

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ALONGAMENTO DA MATURIDADE DE TÍTULOS DE RENDA FIXA
Algumas Experiências Bem-Sucedidas de Países Emergentes

Juliana Terreiro Salomão
No. de matrícula: 0114607

Orientador: Márcio G. P. Garcia

Junho de 2005

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor."

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Ao meu pai, eterno herói. Ao Prof. Márcio Garcia, pela orientação e apoio, e ao Prof. Rogério Werneck, mentor de jovens economistas e meu.

ÍNDICE DE CAPÍTULOS

| | |
|---|----|
| 1) INTRODUÇÃO..... | 7 |
| 2) O CASO ISRAELENSE..... | 10 |
| 2.1) A Indexação dos Títulos Públicos..... | 10 |
| 2.2) A Dívida Pública..... | 12 |
| 2.2.1) Dívida Pública Doméstica..... | 14 |
| 2.2.2) Dívida Pública Externa..... | 15 |
| 2.3) O Alongamento da Maturidade dos Títulos não Indexados..... | 17 |
| 2.4) Ranking pelas Principais Agências de Classificação de Risco..... | 21 |
| 2.5) Mercado Corporativo de Títulos..... | 22 |
| 3) O CASO POLONÊS..... | 23 |
| 3.1) Dívida Pública..... | 23 |
| 3.1.1) Dívida Pública Externa..... | 24 |
| 3.1.2) Dívida Pública Doméstica..... | 26 |
| 3.2) O Alongamento da Maturidade dos Títulos não Indexados..... | 28 |
| 3.3) Classificação pelas Principais Agências de Classificação de Risco...32 | |
| 3.4) Mercado Corporativo de Títulos..... | 33 |
| 4) EXPERIÊNCIA MEXICANA..... | 34 |
| 4.1) O Mercado de Títulos..... | 34 |
| 4.2) Dívida Pública..... | 36 |
| 4.2.1) A Dívida Pública Doméstica..... | 36 |
| 4.2.2) A Dívida Pública Externa..... | 39 |
| 4.3) Maturidade da Dívida Mexicana..... | 41 |
| 4.4) Mercado Corporativo de Títulos..... | 44 |
| 5) CONCLUSÃO: LIÇÕES DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL..... | 46 |

ÍNDICE DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1: Desenvolvimento no Mercado de Títulos dos Países Emergentes..... | 7 |
| Tabela 2: Distribuição da Dívida Doméstica, Israel..... | 14 |
| Tabela 3: Emissão por Tipo de Título, Israel..... | 14 |
| Tabela 4: Distribuição da Dívida Não-Comercializável, Israel..... | 15 |
| Tabela 5: Emissões no Mercado Global sem Garantias dos EUA, Israel..... | 16 |
| Tabela 6: Emissões no Mercado Internacional com Garantias dos EUA, Israel..... | 16 |
| Tabela 7: Maturidade Média da Dívida Pública, Israel..... | 20 |
| Tabela 8: Classificação de Risco Março de 2005, Israel..... | 21 |
| Tabela 9: Brady Bonds Poloneses..... | 25 |
| Tabela 10: Emissões no Mercado Internacional, Polônia..... | 26 |
| Tabela 11: Emissão de Dívida Não-Comercializável, Polônia..... | 27 |
| Tabela 12: Títulos Emitidos para a Conversão de Comercializável em Não-Comercializável, Polônia..... | 27 |
| Tabela 13: Primeiras Emissões, Polônia..... | 28 |
| Tabela 14: Distribuição da Dívida Doméstica, México..... | 39 |
| Tabela 15: Emissões no Mercado Italiano, México..... | 40 |
| Tabela 16: Emissões no Mercado Alemão, México..... | 40 |
| Tabela 17: Emissões no Mercado Japonês, México..... | 40 |

ÍNDICE DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 1: Relação Dívida/PIB, Israel..... | 13 |
| Gráfico 2: Taxa Real de Crescimento do PIB, Israel..... | 13 |
| Gráfico 3: Composição da Dívida Externa por Moeda, Israel..... | 15 |
| Gráfico 4: Composição da Dívida Externa por Maturidade, Israel..... | 16 |
| Gráfico 5: Dívida/PIB X Maturidade, Israel..... | 17 |
| Gráfico 6: Inflação X Maturidade, Israel..... | 18 |
| Gráfico 7: Juros X Inflação, Israel..... | 18 |
| Gráfico 8: Retorno nos Títulos Shahaar, Israel..... | 19 |

| | |
|--|----|
| Gráfico 9: Maturidade em Anos, Israel..... | 20 |
| Gráfico 10: Evolução da Classificação de Risco de Israel em Moeda Estrangeira..... | 21 |
| Gráfico 11: Relação Dívida/PIB, Polônia..... | 23 |
| Gráfico 12: Dívida Externa X Dívida Doméstica, Polônia..... | 24 |
| Gráfico 13: Distribuição da Dívida Doméstica, Polônia..... | 28 |
| Gráfico 14: Maturidade da Dívida Doméstica, Polônia..... | 29 |
| Gráfico 15: Dívida/PIB X Maturidade, Polônia..... | 30 |
| Gráfico 16: Inflação X Maturidade, Polônia..... | 30 |
| Gráfico 17: Juros X Inflação, Polônia..... | 31 |
| Gráfico 18: Maturidade em anos, Polônia..... | 32 |
| Gráfico 19: Por Tipo de Investidor, Polônia..... | |
| Gráfico 20: Inflação Anual, México..... | 35 |
| Gráfico 21: Dívida Externa X Dívida Doméstica, México..... | 36 |
| Gráfico 22: Distribuição da Dívida Doméstica, México..... | 38 |
| Gráfico 23: Maturidade Média em Dias, México..... | 41 |
| Gráfico 24: Inflação X Maturidade, México..... | 42 |
| Gráfico 25: Dívida/PIB X Maturidade, México..... | 43 |
| Gráfico 26: Juros X Inflação, México..... | 43 |
| Gráfico 27: Maturidade México..... | 44 |
| Gráfico 28: Dívida/PIB X Maturidade, Ponderada..... | |

1) INTRODUÇÃO:

Mercados de títulos (MsTs) bem desenvolvidos são importantes por inúmeras razões, entre elas ressaltam-se as funções de financiar o déficit governamental de forma não inflacionária e aumentar a eficiência da política monetária. Nos últimos anos, houve grande elevação no nível de instrumentos de dívida *outstanding*. Para o mercado de países emergentes como um todo, títulos *outstanding* alcançaram 36% do PIB em 2000, comparados com somente 24% em 1994 (Tabela 1). Durante esse período, o volume de dívida de curto prazo na dívida doméstica latino-americana reduziu-se substancialmente, de 53% para 37% do total da dívida.

Tabela 1

| | Outstanding (Títulos% do PIB) | | Curto Prazo(%Div) | | | |
|-----------------------|--------------------------------|------|-------------------|------|---------------|------|
| | 1994 | 2000 | Doméstico | | Internacional | |
| | | | 1995 | 2000 | 1995 | 2000 |
| Asia | 26 | 39 | 19 | 22 | 5 | 6 |
| America Latina | 22 | 37 | 53 | 37 | 12 | 7 |
| Europa Central | 24 | 24 | 15 | 15 | | |
| Total | 24 | 36 | 29 | 25 | 9 | 6 |

Fonte: FMI e BCI¹

O primeiro estímulo para o desenvolvimento dos MsTs, na maioria dos países, proveio da necessidade de financiar déficits fiscais. Sob regimes financeiros altamente regulados durante a década de 80, governos de muitos países emergentes conseguiam se financiar por meio da imposição de requerimentos de reserva aos bancos, forçando-os a manter papéis do governo. Em muitos países, a inflação financiou parte do déficit governamental. Financiamento externo também desempenhou importante papel neste sentido, mas o risco cambial o tornou caro. Esses métodos de financiamento foram se reduzindo com a contínua liberalização dos mercados financeiros e dos fluxos de capital e ainda pela adoção de políticas antiinflacionárias e de câmbio variável. Governos foram forçados a, cada vez mais, suprir suas crescentes necessidades de financiamento no mercado doméstico.

