainda, conceitos até então não abordados na legislação referente às finanças públicas no Brasil, como os de responsabilidade e transparência fiscal⁵.

A LRF, atualmente projeto de lei complementar em discussão no Congresso Nacional, vem regulamentar o artigo 163 da Constituição, que determina a edição de lei

⁵ Neste sentido, a LRF prevê, por exemplo, amplo acesso às informações, transparência de procedimentos de arrecadação e aplicação dos recursos públicos e divulgação dos resultados obtidos.

complementar para fixar os princípios norteadores das finanças públicas. Por meio da LRF são estabelecidas regras de controle dos gastos públicos (com ênfase no controle do endividamento e das despesas de seguridade social, de pessoal e quaisquer outras de duração continuada⁶) e dos déficits orçamentários. Neste sentido, prevê-se fixação de objetivos de longo prazo e metas fiscais trienais por cada membro da federação, autonomamente, e são estipulados mecanismos para compensação e correção de eventuais desvios e sanções aos casos de comprovada irresponsabilidade fiscal. São proibidos, ainda, refinanciamentos pelo governo federal da dívida estadual e municipal.

O mecanismo da compensação é aplicado a todas as categorias de despesa permanente (como despesas de pessoal, de seguridade social e outras de duração continuada). No caso da seguridade social, por exemplo, proíbe-se a criação, o aumento ou a extensão de qualquer benefício ou serviço que resulte em aumento de despesas sem que haja correspondente fonte de custeio integral. Esta poderá ser tanto redução equivalente de outras despesas com benefícios ou serviços da seguridade social quanto aumento de receitas proveniente da criação de outra fonte de custeio ou da majoração das contribuições vinculadas à seguridade social⁷.

As metas quantitativas, explicitadas para o exercício financeiro e para os dois exercícios subsequentes, serão determinadas na LDO. Para tanto, a União deverá divulgar, anualmente, em anexo da lei de diretrizes orçamentárias, previsões macroeconômicas que orientem as metas fiscais a serem perseguidas pelos demais entes da Federação. Na LDO de cada ente da federação deverá constar, ainda, anexo registrando avaliação de riscos, para os respectivos tesouros, de decisões de governo que tenham impacto sobre as contas públicas e que não sejam passíveis de quantificação com razoável grau de certeza.

Além dos critérios de controle sobre os gastos, são estipuladas normas para o endividamento público. São definidos os conceitos de operação de crédito e de dívida pública e propostas regras para o controle da dívida, para a realização de operações de

⁶ Assim entendidos como aqueles cujos efeitos perdurem por mais de três exercícios financeiros.

⁷ A compensação, entretanto, não será exigida quando o aumento de despesa decorrer exclusivamente do aumento da quantidade de atendimentos nos serviços prestados ou do reajuste de benefício ou serviço que se limite a preservar seu valor real.

crédito destinadas ao giro da dívida mobiliária e para a prestação de garantias pelas entidades públicas. As regras envolvem exigências quanto à manutenção do endividamento em níveis compatíveis com a arrecadação e com o patrimônio líquido, garantindo ainda margem de segurança visando a impedir que eventual crescimento da dívida em períodos posteriores venha a comprometer a sustentabilidade dos demais agregados macroeconômicos. Neste sentido, fica estabelecido que o produto das operações de crédito não pode ultrapassar o montante das despesas de capital em um mesmo exercício financeiro⁸. Fica proibido igualmente o levantamento de recursos por intermédio de entidades controladas e a postergação do pagamento a fornecedores, prestadores de serviços ou empreiteiras de obras mediante a emissão de títulos de crédito ou aval. Estabelece-se, ainda, adoção de controles sobre a dívida consolidada, com limites máximos e prudenciais para cada esfera de governo fixados pelo Senado Federal, a partir de proposta do Presidente da República.

De forma geral, a estipulação de objetivos para a progressão das contas públicas, a inclusão de considerações quanto à exposição ao risco, a imposição de maiores limitações ao endividamento público e ao financiamento das dívidas estaduais pelo governo federal, a tentativa de definição de parâmetros de sustentabilidade da situação fiscal e a determinação de sanções contra atos de “irresponsabilidade fiscal” constituem importantes aspectos disciplinadores para o gerenciamento das contas públicas. É possível dizer que, se fosse implementada da forma como inicialmente idealizada, a Lei poderia significar avanço para o controle do gasto e do endividamento públicos. Ressalte-se, entretanto, que as negociações políticas em torno da Lei até o momento apontam para uma implementação bastante distinta da idealização inicial, restringindo significativamente o aspecto disciplinador originalmente estabelecido. Infelizmente, foge ao escopo deste trabalho a análise em detalhes das propostas contidas na LRF, assim como das dificuldades de fiscalização e implementação de suas medidas.

Os princípios norteadores da LRF somam-se à introdução de estruturas autônomas para a administração da dívida pública como mecanismos de sustentabilidade fiscal. A

⁸ Excetuando-se os casos em que houver necessidade de se financiar de maneira integrada as despesas de capital e os gastos com custeio associados aos investimentos.

primeira enfoca o controle global das finanças públicas, envolvendo regras para o gasto e para o endividamento público. Neste sentido, algumas das questões que as estruturas mais autônomas buscam resolver poderiam já ser devidamente delimitadas. Neste caso, um DMO ficaria responsável, sobretudo, pela aplicabilidade das normas estipuladas.

4.2 A independência e suas relações com a política econômica

No decorrer dos anos oitenta, a discussão a respeito do endividamento público no Brasil se concentrava no suposto caráter inflacionário do déficit e na necessidade de promoção de ajuste fiscal prévio ou concomitante aos programas de estabilização⁹. No período do Plano Real, a discussão se deslocou para a sustentabilidade da política de câmbio atrelado ao dólar e juros altos sem a promoção de ajuste fiscal.

Como exposto no Capítulo 2, uma instituição para a administração da dívida pública com alto grau de autonomia permite, em tese, evitar que os instrumentos de dívida sejam utilizados como instrumentos de política econômica de curto prazo. Esta iniciativa representa uma tentativa de adequar a condução da dívida pública ao ambiente colocado pela “globalização financeira”, o que se consubstancia, por um lado, em dificultar a utilização de políticas pouco sólidas e, por outro, em retirar graus de liberdade para a condução das políticas. A relevância deste argumento vai depender de quão maiores forem o grau de abertura da economia e o grau em que a captação for realizada por meio de “princípios de mercado”.

Em adição, a atração de capitais privados externos é facilitada pela adoção de “princípios de mercado”, conforme exposto no capítulo 1. Uma vez adotados estes princípios, e firmada a relação de relativa dependência da política econômica quanto ao fluxo de capitais, qualquer desvio com relação à percepção de sustentabilidade das variáveis relevantes (entre elas, a dívida pública) por parte dos agentes poderá ser o início de crise de confiança que, no limite, inviabilizaria o próprio modelo adotado. Neste caso, a adoção de procedimentos que limitem a discricionariedade na condução dos instrumentos de dívida pública adquire sentido.

⁹ Ver, por exemplo, Barbosa e Giambiagi (1995) e Batista Jr. (1985).

O caso recente do Plano Real fornece um bom exemplo. Segundo a interpretação adotada aqui, o plano de estabilização tinha como um de seus pilares uma taxa de câmbio relativamente valorizada. Um dos efeitos derivados foi a geração, no decorrer do tempo, de déficits crescentes na Conta de Transações Correntes. O financiamento deste desequilíbrio era feito por meio da política de juros elevados, que buscava a manutenção de cupom cambial atrativo. Os juros altos, entretanto, colocavam pressão sobre as contas públicas.

A racionalidade inerente ao modelo de âncora cambial adotado implica situação fiscal sustentável. A razão reside na necessidade de manutenção de altas taxas de juros, o que, cedo ou tarde, pode gerar crise de confiança e comprometer a paridade da moeda¹⁰. No período do Real, entretanto, o déficit e a dívida pública assumiram tendência ascendente, amparados, em boa parte, pela política de juros e pelo aumento dos gastos do governo. A opção adotada foi a de sustentar a paridade cambial – o que trazia ganhos imediatos, por meio da estabilidade – e postergar indefinidamente o ajuste nos gastos públicos – alternativa que, se realizada, poderia trazer ganhos (incertos) no futuro e de difícil mensuração (em termos políticos). Em consequência, os anos de 1996 e 1997 transcorreram com estabilidade interna de preços, mas com dívida pública em trajetória ascendente, gerando crescente desconfiança com relação à sustentabilidade da política cambial adotada.

A crise dos “tigres asiáticos”, a partir do último trimestre de 1997, desencadeou processo de crise de confiança dos agentes, precipitando um ataque especulativo contra a moeda. O governo brasileiro respondeu de acordo com os “princípios de mercado”, defendendo o real por meio das reservas acumuladas e oferecendo prêmio ainda maior para os capitais especulativos mediante o aumento das taxas de juros, o que impactava sobre o custo da dívida pública.

Contornado o momento de maior intensidade da crise, pouco foi feito no sentido de prover maior sustentabilidade à situação fiscal. A aposta (política), tão conhecida de décadas anteriores, foi de que a crise seria conjuntural, e as reservas seriam suficientes para desestimular qualquer tentativa de ataque ao real. Assim, não por acaso, a partir de outubro

¹⁰ A este respeito, ver Franco (1995) e Hees (1996).

de 1997, o perfil da dívida pública passou a apresentar forte deterioração, apresentando crescente percentual de dívida indexada ao câmbio e com vencimentos a prazos menores.

De fato, um dos fatores decisivos que permitiram contornar o problema fiscal foi a possibilidade de financiamento das contas públicas crescentemente por meio de instrumentos indexados e de curto prazo. Isto permitiu manter a situação durante todo o ano de 1998, às custas de forte deterioração das finanças públicas, tendo como contrapartida a intensificação da crise de confiança.

Ao final de 1998 a situação voltou a se agravar, inflamada pela crise da moratória russa. Mais uma vez, os capitais internacionais se retraíram, e verificou-se crescente fluxo de saída de capitais do país, configurando forte e persistente ataque sobre a moeda. A situação deteriorou-se até o início de 1999, catapultando a dívida pública para cerca de 52,0% do PIB em fevereiro de 1999¹¹.

O resultado das opções de política do governo foi: significativa desvalorização da moeda (incluindo forte movimento de *overshooting*); novas altas de juros; forte instabilidade econômica, catalisada pela crescente desconfiança na capacidade do governo honrar suas obrigações; retorno à assistência financeira de instituições multilaterais (sobretudo o FMI) e às conhecidas condicionalidades; e um esforço de controle fiscal feito às pressas e com enfoque deficiente sobre as reais fontes de desequilíbrio.

Interessa especular o que poderia ter ocorrido caso o formato institucional brasileiro contemplasse uma administração da dívida pública centralizada e com alto grau de independência instrumental.

De início, deve-se reconhecer que o principal objetivo de uma instituição como esta seria o financiamento orçamentário. Argumentar-se-ia, portanto, que as medidas tomadas no desenrolar do processo de crise de confiança não seriam muito diferentes, posto que apenas refletiam as expectativas dos agentes, estando de acordo com os “princípios de mercado”.

¹¹ Fonte: Banco Central do Brasil.

Entretanto, a crescente exposição da dívida ao câmbio e a concentração dos vencimentos provavelmente iriam contra o grau de exposição ao risco estipulado para a dívida. Como resultado, poderia haver resistências a uma mudança radical do perfil da dívida. Obviamente, as ações a serem tomadas seriam determinadas por diversos fatores, destacando o grau de poder político e de independência para resistir a tentativa de instrumentalização da dívida visando objetivos de curto prazo.

Um resultado possível, dentre diversos, seria que o menor grau de liberdade do governo em rolar a crescente dívida pública por meio de instrumentos de maior risco poderia forçar, nos primeiros anos do Plano, a adoção de medidas fiscais visando prover maior sustentabilidade à situação das contas públicas. **A razão por trás disto seria exatamente manter a dívida pública adequada aos preceitos dos “princípios de mercado”, os quais eram inerentes à própria concepção do Plano Real.**

Assim, o governo poderia ter sido levado a tomar medidas de adequação do Plano por meio de outras variáveis, como desvalorização controlada e/ou reformulação dos gastos públicos, muito antes da situação ter alcançado o limite e ter gerado crise de confiança de grande magnitude.

Outro resultado possível, porém menos extremo, seria ter provocado maior discussão pública sobre as ações a serem tomadas. Como visto anteriormente, esta é uma das razões apresentadas para a adoção de estruturas mais independentes.

É imprescindível perceber que não se pretende, aqui, afirmar que a existência de uma estrutura mais independente para a administração da dívida pública traria, necessariamente, os resultados descritos acima. Como ressaltado no Capítulo 2, a adoção de uma ou outra estrutura institucional não tem efeitos determinísticos. Apenas torna mais prováveis alguns resultados em detrimento de outros.

