

# O desmonte dos riscos da dívida pública federal

PROPOSTA DO BC, TESOURO, BM&F, BOVESPA E BVRJ PARA ALONGAR PERFIL DO ENDIVIDAMENTO É AUDACIOSA

ERNESTO LOZARDO

**E** comum os analistas econômicos fazerem um raciocínio paralelo entre a estabilidade macroeconômica, as características dos juros pagos e o perfil de vencimento da dívida pública mobiliária do Tesouro Nacional. Os juros podem ser pós ou prefixados. Nos títulos com juros prefixados conhece-se o rendimento antecipadamente, mas nos títulos com juros pós-fixados o rendimento será conhecido no vencimento. Nos períodos de instabilidade macroeconômica, os investidores preferem títulos com juros pós-fixados, pois o risco de rendimen-

to negativo é menor ou inexistente. Nessa mesma situação macroeconômica, os investidores com títulos com rendimentos prefixados correm o risco de terem rendimentos negativos, pois a taxa de inflação poderá ser maior que a taxa de juro.

Nos países desenvolvidos e com estabilidade macroeconômica a taxa média de juro prefixado dos títulos do Tesouro varia entre 6,5% e 8% ao ano, com vencimentos acima de 20 anos. Qualquer um entende que, quanto maior o prazo de vencimento de uma dívida com rentabilidade prefixada, mais factível será seu pagamento, pois, mesmo que haja turbulências macroeconômicas no curto e médio prazos, o valor de resgate não se altera.

No Brasil têm-se três problemas sérios: a periodicidade da instabilidade macroeconômica, a velocidade com que o estoque da dívida pública mobiliária federal cresceu, desde 1994, e predominância do juro pós-fixado que compõe essa dívida. Para ter uma idéia, em dezembro de 1994, a dívida pública mobiliária federal foi de R\$ 96 bilhões; em dezembro de 1997, ela passou para R\$ 295 bilhões; e, em setembro deste ano, ela chegou a R\$ 404 bilhões. Nesse período, a dívida pública federal cresceu 319%. Vamos somar a isso o risco público quanto à composição dessa dívida. Em 1997, no conjunto da dívida pública mobiliária federal 41% eram de títulos com juros prefixados e

35%, de títulos pós-fixados. Em setembro deste ano, ano da crise cambial, a dívida com juros prefixados caiu para 11% e a parcela da dívida com juros pós-fixados saltou para 60% do total. Cabe lembrar que esse crescimento vertiginoso da dívida deveu-se, em parte, à renegociação da dívida dos Estados, mas o principal fator foi a política monetária de juros elevados para conter a instabilidade de preços. Esse instrumento de política monetária fez com que o prazo médio de vencimento da dívida dos títulos públicos federais chegassem em 120 dias, em 1997. Hoje esse perfil de vencimento está em torno de 250 dias. Embora seja

um período muito curto de vencimento médio da dívida, o maior agravante na composição da dívida continua sendo o predomínio da taxa de juro pós-fixado. Essa estrutura de custo da dívida pública reflete-se no crescente déficit público financeiro (juros), fazendo com que nas datas de vencimento da dívida haja dúvidas quanto ao pagamento final. Por isso que muitos analistas econômicos chegam a considerar que a dívida pública brasileira é uma bomba-relógio com data marcada para explodir, aventando a possibilidade de que chegará o dia em que o Tesouro Nacional deixará de honrar essa dívida, pois poderá haver um descompasso temporal entre receita e despesas com os juros e o principal. Soma-se a isso o excesso de vencimentos anuais. São mais de 200 vencimentos de dívida por ano. Ademais, não há muita previsibilidade e transparência no tocante à quantidade da dívida que poderá ser resgatada ou rolada; quem são os principais detentores dessa dívida; e o preço médio de cada um dos títulos existentes nas carteiras das instituições financeiras.