¹ Vide MIHALJEK, Dubravko; SCATIGNA, Michela e VILLAR, Agustin “Recent trends in bond markets” em *The Development of Bonds markets in Emerging Economies*. BIS Papers 11, Basel, junho 2002

A segunda razão para o desenvolvimento do mercado local de títulos era a necessidade de esterilizar massivos volumes de capitais que ingressavam nos mercados internos. Isso era particularmente difícil para vários bancos centrais durante a primeira metade da década de 90. Diante da indisponibilidade de MsTs alongados, bancos centrais contavam somente com instrumentos de curto prazo para condução da política monetária, levando a mais elevadas taxas de juros e, por conseguinte encorajando o aporte de capitais externo nestes papéis.

Apesar do estímulo para desenvolver MsTs saudáveis originar-se em geral no setor público, o setor privado também carece de financiamento de longo prazo para seus projetos. Uma das externalidades positivas do desenvolvimento do mercado governamental de títulos é o desenvolvimento do seu congênere privado, já que emissões públicas fornecem um *benchmark* para emissões privadas e desenvolvem potenciais compradores destes papéis, tradicionalmente representados por investidores institucionais. A formação de mercado comprador com atuação importante de investidores institucionais, na maioria dos países emergentes, depende de medidas públicas, tais como reformas do sistema previdenciário. Países, como o Chile, que reformaram, há mais de 20 anos, o seu sistema de previdência pública conseguiram desenvolver sólida demanda institucional de títulos.

MsTs saudáveis propiciam ainda outros benefícios importantes, como por exemplo: a criação de alternativas não bancárias de financiamento, reduzindo, assim, o monopólio bancário e aumentando a competitividade e a eficiência do mercado financeiro. O incremento na variedade de instrumentos permite melhor administração de risco.

MsTs também são excelentes disseminadores de informação, já que os preços dos títulos num mercado eficiente, são os melhores indicadores de inflação e taxa de juros. Os preços de títulos de longo prazo sinalizam informação a respeito das expectativas macroeconômicas e também das reações do mercado à mudanças na política monetária.

Outra importante função dos MsTs é prover instrumentos de transformação de poupança, permitindo a transferência do excesso desta em poder do público, para governo e empresas.

Esse trabalho irá focar-se em parte bastante específica do desenvolvimento dos MsTs: o alongamento da maturidade de títulos de renda fixa. Títulos de renda fixa de

longa maturidade reduzem o risco do emissor doméstico, pois são papéis pré-fixados, emitidos em moeda local.

A maioria dos países emergentes, até a década de 90, não emitiu esse tipo de título. A instabilidade macroeconômica foi o principal impeditivo à emissão de títulos pré-fixados, uma vez que, em maioria, esses países passavam por cenários hiperinflacionários e de alto endividamento. Desta forma, as economias se financiavam por emissões externas ou domesticamente por títulos indexados à inflação e ao câmbio.

Este estudo busca analisar a experiência de países emergentes que durante a década de 90 passaram por processos de estabilização, com diminuição dos níveis de endividamento e de inflação. Os países escolhidos como paradigmas para o estudo foram: Polônia, México e Israel. Esses países passaram por períodos de instabilidade macroeconômica com altos níveis de inflação, e seus mercados de títulos eram, majoritariamente, indexados ao câmbio e à inflação. Os três países conseguiram, na última década, emitir papéis pré-fixados com maturidade de 10 anos e em alguns casos de 20 anos, em volumes substanciais, de forma a elevar a participação desses papéis de longo prazo para mais da metade de suas dívidas domésticas. Acredita-se que a experiência destes países possa servir ao Brasil, que ora tenta alongar a maturidade dos títulos de sua dívida pública – o Plano Anual de Financiamento de 2005, divulgado pelo Tesouro, especifica como um dos seus principais objetivos a emissão de títulos pré-fixados mais longos e o aumento da participação destes na dívida pública – e em seu mercado privado de capitais.

O mercado privado dos países escolhidos ainda é pouco desenvolvido, com participação tímida nos MsTs, sendo estes dominados pelo governo. Como já foi explicitado anteriormente, o desenvolvimento de MsTs do governo constitui pilar fundamental para o desenvolvimento do mercado privado de títulos, desta forma esse trabalho vai se focar no desenvolvimento do primeiro.

Esta monografia está organizada em quatro capítulos além do presente. A próxima seção discute o caso israelense. O capítulo 3 apresenta o desenvolvimento no mercado polonês e o seguinte mostra como ocorreu o alongamento no México. O epílogo sintetiza estas experiências e tira possíveis lições para o Brasil.

2) O CASO ISRAELENSE

2.1) A Indexação dos Títulos Públicos

Por mais de uma década, até 1985, Israel apresentava inflação contínua e crescente – chegando a 15% ao mês em 1983 – e constantes crises na balança de pagamentos, gerando, desde 1973, a virtual estagnação da sua economia. Em 1985, e lançado um plano de estabilização baseado na redução significativa do déficit público e na fixação de âncoras nominais (taxa de câmbio, salários e crédito bancário). Este visava um duplo objetivo, redução drástica da inflação e concomitante melhora na balança de pagamentos.

Dado este histórico de alta inflação, a dívida pública doméstica comercializável era totalmente indexada à taxa de câmbio e à inflação, até o início dos anos 90. Desde então, graças à política monetária apertada, a inflação desacelerou, o que permitiu redução da taxa de juro real. Em 2000, o país logrou atingir níveis inflacionários de zero por cento ao ano, estimulando a demanda por títulos não indexados. Esta tendência recrudescer, de maneira que, em 2003, mais da metade da dívida doméstica comercializável era composta por títulos não indexados. Vale ressaltar que, de acordo com as definições do Ministério da Fazenda de Israel, títulos não indexados caracterizam-se por títulos emitidos em moeda local (*shekel*). Estes são Shahar, Gilon e New Gilon, e passam de 9% do estoque de dívida doméstica ,em 1995, para quase 51% em 2003.

O governo de Israel emite ou emitiu, os seguintes títulos:²

- Indexado ao IPC: esse título foi emitido devido à inflação contínua em Israel, visando garantir retorno real independente do nível de inflação. Os títulos são totalmente indexados (principal e juros) ao índice de preços publicado no dia 15 de cada mês seguinte ao mês coberto pelo IPC. A indexação é calculada adicionando a variação do IPC no dia do pagamento, ao IPC do dia da emissão da primeira sub-série. Dado que o nível real de inflação só é publicado posteriormente, pode haver diferença entre a indexação paga e uma eventual indexação perfeita durante o período, essa diferença pode afetar a taxa real de retorno.

² Os nomes em parênteses são os originais, alterados para melhor entendimento.

- Indexado à Inflação de Renda Fixa (GALIL)³: título indexado que pode ser emitido para maturidades entre 2 e 30 anos, a taxa de juros anual fixa. A taxa de juros é determinada por uma média ponderada de todos os títulos indexados ao IPC em circulação. O retorno é pago anualmente, no último dia útil do mês em que a primeira sub-série foi emitida. Esses títulos são leiloados desde 1985, para várias maturidades. Atualmente, são emitidos com maturidades de 7 a 15 anos.
- Indexado à Inflação de Renda Fixa (SAGI): título emitido sob as mesmas regras do GALIL, entretanto a maturidade oferecida era de 5 ou 6 anos. Esse título começou a ser emitido em 1985, e a partir de 1993, a emissão se restringiu à maturidade de 6 anos. Esse título já não é mais emitido.
- Indexado à Inflação de Renda Variável (KFIR)⁴: título com possibilidade de emissão de maturidades entre 4 e 25 anos, com retorno variável pago a cada seis meses (junto com a indexação) no 20º dia do mês. A taxa de juros anual é calculada como média ponderada (*outstanding value*) do retorno bruto à maturidade no mercado secundário de títulos do governo indexados ao IPC, com maturidades entre 3 e 5 anos anteriores ao cálculo. Esse título era emitido com maturidades variando de 7 a 12 anos. A partir de 1998, esses títulos pararam de ser emitidos dando lugar ao NEW KFIR.
- Indexado à Inflação de Renda Variável (NEW KFIR): título com possibilidade de emissão de maturidades entre 1 e 25 anos, com retorno variável pago a cada três meses (junto com a indexação) no último dia útil do mês. A taxa de juros anual é calculada como média ponderada (*outstanding value*) do retorno bruto à maturidade no mercado secundário de títulos do governo indexados ao IPC com maturidades entre 2 e 5 anos anteriores ao cálculo. Esse título é emitido com maturidade de 6 anos desde 1998.