Note-se que, embora maior rigidez sobre a situação fiscal fosse condição necessária (embora não suficiente) para a sustentabilidade da política econômica do Real, as

contradições de política impuseram a atuação do Estado de forma a tentar equacionar os conflitos surgidos com a política de estabilização. Como não foram realizados esforços visando à solução do desequilíbrio fiscal de forma estrutural, estes conflitos eram continuamente repostos, explicitados a cada choque de expectativas. Aliado à necessidade de atração de recursos externos, isto se traduziu em uma trajetória ascendente da dívida pública, comprometendo cada vez mais a capacidade de intervenção do Estado. Vale dizer, a manutenção da paridade cambial colocou a seu serviço toda a política econômica, com especial relevância no que se refere à política de dívida pública.

É possível dizer, portanto, que a institucionalidade derivada da política econômica do Real não seria compatível com o estabelecimento de restrições mais rígidas sobre as condições de financiamento do governo, uma vez que estas adquiriram caráter essencialmente subordinado. Neste sentido, controle centralizado do endividamento e imposição de limites estritos para sua condução – ou ainda, administração independente da dívida –, seriam conceitos incompatíveis com as necessidades impostas pela forma de condução da política econômica.

* * *

A independência para a condução da dívida pública não é condição necessária nem suficiente para a garantir a sustentabilidade fiscal. Não obstante, um menor poder de influência do governo sobre as condições técnicas do endividamento pode auxiliar o estabelecimento e a manutenção de políticas sustentáveis a longo prazo.

As estruturas institucionais para a administração da dívida pública com maior grau de independência, nos moldes do DMO, podem ser importantes como instrumento de auxílio à condução das políticas macroeconômicas e, em particular, da política fiscal. Sua adoção não garante, de maneira alguma, a sustentabilidade fiscal ou do financiamento público, mas poderia, entretanto, garantir a melhor identificação do papel da política fiscal no conjunto das políticas macroeconômicas (e mesmo certos limites à sua utilização).

Anexo I

Alguns conceitos referentes à dívida pública

Este anexo visa a detalhar alguns conceitos referentes à dívida pública, ressaltando fatores técnicos envolvidos no processo de decisão quanto à escolha de instrumentos de dívida pública mobiliária. Estes elementos podem ajudar a compreender alguns pontos do texto.

A definição corrente de dívida pública pode ser entendida como o estoque de passivos do governo em todas as suas esferas (federal, estadual, municipal, empresas estatais e Banco Central). Sua origem primária é a contratação de débitos junto aos demais setores da economia visando à cobertura das necessidades de financiamento decorrentes de desequilíbrios temporais entre receitas e despesas. Não se descarta a existência de outros motivos, a serem tratados adiante.

O déficit público, por sua vez, é um conceito de fluxo, sendo derivado dos desequilíbrios temporais entre receita e despesa. Deverá ser coberto com a obtenção de recursos, o que, de forma simplista, poderá ser feito ou mediante contratação de débitos com os demais setores da economia ou por meio da emissão de base monetária¹, conforme indicado na equação da restrição orçamentária

$$Def_t = (B_t - B_{t-1}) + (M_t - M_{t-1}), \quad (I.1)$$

onde $(B_t - B_{t-1})$ representa a variação líquida do endividamento entre dois períodos e $(M_t - M_{t-1})$ a variação líquida da base monetária. Nesta equação, percebe-se que o déficit só se configurará como dívida pública na medida em que for coberto via contratação de débitos com os demais agentes. Por outro lado, isto significa que a contratação de dívida pública

¹ Haveria uma terceira forma de cobertura, mediante transferências externas, mas que não é considerada aqui por sua pouca expressão analítica.

depende do consentimento dos agentes privados, ao contrário da emissão de base monetária².

Segundo Dornbusch & Draghi (1990), o modelo mais aceito hoje para a dívida pública é o de *debt drift*, ou seja, a existência de déficit e seu financiamento são instrumentos apropriados desde que não haja aumento na relação dívida/PIB. Este enfoque foi legitimado com as políticas keynesianas e contrasta com a noção prevalecente de manutenção de orçamentos fiscais equilibrados como ideal para a condução das finanças públicas.

As formas básicas de contratação de débitos com os demais setores são via emissão de papéis de dívida ou a contratação de créditos bancários diretos. De modo geral, os recursos podem vir dos mercados internos institucional (formado por investidores institucionais) e de varejo (agentes de pequeno porte, geralmente pessoas físicas) e do mercado externo. Assim, o primeiro termo da parte direita da equação acima seria representado por

$$(BI_t - BI_{t-1}) + (BV_t - BV_{t-1}) + (BE_t - BE_{t-1}) + (CB^{in}_t - CB^{in}_{t-1}) + (CB^{ex}_t - CB^{ex}_{t-1}), \quad (1.2)$$

onde BI , BV e BE são papéis lançados no mercado interno institucional, de varejo e mercado internacional, respectivamente, e CB^{in} e CB^{ex} representam contratações bancárias nos mercados interno e externo, respectivamente.

O financiamento por meio da emissão monetária tem sido descartado pelos governos, de forma mais ou menos generalizada (com ênfase nos países de capitalismo mais avançado), como prática “indesejável”, devido ao seu potencial inflacionário. Isto levou à perda de importância relativa do componente $(M_t - M_{t-1})$ para a cobertura dos gastos do governo.

² Esta afirmação não ser tomada de forma absoluta, visto existirem mecanismos de captação compulsória de recursos junto ao setor privado, como, por exemplo, o estabelecimento de parcelas mínimas de títulos federais na composição de carteiras de instituições financeiras.

Aliados a isto, o processo de securitização das dívidas, o aprofundamento das transações financeiras e o aumento da liquidez mundial permitiram aos países recorrer fortemente ao financiamento por meio do mercado mobiliário, e de fato, os títulos de dívida se tornaram os principais instrumentos de endividamento público, em especial (mas não somente) nos países mais desenvolvidos. Isto faz com que o componente dos créditos bancários perca, igualmente, peso relativo no total da dívida. Mais uma vez, no entanto, isto é mais verdade para os países mais desenvolvidos, e vários deles não apresentam este tipo de dívida (pelo menos em nível federal). Países “emergentes”, por outro lado, podem recorrer à contratação bancária direta de forma mais sistemática, sobretudo nos mercados externos, embora a tendência nos últimos anos tenha sido no sentido oposto.

I.1 Tipos de mercados

As alternativas básicas com respeito às escolhas dos mercados estão entre captar nos mercados domésticos institucional e de varejo, e nos mercados externos.

Mesmo em países com mercados internos plenamente integrados e líquidos, o governo utiliza os mercados de varejo e/ou internacional. A escolha dos mercados está no cerne da estratégia de captação e dependerá de uma série de fatores, como considerações diversas sobre custos, abertura e manutenção de fontes alternativas de financiamento e grau da necessidade de financiamento.

Cada um destes segmentos (institucional, varejo ou externo) tem características distintas e serve a estratégias diferenciadas, as quais impõem diferenciações com respeito aos tipos de instrumentos a serem utilizados. Assim, os diversos mercados nacionais têm no perfil de seu principal segmento um dos elementos básicos a ditar suas características. Mercados muito institucionalizados, por exemplo, provavelmente contam com mercado secundário mais ativo e com maior liquidez. Além disto, as características dependem do tipo de agente que domina o segmento (fundos de pensão ou agentes mais agressivos) e suas inter-relações com o ambiente institucional (dominação de grandes bancos, etc.).

Em contraposição, mercados nos quais o segmento de varejo tem grande importância relativa tendem a ter secundários relativamente menos dinâmicos. Os agentes neste mercado, pautado pela poupança privada individual, são caracterizados por alta preferência por liquidez e forte aversão ao risco. Segundo Carracedo e Dattels (1996), o perfil deste mercado pede antes diversidade de instrumentos que a padronização, para se adaptar aos diversos perfis de poupança privada.

A exploração do mercado de varejo pelos governos impõe problemas ditados pelos maiores custos de transação, dada as maiores dificuldades de distribuição e menores valores dos lotes. Apesar disto, Bröker (1993) ressalta que o mercado de varejo foi um dos principais focos de inovação nos últimos anos, com os governos buscando facilitar seu acesso à poupança privada, uma das maiores fontes de recursos disponíveis³.

Os mercados externos, por sua vez, podem ter o inconveniente de introduzir o risco cambial, embora tenha como vantagem ampliar as fontes de financiamento do país. Este segmento tem sido de grande importância para os países emergentes, o que contrasta com a tendência verificada nos países mais desenvolvidos, os quais têm reduzido as parcelas de dívida pública denominada em moeda estrangeira.

O risco envolvido nas captações externas pode ser representado por três fatores: a diversificação de moedas, a distribuição entre juros fixos e flutuantes e o perfil de maturação.

Uma concentração em apenas determinadas moedas pode deixar o *portfolio* excessivamente exposto a variações nos valores das mesmas, principalmente se os movimentos das mesmas for correlacionado. Isto sugere que a composição cambial seja feita com base em critérios objetivos, o que pode ser feito, por exemplo, assumindo-se

³ Pode haver uma agência só para este segmento, já que o varejo tem características bem distintas dos demais mercados, ou ainda ser utilizado sistema diferenciado. A Suécia, por exemplo, é um dos países em que a exploração do mercado de varejo como fonte de recursos assumiu grandes contornos. Neste sentido, foi instituída em 1991 a Conta Nacional de Dívida (Riksgäldskonto), por meio da qual são disponibilizadas diversas facilidades de comunicação direta e eletrônica aos investidores, como facilidades do tipo home-banking. Sistema similar é o Treasury Direct, dos EUA.

posições cambiais que tenham correlações negativas, ou posições que tenham contrapartida na estrutura de ativos (reservas cambiais, etc.).

Da mesma forma, quanto maior a exposição a juros flutuantes, mais o serviço da dívida ficará exposto a flutuações nas taxas de juros internacionais. Isto sugere que a composição entre juros fixos e flutuantes seja feita de forma a minimizar os potenciais impactos de quaisquer variações inesperadas. Isto poderá ser feito, por exemplo, por meio da distribuição de taxas por todo o espectro de maturação, e do rígido controle de operações no *portfolio*.

Por fim, quanto maior a concentração dos prazos de maturação da dívida, seja no curto prazo, seja em determinadas datas, maior a dificuldade de rolagem da mesma, já que maiores serão as necessidades de recursos a cada momento (*ceteris paribus*). Isto indica a necessidade de alongamento dos prazos de maturação e de distribuição regular entre os prazos de maturação. Todavia, como o risco, do ponto de vista do investidor, é diretamente relacionado ao prazo de maturação do investimento, e sendo os países emergentes vistos como de maior risco, muitas vezes os prazos de maturação mais longos não são disponíveis, seja pelos prêmios excessivos, seja pela falta de demanda.

1.2 Instrumentos de dívida

A securitização e o crescimento do mercado de derivativos disponibilizou para os governo enorme leque de opções para o endividamento no mercado mobiliário. Neste item, serão abordados apenas os tipos mais gerais, assim como as questões relacionadas à escolha de cada um e às suas características. Existem diversas variações sobre as estruturas dos papéis de dívida, especialmente no que se refere aos derivativos, e analisá-las fugiria ao escopo do trabalho. O exposto abaixo irá fornecer os elementos analíticos básicos referentes aos instrumentos de dívida, de forma a facilitar a compreensão dos temas tratados aqui.

No que tange aos papéis de emissão de dívida pública, os governos contam em geral com quatro tipos⁴ voltados para a dívida interna. Estes irão apresentar diferenciações de acordo com o uso e com o tipo de demanda, assim como pelas características de cada mercado. Bröker (1993) lista como os fatores mais importantes no condicionamento do desenho destes instrumentos as necessidades projetadas de financiamento, a estrutura e desenvolvimento das taxas de juros no país, a estrutura da oferta de capital e as preferências específicas dos investidores. Além destes, é possível citar o grau de liquidez dos mercados secundários, o arcabouço regulatório para os mercados financeiros, arranjos de política monetária, flexibilidade de juros, taxaço e controles cambiais.

O primeiro tipo seriam as “Letras”, ou ainda “Letras de Administração de Caixa” (*cash management bills*), papéis de curto prazo, com maturação inferior a um ano, usadas normalmente para facilitar a administração de caixa com a cobertura de eventuais desequilíbrios orçamentários de curto prazo, além de poderem ser utilizadas para auxiliar a administração monetária do Banco Central. O instrumento será direcionado mais para o público em geral ou para investidores institucionais, dependendo do seu objetivo. Se o financiamento for realizado basicamente por este instrumento, poderá ser interessante direcioná-lo para o público, enfocando fortemente o mercado de varejo, incorporando assim baixos valores de lotes. Para a cobertura de desequilíbrios eventuais, podem ser direcionados para investidores institucionais. Em geral, têm maturações padronizadas em 3, 6 e 9 meses, mas pode haver variações.

O segundo tipo são “Notas”, com maturação entre um e dez anos. Estes são o principal instrumento de dívida nos países nos quais a estrutura de mercado permite a absorção de papéis de médio prazo (notadamente, nos países mais desenvolvidos, que contam com maior estabilidade econômico-financeira).

