

# Cenário externo frustra alongamento da dívida

Projeto de revitalização do mercado secundário de títulos públicos federais foi quase todo implementado no ano 2000

William Salasar  
de São Paulo

O Banco Central e o Tesouro Nacional não concluíram, no ano passado, a plena revitalização do mercado secundário de títulos públicos, objetivo fundamental de um conjunto de 21 medidas anunciadas em novembro de 1999, destinadas a ampliar a liquidez dos títulos públicos, de forma a alongar os prazos médios da dívida pública federal, reduzir seu custo e diminuir a parcela de papéis pós-fixados no total da dívida, em favor dos prefixados.

Não significa, porém, que o projeto tenha naufragado. Ao contrário, quase tudo o que foi proposto, já foi ou está sendo praticado. Ocorre que, como em quase tudo o mais na economia do ano 2000, o ambiente externo inseguro também frustrou os esforços de atrair novos agentes ao mercado secundário e conspirou contra a ampliação do perfil da dívida, sobretudo no terceiro trimestre do ano. Por isso os ganhos modestos e muito aquém do objetivo de espichar o prazo médio de vencimento para dois, três até quatro anos.

"Na verdade, o BC e o Tesouro avançaram muito. Boa parte das 21 medidas já está em vigor", atesta a superintendente técnica da Associação das Instituições do Mercado Aberto (Andima), Valéria Arêas Coelho. "A oferta de títulos de prazo mais longo, prefixados, depende mais da conjuntura, que foi deprimida, no último trimestre, pela crise argentina e a insegurança quanto ao ritmo de desaquecimento da economia americana", salienta.

Um ano atrás, no início de novembro, os papéis prefixados, basi-

camente Letras do Tesouro Nacional (LTN), representavam 12% do total, em comparação à leonina fatia de 58% do estoque formada pelos pós-fixados, sobretudo Letras Financeiras do Tesouro (LFT). Passado um ano, as letras prefixadas, correspondem a 14,7% do estoque de títulos, enquanto as LFTs, cuja remuneração é determinada pela taxa do overnight/Selic, logo é ajustada dia a dia, abocanham 52,15% do total, segundo a Nota para a Imprensa Mercado Aberto de novembro.

O prazo médio aumentou de 26,58 meses, em fevereiro, para 29,78 meses, em novembro — o maior do ano passado, como frisa a Nota. Entretanto, essa ampliação merece ser qualificada. Em primeiro lugar, como também reconhece a Nota, a ampliação do prazo "decorreu principalmente das emissões de LFT de quatro anos". Ou seja, um objetivo, o de alongar o perfil da dívida, comprometeu outra meta, a de diminuir a concentração dos pós-fixados. No entanto, esse dilema é discutível, havendo argumentos sólidos tanto pró-redução da dívida pós-fixada, quanto a favor de manter ou aumentar sua participação no total (ver box).

Além disso, à época do anúncio das 21 medidas (início de novembro de 1999), o prazo médio da dívida foi considerado como de onze meses, de acordo com o critério dos títulos emitidos através de processo competitivo de colocação direta em mercado, conforme os quadros de Prazos e Custos Médios em Mercado mantidos nas páginas da Secretaria do Tesouro Nacional na internet. Sob esse critério, os prazos médios da dívida pública federal interna são bem menores, pratica-

mente a metade do que é considerado nas Notas para a Imprensa Mercado Aberto. Enquanto nas Notas o prazo médio de outubro foi de 24,32 meses, nos quadros do Tesouro esse prazo foi de 14,38 meses. Segundo técnicos do Tesouro, a discrepância entre as duas séries tende a refletir a consolidação da miríade de papéis públicos em circulação.

Tal consolidação, por sinal, é um dos sucessos inegáveis do projeto de revitalização do mercado aberto. "A redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, ainda em andamento, é importantíssima. Se você pretende aumentar a liquidez dos papéis públicos, tem de limitar a oferta, evitando que as ofertas públicas competiam com as operações do mercado secundário", explica Valéria Coelho, da Andima, apontando a redução dos vencimentos de cerca de 290, em dezembro de 99, para em torno de 190.

Algumas das iniciativas não "decolaram" pela inexistência de uma cultura apropriada. É o caso, lembra Valéria, da operação compromissada reversa, que facilitaria às instituições financeiras assumirem posições vendidas ("short") no mercado secundário. Outras, como a possibilidade de lançamento de operações no Sistema Eletrônico de Liquidação e Custódia de Títulos Públicos, o Selic, com um dia de atraso dependem do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro que está em gestação. "Os sistemas eletrônicos de negociações, por exemplo, já estão aí. Mas seu desenvolvimento, além de ser uma questão de cultura do mercado, também tem muito a ver com o ambiente a ser criado pelo novo sistema", sublinha Valéria. ■