³ Este título apesar de classificado como renda fixa pelo Ministério da Fazenda de Israel, tem retorno variável, já que é um título indexado à inflação.

⁴ A principal diferença entre esse título e o título indexado de renda fixa, é que este título tem o cálculo do seu retorno baseado no mercado secundário de títulos IPC. Já o indexado de renda fixa tem o seu retorno baseado no mercado primário de títulos IPC.

- Indexado ao Dólar de Renda Variável (GILBOA): título emitido com possível maturidade de 3 a 20 anos e taxa de retorno variável, paga a cada seis meses. O retorno é baseado na Libor de 6 meses publicada dois dias antes do pagamento. Esse título é emitido desde 1981, atualmente a maturidade varia de 4 a 5 anos.
- Não Indexado de Renda Fixa (SHAHAR): título emitido com possível maturidade de até 20 anos. O cupom é pago uma vez por ano, no dia 16 do mês em que a primeira sub-série foi emitida. O retorno anual é equivalente ao valor nominal do título multiplicado pela taxa anual de juros estabelecida. Esse título foi emitido pela primeira vez em 1995, com maturidade de dois anos.
- Não Indexado de Renda Variável (GILON): título emitido, com possível maturidade de 10 anos. O cupom é pago uma vez a cada seis meses, no 10.º dia útil. A taxa de juros anual é calculada pela média ponderada do retorno de séries de notas do Tesouro com maturidades até 90 dias dos dois meses anteriores ao pagamento, mais incremento de no máximo 4%. Esse título foi emitido com maturidade de dois anos, de julho de 1992 a abril de 1999, quando foi substituído pelo New Gilon.
- Não Indexado de Renda Variável (NEW GILON): título emitido com maturidade de 1 a 25 anos. O cupom é pago a cada três meses, no último dia útil do mês. A taxa de juros anual é calculada pela média ponderada do retorno de séries de notas do Tesouro, com maturidades de 3 a 12 meses, defasando-o em 10 dias anteriores ao pagamento. Atualmente esse título é emitido com maturidade de até 20 anos.

Até 2003, os títulos indexados estavam sujeitos ao pagamento de 35% de imposto sobre a receita de juros, enquanto os títulos não indexados eram isentos de tributação. A partir de 2003, após uma reforma tributária, títulos não-indexados (Gilon, New Gilon e Shahar) pagam imposto de 10% sobre ganhos nominais de juros e capital, enquanto os títulos indexados pagam 15% de imposto sobre os ganhos reais

de juros e capital. Os títulos indexados ao dólar são tributados a uma taxa de 35% somente sobre os ganhos de juros.

2.2) A Dívida Pública

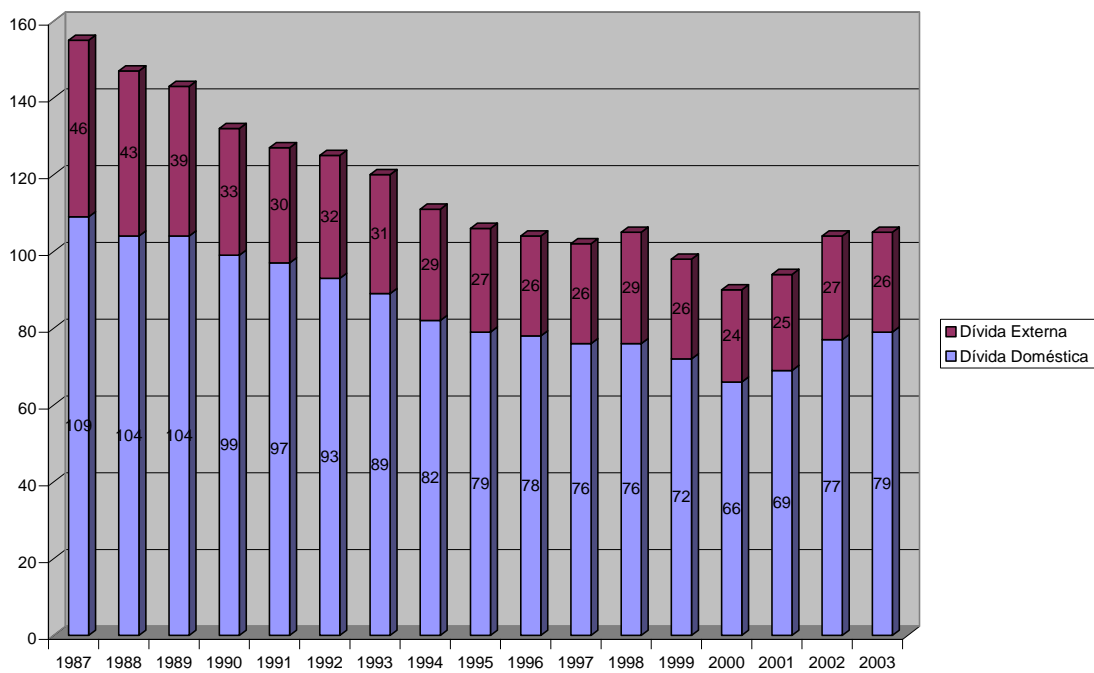
A dívida pública israelense, em 2003, era NIS 520 bilhões (US\$ 119 bilhões), sendo NIS 130 bilhões (US\$ 29.7 bilhões) de dívida externa e NIS 390 bilhões (US\$ 89.3 bilhões) de dívida doméstica.

Entre 1987 e 1995, a razão dívida/PIB caiu em média 5 % ao ano. Essa queda dramática ocorreu devido ao controle fiscal e ao crescimento expressivo da economia israelense, atendendo aos preceitos de Lei de Redução do Déficit do Governo. Essa lei aprovada pela primeira vez em 1992 – ao vislumbre político de Israel desfrutar dos benefícios de agregar-se à zona monetária do Euro – requer que o governo mantenha o déficit em trajetória declinante de longo prazo.

Em 1998, a depreciação cambial elevou a dívida externa, quebrando sua trajetória declinante. Já em 1999, a razão começa a diminuir novamente, com a queda da inflação e estabilidade cambial. Com a inflação nula, em 2000, a razão dívida/PIB atinge no mesmo ano seu menor valor até então, 89%, iniciando a partir daí, trajetória crescente (gráfico 1) como consequência da desaceleração econômica (observe o gráfico 2) e do menor arrecadação fiscal.

Gráfico 1

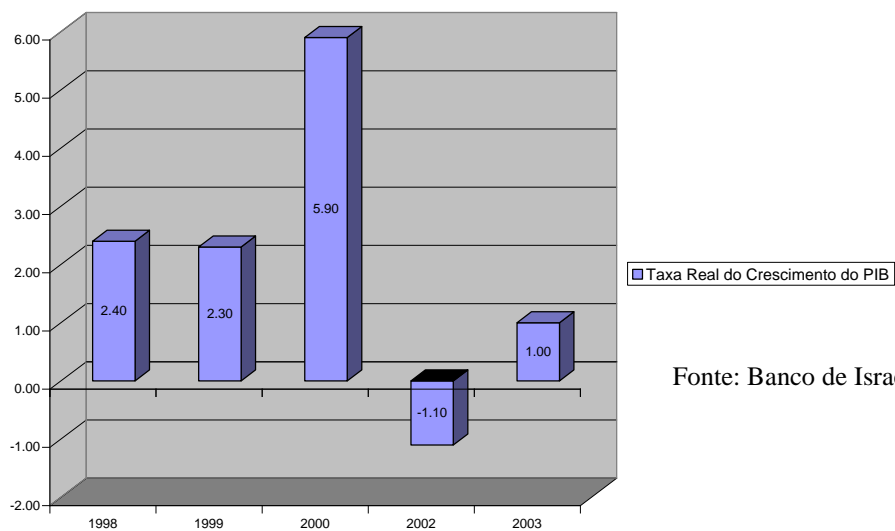
Relação Dívida/PIB



Fonte: Banco de Israel

Gráfico 2

Taxa Real do Crescimento do PIB (%)



Fonte: Banco de Israel

2.2.1) Dívida Pública Doméstica

A dívida pública doméstica é dividida em dois segmentos: comercializável e não comercializável. Em 2003 a dívida comercializável totalizava NIS 228,1 bilhões (US\$ 52.3 bilhões) e a parte não comercializável era de NIS 161,6 bilhões (US\$ 37 bilhões). Na Tabela 2, é possível observar que a participação no total da dívida, da parcela não comercializável vem diminuindo. Já a dívida comercializável se divide em títulos do governo indexados à inflação, indexados ao dólar e não indexados. Com a queda da inflação e do risco cambial, a demanda por títulos de renda fixa aumentou e sua participação alcança, em 2004, 44% da dívida doméstica comercializável — essa participação representa somente os títulos Shahar, não indexados de renda fixa – (vide Tabela 3), apesar dos reveses na economia após 2000. É útil recordar que em 1995, a participação de títulos de renda fixa era nula.