Terceiro tipo são “Bônus”, com maturação no longo prazo (acima de 10 anos), visando basicamente a estender o perfil da dívida, diminuindo o impacto dos serviços a cada momento;

⁴ Cf. a classificação de Bröker (1993).

Finalmente, os governos se utilizam de instrumentos “fora de mercado”, ou seja, que não podem ser comercializados no mercado secundário. Em geral, não possuem prazo de resgate definido (ou seja, podem ser resgatados a qualquer momento) e podem ser colocados por meio de esquemas de distribuição mais próximos ao grande público, seja mediante vendas diretas, como, por exemplo, por meio de agências de correio ou agências especialmente designadas para este fim, seja mediante intermediários, como bancos, fundos ou *dealers*. Os papéis incluem “bônus de poupança”, com o formato de conta de poupança para o investidor, ou ainda “bônus lotéricos” ou com alguma estrutura de premiação, estruturas que distribuem retornos na forma de sorteios, como uma loteria. A principal vantagem para o emissor está na possibilidade de despesa com juros menor que a de um bônus usual.

Por não poderem ser transacionados no secundário, estes instrumentos não são passíveis de perda de capital em virtude de alterações nas taxas de juros, o que limita seu risco e os tornam particularmente atraentes para o mercado de varejo, o qual é caracterizado por alta preferência por liquidez e forte aversão ao risco. Por outro lado, a alta preferência por liquidez implica permitir, por exemplo, que o instrumento seja resgatável a qualquer momento.

Também podem existir instrumentos “fora de mercado” direcionados para instituições financeiras. As vantagens existentes na utilização destes são a possibilidade de estruturar o papel com características específicas demandadas; a oferta de papéis que oferecem *hedge* contra perdas de flutuações de juros; e a possibilidade de criar transacionalidade para o papel por meio da introdução de cláusulas de transferência de crédito.

No que se refere à dívida externa, o mais comum nos últimos anos foi a utilização de papéis de médio e longo prazo, além de programas de captação de curto prazo no formato de *commercial papers* (utilizados principalmente por países mais desenvolvidos).

I.3 Colocação em mercado

Em princípio, existem quatro formas de colocação de papéis em mercado. A escolha de uma ou de combinações entre elas dependerá de fatores tais como o volume das necessidades de recursos a serem captados, o grau de desenvolvimento do mercado para a dívida pública no país, os tipos de instrumentos visados e os objetivos adotados para a administração da dívida pública. As quatro formas são: (1) consórcios, que são grupos de bancos reunidos junto aos quais o governo coloca os papéis a preços pré-determinados, para repasse aos tomadores finais; (2) leilões, sendo a colocação de papéis mediante a tomada de preços simultaneamente com diversos agentes em momento determinado, com a compra determinada pelos melhores lances de acordo com as regras especificadas; (3) *tap issues*, abertura da disponibilidade de venda de papéis por período mais ou menos contínuo; e (4) colocações privadas, nas quais são feitas emissões com condições previamente acertadas para um ou alguns poucos agentes. A técnica é pouco usada para colocações públicas.

A colocação via técnicas de leilão teve uso crescente desde os anos 80, tendo se tornado atualmente a principal forma de colocação. Em contexto de menor estabilidade, a técnica facilita a fixação de taxas compatíveis com a demanda do mercado, em especial nos mercados mais institucionalizados e profissionais, além de fornecer maior flexibilidade para escolher entre combinações de volumes e taxas dos papéis a serem ofertados.

Existem dois tipos de leilões, os competitivos e os não-competitivos⁵. Os primeiros apresentam quatro formatos básicos, sendo o primeiro e o último os mais utilizados para a dívida pública:

- leilão de preço múltiplo (leilão holandês) – as demandas são aceitas ao preço demandado, até que o volume ofertado tenha sido absorvido ou que um preço mínimo de corte (conhecido apenas pelo ofertante) seja alcançado;

⁵ Cf. Durães (1998).

- leilão de preço ascendente (leilão inglês) – são feitas sucessivas rodadas de tomada de preços, com estes sendo elevados até que a demanda a determinado preço se iguale ao montante oferecido;
- leilão de primeiro preço (leilão discriminatório) – as propostas são entregues em envelope fechado (ou lance selado), sendo que o maior preço ofertado vence. Podem ser entregues várias propostas por um mesmo demandante;
- leilão de preço uniforme (ou segundo preço) – os lances mais altos são aceitos a preço uniforme, correspondente a maior oferta rejeitada.

No caso dos leilões não-competitivos, o demandante só requer o volume, a ser tomado pela taxa resultante no leilão competitivo (em geral o preço médio). Este formato é particularmente utilizado para investidores de varejo e para colocações de papéis de dívida do governo junto ao Banco Central⁶.

Em um mercado pouco sofisticado, os responsáveis pela dívida pública podem preferir o preço único, de forma a garantir que os agentes não façam ofertas irrealistas, com taxas ou preços que lhes trariam problemas financeiros, ou ainda, podem adotar ofertas a preços não-competitivos. Por outro lado, espera-se que o leilão de preço múltiplo suscite ofertas mais ousadas e competitivas, tornando-o mais adequado a mercados muito institucionalizados.

Nos leilões, as participações podem ser públicas (qualquer agente pode participar, inclusive pessoas físicas e investidores estrangeiros) ou restrita a agentes previamente selecionados, os quais podem ser obrigados a absorver volumes consideráveis das emissões do governo para repasse interno e externo, sendo encarregados do repasse dos papéis para os demais agentes (caso dos *dealers* primários). Estes agentes selecionados podem também ser encarregados de prover sustentação ao papel, e/ou manter informações sobre as condições de transação do papel no mercado secundário, em sistema de comercialização

⁶ Ver capítulo 2.

*screen-based*⁷ (caso dos *market-makers*). Em troca por este tipo de atuação junto aos mercados de dívida pública, os *dealers* e *market-makers* podem ter privilégios, como acesso direto a créditos do banco central, lotes separados dos leilões a preço não-competitivo ou ainda facilidades fiscais.

As emissões *tap*, por sua vez, podem ser usadas para aproveitar a tendência de mercado, como, por exemplo, no caso em que haja tendência de queda nas taxas de juros, refreando as vendas fixando preço que projete taxa abaixo da praticada. Uma vez que as taxas de mercado a alcancem, o leilão seria naturalmente retomado. Pode também ser usado para regulação dos mercados, atenuando movimentos de taxas de juros.

I.4 Desenho dos instrumentos

O desenho e o uso de instrumentos de dívida irão referir-se a três questões básicas: primeiro, ao grau de liquidez oferecido pelo mercado; segundo, ao perfil requerido para as vendas de varejo; e terceiro, à relação risco - custo pretendida pelo emissor.

O aprofundamento das condições de liquidez tem sido realizada em diversos países por meio de duas alternativas: emissão de grandes volumes de instrumentos padronizados, buscando diminuir a diversidade de papéis e portanto fornecendo maior liquidez aos existentes; e reabertura de oferta de papéis previamente lançados como alternativa à emissão de papéis novos.

Conforme visto acima, os instrumentos de varejo irão requerer antes diversidade de instrumentos, voltados para atrair as diversas demandas relativas à poupança privada.

No caso dos emissores soberanos, a relação entre risco e custo é muito baixa, ou seja, a diminuição dos custos do financiamento estão limitadas por postura essencialmente conservadora com relação ao risco. Instrumentos indexados a níveis de preços, com

⁷ Sistema de comercialização informatizado, em que as todas as informações sobre as transações (volumes, preços praticados no mercado) são disponibilizados em tempo real. Este sistema permite dinamizar de forma significativa as transações do papel, fornecendo maior transparência e liquidez aos mercados secundários.

correção cambial ou denominados em moeda estrangeira, por embutirem risco menor para os investidores, geralmente permitem redução dos prêmios a serem pagos, diminuindo os custos do serviço da dívida; por outro lado, estes instrumentos transferem o risco para o emissor. Igualmente, a emissão de dívida com prazos curtos de maturação carregam risco menor para os investidores, embora aumente o risco para o emissor, na medida em que a estratégia concentre o peso da dívida em poucas datas em futuro próximo e implique na necessidade de rolagem de grandes volumes no curto prazo. Por fim, o grau de aversão ao risco irá ditar o tipo de operação que poderá ser incluída no escopo da administração de dívida pública, como, por exemplo, os tipos de derivativos a serem incorporados, a introdução de operações ativas, etc. Estes pontos serão retomados adiante em maior detalhe.

No que se refere ao tipo de instrumentos adotados em diversos países, Bröker (1993) ressalta que, durante os anos 70, quando os mercados mostravam-se menos desenvolvidos e havia grande necessidade de captação de recursos de novos investidores, a tendência foi a adoção de instrumentos com características especialmente direcionadas a cada demanda, ou seja, da diversificação de instrumentos. Nos anos 80, em contraste, a tendência foi de simplificação, refletindo tanto maior demanda quanto preocupação com o aprofundamento da liquidez.

1.4.1 Tipo de cupom

As emissões a taxas fixas correspondem à grande maioria dos papéis colocados. Estes papéis são altamente líquidos e facilmente negociáveis, por serem de fácil precificação, particularmente se forem de maturações padronizadas (3, 5, 7 e 10 anos). No entanto, carregam risco de juros.

Os títulos a taxas flutuantes, por outro lado, são de mais difícil precificação, por envolverem a projeção das taxas de referência – por exemplo, a LIBOR⁸. Em decorrência, este tipo de papel é menos líquido. Em compensação, como não carregam risco de juros, os

⁸ Taxa de referência para empréstimos interbancários

títulos a taxas flutuantes podem ser usados para estender o perfil de maturação da carteira sem que o pagamento de prêmio muito grande por isto seja necessário. Também são particularmente adequados para momentos de crises de confiança, em que os prêmios cobrados pelos investidores podem tornar-se excessivamente elevados.

Existem várias formas de tornar as taxas de juros mais flexíveis, buscando, por exemplo, evitar a mudança da orientação dos investidores para as maturações de curto prazo no caso da percepção de aumento do risco. Pode-se, por exemplo, associar o rendimento do papel a uma taxa de curto prazo, como a das Letras do Tesouro, ou à taxa de desconto do Banco Central, a índices de preços, etc; alternativamente, pode-se atrelar o cupom às variações do preço de outro título já em circulação no mercado secundário.

Uma forma de flexibilizar a estrutura de juros de um papel sem, no entanto, adotar cupom flutuante é a adoção de estruturas de *step-up* e *step-down*, que consistem em fixar alteração na taxa de juros para cima e para baixo, respectivamente, em um ou mais momentos determinados durante a vida do papel. Assim, por exemplo, um papel *step-down* de 10 anos de maturação pode ser lançado a 12% a.a., com queda para 10% a.a. em dois anos e para 8% a.a. em cinco anos. Este tipo de papel visaria a atender demandas específicas relacionadas a temores de aumento do risco do emissor no médio prazo (*step-up*), ou a uma percepção de risco excepcionalmente alto no curto prazo (*step-down*).

Existem papéis que são lançados sem pagamento de juros durante toda sua vida, denominados de *zero coupon*. Neste caso, os juros estão embutidos no preço de lançamento, por meio da taxa de desconto aplicada sobre o preço ao par (100% do valor de face).

1.4.2 Denominação monetária

No que se refere à dívida captada em mercados externos, é preciso fazer distinção entre dívida externa e dívida denominada em moeda estrangeira. Em termos estritos, a dívida externa refere-se às captações de recursos fora do mercado doméstico, não importando a denominação em que foram contraídos. Já a dívida denominada em moeda

estrangeira, como o próprio nome diz, refere-se a contratações em cujos termos contratuais referem-se a moedas estrangeiras. No que se refere ao risco cambial envolvido nas captações, portanto, estamos nos referindo a esta última denominação.

Nos países cujas moedas apresentam pouca expressão internacional, em especial nos “emergentes”, estes conceitos podem ser tidos quase como sinônimos. Países desenvolvidos de menor expressão costumam ter captação externa mais diversificada, e os mais desenvolvidos restringem sua captações em moedas estrangeiras.

I.4.3 Maturação

Como regra geral, quanto maior o prazo de maturação de um título de dívida, maior deverá ser o prêmio oferecido ao investidor. A razão é que, dada o caráter inerentemente incerto do futuro, quanto maior o prazo para o retorno do investimento, maior o risco a ele associado.

A escolha da estrutura de maturação da dívida visa a balancear os custos da dívida no tempo, ajustar o período de fixação da taxa de juros (e assim a volatilidade do serviço da dívida) e/ou explorar demandas específicas dos investidores. Refletindo estas metas, alguns países visam minimizar os custos, ao passo que outros enfatizam a necessidade de controlar a volatilidade dos preços nos mercados secundários.

Uma forma de diminuir o risco associado ao prazo de maturação é atrelar o retorno a variações cambiais ou de preços, ou seja, indexar seu valor. A indexação dos instrumentos transfere do investidor para o emissor o risco associado a variações inesperadas de câmbio e/ou inflação, o que permite adicionar prêmio relativamente menor.