Com o intuito de amenizar tanto os riscos financeiros da crescente dívida pública federal, como possibilitar que o Tesouro Nacional possa emitir títulos com taxa de juro prefixada e alongar o perfil da dívida, está sendo aprimorada uma importante proposta conjunta entre o Banco Central, Tesouro

Nacional, Bolsa de Mercadorias & Futuros, Bovespa e BVRJ para desmontar a armadilha da estrutura dos juros e do perfil de vencimento da dívida pública mobiliária federal. A proposta visa a criar um mercado de títulos públicos mais transparente, mais competitivo, mais amplo e com perfil de vencimento mais longo da dívida pública mobiliária federal, priorizando a emissão de títulos públicos de longo prazo e juros prefixados. Certamente, a maior dificuldade será como alongar o perfil da dívida pública federal em um contexto de instabilidade macroeconômica.

Para que essa proposta possa ser instituída no mercado financeiro, estão sendo formuladas as pré-condições, por exemplo: que o Tesouro Nacional, ao emitir títulos de longo prazo com taxa de juro prefixada, crie instrumentos financeiros que permitam ao investidor fazer um seguro contra o risco de a taxa de juro subir; que haja um amplo mercado secundário que possa dar liquidez aos títulos do Tesouro Nacional; e que haja instrumentos financeiros no mercado futuro com os quais os investidores se possam proteger contra a possibilidade de o juro subir. Para atender a essas pré-condições, o Tesouro Nacional passará a vender tanto títulos da dívida de longo prazo com juros prefixados, como opções de venda desses mesmos títulos, permitindo, assim, que o investidor possa assegurar-se contra taxa de juro maior que a do rendimento do título. Essas opções de venda (put) abrirão uma enorme avenida para investidores nacionais e, principalmente, estrangeiros investirem nesse títulos, propiciando maior liquidez, redução da taxa básica de juro, maior segurança e estabilidade à taxa de juro prefixada.

As características tradicionais dos dealers mudam. A Bovespa e a BVRJ criariam uma nova sistemática de compra e venda de títulos públicos federais por meio de terminais eletrônicos, possibilitando que um maior número de investidores tenham acesso às negociações dos títulos públicos federais. A BM&F colaborará com o Tesouro Nacional lançando sete novos contratos de derivativos que sirvam de instrumentos de hedging financeiro – seguro contra alta de juros.

Para tanto a BM&F deverá reestruturar o alongamento dos vencimentos dos contratos de DI, tornando-os mais compatíveis com os vencimentos das opções dos novos títulos públicos. O aspecto animador dessa proposta é a convergência de atitudes, de trabalho e de interesses comuns entre as instituições envolvidas para alongar o perfil da dívida pública federal, cujo resultado será a queda efetiva da taxa básica de juro, próxima às dos mercados internacionais.

Esse proposta conjunta deverá entrar em ação no início do próximo ano, possibilitando maior transparência operacional, previsibilidade e plena comunicação entre as operações de compra e venda de títulos da dívida pública do Tesouro Nacional por meio do Banco Central. Com todos esses novos mecanismos financeiros, o Tesouro Nacional deverá reduzir o número de vencimento por meio de poucos e previsíveis leilões de títulos com juros prefixados com prazo mínimo de seis meses para as LTNs e com prazo superior a um ano para as NTNPs. Um outro aspecto importante será o fato de que o BC divulgará mensalmente o nome dos detentores dos títulos públicos federais, abrangendo instituições financeiras, pessoas físicas e empresas e investidores institucionais. Ademais, serão divulgados os saldos, o prazo e o perfil da dívida em poder do mercado para fins de uniformizar as informações, bem como os preços dos títulos públicos federais negociados no mercado secundário.

Essas modificações na estrutura de longo prazo do vencimento e dos juros da dívida pública federal reforçam o pressuposto de que há instituições e profissionais competentes que estão abrindo novos caminhos à prosperidade brasileira, cuja trajetória dependerá unicamente da responsabilidade de cada brasileiro inserido nos diferentes projetos de reformulação da economia brasileira mais competitiva e uma sociedade meritocrática.

■ Ernesto Lozano é professor de Economia da FGV-SP e autor do livro "Derivativos no Brasil - Fundamentos e Práticas" (1998)  
e-mail: elozano@fgvsp.br  
home page: www.lozano.com.br

ESTADO  
SAO PAULO  
JUNHO 1998