Tabela 2
(%)

| Distribuição da Dívida Doméstica | | | | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tipo de Dívida | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Comercializável | 52 | 53 | 54 | 55 | 58 | 59 |
| Não Comercializável | 48 | 47 | 46 | 45 | 42 | 41 |

Fonte: Banco de Israel

Tabela 3⁵

| Emissões por Tipo de Título (%) | | | | |
|--|-------------------|----------------------------|-----------------------|--------------------------|
| | Renda Fixa | Indexado à Inflação | Cupom Variável | Indexado ao Dólar |
| 1999 | 36.9 | 23 | 20.3 | 18.8 |
| 2000 | 50.8 | 10.8 | 37 | 1.4 |
| 2001 | 49.4 | 19.3 | 31.3 | 0 |
| 2002 | 37.3 | 38.8 | 23.9 | 0 |
| 2003 | 41.9 | 39 | 19.1 | 0 |
| 2004 | 44 | 31.3 | 24 | 0 |

Fonte: Banco de Israel

A parte não comercializável da dívida, diz respeito a emissões feitas para fundos de pensão e companhias de seguro. Em 2003, os fundos de pensão que antes só podiam investir em dívida não comercializável, são liberados para investir 30% da carteira em títulos do governo.

⁵ Neste caso foi considerada a emissão anual e não o estoque. Os títulos de renda fixa na tabela correspondem somente aos títulos Shahar (não indexados de renda fixa).

Os fundos de pensão podem investir em dois tipos de títulos: *Miron* e *Arad*. Os títulos do “*Miron*” são dos fundos de pensão antigos, que atualmente não podem mais ter novos integrantes, e os títulos do “*Arad*” são emitidos aos novos fundos de pensão (vide Tabela 4). A nova legislação dos fundos de pensão, que permite que estes invistam em dívida comercializável, diminuirá a emissão de dívida não comercializável.

Tabela 4

Distribuição da Dívida Não Comercializável

| | em % | | | | | |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | 1990 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Total (NIS bilhões) | 144 | 145 | 142 | 148 | 161 | 162 |
| Pensoes: | | | | | | |
| Miron | 55 | 58 | 63 | 65 | 66 | 66 |
| Arad | 2 | 2 | 4 | 5 | 6 | 8 |
| Outros | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Seguro: | | | | | | |
| Hetz | 21 | 21 | 20 | 19 | 19 | 18 |
| Outros: | 27 | 19 | 13 | 11 | 9 | 8 |

Fonte: Banco de Israel

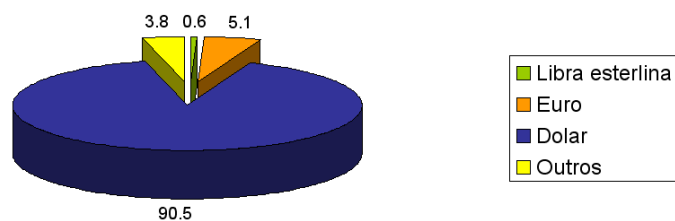
2.2.2) Dívida Pública Externa

Como mostrado anteriormente, a razão dívida externa/PIB vem decrescendo ao longo dos anos (Gráfico1). A dívida externa israelense é dividida em dois tipos: (1) títulos emitidos com garantia do governo norte-americano, cujo montante totalizava em 2003 US\$ 13.7 bilhões; e (2) títulos emitidos no mercado global sem garantias, que ao final de 2003 montavam US\$ 2.9 bilhões. Entre 1995 e 2004 emissões ocorreram nos mercados norte-americano, japonês e europeu (Tabela 5).

Todas as emissões se caracterizam por títulos de renda fixa. As emissões com garantia do governo americano são vantajosas, pois Israel se beneficia da classificação de risco norte-americana, superior a de Israel. (*rating* dos EUA pela Moody's equivale a AAA/Aaa e Israel se classifica como A2/A-). A dívida é relativamente bem alongada, em sua maioria denominada em dólares, como se pode observar nos gráficos abaixo. (Gráficos 3 e 4)

Gráfico 3

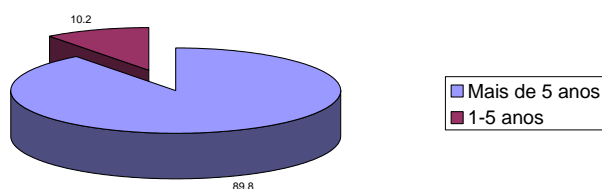
Composição da Dívida Externa por Moeda (%)



Fonte: Banco de Israel

Gráfico 4

Composição da Dívida Externa Maturidade (%)



Fonte: Banco de Israel

Tabela 5**Emissões no Mercado Global (Não- Garantidas)**

| | Mercado | Valor | Moeda | Maturidade (anos) | Cupom (%) |
|-------------|---------|-------|-------|--------------------|-----------|
| 1995 | Yankee | 250 | Dólar | 10 | 6.375 |
| 1996 | Europeu | 200 | Dólar | 5 | 6.375 |
| 1997 | Samurai | 170 | Yen | 10 | 3 |
| 1998 | Yankee | 250 | Dólar | 30 | 7.25 |
| 1999 | Europeu | 412 | Euro | 7 | 4.75 |
| 2000 | Global | 500 | Dólar | 10 | 7.75 |
| 2002 | Europeu | 350 | Euro | 7 | 5.979 |
| 2003 | Global | 750 | Dólar | 10 | 4.625 |
| 2004 | Global | 500 | Dólar | 10 | 5.125 |

Fonte: Ministério da Fazenda, Israel.

Tabela 6

| Emissões com Garantias do Governo Norte Americano no Mercado Internacional | | | | |
|---|------------------------------|--------------|--------------------------|------------------|
| Mes | Valor em US\$ milhões | Moeda | Maturidade (anos) | Cupom (%) |
| Setembro, 2003 | 450 | Dolar | 30 | 5.5 |
| Setembro, 2003 | 1150 | Dolar | 20 | 5.5 |
| Dezembro, 2003 | 750 | Dolar | 20 | 5.5 |
| Abril, 2004 | 1000 | Dolar | 20 | 5.5 |

Fonte: Ministério da Fazenda, Israel.

2.3) O Alongamento da Maturidade dos Títulos não Indexados:

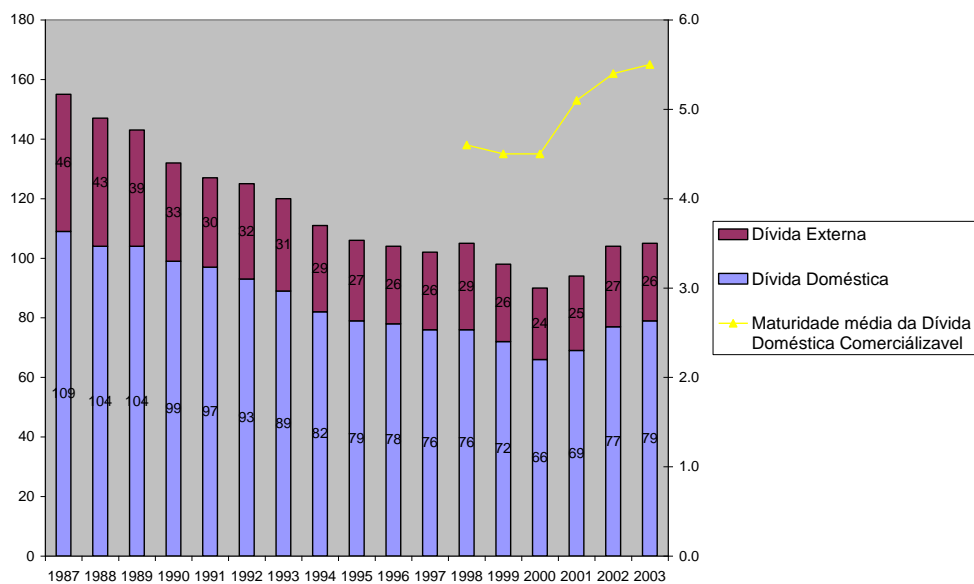
Até a década de 90, a dívida doméstica comercializável era totalmente indexada, como já explicitado anteriormente. Em 1992 houve a primeira emissão de título não indexado⁶, o Gilon (não indexado de renda variável) de maturidade de dois anos. Em 1995, ocorre a primeira emissão de título do governo não indexado de renda fixa (Shahar) com maturidade de 2 anos, um ano depois é emitido Shahar de 1 e 3 anos de maturidade e em 1998 a maturidade é estendida até 5 anos. Em 2000, quando a taxa de inflação chega ao patamar de 0 % ao ano e a aceitação de títulos não indexados se amplia, o título não indexado de retorno variável (Gilon) se alonga até 10 anos e o Shahar (não indexado renda fixa) tem sua primeira emissão de títulos de 7 anos. Finalmente, em 2001, adiciona-se ao portfólio de emissão o Gilon de 20 anos e o Sharar de 10 anos.