Existem mecanismos que permitem alterar o perfil das maturações, como as estruturas de *early call* e *put*. Na primeira, o papel carrega cláusula que permite ao emissor recomprá-lo em qualquer momento da vida, seja em momento determinado ou em períodos definidos. A segunda estrutura, por outro lado, faculta ao detentor do título o direito de revendê-lo ao emissor. No passado, estas estruturas foram muito utilizadas pelos governos

para trocar bônus com altas taxas de juros por outros com taxas mais baixas, tão logo as condições de mercado permitissem. A utilização deste expediente, no entanto, aumentava a incerteza para os investidores, afetando a precificação do papel. A estrutura, por outro lado, pode ser usada para responder a demandas específicas, por meio da oferta de maturações relativamente longas mas com opção de resgate antecipado⁹.

I.4.4 Resgate

Existem duas formas distintas de estrutura de resgate do principal. Na estruturas *bullet*, o principal só é pago ao final do período de maturação. Alternativamente, o principal é pago em parcelas no decorrer do período de vida do papel, em percentagens e momentos pré-determinados, caracterizando uma estrutura *sinking-fund*.

I.5 O uso de derivativos como instrumentos de administração de dívida pública

Com a dinamização dos mercados para derivativos, os governos nacionais puderam contar com a utilização destes instrumentos para o gerenciamento de suas dívidas públicas principalmente para criar proteções contra variações indesejadas de câmbio, juros ou preço de ativos, diminuindo o risco da carteira.

Assim, contratos de *swaps* podem ser utilizados para evitar a volatilidade de determinada moeda, ou ainda reduzir a exposição a juros variáveis. Contratos de *forwards* e futuros podem travar taxas no futuro, reduzindo a incerteza quanto ao valor das obrigações. De fato, vários países se utilizam destes instrumentos como forma de criar *hedge* para suas posições, principalmente nas suas captações externas. Dentre eles,

⁹ Algumas outras cláusulas especiais com respeito à maturação merecem destaque, como, por exemplo: (a) *extendable*, que ao final do período de maturação de um bônus (relativamente curto em geral) há a opção de estender o prazo por outro período, igual ou não ao original, por uma ou mais vezes; (b) *convertible*, opção de trocar ou converter o bônus por outro de características idênticas já existentes antes do final do prazo de maturação, com condições de troca pré-estabelecidas; (c) *exchange warrants*, garantias de trocar o bônus por outro de características diferentes. Podem ser destacadas dos papéis e transacionadas separadamente; (d) *renewable*, opção de, até a maturação, poder trocar por bônus de características iguais; e (e) *retractable*, opção para resgate antecipado ao par ou a outro preço pré-determinado.

podemos citar a Suécia, a Nova Zelândia, a Irlanda, a Espanha e o México. Dentre os países que não se utilizam deste instrumento, podemos citar a Alemanha e os EUA, ou seja, países que não recorrem a financiamentos em moeda estrangeira.

Dado o alto grau de aversão ao risco usualmente adotado na administração de dívida pública dos países, a utilização destes instrumentos visa basicamente a proteger o governo da exposição de suas posições. Por envolver maior grau de complexidade, a incorporação destes instrumentos implica geralmente a utilização de pessoal especializado e o acompanhamento cuidadoso dos mercados.

Anexo II

Instrumentos de política monetária

Abrangente lista dos possíveis instrumentos de política monetária é apresentada por Sundararajan *et alli* (1994:38):

a) Instrumentos não comercializáveis em mercado:

- (1) reservas compulsórias;
- (2) parcela determinada e compulsória para títulos públicos na carteira de instituições financeiras;
- (3) crédito oferecido pelo Banco Central a taxas baixas (p. ex., *overdrafts*¹, redesconto de notas); e
- (4) distribuição dos depósitos entre bancos comerciais e Banco Central, com base em uma fórmula pré-determinada.

b) Instrumentos de mercado:

• No mercado primário:

- (1) leilões de papéis do Tesouro;
- (2) leilões de papéis do Banco Central.

• No mercado secundário:

- (1) operações de mercado aberto com papéis do governo;
- (2) acordos de recompra;
- (3) leilões de crédito com utilização de títulos (Tesouro ou Banco Central) como colateral; e
- (4) leilões de depósitos com utilização de títulos (Tesouro ou Banco Central) como colateral.

¹ Extensão de crédito além das disponibilidades de caixa de uma instituição

- No mercado interbancário:
 - (1) leilões de crédito sem colateral;
 - (2) leilões de depósitos do governo;
 - (3) distribuição dos depósitos do governo com base em parâmetros de mercado; e
 - (4) intervenção nos mercados interbancários por meio de depósitos do governo.

- No mercado de câmbio:
 - (1) *swaps* de câmbio; e
 - (2) compra/venda de cambiais.

Anexo III

Exemplos de DMO

As estruturas para a administração da dívida pública da Suécia e da Nova Zelândia podem ser vistas como exemplos “extremos” de DMO. Enquanto a primeira conta com estrutura formalmente independente, a segunda está formalmente subordinada ao Tesouro do país. Não obstante as diferenças formais nos arranjos dos dois países, ambas contam com alto grau de autonomia para a administração de dívida pública.

III.1 Suécia¹

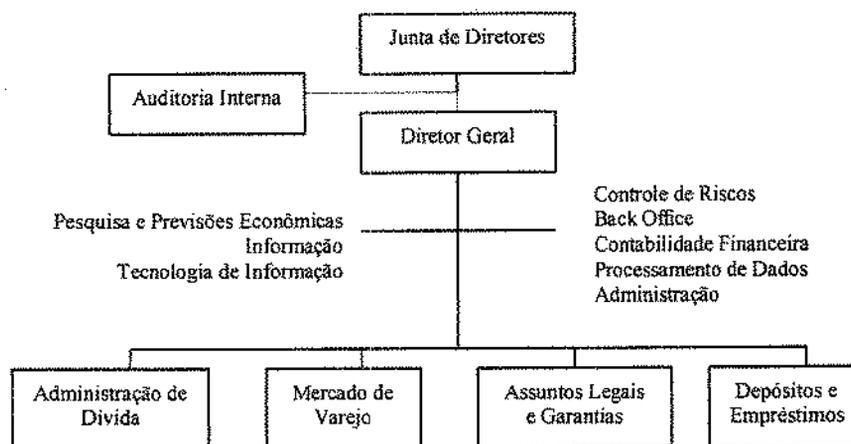
III.1.1 Estrutura Institucional para a administração da dívida pública

O modelo Sueco é singular, sendo uma das agências de administração de dívida com um dos maiores (senão o maior) graus de autonomia para a administração da dívida pública. Sua experiência tem servido de referência para vários países.

A principal autoridade para a administração da dívida pública na Suécia é o *Swedish National Debt Office* (SNDO), agência governamental responsável, basicamente, por realizar emissões em nome do Reino da Suécia e por gerenciar a dívida pública. A captação do governo é limitada ao financiamento do déficit orçamentário do Estado, à cobertura de despesas aprovadas pelo Parlamento ou ao refinanciamento das dívidas vincendas.

A estrutura direta para a administração da dívida pública na Suécia apresenta o seguinte organograma²:

¹ Os seguintes textos servem de referência para a descrição do modelo sueco: Baumgarten, J., Ramaswamy, R. e Zettergren, G. Monetary Policy and Leading Indicators of Inflation in Sweden. FMI, Working Paper 34/97, abril 1997; Swedish National Debt Office. Annual Report - Fiscal Year 1995/96. SNDO, Estocolmo, 1997; Official Comment by the Swedish National Debt Office on the Report of the Government Debt Policy. SNDO, mimeo, agosto de 1997; Crona, S. Separating Public Debt Management from Monetary Policy - The Case of Sweden. FMI, mimeo, 1995; Magnusson, T. Legislation and Regulations for Sovereign Borrowing. SNDO, mimeo, 1996. Também foram recolhidas informações no site do *Swedish National Debt Office* (www.sndo.se) e através de reuniões com autoridades do SNDO na Suécia.



O principal responsável pelo *Swedish National Debt Office* é o Diretor Geral, que figura também como presidente da Junta de Diretores. Esta é composta por um máximo de oito pessoas, sendo quatro membros do Parlamento.

De acordo com o disposto no Regimento Interno da instituição, as atividades do SNDO devem ser desenvolvidas por um máximo de cinco departamentos, sendo cada um chefiado por um diretor. Existem ainda unidades contábeis e administrativas, assim como unidade para previsões e análises. Adicionalmente, há unidade de auditoria interna, a qual se reporta diretamente ao Diretor Geral.

As responsabilidades atribuídas ao SNDO são as seguintes: (1) emitir títulos e gerenciar a dívida pública ao menor custo possível; (2) oferecer crédito a companhias estatais; (3) Emitir garantias em nome do Estado; (4) coordenar as operações de garantias do Estado e créditos à indústria e comércio, monitorando os custos associados a estas operações; (5) divulgar previsões contendo receitas e despesas do estado, e assegurar que estas transações sejam feitas ao mínimo custo possível; e (6) estabelecer as taxas de juros das Contas Nacionais de Poupança e de outros programas semelhantes.

A exemplo de outros países, o SNDO conta com mesa de operações, por meio da qual levanta financiamentos de curto prazo junto ao mercado. Tal fato não é visto como problema para a política monetária, dado o baixo volume relativo das operações.

² Retirado de The Swedish National Debt Office, Annual Report Fiscal Year 1995/96. SNDO, 1997, pg. 74.

O SNDO é responsável por todas as etapas do processo do gerenciamento da dívida, indo do direcionamento estratégico até a operacionalização diária, o que engloba todas as decisões de emissão, características dos títulos e composição da dívida, além de todos os arranjos para colocação em mercado. As questões de política estratégica, como a parcela a ser captada em moedas estrangeiras, o uso de derivativos e o grau de exposição ao risco, devem estar de acordo com o estabelecido pelo Governo e pelo Parlamento³. Entretanto, não é especificado, normalmente, montante anual máximo a ser captado. A restrição, neste caso, é imposta pela delimitação dos propósitos para os quais o SNDO pode emitir dívida⁴: financiamento de déficits orçamentários e gastos gerados por atos do Parlamento; financiamento de empréstimos e garantias, de acordo com o estabelecido pelo Parlamento; realização de amortizações, resgates de empréstimos e operações de recompra; e composição da necessidade de reservas do Banco Central⁵.

O Diretor Geral e seu substituto são designados pelo Governo para período fixo de tempo. Os outros diretores são também formalmente designados pelo Governo para período fixo, seguindo, contudo, notificação do Diretor Geral.

Um fator que busca resguardar a idoneidade das operações do SNDO é o impedimento para seus membros de exercerem funções em instituições de crédito sem prévia autorização do Governo.

A estrutura administrativa busca ser ágil e enxuta, aproximando-se dos modelos da iniciativa privada. O SNDO conta com alto grau de autonomia administrativa. A escolha de funcionários segue o padrão de contratação direta para cargos específicos, não havendo concurso público, e a instituição conta com autonomia orçamentária.

³ Tendo o próprio SNDO como consultor.

⁴ Cf. Magnusson (1996:06-09).

⁵ O Banco Central deverá compensar os custos incorridos, salvo em casos específicos.

III.1.2 Relacionamento com o Banco Central

O *Riksbank* é o responsável único pela formulação e implementação da política monetária, atuando nos moldes de um banco central independente. O principal instrumento de administração de liquidez e das taxas de juros da economia são as operações de recompra, seguidas por operações de mercado aberto com letras e bônus de emissão do governo⁶. O Banco emite ainda título de curtíssimo prazo (7 dias) para ajudar nesta tarefa. A maturação extremamente curta do título visa evitar conflitos com a política de dívida pública.

O SNDO deve consultar o *Riksbank* a respeito das direções gerais de suas atividades de financiamento. Essas consultas referem-se, basicamente, às questões relacionadas à política monetária e são realizadas informalmente. Existem dois comitês de coordenação distintos entre as instituições, um para emissões em moeda doméstica e outro para emissões em moedas estrangeiras, compostos por funcionários do Banco Central, do SNDO e do Ministério da Fazenda.

Com grande ênfase na separação da condução da dívida pública de possíveis influências da esfera da política monetária, mesmo o papel de agente de emissão, tradicionalmente desempenhado pelos bancos centrais, é desempenhado pela agência. O Banco Central sueco (*Riksbank*) age apenas como consultor, não tendo nenhum caráter determinante nas decisões. A responsabilidade pela gestão (previsão e operacionalização) do fluxo de caixa também é da agência.

⁶ Até 1992, quando passou a vigorar sistema cambial flutuante, a taxa de *overnight* do mercado interbancário era o principal instrumento de política monetária. Mediante operações de mercado aberto, o *Riksbank* ajustava a oferta de reservas, de forma a impingir aos bancos a taxa desejada. A forma de intervenção permitia alterações significativas e rápidas na taxa de juros. Regulando a taxa de empréstimo com os retornos para a coroa sueca exigidos pelo mercado, o sistema permitia regulação efetiva da paridade cambial. Com a flutuação do valor da moeda, no entanto, adotou-se como principal parâmetro de política monetária a fixação de metas para a inflação. Entendia-se que, desta perspectiva, o sistema necessitava de mecanismos que permitissem alterações graduais, sistemáticas e transparentes, de forma a responder às variações nas expectativas sobre o comportamento dos níveis de preços. As operações de recompra tornaram-se os principais instrumentos monetários, fixando uma "banda" de juros por meio das taxas de depósito e empréstimo (cf. Baumgartner *et alli* 1997).