## Mudanças nos mercados da dívida pública

Balanco das 21 medidas propostas em nov/99 pelo Tesouro e BC

| Medidas                                                                                                                                                                                                                     | Realizado                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 - Divulgação prévia, pelo TN, de cronograma de emissões de títulos a serem colocados por ofertas públicas.                                                                                                                | O Tesouro vem divulgando com um mês de antecedência as emissões do mês seguinte.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 2 - Alteração do processo de seleção dos <i>dealers</i> do BC, de modo a privilegiar a capacidade de serem <i>market-makers</i> .                                                                                           | Através da Carta-Circular nº 2.884, de 6/12/99, o BC alterou o critério de seleção. Em 14/7 a Circ. nº 2.993 promoveu uma série de modificações nestes critérios.                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 3 - Redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimento dos títulos com rentabilidade prefixada e diminuição da frequência de ofertas públicas (apenas às terças-feiras). | O Tesouro Nacional vem reduzindo o nº de vencimentos dos títulos em circulação. Em 1/12/99 havia cerca de 290 vencimentos de títulos públicos federais em mercado. Em novembro/00 esse total se reduziu para algo em torno de 190 vencimentos. O total de LTN (títulos prefixados) em mercado subiu de R\$ 45 bilhões para R\$ 76 bilhões, representando, em novembro/00, 16,56% do total.                                                                                |
| 4 - Flexibilizar o limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais.                                                                                                                                       | Através dos art.º 7 a 10, da Res. nº 2.675, de 21/12/99, o BC flexibilizou os limites, aumentando os mesmos.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 5 - Divulgação periódica de Nota para a Imprensa, contendo informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez.                                                                        | O BC e o Tesouro, desde o início de dezembro, vêm divulgando em seus sites mensalmente, através de uma Nota para a Imprensa - Mercado Aberto -, informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos federais.                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 6 - Ofertas públicas de títulos de prazo longo, com rentabilidade prefixada, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra.                                                   | Através de Nota para a Imprensa do dia 13/1/2000, o Tesouro Nacional divulgou as regras para o primeiro leilão de oferta firme. Até o momento foram realizados dois leilões com essas características, com volume financeiro de R\$ 1,5 bilhão. O segundo leilão foi responsável pela colocação de um lote de 500 milhões de LTN de 2 anos. A última vez que um título com essa característica foi colocado em mercado foi em nov/97.                                     |
| 7 - Realização, pelo TN, de leilões regulares e definidos de compra de títulos públicos.                                                                                                                                    | Já ocorreram 26 leilões com estas características. O último foi realizado em 18/12. Até agora o volume financeiro total destes resgates antecipados foi de cerca de R\$ 17,5 bilhões.                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 8 - Facilidades para as instituições financeiras assumirem posições vendidas ( <i>short</i> ).                                                                                                                              | A Res. nº 2.675 de 21/12/99 permitiu a livre movimentação dos títulos do Tesouro ou do BC objeto de operações compromissadas. Posteriormente os Comunicados nº 7.518 de 11/5/00 e 7.669 de 4/7/00 definiram os códigos de registro no Selic para estas operações.                                                                                                                                                                                                         |
| 9 - <i>Go around</i> de títulos prefixados com compromisso de recompra ( <i>reverse repo</i> ) para as instituições <i>dealers</i> cobrirem posições vendidas ( <i>short</i> ).                                             | Desde o dia 6/7 o Tesouro Nacional realizou 4 leilões de venda de LTN com compromisso de recompra.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 10 - Divulgação diária, pela Andima, de preços dos títulos com rentabilidade prefixada e cambiais em circulação.                                                                                                            | Foi lançado em 31/1/00 a publicação Mercado Secundário, com tais informações, acessíveis na RTM e na Internet. Em 19/6 a Andima, atendendo demanda do mercado, passou a divulgar preços para títulos com variação pela taxa Selic (LFT) e pelo IGP-M (NTN-C). A Andima em associação com a BM&F lançou no último dia 1/12 o IRF-M (Índice de Renda Fixa de Mercado) que tem como função tornar-se um <i>benchmark</i> para avaliação de fundos com remuneração prefixada. |
| 11 - Desenvolvimento de sistema para registro no Selic das operações a termo com títulos federais.                                                                                                                          | Já disponibilizado no Selic o código das operações a termo. A Res. nº 2.675, de 21/12/99, regulamentou o termo em seu art. 1º, inciso III e IV (termo de leilão). Através do Comunicado nº 7.282, de 11/2/00, definiu os procedimentos para registro das operações a termo.                                                                                                                                                                                               |
| 12 - Criação de títulos cambiais, sem pagamentos intermediários de juros ( <i>zero-coupon bond</i> ).                                                                                                                       | A da Res. nº 2.673, de 21/12/99, alterou as características da NBC-E, permitindo a definição do cupom a cada leilão. O Decreto nº 3.540 de 11/7/2000, permite que os juros da NTN-D sejam definidos no momento de sua emissão.                                                                                                                                                                                                                                            |
| 13 - Permitir a negociação em separado do principal e dos cupons ( <i>strips</i> ) dos títulos cambiais com prazo inferior a cinco anos.                                                                                    | Através da Res. nº 2.760, de 27/7/00, do CMN, o Banco Central está autorizado a permitir a negociação dos cupons de juros em separado dos títulos cambiais de sua emissão, sendo necessário que o edital de leilão do título contemple tal possibilidade.                                                                                                                                                                                                                 |
| 14 - Estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário, mediante, por exemplo, a utilização de sistema eletrônico.                                                               | A CETIP e a BVRJ já lançaram seus sistemas eletrônicos de negociação.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

Fonte: Andima

As sete medidas restantes relacionam-se a objetivos que atendiam às necessidades do BC e TN no momento de sua divulgação e que já são consideradas metas atingidas com sucesso, como a oscilação da taxa over ao redor da Meta Selic. Da mesma forma, medidas que previam encontros entre a Autoridade Monetária e o mercado também já foram implementadas. Outras relacionavam-se a procedimentos operacionais de mercado que no momento não interessam ser utilizados pela Autoridade Monetária (opções de venda de tit. públicos, lançamento de títulos longos prefixados com simultânea oferta de opção de venda, go-around de compra e venda de tit. públicos) e outras que certamente devem ser rediscutidas à luz da mudança do sistema de pagamentos (lançamento de títulos no Selic em D + 1).