Como se pode observar nos gráficos abaixo, a queda da relação dívida/PIB e níveis muito baixos de inflação permitiram o alongamento da maturidade média da dívida doméstica.

⁶ Como anteriormente explicitado, Não Indexado de acordo com o Ministério da Fazenda de Israel, significa emitido em moeda local

Gráfico 5

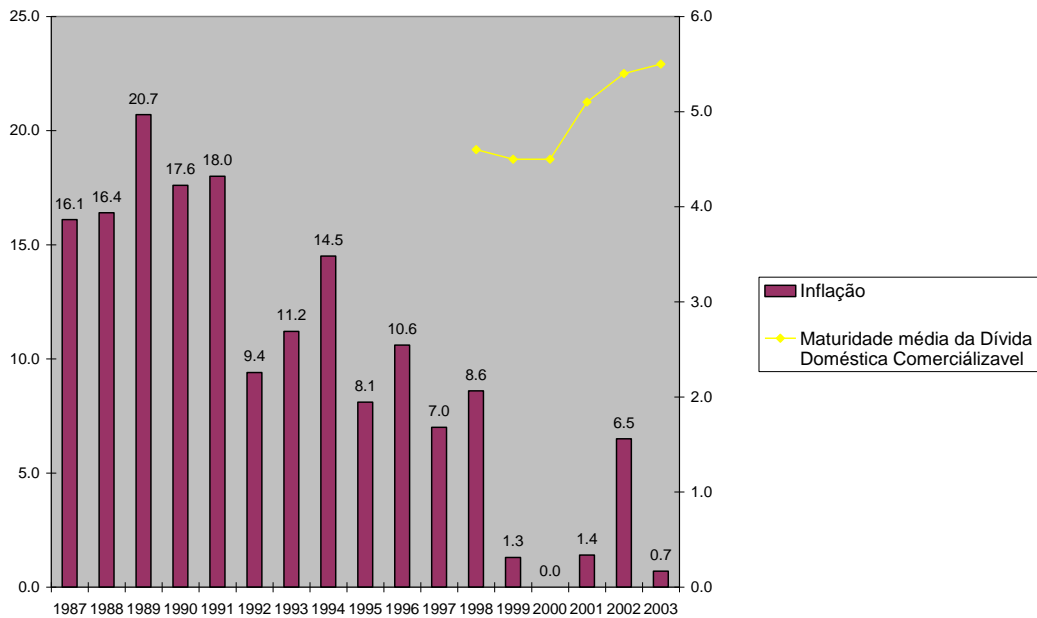
Dívida/PIB - Maturidade



Fonte: Banco de Israel

Gráfico 6

Inflação X Maturidade

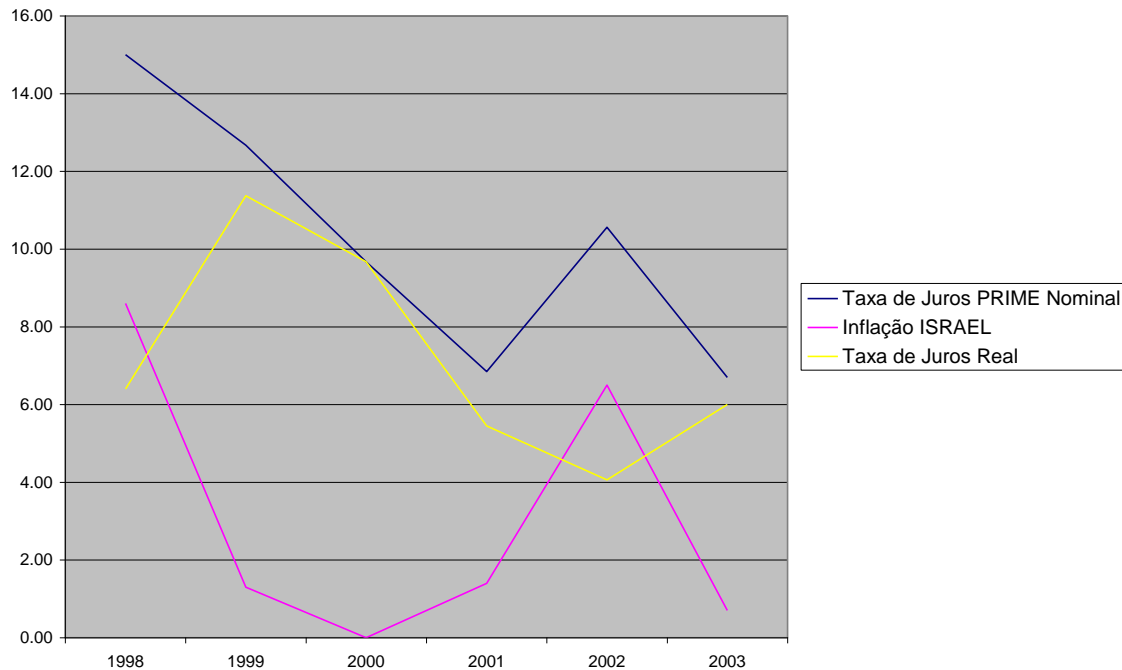


Fonte: Banco de Israel

A redução do risco inflacionário e cambial possibilitou a redução na taxa de juros (Gráfico 7), que por sua vez levou a uma redução nos retornos dos títulos (Gráfico 8). A queda na taxa de juros fomenta a demanda por títulos de longo prazo, favorecendo o processo de alongamento de títulos pré-fixados.