III.1.3 Contexto histórico

A experiência da Suécia em termos de administração da dívida pública é bastante peculiar. O *Swedish National Debt Office* (SNDO) foi fundado em 1789, como agência encarregada do financiamento do governo. O principal motivador para a adoção de tal estrutura foi aumentar o controle do Parlamento, ao qual o SNDO era subordinado, sobre os gastos do governo.

No que se refere ao grau de independência, podemos dividir a história da administração da dívida pública sueca em três períodos. De início, o SNDO guardava alto grau de independência frente ao Banco Central sueco⁷, situação que perdurou até a 2ª Guerra Mundial. Num segundo momento, que vai até meados dos anos 1980, o SNDO teve suas atividades fortemente subordinadas ao *Riksbank*. Deste período em diante, a filosofia de administração da dívida pública na Suécia foi moldada de forma a dotar a agência de alto grau de independência.

De fato, o SNDO só passou a assumir as características identificadas com o Modelo de DMO no decorrer da segunda metade dos anos 1980. Em 1989, a agência deixou de ser subordinada ao Parlamento e passou à alçada do governo. Apesar desta subordinação formal, o SNDO ganhou em independência. A tomada de decisões, antes feita no âmbito de um comissariado formado por parlamentares, passou à esfera de um comitê da própria agência.

No que tange ao enfoque deste trabalho, é interessante perceber a mudança de filosofia embutida na transição entre os dois últimos períodos. Segundo Crona (1995), no decorrer do segundo período, a política de dívida pública foi utilizada, em grande medida, como suporte para a política econômica do governo, em especial da política monetária. Os mercados de capitais altamente regulados da época permitiam que a precificação das operações de dívida pública a taxas de juros abaixo das que poderiam ser consideradas “de

⁷ Na verdade, em grande parte isto se deveu a que as atribuições do *Riksbank* se restringiam à administração das reservas externas. Este só passou a ter efetivamente um *status* de Banco Central no final do século XIX.

mercado” conjugada ao investimento compulsório de bancos e companhias de seguros em títulos do governo fossem utilizados como principais instrumentos de regulação monetária.

Ainda conforme Crona (1995), a separação entre a política de dívida pública e a política monetária tomou impulso a partir de uma série de medidas adotadas, no decorrer dos anos 80, visando a desregulamentar os mercados de capitais. Destacam-se os esforços do SNDO para criar um mercado para os títulos do governo, utilizando-se, para isto, de emissão sistemática de Notas e Bônus do Tesouro em 1982/83, e a abolição do sistema de crédito compulsório ao governo em 1986. Estes dois expedientes abriram caminho para a dissociação entre as políticas, o primeiro por gerar as condições para promover o financiamento via mercado e o segundo por forçar a buscar formas de financiamento de mercado. Em adição, foi facultado ao SNDO a captação direta no mercado, sem a utilização do *Riksbank* como agente, o que, por um lado, forneceu agilidade ao processo de obtenção de recursos no mercado, e, por outro, afastou ainda mais a órbita decisória da dívida pública da esfera de influência do Banco Central.

Somando-se a isto, o mercado para títulos do governo na Suécia apresentou rápido desenvolvimento, facilitando a adoção de gestão mais independente. O aprofundamento do mercado permitiu ao *Riksbank* gradualmente adquirir a possibilidade de realização da política monetária por meio de instrumentos próprios, como acordos de recompra e empréstimos de liquidez.

A evolução recente da dívida pública do governo central da Suécia pode ser vislumbrada no quadro abaixo. A dívida externa tem assumido importância crescente no financiamento do país, embora este movimento não seja inteiramente regular. Além disto, houve forte movimento de endividamento do país em relação ao PIB ao PIB nos últimos 20 anos.

Dívida do Governo Central

Milhões de coroas suecas

Ano	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Total	73.467	83.411	97.982	131.175	175.146	229.589	295.590	377.089	460.196	534.622	595.696	630.784
Dívida Interna	73.311	80.184	88.783	119.942	154.874	187.292	243.958	305.281	362.591	425.492	567.321	505.233
Dívida Externa	156	227	9.199	11.233	20.272	42.297	51.632	71.808	97.605	109.130	28.375	125.551
% Div. Ext.	0,2%	0,3%	9,4%	8,6%	11,6%	18,4%	17,5%	19,0%	21,2%	20,4%	4,8%	19,9%
% Div Total / PIB	24,4%	23,6%	26,5%	31,8%	37,9%	43,2%	50,8%	59,3%	64,6%	67,1%	68,7%	66,6%
Ano	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	
Total	622.272	609.940	600.047	618.570	692.958	880.802	1.132.267	1.286.596	1.386.165	1.411.193	1.432.076	
Dívida Interna	496.222	503.920	505.159	541.033	633.970	637.299	768.611	904.525	994.688	1.012.794	1.046.408	
Dívida Externa	126.050	106.020	94.888	77.537	58.988	243.503	363.656	382.071	391.477	398.399	385.668	
% Div. Ext.	20,3%	17,4%	15,8%	12,5%	8,5%	27,6%	32,1%	29,7%	28,2%	28,2%	26,9%	
% Div Total / PIB	60,8%	54,7%	48,7%	45,5%	47,9%	61,1%	78,3%	84,0%	84,0%	83,6%	82,4%	

Fonte: Swedish National Debt Office

II.1.4 Questões de gerenciamento de dívida

Conforme o SNDO (1997), o objetivo principal do gerenciamento da dívida pública na Suécia é a minimização de custos no longo prazo, respeitado a aversão ao risco estabelecida. Paralelamente, busca-se a minimização de riscos, a adoção de processos transparentes e previsíveis e o estímulo ao desenvolvimento do mercado.

No mercado institucional, o SNDO se financia por meio de Notas do Tesouro, com maturação entre 3 e 12 meses; de Bônus do Tesouro, com prazos entre 2 e 15 anos; e de acordos de recompra de curto prazo e financiamentos no *overnight*. O mercado de varejo⁸ é acessado através de Bônus Lotéricos de Empréstimo, de Certificados de Poupança, da Conta Nacional de Poupança e de títulos indexados a índices de preços⁹. O país utiliza também o mercado internacional, obtendo financiamentos, sobretudo, via emissão de Bônus e programas de *commercial papers*. Em menor medida, são utilizados empréstimos bancários diretos.

A abordagem tática mais geral é reduzir o número de diferentes maturações, objetivando facilitar a padronização do mercado e estimular a liquidez dos títulos. Os

⁸ Composto de pessoas físicas e também de pequenas instituições, o que constituía, em 1997, mercado de cerca de 2 a 3 milhões de pequenos financiadores.

⁹ Os bônus indexados, introduzidos em 1994, consistem-se em títulos *zero coupon* emitidos com desconto, com maturações variando entre 4 e 23 anos.

derivativos são utilizados para a dívida em moeda estrangeira¹⁰. O gerenciamento pode ser visto como ativo, sendo o valor do *portfolio* acompanhado em base *mark-to-market*, ou seja, pelo valor diário dos ativos/passivos.

A avaliação da carteira por valor de mercado introduz o acompanhamento diário e a necessidade de movimentos e processos de decisão ágeis, de forma a adequar as posições de carteira aos *benchmarks* estabelecidos e, ainda, aproveitar oportunidades de redução do valor da mesma.

Verifica-se, atualmente, tentativa de alinhar as características do mercado doméstico de dívida pública com as principais tendências dos mercados de capitais internacionais. Neste sentido, por exemplo, existem esforços visando a ampliar o leque disponível de maturações, o que implica o aumento da quantidade de emissões (resguardados os volumes necessários para garantir liquidez aos papéis).

As emissões são feitas por leilões de preços múltiplos, para rede de *dealers* (previamente aprovados pelo SNDO) com a função de negociar os títulos no secundário. Os investidores finais compõem-se, basicamente, de grandes instituições financeiras. Fração predeterminada das emissões é oferecida ao Banco Central, de forma não-competitiva. O SNDO faz uso, também, do sistema de *tap issues*, voltado ao mercado de varejo.

São estabelecidos dois *portfolios* de referência, um para a dívida doméstica e outro para a dívida denominada em moeda estrangeira. No que se refere à primeira, o *portfolio* estabelece valor para o risco de alterações nos custos de captação resultantes de mudanças nas taxas de juros. No caso da referência externa, é estipulada composição cambial teórica para a dívida e estabelecida meta para o risco de taxa de juros¹¹. A avaliação de ambos os *portfolios* é feita confrontando-se o resultado efetivo e o simulado com o *portfolio* padrão.

¹⁰ Embora o país planeje a introdução de contratos futuros dos títulos públicos e títulos com *strip* no mercado interno.

¹¹ Além disto, conforme a prática internacional corrente, a carteira é avaliada pela comparação com a performance de agentes de perfil semelhante no mercado internacional (por exemplo, com o mesmo grau de classificação de crédito que a Suécia), que formam um grupo de referência.

Recentemente, o SNDO promoveu fusão das unidades que administravam a dívida doméstica e a dívida em moeda estrangeira. Os objetivos foram, primeiro, permitir maior coordenação das estratégias de administração de ambas, e, segundo, diluir a importância relativa da dívida em moeda estrangeira.

Embora tenha havido a fusão, a abordagem de ambas carrega diferenças significativas. O enfoque necessitará ser distinto na medida da divergência de suas características. Um aspecto distintivo apontado pelo SNDO (1997) é que, no mercado doméstico, a agência é o principal captador de recursos, o que significa que a atuação da agência tem alto potencial de influência sobre as condições de mercado. Neste sentido, a estratégia básica tem sido atuar em consonância com as tendências de mercado, ou seja, não tentar obter lucros atuando contra o mercado. No campo da dívida denominada em moeda estrangeira, por outro lado, a Suécia é apenas um tomador dentre muitos, de dimensões modestas. Isto imprime maior flexibilidade operacional para o gerenciamento do passivo externo do país. As operações ativas e os instrumentos derivativos são utilizados de forma a tentar superar as metas estabelecidas pelo *portfolio* de referência.

III.2 Nova Zelândia¹²

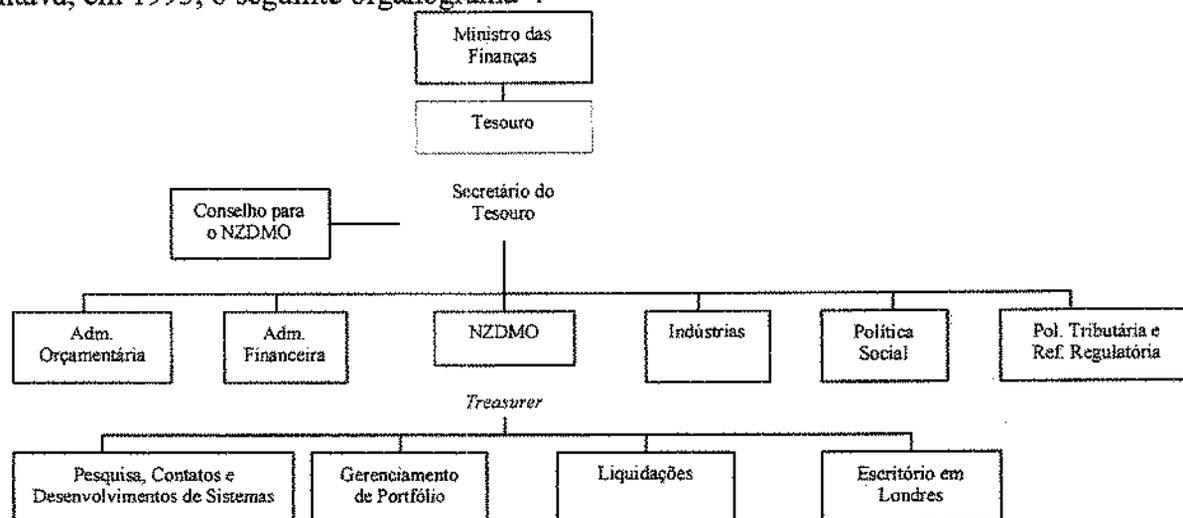
III.2.1 Estrutura institucional para a administração da dívida pública

Ao lado da Suécia, a Nova Zelândia constitui-se referência básica em termos de DMO e administração autônoma de dívida pública. O NZDMO (*New Zealand Debt Management Office*) foi estabelecido em 1988, como parte de ampla reforma

¹² Os dados referidos aqui foram extraídos basicamente dos seguintes textos: NZDMO, *Institutional arrangements of government debt management in New Zealand*. OECD Workshop on Public Debt Management and Government Securities, Junho 1993; Sundararajan, V. e Dattels, P. *Coordination of monetary and public debt management: design and management of institutional and operational arrangements*. FMI, mimeo, 1995; Wheeler, G., *Sovereign Debt Management in New Zealand*, mimeo, 1997 e Wheeler, G., *New Zealand's Experience with Autonomous Sovereign Debt Management*, mimeo, 1996. Também foram colhidas informações através de uma reunião com o *Treasurer of New Zealand Debt Management Office* do período 1992-97, realizada na Secretaria do Tesouro Nacional em 29/10/97; além de números sobre a dívida pública do país no *site* do Tesouro neozelandês (www.treasury.govt.nz).

administrativa, visando a reformar o modelo institucional do país, cujas características o incluíam no Modelo 2. Desde esta reforma, o país foi capaz de alcançar grande eficiência e transparência na administração de sua dívida.

A estrutura direta para a administração da dívida pública na Nova Zelândia apresentava, em 1993, o seguinte organograma¹³:



O NZDMO é a autoridade imediata responsável pela administração da dívida pública, dos fluxos de caixa do governo e do grau de risco do *portfolio*, conforme o poder instituído pelo *Public Finance Act* de 1989. É responsável, também, por monitorar as necessidades de recursos dos departamentos do governo, distribuir fundos para os mesmos e conseguir os recursos no mercado doméstico, além de monitorar e administrar os seus riscos de crédito externo.

O NZDMO tem o formato de agência especialmente voltada para a administração da dívida pública, com *status* de tomador soberano. Está formalmente subordinada ao Tesouro. O topo da hierarquia é ocupado pela figura do *Treasurer*, com a função de participar das funções de administração como um todo. O *staff* é reduzido, contando com cerca de apenas trinta membros (em 1997)¹⁴, sendo nove pessoas no *front office* (planejamento das dívidas doméstica e em moeda estrangeira, administração do caixa do

¹³ Retirado de NZDMO (1993).

¹⁴ O quadro total do Ministério das Finanças, em 1997, era de cerca de 300 pessoas.

governo), seis no *middle office* (pesquisa e monitoramento) e doze no *back office* (contabilidade e registro). Os serviços administrativos e legais são fornecidos pelo Tesouro.

A estrutura conta com um Conselho, com as atribuições de prestar consultoria técnica ao Secretário do Tesouro nas atividades relacionadas ao DMO e auxiliar nas atividades de supervisão. É composto de 3 membros, em geral pessoas do setor privado¹⁵.

Conforme vislumbrado no organograma, o NZDMO apresenta quatro departamentos¹⁶:

1) Pesquisa, contatos e desenvolvimento de sistemas (*Research, Relationships & Systems Development Team*), com as funções de:

- identificar *portfolio* ótimo capaz de proteger a carteira do governo quanto aos riscos de taxas de juros e câmbio;
- calcular a melhor aproximação real ao *portfolio* ótimo, considerando os constrangimentos ao *mix* de dívida interna/externa;
- fornecer suporte aos outros times, reportando a situação das demais políticas do governo (tais como políticas monetária e cambial);
- promover o desenvolvimento e administração de relacionamentos externos e internos;
- realizar a manutenção e o desenvolvimento de esquemas contábeis e fazer o anúncio das transações às instâncias financeiras e orçamentárias.

2) Gerenciamento de *portfolio* (*Portfolio Management Team*), com as funções de:

- realizar transações para cobertura das necessidades de financiamento e do serviço da dívida, considerando as questões de risco e custo;

¹⁵ Seleccionadas com base na experiência reconhecida nas áreas de 1) supervisão de atividades de administração de risco em renda fixa multi-moedas; 2) teoria de administração de risco; e 3) riscos operacionais.

¹⁶ A descrição encontra-se em NZDMO (1993).

- monitorar requerimentos de *funding*, destinar fundos para as atividades e operar programas de investimentos.

3) Liquidações, com a função de fechamento de transações, com tudo o que for relacionado.

4) Escritório em Londres (*London Office*), com 3 membros e funções de:

- administração dos programas de *Commercial Papers* e *Euro Commercial Papers*;
- interligação com instituições financeiras e com investidores nos principais mercados de capitais da Europa e América do Norte.

A direção estratégica da dívida pública é determinada pelo NZDMO, seguindo as tendências indicadas pela política macroeconômica ditada pelo Ministério das Finanças e pelas previsões fiscais fornecidas pelo Tesouro. Neste sentido, a agência formula anualmente o programa de dívida, o qual é apresentado juntamente com o orçamento anual e deve ser aprovado pelo Ministro. As necessidades diárias de caixa são estimadas pelo Banco Central (*Reserve Bank of New Zealand – RBNZ*). O gerenciamento e a operacionalização do fluxo de caixa são feitos pelo NZDMO.

A filosofia de atuação do NZDMO baseia-se no entendimento de que a teoria econômica, quando voltada para o setor público, privilegia questões macroeconômicas em detrimento de questões mais operacionais, como, por exemplo, elementos de decisão sobre a composição cambial ou o perfil ótimo da carteira do governo¹⁷. Em consonância com esta abordagem, entende-se que os administradores devem ter flexibilidade operacional e que o arcabouço operacional para administração da dívida deve ser baseado em modernas teorias de *portfolio*. Isto faz com que o modo de gestão da dívida pública se aproxime das práticas do setor financeiro privado, incluindo a adoção de medidas que imponham flexibilidade administrativa aos condutores das estratégias.

A estrutura formal do NZDMO, entretanto, aponta para grau de independência decisória relativamente pequeno. A independência na condução da dívida pelo NZDMO

¹⁷ Cf. NZDMO (1993:09)

decorre, principalmente, do modo como são definidas suas funções e seu escopo de responsabilidades.

O NZDMO é subordinado à Secretaria do Tesouro, instância menos técnica de decisão. No entanto, a independência do arranjo aparece sobretudo na sua estrutura interna, traduzida, em boa medida, pela delegação de funções e pela eliminação dos processos burocráticos. A autoridade para fazer operações com derivativos e emitir notas de médio prazo até o limite aprovado pelo Ministro, por exemplo, é de responsabilidade do *Treasurer*, enquanto que a autoridade para transacionar com mercados monetários e de títulos e para realizar operações com câmbio é dos administradores individuais de *portfolio*, ficando o Chefe do Gerenciamento de *Portfolio* e o *Treasurer* constantemente informados.

É preciso ressaltar, contudo, que o alto grau de aversão ao risco estabelecido para as operações do NZDMO impõe limites estreitos à liberdade operacional dos administradores, os quais tem pouca margem de manobra frente às metas estabelecidas pelo *portfolio* de referência. O ponto central a destacar, no entanto, é a discricionariedade operacional para a utilização dos instrumentos aprovados e para a escolha do *timing* das transações que lhes é conferida¹⁸.

Formalmente, as contas da agência devem ser aprovadas pelo Ministério das Finanças, e cabe ao Ministro o estabelecimento de teto para o endividamento. Cada nova emissão, cada novo instrumento ou cada aumento líquido na dívida precisa de aprovação formal do Ministro das Finanças. O processo formal de aprovação das operações, por sua vez, é bastante ágil, de algumas horas apenas, se necessário.

Um dos principais elementos de independência da estrutura é o modo de contratação do *Treasurer*, o qual é elevado ao cargo por período fixo (em 1998, de 5 anos). A atribuição de contratá-lo é do Secretário do Tesouro. Este expediente fornece, institucionalmente, alto potencial de isolamento entre as decisões técnicas referentes à dívida pública e a esfera política decisória.

¹⁸ Para maiores detalhes, ver FMI (1997) e Wheeler (1997).

Um aspecto que compromete o grau de independência do NZDMO é a agência não contar com setores administrativo e de recursos humanos próprios¹⁹.

A origem deste arranjo foi a percepção de que, no contexto de mercados ainda não plenamente desenvolvidos do país, uma estrutura formalmente independente poderia trazer problemas de credibilidade junto aos mercados financeiros, pelo seu potencial de manipulação. Outro ponto foi que a subordinação facilitaria o monitoramento e administração dos gastos por parte do governo. Em adição, entendia-se que poderiam haver ganhos de escala na proximidade com o Tesouro, por duas razões: por um lado, o NZDMO poderia aproveitar as estruturas contábeis-financeiras deste; por outro, pelo papel estratégico que a agência assume no planejamento fiscal, facilitaria o assessoramento à formulação do mesmo²⁰. Embora sejam aspectos pertinentes, estes fatores comprometem o grau de independência da instituição e podem deixar a condução da dívida mais subordinada à discricionariedade do governo.

III.2.2 Relacionamento com o Banco Central

O *Reserve Bank of New Zealand* tem como função primária a política monetária e como objetivo primário a estabilidade de preços. Segundo Wheeler (1996), os acordos firmados com o NZDMO são efetivos na delimitação dos objetivos e das esferas de atuação das instituições, garantindo bom relacionamento entre as instituições.

Com respeito à administração da dívida pública, o RBNZ tem o papel de agente de emissão, fiscal e de registro para dívida interna. Também conduz operações diárias de liquidez, além de prestar assessoria ao NZDMO no programa de endividamento interno, fornecendo informações sobre as condições de mercado e a demanda dos agentes. Cabe ao

¹⁹ Segundo Wheeler (1996), o NZDMO estava tentando aumentar sua autonomia com respeito à fixação de salários e bônus para os seus quadros, o que traria maior flexibilidade administrativa. A idéia da fixação de bônus é um exemplo de como a filosofia se afasta da administração pública tradicional.

²⁰ De acordo com o *ex-Treasurer* do NZDMO, entretanto, a estrutura ideal seria uma agência independente, como na Irlanda ou na Suécia.

NZDMO, entretanto, a responsabilidade por decidir sobre a precificação das colocações, o que visa a afastar quaisquer influências diretas da esfera da política monetária que poderiam advir da interferência do Banco Central.

Em adição, o RBNZ é um dos *dealers* autorizados a lidar com cambiais (o NZDMO pode transacionar cambiais diretamente com bancos comerciais) e administra as reservas do país.

Embora mantenha contas diretas com bancos comerciais, que por vezes podem assumir funções de agentes fiscais, o governo tem sua conta principal no RBNZ, com possibilidade de *overdraft*, o que significa que o RBNZ pode financiá-lo. No entanto, é fixado limite máximo e o volume está subordinado às metas de política monetária.

Por meio de acordo formal, o NZDMO tem entre suas atribuições o monitoramento da performance do RBNZ, o que implica certa “inversão” com respeito às tradicionais formas de relacionamento entre as instituições. No entanto, atualmente o Banco Central desempenha suas funções de forma basicamente independente.

Segundo Quintyn (1994), o principal instrumento administração da liquidez primária (soma do papel-moeda em circulação mais as *Reserve Bank bills* descontáveis) da economia são as operações com *Reserve Bank bills* por meio do mercado primário. São realizadas também operações de mercado aberto, quando existe a necessidade de injeção de moeda no sistema. Outro instrumento são as Letras Sazonais do Tesouro, desenhadas especialmente com o propósito de permitir intervenções visando a promover a neutralização de impactos da flutuação de reservas²¹. O uso de papel específico visa aumentar a transparência das operações, fazendo uma distinção clara entre intervenções de esterilização daquelas que implicam alterações no rumo da política monetária.

Como visto no capítulo 2, o uso de instrumentos distintos para a realização da política monetária e da política de dívida pública no mercado primário requer alto grau de

²¹ Embora sejam de emissão do Tesouro, este é o único papel de emissão desta instituição a ter seus termos definidos pelo Banco Central.

coordenação. No caso neozelandês, no entanto, dois fatores contribuem para que a coordenação necessária seja menos intensa que o pregado pela teoria. Primeiro, há clara diferenciação de instrumentos, com as Letras do Banco Central sendo direcionadas apenas para mercado específico formado por algumas instituições financeiras²². Segundo, a administração de ambas as políticas é consideravelmente independente. O papel de assessor do Banco Central, assim, se resume a fornecer dados técnicos sobre o mercado²³.

III.2.3 Contexto histórico²⁴

Os choques nos preços do petróleo, nos anos 70, criaram diversos desequilíbrios fiscais-financeiros para a Nova Zelândia (cf. NZDMO 1993). A demora em realizar adaptações estruturais ao novo ambiente econômico trouxe rápido aumento da dívida líquida do setor público, crescente comprometimento das receitas do governo com o serviço da dívida e baixo ritmo de crescimento para a economia.

Paralelo às questões acima, o ambiente institucional propiciava relativa fusão entre as administrações da dívida pública e da política monetária. Antes da formação do NZDMO, não existiam arranjos que permitissem estrita separação entre as políticas. As emissões de títulos do governo, por exemplo, não podiam ser diferenciadas quanto aos seus objetivos monetários ou de financiamento. De fato, não havia objetivos separados com relação à administração de dívida²⁵. Como decorrência, o *portfolio* do governo era formado por diversas tranches de pequeno montante, o que proporcionava pouca liquidez ao mercado, inibia seu desenvolvimento e, conseqüentemente, comprometia a diversidade de fontes de financiamento para o país. Grande parte do financiamento do déficit do governo era feito por meio de fontes externas.