Gráfico 7⁷

Juros X Inflação Israel



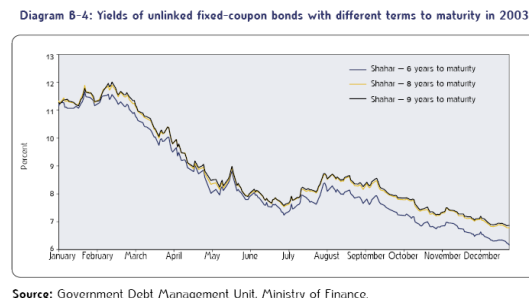
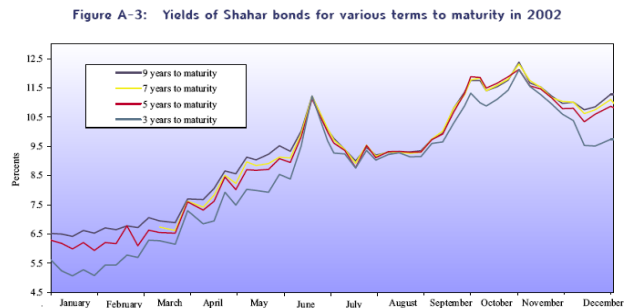
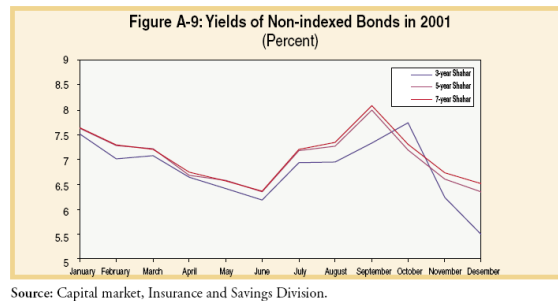
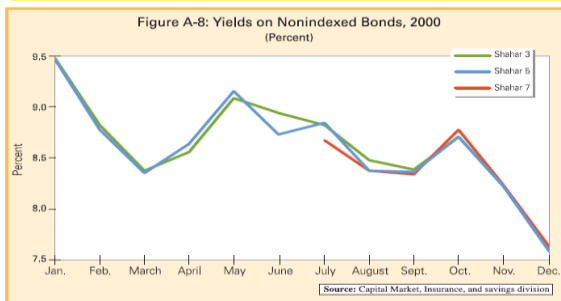
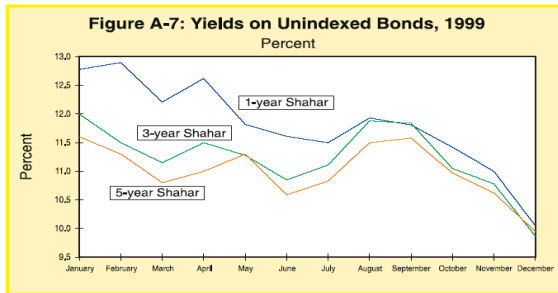
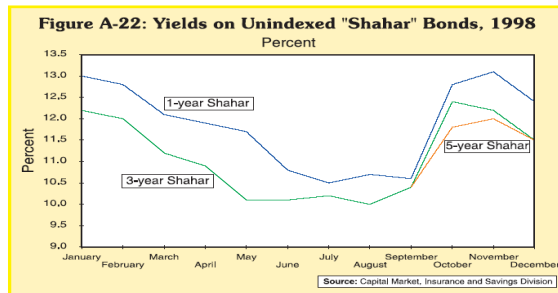
Fonte: Banco de Israel

No Gráfico 8, abaixo, pode se constatar que, em 2002, a curva de retorno foge ao padrão dos outros anos, ao invés de cair, os retornos assumem Fonte: Banco de Israel Vale a pena lembrar que, em 2002, há uma queda expressiva do PIB (1%) relacionada, entre outras coisas, ao cenário político beligerante na região, com a perspectiva, logo confirmada, de Guerra no Iraque. Sendo assim, para aquecer a economia, o governo afrouxa a política monetária, resultando no aumento da inflação e depreciação cambial. Em julho daquele ano, há novo aperto na política monetária, com aumento dos juros e queda da inflação.

⁷ Neste caso foi usada a taxa de inflação *ex-post* como dado e para o cálculo da taxa de juros real.

Gráfico 8

Retornos nos Títulos Shahar



A maturidade média da dívida doméstica se reduz até 2001, dado que esta vem sendo desindexada, e os títulos não indexados ainda estavam sendo alongados. A partir do momento que são emitidos títulos não indexados com maturidades mais longas (10 anos de renda fixa e 20 anos de renda variável), a maturidade se alonga novamente. Como se pode observar na tabela abaixo:

Tabela 7

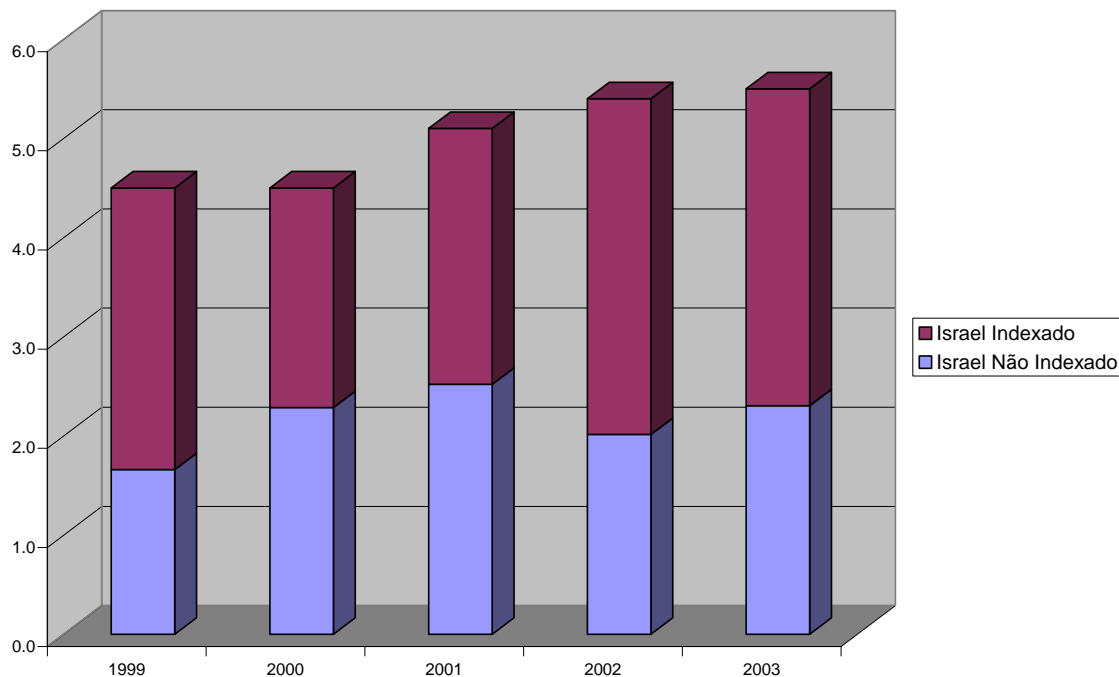
| Maturidade Média da Dívida Pública (anos) | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
| Dívida Doméstica | 6.4 | 6.3 | 6.2 | 6.5 | 6.6 | 6.6 |
| Parte Comercializável | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 5.1 | 5.4 | 5.5 |
| Dívida Externa | 8 | 7.6 | 7.1 | 6.9 | 6.6 | 8 |
| Dívida Total | 6.8 | 6.6 | 6.5 | 6.6 | 6.6 | 6.9 |

Fonte: Banco de Israel

No entanto, como mostrado anteriormente não ocorreu somente um alongamento da maturidade da dívida, mas também um fenômeno ainda mais impressionante: uma mudança do perfil da dívida, que se torna predominante pré-fixada, como se pode observar no gráfico abaixo, onde a maturidade é apresentada conforme a modalidade da dívida. Esse cenário irá se repetir para os casos da Polônia e México, como se verá na seqüência.

Gráfico 9⁸

Maturidade em Anos (Israel)



Fonte: Banco de Israel

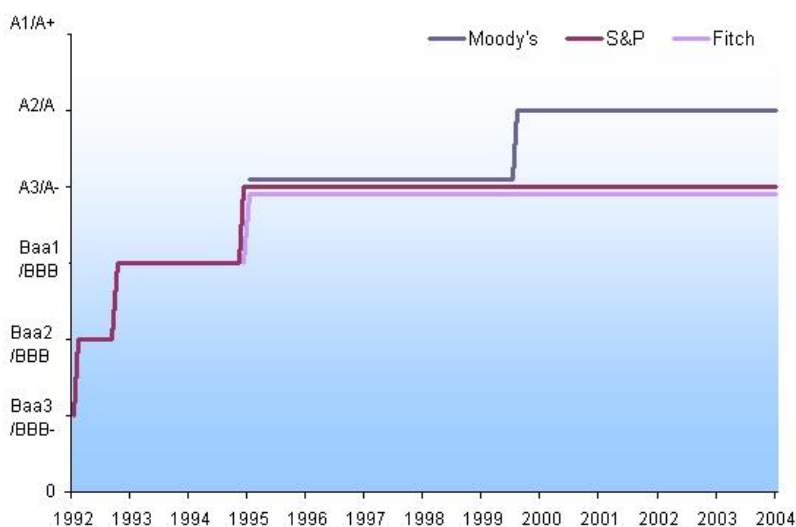
⁸ Neste caso, a maturidade é dividida pela emissão anual e não estoque, diferentemente dos outros países em estudo. A parte não indexada diz respeito aos títulos Shahaar

2.4) Ranking pelas Principais Agências de Classificação de Risco:

Desde 1988, as agências internacionais de classificação de risco, como a Moody's, S&P e Fitch, classificam Israel quanto ao risco de crédito. A partir de 1993, Israel passa a ter classificação pela Moody's e S&P como *investment grade level*, para investimento em moeda estrangeira com classificação BBB. A classificação atual, assim como a evolução desde 1988 pode ser observada no gráfico abaixo.(Gráfico 10 e Tabela 8).