Identificadas estes problemas, começaram a ser implementadas, em 1984, profundas reformas institucionais. A racionalidade básica por trás das mudanças foi a tentativa de

²² Embora bem integrado ao restante do mercado monetário, de forma a garantir o funcionamento dos mecanismos de transmissão.

²³ Cf. FMI (1997)

²⁴ Baseado principalmente em NZDMO (1993)

²⁵ Cf. NZDMO (1993).

aumentar a competitividade do país, por meio da adoção de programa visando ao aumento de eficiência em todos os setores, incluindo o setor público. Neste sentido, foram adotadas medidas como desregulamentação de diversos setores (com destaque para o setor financeiro), remoção de sistemas de controle de preços, salários e juros, reforma tributária, redução do protecionismo à indústria e reestruturação do setor público como um todo.

Em 1986, foi promovida revisão do papel do Tesouro como administrador da dívida pública, permeada por duas preocupações básicas: os benefícios que poderiam advir da administração ativa do *portfolio* de obrigações e como os significativos fluxos de caixa do governo poderiam ser melhor administrados, em consonância com a política monetária prevalecente.

Partindo deste estudo, foi decidida a implantação de estrutura de DMO. Buscava-se, em essência, a reorientação da administração da dívida pública, adotando nova filosofia de atuação (mais próxima aos moldes do setor privado, na medida em que isto não se revelasse incompatível com os objetivos e a conduta pública). Neste sentido, procurou-se promover a melhora das estratégias de administração de risco e a implementação de novos procedimentos operacionais condizentes, incluindo a introdução de novo sistema de informação administrativa e de administração de caixa, a revisão da estratégia de relacionamento com os bancos e a formação de Conselho de Assessoria.

Visando à transparência e ao aprimoramento tanto da administração da dívida pública como dos mecanismos de política monetária, foram adotadas medidas de separação entre os respectivos instrumentos. Neste sentido, eliminaram-se os requerimentos de manutenção por parte das instituições financeiras de percentuais mínimos de instrumentos de dívida pública em carteira (o que tinha objetivos monetários) e foram introduzidas as *Reserve Bank bills* como instrumento de controle monetário. Estas medidas permitiram maior diferenciação de instrumentos e de políticas, em momento que o mercado interno ainda não estava suficientemente desenvolvido. Em adição, foram estabelecidos acordos entre o NZDMO e o RBNZ, de forma a delimitar claramente o escopo de atuação de cada um, reduzindo o potencial de conflitos entre as instituições²⁶.

²⁶ Cf. Wheeler (1997)

III.2.4 Questões de gerenciamento de dívida

O objetivo mais geral do NZDMO é “identificar um *portfolio* de obrigações líquidas de baixo risco, consistente com o grau de aversão ao risco, considerando os custos esperados da redução do risco, e transacionar de forma eficiente para alcançar e manter este *portfolio*” (FMI, 1997:228). De acordo com a própria agência, seus objetivos podem ser elencados da seguinte forma²⁷: (1) minimizar riscos e custos; (2) conduzir administração ativa de *portfolio*, buscando aumentar a riqueza líquida da Coroa no longo prazo; (3) desenvolver mercados domésticos, assegurando transparência às transações; (4) garantir tranqüila operação dos mercados; (5) contribuir para melhorar o *rating* da Nova Zelândia.

Como objetivos específicos para a administração da dívida denominada em moeda estrangeira, figuram (1) recompor reservas e (2) rolar as dívidas contraídas, incluindo as dívidas garantidas.

Os principais instrumentos de dívida doméstica²⁸ são Letras do Tesouro (*T-Bills*), com maturações de 3, 6 e 12 meses, e colocações semanais; Letras Sazonais do Tesouro (*Seasonable Treasury Bills*), de maturação variável, utilizadas para cobrir eventuais necessidades de caixa do governo; Bônus do Governo (*Government Bonds*), com maturação de 1 a 10 anos, emitidas a cada 2 a 4 semanas; Bônus Kiwi (*Kiwi Bonds*), maturação de 6 meses a 4 anos, emitidos sob a forma *tap*, taxas baseadas nas do mercado como um todo; Bônus de Poupança Indexados à Inflação (*Inflation adjusted savings bonds*), instrumentos indexados com maturações a partir de 5 anos.

Em adição, o país conta com bônus emitidos no mercado internacional, além de programas de *Commercial Papper* e *Euro Commercial Paper*, e *Medium Term* e *Euro Medium-Term Note*.

²⁷ Cf. NZDMO (jun. 1993)

²⁸ Cf. Sundadarajan e Dattels (1995) e FMI (1997).

As emissões de *T-Bills* e *Bonds* são promovidas regularmente como forma de promover a liquidez e o desenvolvimento do mercado. As *T-Bills* são usadas também p/ responder a flutuações de curto prazo nas contas do governo.

São abordadas as três categorias genéricas de mercado: institucional, visando principalmente a melhorar sua liquidez e a evitar oscilações excessivas; varejo, no qual o governo responde à demanda dos pequenos investidores; e mercado externo, onde tem havido redução da participação do país.

Os leilões são a forma exclusiva de colocação dos títulos no mercado. O *timing* das emissões pode ser fixo ou flexível, dependendo do tipo de papéis. Há calendário definido de captação, anunciado anualmente junto com o orçamento. A periodicidade dos leilões é a cada 3 - 4 semanas. A participação nos leilões é aberta a todo investidor, inclusive pessoas físicas e investidores estrangeiros. Não existem *dealers* primários. As decisões de volume de emissão e tipos de papéis são tomadas uma semana antes do leilão.

O NZDMO conta com mesa de operações para transacionar com seus ativos e passivos. As operações ativas de *portfolio* são realizadas no sentido de aumentar seu valor líquido, embora, face ao alto grau de aversão ao risco adotado, estas têm poucos graus de liberdade, situando-se em limites estreitos ao redor do *portfolio* de referência. O acompanhamento das obrigações é feito não somente pelo valor do serviço da dívida, mas, também, em base *mark-to-market*.

Os contratos de derivativos são utilizados como forma de *hedge* das posições em moeda estrangeira. A composição cambial do *portfolio* é predominantemente em dólares neozelandeses.

Um das diretrizes básicas para a condução das operações do NZDMO é buscar, na medida do possível, simetria entre os ativos e passivos do governo (*balance sheet approach*), de forma a proteger a estrutura de passivos de flutuações de câmbio e juros não

previstas. Embora seja de utilização não-trivial²⁹, a prática determinou alguns princípios para a condução das operações de dívida. Segundo Wheeler (1997), como o *portfolio* de ativos do país tende a ter longa *duration*, ser elástico com relação a variações na taxa de juros real e não-elástico com respeito a flutuações no câmbio, adotou-se, como diretrizes, a manutenção de carteira de passivos com longa *duration*, com parcela de papéis indexados e denominada predominantemente na moeda doméstica.

Outra diretriz para a administração da dívida pública da Nova Zelândia, nos últimos anos, é a redução do estoque como proporção do PIB. Segundo Wheeler (1996), desde 1994 vem sendo empregados esforços com este objetivo, principalmente no que se refere ao percentual de dívida externa. O quadro abaixo ilustra a progressão da dívida pública da Nova Zelândia entre 1991 e 1996:

Progressão da dívida pública na Nova Zelândia

(valores em US\$ referentes a junho de cada ano)

Dívida Pública	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Interna	23.946,5	27.136,2	29.710,9	30.642,5	32.761,9	33.809,2
Externa	20.960,9	20.136,1	18.521,8	15.527,3	12.014,8	8.927,4
Total	44.907,4	47.272,3	48.232,7	46.169,8	44.776,7	42.736,6
Div Ext / Total (%)	46,7	42,6	38,4	33,6	26,8	20,9
Dívida / PIB (%)	60,5	63,8	63,3	56,5	51,6	46,5

Fonte: Tesouro da Nova Zelândia, *Economic and Financial Overview*, 1997³⁰.

Específicos à questão da redução da dívida denominada em moeda estrangeira, contribuíram para esta diretriz a menor elasticidade-câmbio dos ativos, a dificuldade da proteção cambial efetiva no mercado, dada a alta magnitude da dívida; a pressão das agências de *rating*, preocupadas com a exposição cambial do país; e a idéia de dinamizar o mercado interno, fornecendo maior volume de papéis. Desta forma, foi limitado a zero o aumento líquido da dívida denominada em moeda estrangeira e o governo tem recorrido a sucessivas operações de recompra, utilizado-se, principalmente, de superávits fiscais. Com respeito ao risco de juros, como não há nenhuma correspondência específica entre as

²⁹ Este tipo de análise envolve uma série de complicadores. É preciso ter informações detalhadas sobre a estrutura de ativos e suas características. Muitos ativos serão não-financeiros, na forma de bens públicos que não geram fluxos de caixa, envolvendo problemas sobre a análise sobre sua sensibilidade a variações de câmbio e juros e implicando na adoção de uma contabilização sofisticada para a atualização periódica do valor dos ativos sob o princípio de competência. Maiores detalhes em Wheeler (1996).

³⁰ Dados obtidos através do site do Tesouro da Nova Zelândia (www.treasury.govt.nz/pubs/nzdm/efo_97).

obrigações em moeda estrangeira e o financiamento de ativos, é adotada simplesmente estratégia de acompanhar o movimento dos mercados. Isto se traduz em para cada denominação monetária, adotar como meta a *duration* do respectivo mercado nacional de bônus públicos, o que faz com que as emissões do NZDMO tendam a se concentrar nos segmentos mais líquidos dos mercados.

Com relação à dívida interna, a redução da relação dívida/PIB implicou em colocar maior ênfase sobre o custo do endividamento que sobre o aumento da *duration* (o que implicaria aumentar o estoque de dívida), apesar dos direcionamentos ditados pelo *balance sheet approach*. Ao invés disto, é buscada a suavização da estrutura de maturação. De forma a balancear o risco de juros, diversifica-se a emissão de cupons fixos e flutuantes.

A medição do desempenho das operações do NZDMO é realizado pela própria agência, com assessoria do RBNZ, com base em um *benchmark portfolio*.

O mercado secundário funciona basicamente por sistema de telefone e *screen-based*. Também existem agentes atuando como *brokers*. Tanto o RBNZ quanto o NZDMO podem realizar intervenções, feitas, normalmente, por meio de transações de curto prazo de *cash smoothing* com *T-Bills*.

Anexo IV

IV.1 Principais Contas - Banco Central

Ativo	Passivo
CRÉDITOS A INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS assistência ao sistema financeiro nacional	BASE MONETÁRIA
TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS títulos do Tesouro Nacional, papéis dos Estados e bônus soberanos em moeda estrangeira	TÍTULOS DE EMISSÃO PRÓPRIA
OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO	DEPÓSITOS depósitos em moeda estrangeira, abrangendo os setores público e privado depósitos sob condições especiais encaixes compulsórios
HAVERES EXTERNOS disponibilidades e aplicações de curto prazo, convênios e outras contas em moeda estrangeira juros a receber ações e cotas de organismos multilaterais aplicações em ouro direitos especiais de saque	OPERAÇÕES DO TESOURO NACIONAL recursos não vinculados (Conta Única e do INSS) recursos vinculados (resultado e remuneração do Banco Central a transferir para o Tesouro Nacional)
OPERAÇÕES DE FUNDOS E PROGRAMAS operações com inst. financeiras com recursos vinculados a fundos e programas	RECURSOS DE FUNDOS E PROGRAMAS
OUTRAS CONTAS balanço de pequenas contas de ativo (p. ex., Imobilizado) e passivo (p.ex., remuneração de depósitos do governo ainda não transferidos para Conta Única, créditos a classificar)	OBRIGAÇÕES EXTERNAS depósitos em moeda estrangeira obrigações decorrentes de convênios disponibilidades de organismos internacionais
	RECURSOS PRÓPRIOS patrimônio do Banco Central, reservas para contingências, provisões, receitas, mutações, variações e resultado de exercícios anteriores

IV.2 Principais Contas - Tesouro Nacional

Ativo	Passivo
DISPONIBILIDADES DO TESOURO NACIONAL recursos da Conta Única	DÍVIDA MOBILIÁRIA INTERNA
TÍTULOS EM CARTEIRA títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional e de terceiros	DÍVIDA CONTRATUAL
DIREITOS DE SUB-ROGAÇÃO direitos adquiridos na assunção de responsabilidades de terceiros	DEBÊNTURES SIDERBRÁS títulos de longo prazo emitidos pela SIDERBRÁS em 1988
GARANTIAS A HAVER	DEMAIS OBRIGAÇÕES dívida bancária decorrente de refinanciamento de dívidas de Estados, Municípios e entidades de adm. indireta obrigações contratadas por Ministérios garantias
RETORNOS DE OPERAÇÕES retorno dos haveres financeiros da União, originários de operações de crédito externo	

Bibliografia

ALESINA, A.; SUMMERS, L. H. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, May 1993, pp. 151-162.