Gráfico 10

Evolução da Classificação de Israel de Crédito em Moeda Estrangeira



Fonte: Banco de Israel

Tabela 8

Classificação em Março de 2005

| Agência | Emissão Doméstica | Emissão Externa |
|-------------------|-------------------|-----------------|
| Moody's | A2 | A2 |
| | - | P1 |
| Standart & Poor's | A+ | A- |
| | A-1 | A-1 |
| Fitch | A | A- |
| | - | F1 |

Fonte: Banco de Israel

2.5) Mercado Corporativo de Títulos:

O mercado corporativo de títulos é pequeno e de significância marginal como fonte de financiamento para o setor empresarial. No fim de 1999, os títulos privados eram 7% (NIS 11.6 bilhões) do mercado total de Israel, comparado com 30% nos EUA (US\$ 4.5 trilhões).

As principais razões para a falta de desenvolvimento do mercado privado de títulos são: (1) a regulamentação do setor não encoraja a emissão de *commercial papers*; (2) a discriminação tributária; (3) o sistema bancário como gestor de investidores institucionais; (4) limitações institucionais que favorecem a demanda dos títulos públicos.

3) O CASO POLONÊS:

O sistema financeiro vem se desenvolvendo na Polônia desde o início dos anos 90. O primeiro a se desenvolver foi o mercado de depósito interbancário, permitindo que os bancos administrassem a sua liquidez. Depois foi o mercado de notas do Tesouro para que o governo pudesse financiar o seu déficit. A introdução da convertibilidade parcial do zloty implicou na emergência do mercado de câmbio. O mercado de ações se desenvolveu concomitantemente ao de depósito interbancário, impulsionado pelo processo de privatização.

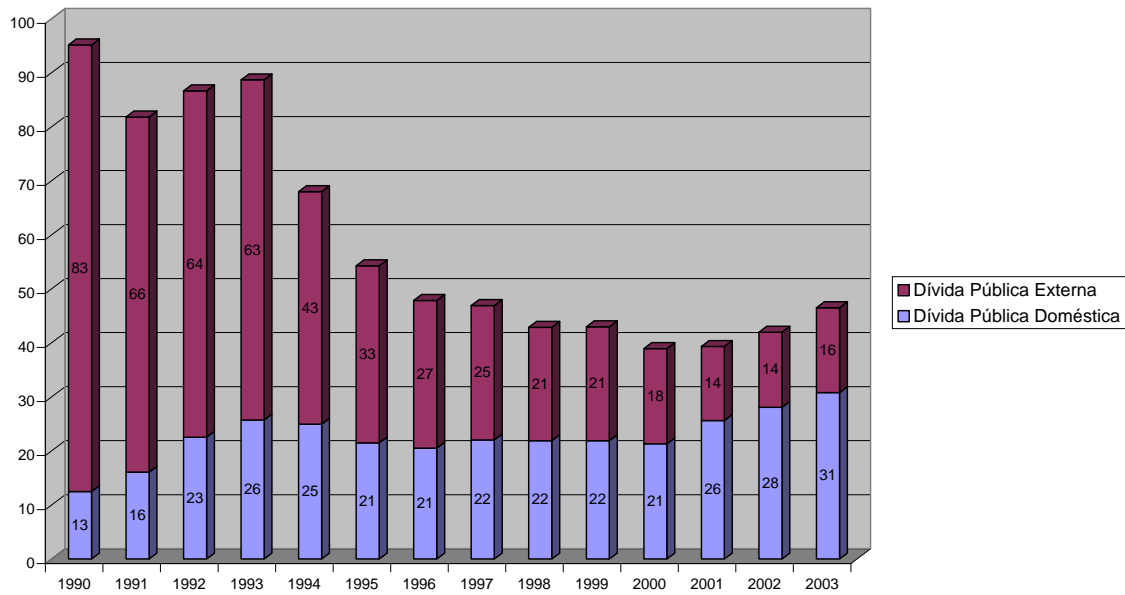
Os mercados aceleraram o seu desenvolvimento depois da metade da década de 90, com a queda do ritmo inflacionário que permitiu substituir a emissão de títulos governamentais de retorno variável por títulos de renda fixa, pressionando o volume de emissão deste último.

3.1) Dívida Pública

A relação dívida/PIB, que no início da década de 90 ultrapassava 90%, decresce desde então, chegando a menos de 40% em 2001. O principal fator por trás dessa redução era a perspectiva de entrada da Polônia na União Européia, pois o país tinha que cumprir com os requerimentos do Tratado de Maastrich. A partir de 2002, ocorre um pequeno crescimento da razão, resultado da reforma no sistema de previdência, no entanto, essa não superou o patamar de 50%, atingindo, em 2003, 47%. A estrutura da dívida também se alterou, a parcela de dívida doméstica aumentou enquanto a dívida externa diminuiu, como se pode observar nos gráficos 11 e 12.

Gráfico 11

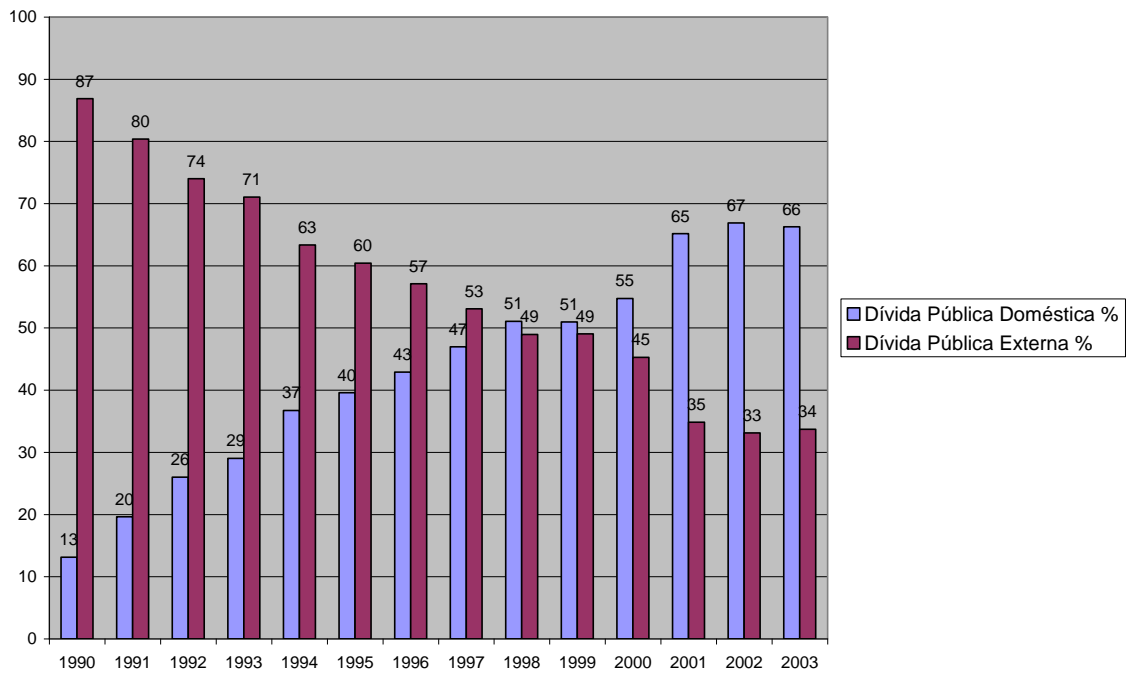
Relação Dívida/PIB



Fonte: Banco Nacional da Polônia

Gráfico 12

Dívida Externa X Dívida Doméstica



Fonte: Banco Nacional da Polônia

3.1.1) Dívida Pública Externa:

Durante a década de 70, a dívida externa era pequena, da ordem de USD 987 milhões. Esse valor foi aumentando nos anos 80, com abertura para o Ocidente e o crescimento, chegando ao montante de USD 24,1 bilhões. Esse crescimento exponencial levou à negociação no Clube de Paris e no *London Club* em 1982 e 1989, acertando o pagamento da dívida com órgãos oficiais e privados (membros do London Club). Durante a década de 90, a dívida externa chega ao patamar de USD 48,8 bilhões, e em 1994 ocorre uma nova negociação com os membros do London Club, levando a emissão de Brady Bonds.