ALESINA, A.; PRATI, A.; TABELLINI, G. Public confidence and debt management: a model and a case study of Italy. In DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (eds.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, UK, 1990.

BAER, M. *et alli*. Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional. *Revista Economia e Sociedade*, Campinas, n.º 04, jun. 1995, pp. 79-126.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *O banco central e sua relação com o tesouro nacional - II*. Banco Central do Brasil, Brasília, 1994.

_____. Boletins e relatórios diversos.

BANK OF ENGLAND. *Official operations in the gilt-edged market*. Mimeo, Jul. 1997.

_____. *Gilts and the gilt market - Review 1996/1997*. London, 1997.

BARBOSA, F.; GIAMBIAGI, F. O ajuste fiscal de 1990-93: uma análise retrospectiva. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, n.º 49(3), jul./set. 1995, pp. 521-543.

BARROS, J. R. M.; ALMEIDA JR., M. F. *A Reestruturação do Sistema Financeiro no Brasil*. Mimeo., Brasília, ago. 1996

BASTOS, V. D.. *Conta única do Tesouro no Bacen*. Mimeo., out. 1996.

BATISTA JR., P. N. B. Dois diagnósticos equivocados da questão fiscal no Brasil. *Revista de Economia Política*. São Paulo, vol. 05, n.º 02, abr./jun. 1985.

BAUMGARTEN, J.; RAMASWAMY, R.; ZETTERGREN, G. *Monetary policy and leading indicators of inflation in Sweden*. FMI, Working Paper 34/97, abr. 1997.

BELLUZZO, L. G. M. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Revista Economia e Sociedade*. Campinas, n.º 04, jun. 1995, pp.11-20.

BIASOTO JR., G.; MUSSI, C. H. F. *Anos noventa: de novo o déficit quasi-fiscal*. Mimeo., jan. 1997.

_____. *A questão fiscal no contexto da crise do pacto desenvolvimentista*. Tese de Doutorado, Campinas, mimeo., 1995.

BLOMMESTEIN, H.; THUNHOLM, E. *Institutional arrangements for monetary, fiscal, and public debt management policies and their coordination in OECD countries*. FMI, mimeo., 1996.

BRÖKER, G. *Government securities and debt management in the 1990's*. OCDE, Paris, 1993.

CALVO, G. A.; GUIDOTTI, P. E. Indexation and maturity of government bonds: an explanatory model. In DORNBUSCH, R. & DRAGHI, M. (eds.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, UK, 1990.

CANUTO, O.; LAPLANE M. L. Especulação e instabilidade na globalização financeira. In *Economia & Sociedade*. Campinas, n.º 05, dez. 95, pp. 31-60.

CARRACEDO, M. F.; DATTELS, P. *Survey of public debt management framework in selected countries*. FMI, mimeo, 1996.

CASSARD, M.; FOLKERTS-LANDAU, D. *Risk management of sovereign assets and liabilities*. IMF Working Paper 97/166, FMI, Dec. 1997.

CASTELO-BRANCO, M.; SWINBURNE, M. *Central bank independence: issues and experience*. IMF Working Paper 91/58, FMI, Jun. 1991.

CHESNAIS, F. *A mundialização do Capital*. São Paulo, Xamã, 1996.

CISESKI, P. P. & HAYASHI, L. T. *Déficit quase-fiscal no Brasil*. 1996, mimeo.

COTTARELLI, C. *Treasury Bills Auctions: Issues in design*. FMI, mimeo, 1996

COUTINHO, L. Nota sobre a natureza da globalização. *Revista Economia e Sociedade*. Campinas, n.º 04, jun. 1995, pp. 21-26.

_____. ; BELLUZZO, L. G. M. Política econômica, inflexões e crise:1974-1981. In BELLUZZO, L. G. M.; COUTINHO, R. (eds.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. Brasiliense, São Paulo, vol. 01, 1982.

CRONA, S. *Separating public debt management from monetary policy - the case of Sweden*. FMI, mimeo, 1996.

CUKIERMAN, A. Central bank independence and monetary control. *The Economic Journal*, Nov. 1994, pp. 1437-1448.

_____. ; WEBB, S. B.; NEYAPTI, B. Measuring the independence of central banks and its effect on policy outcomes. *The World Bank Economic Review*, vol. 06, no. 03, pp. 353-398, 1992.

DATTELS, P. *The microstructure of government securities markets*. IMF Working Paper 95/117, Nov. 1995.

DEUTSCHE BUNDESBANK. *The market for German federal securities*. Deutsche Bundesbank, Jul. 1995.

_____. *The monetary policy of the Bundesbank*. Deutsche Bundesbank, Oct. 1995.

DIREZIONE GENERALE DEL TESORO. *Guide to the government bond market*. Ministry of the Treasury - Italy. Roma, jul. 1994, com atualização em mai. 1996.

DOOLEY, M.P. *Governments' debt and asset management and financial crises: sellers beware*. Mimeo, Feb. 1997.

DORNBUSCH, R. & DRAGHI, M. (eds.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, UK, 1990.

DURÃES, M. S. D. Teoria dos leilões: abordagem comparativa com ênfase nos leilões de títulos do Tesouro no Brasil e em outros países. In SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. 2º Prêmio STN de Monografia. Brasília, ESAF, 1998.

EICHENGREEN, B. *et alli*. *Hedge funds and financial market dynamics*. IMF Occasional Paper n.º 166, Washington DC, May 1998.

FISCHER, S. Central bank independence revisited. *American Economic Review*, v. 85, n.2, May 1995, pp. 201-206.

de FONTENAY, P.; MILESI-FERRETTI, G.M.; PILL, H. *The role of foreign currency debt in public debt management*. IMF Working Paper 95/21, Fev. 1995.

FMI. External liability management. In *International Capital Markets*, FMI, Nov. 1997.

_____. Risk management of sovereign liabilities. In *International Capital Markets*, FMI, Nov. 1997b.

FRANCO, G. H. B. *O Plano Real e outros ensaios*. Ed. Francisco Alves, 1995.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, Mar. 1968, pp. 01-17.

FURUGUEM, A. S.; PESSÔA, L. P. P; ABE, S.; *Dívida pública líquida: evolução 1982-95 e perspectivas de curto prazo*. Banco de Investimentos Garantia, mimeo., mar. 1996.

GALE, D. The efficient design of public debt. In DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (eds.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, UK, 1990.

GIAMBIAGI, F.; PAGANO, M. Confidence crisis and public debt management. In DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (eds.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, UK, 1990.

GIAMBIAGI, F. *Necessidades de financiamento do setor público: questões metodológicas e retrospecto 1991/1996 – bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil*. Mimeo, out. 1996.

GIOVANNINI, A. Government debt management. *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 13, nº 04, Winter 1997, pp. 43-52.

GOODHART, C. A. E. What should central banks do? What should be their macroeconomic objectives and operations? *The Economic Journal*, Nov. 1994, pp. 1424-1436.

GUTTMAN, R. *How credit-money shapes the economy: the United States in a global system*. New York, M.E.Sharpe, 1994.

H. M. TREASURY. *Debt management report 1997-98*. Mar. 1997.

_____. *The Future of UK Government debt and cash management*. H.M. Treasury, mimeo, Jul. 1997.

HEES, F. *Globalização financeira e estabilização: uma análise crítica dos modelos com âncora cambial*. Dissertação de Mestrado, Campinas, mimeo, 1996.

HINTON, T. *Commonwealth government's 1996-97 financing task and debt management strategy*. Sydney, Nov. 1996.

HORGAN, M. *Institutional arrangements for monetary policy and debt management policy and their coordination in Ireland*. FMI, mimeo, 1996

INSTITUTIONAL INVESTOR, vários números.

KALDEREN, L. *Debt management functions and their location*. FMI, mimeo, 1996.

KLEIN, T. M. *Managing external debt in developing countries - proceedings for a joint seminar*. World Bank Working Papers 155, May 1990.

LLUSSA, F. A. J. *Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil*. BNDES, RJ, 1998.

MAGNUSSON, T. *Legislation and regulations for sovereign borrowing*. SNDO, mimeo, 1996.

MAKINEN, G. E.; WOODWARD, T. G. Funding crisis in the aftermath of world war I. In DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (eds.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge University Press, UK, 1990.

MARGLIN, S. A.; SCHOR, Juliet B. *The golden age of capitalism: reinterpreting the postwar experience*. Oxford, Clarendon, 1990.

MARTINEZ-MÉNDEZ, P. *Monetary control and government debt management during financial sector liberalization - the case of Spain*. FMI, mimeo, 1996.

_____. *Spain: government debt management and monetary policy*. OECD Workshop on Public Debt Management and Government Securities. OECD, mimeo, 1993.

_____ . *The Spanish market for government securities*. Mimeo, Jul. 1996.

MODIANO, E. A opéra dos três cruzados: 1985-1989. In ABREU, M. P. (org.) *A ordem do progresso*. Rio de Janeiro, Ed. Campus, 1990.

MOTA, E.G. *Relacionamento entre o Banco Central e o Tesouro Nacional: observações sobre a utilização do resultado*. UnB, mimeo, dez. 93.

NARS, K. (ed.) *Excellence in Debt Management: the strategies of leading international borrowers*. London, Euromoney Publications, 1997.

NEW ZEALAND DEBT MANAGEMENT OFFICE. *Institutional arrangements of government debt management in New Zealand*. OECD Workshop on Public Debt Management and Government Securities. OECD, mimeo, 1993.

NUNES, S. P. P. Dívida pública, déficits quasi-fiscais e coordenação entre políticas econômicas no Brasil. In SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *2º Prêmio STN de Monografia*. Brasília, ESAF, 1998.

OGASAVARA, R. S.. Conta do Tesouro no Banco Central. *Revista Brasileira de Economia* n° 45. RJ, abr./jun. 1991, pp. 241-257.

OUSELEY, J. *Primary market auctions and government debt management - the US experience*. FMI, mimeo, 1996.

_____ . *Government debt instruments - talking points*. OECD Workshop On Public Debt Management And Government Securities. OECD, mimeo, 1993.

PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. *Revista Economia & Sociedade* n.º 05, Campinas, dez. 1995, pp. 61-78.

QUINTYN, M. *Government securities versus central bank securities in developing open market operations - evaluation and need for coordination arrangements*. IMF Working Paper 94/62, May 1994.

_____. *Government securities versus central bank securities in developing market-based operations*. FMI, mimeo, 1996.

RIVERA-BATIZ, F. L.; RIVERA-BATIZ, L. A. *International finance and open economy macroeconomics*. Macmillan Publishing Company, New York, 1994.

SANTINI, C. *Public debt management and monetary control in Italy*. FMI, mimeo, 1996.

SECRETARIA DE HACIENDA E CREDITO PUBLICO. *Informes sobre la situacion economica, las finanzas publicas y la deuda publica*. SHCP, mimeo, 1997.

SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL. *Dívida pública e mercado aberto nos Estados Unidos*. STN, mimeo.

_____. *Finanças públicas*. Brasília, mimeo, nov. 1996.

_____. *Análise da estratégia de financiamento do Tesouro Nacional para 1999 e 2000*. STN, mimeo, 1999.

SUNDARARAJAN, V. *et alli*. *The coordination of domestic public debt management and monetary management in economies in transition: issues and lesson from experience*. IMF Working Paper 94/148, Dec. 1994.

_____.; DATTELS, P. *Coordination of monetary and public debt management: design and management of institutional and operational arrangements*. FMI, mimeo, 1996.

SWEDISH NATIONAL DEBT OFFICE. *Annual report - fiscal year 1995/96*. SNDO, Stockholm, 1997.

_____. *Official comment by the Swedish national debt Office on the report of the government debt policy*. SNDO, mimeo, Aug. 1997.

TANZI, V.; BLEJER, M. T. Public debt and fiscal policy in developing countries. In ARROW, K. J.; BOSKIN, M. J. *The Economics of Public Debt*. Macmillan Press, London, 1988.

TAVARES, M. A. R.; MANOEL, A.; AFONSO, J. R. R. *Uma proposta para um novo regime fiscal no Brasil: o da responsabilidade fiscal*. Mimeo, 1999.

TAVARES, M.C. Ajuste e reestruturação nos países centrais. *Revista Economia & Sociedade*. Campinas, n.º 01, ago. 1992, pp. 21-58.

TER-MINASSIAN, T.; PARENTE, P.P.; MARTINEZ-MÉNDEZ, P. *Setting up a treasury in economies in transition*. IMF Working Paper 95/16, Feb. 1995.

TOWNEND, J. *Coordination between public debt management and monetary policy - the UK case*. FMI, mimeo, 1996.

TONIOLLO, G. (ed.). *Central bank's independence in historical perspective*. de Gruyter, NY, 1988.

WHEELER, G. P. *Sovereign debt management in New Zealand*. Mimeo, 1997

_____. *New Zealand's experience with autonomous sovereign debt management*. Mimeo, 1996.

YOSHINO, Joe A. *Dívida quasi-fiscal no contexto do relacionamento Tesouro-Banco Central*. São Paulo, 1996, mimeo.