A emissão ocorreu no dia 27 de Outubro de 1994 e incluía seis instrumentos de diferentes *designs*. O valor total da emissão alcançava USD 8 bilhões. No fim de 2002, a dívida nesses instrumentos reduziu-se a USD 2,7 bilhões, depois de recompras sucessivas, como as ocorridas em 1997 e 1998, nos valores de USD 1,7 bilhões e USD 748 milhões, respectivamente, financiadas por emissões de títulos não comercializáveis ao National Bank of Poland. Em 2000, foi realizada recompra de USD 900 milhões, financiada com emissão de Euro bonds e receita de privatização. Em 2001 e 2002, a recompra adiantada no valor de USD 290 milhões e USD 1,3 bilhões.

Tabela 9

| Brady Bonds Poloneses | | | |
|-------------------------------------|------------------------|--------------|-------------------|
| | Data de Emissão | Valor | Maturidade |
| Collateralized Discount Bond | Outubro 1994 | USD 2968.2 m | 30 anos |
| Collateralized Par Bonds | Outubro 1994 | USD 934.7 m | 30 anos |
| Collateralized RSTA Bonds | Outubro 1994 | USD 894.4 m | 30 anos |
| PDI Bonds | Outubro 1994 | USD 2673.6 m | 20 anos |
| DCB Bonds | Outubro 1994 | USD 393.0 m | 25 anos |
| New Money Bonds | Outubro 1994 | USD 137,6 m | 15 anos |

Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia.

Em 1995, a Polônia teve o seu *debut* no mercado internacional emitindo títulos denominados em dólares totalizando USD 250 milhões, com maturidade de 5 anos. Em 1996 e 1997, houve mais duas emissões no mercado externo, em 1996 – DEM 250 milhões (maturidade de 5 anos), e em 1997 de USD 100 milhões (20 anos de maturidade) e USD 300 milhões (vencimento em 7 anos) – chamados de Yankee Bonds.

Outras emissões ocorreram em 2000, depois de pausa de três anos e foram os primeiros títulos emitidos no mercado da União Européia. Esses títulos foram emitidos com maturidade de 10 anos num total de USD 750 milhões. Em 2001 a Polônia emitiu novamente títulos denominados em Euros totalizando €1,0 bilhão, também com maturidade de 10 anos.

As emissões no mercado internacional visaram três propósitos, primeiramente financiar dívida pública; em segundo lugar fortalecer a posição polonesa no mercado internacional ;e finalmente, estabelecer *benchmarks* para outras emissões tanto privadas como públicas.

Tabela 10
Emissões no Mercado Internacional

| Tipo de Instrumento | Valor | Emissão | Maturidade | Retorno (%) |
|----------------------------|------------------|----------------|-------------------|--------------------|
| Em Dolar | USD 250 m | Julho 1995 | 5 anos | 7.75 |
| Em Marco Alemão | DEM 250 m | Julho 1996 | 5 anos | 6.125 |
| Em Dolar | USD 300 m | Julho 1997 | 7 anos | 7.125 |
| Em Dolar | USD 100 m | Julho 1997 | 20 anos | 7.75 |
| Em Euro | EUR 600 m | Marco 2000 | 10 anos | 6 |
| Em Euro | | Fev 2001 | 10 anos | 5.5 |

Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia.

3.1.2) Dívida Pública Doméstica:

A participação da dívida doméstica no total do endividamento público é crescente. Com a queda do ritmo inflacionário, aumentou a emissão de títulos de renda fixa não indexados e esses passam em 2003, a representar 67% da dívida pública doméstica, alterando o seu perfil. A carteira de emissão de títulos do governo da Polônia é composta pelos seguintes títulos⁹:

- **Título de Renda Fixa:** são os instrumentos básicos de geração de fundos para as necessidades de financiamento do governo. Esse título carrega retorno anual com taxa pré-fixada, sem nenhum tipo de indexação. Atualmente, a emissão vem se dando em diferentes maturidades (2, 5, 10 e 20 anos).

⁹ Esses títulos são sujeitos ao pagamento de imposto de 30% sobre os ganhos de juros e ganhos de capital.

- **Título de Renda Variável:** o retorno nesses títulos é baseado no das notas do Tesouro, ou seja, é uma função de taxas de juros correntes. Atualmente, a emissão destes ocorre com maturidades de 3 e 10 anos.
- **Títulos de Poupança:** existem dois tipos, de renda fixa com maturidade de dois anos e indexados à inflação com maturidade de 4 anos. Estes títulos foram desenvolvidos para venda somente a compradores individuais (pessoa física), com opção de recompra adiantada. A taxa de juros destes instrumentos é determinada de maneira que o serviço destes títulos não supere o dos desenvolvidos para compradores institucionais.¹⁰
- **Títulos não Comercializáveis:** são instrumentos desenvolvidos para financiar objetivos específicos do governo, ou seja, pagar dívidas existentes do Tesouro ou permitir que o Tesouro emita dívidas fora do mercado financeiro. Esses títulos são caracterizados pela não existência de mercado primário, que é substituído pela sua alocação primária. A conversão de títulos não comercializáveis em comercializáveis começou através de acordo em 19 de junho de 1999, entre o Banco Nacional da Polônia (BNP) e o Ministério da Fazenda, baseado no plano de redução das reservas mandatárias do BNP e objetivava reduzir o excesso de liquidez no sistema financeiro e aumentar a competitividade e eficiência do sistema bancário.

Tabela 11

| Emissões de Dívida Não Comercializável | | | | |
|---|----------------|--------------|------------------------|-------------------------|
| | Emissão | Valor | Maturidade | Pagamento a cada |
| Bonds denominated in USD | Jan, 1991 | USD 5,453 m | 1 a 13 anos | 6 meses |
| Conversion Bond | Dez, 1993 | PLZ 2438.3 m | 13.5 meses a a 21 anos | 3 meses |
| Restructuring Bond A, B, C, D | nov, 1994 | PLZ 4000 m | 1.5 a 15.5 anos | 6 meses |
| Bonds Issued to increase BGZSA equity | Dez, 1996 | PLZ 700 m | 1.5 a 15.5 anos | 6 meses |
| Bonds Issued para o acordo com London Club | dez, 1994 | PLZ 3055.3 m | 25 anos | 12 meses |
| US denominated Bond | Maio, 1997 | USD 1,407.8 | 27.5 anos | 6 meses |
| US denominated Bond | Dez, 1998 | USD 727.8 m | 25 anos | 6 meses |

Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia.

¹⁰ Sendo assim, auferem taxas de juros menores

Tabela 12

| Títulos Emitidos para converter Não Comercializável em Comercializável | | | | | |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | TK 1202 | CK 0403 | PK 0704 | DX 0809 | KO 0402 |
| Tipo | Renda Fixa | Renda Fixa | Renda Fixa | Renda Fixa | Renda Fixa |
| Emissão | Sep-99 | Sep-99 | Sep-99 | Sep-99 | Dec-99 |
| Valor em PLZ m | 3076,3 | 3076,3 | 3076,3 | 3076,3 | 4133,9 |
| Maturidade | 3 anos | 4 anos | 5 anos | 10 anos | 28 meses |
| Taxa de Juros | 10% | 10% | 8.50% | 6% | desconto |

Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia.

Tabela 13**Primeiras Emissões**

| Tipo de Título | Início da Emissão | Fim da Emissão |
|--------------------------------------|--------------------------|-----------------------|
| Notas do Tesouro | May-91 | |
| Indexado a Inflação de 1 ano | May-92 | May-99 |
| Renda Variável 3 anos | Jul-92 | |
| Renda Fixa 2 anos | Feb-94 | Sep-99 |
| Renda Variável 10 anos | Dec-95 | |
| Renda Fixa 1 ano | Jul-98 | Oct-99 |
| Renda Fixa 10 anos | May-99 | |
| Poupança 2 anos (renda fixa) | May-99 | |
| Indexado a Inflação 4 anos | Oct-99 | |
| Cupom Nulo | Oct-99 | |
| Renda Fixa varejo 5 anos | Dec-01 | |
| Renda Fixa 20 anos | May-02 | |

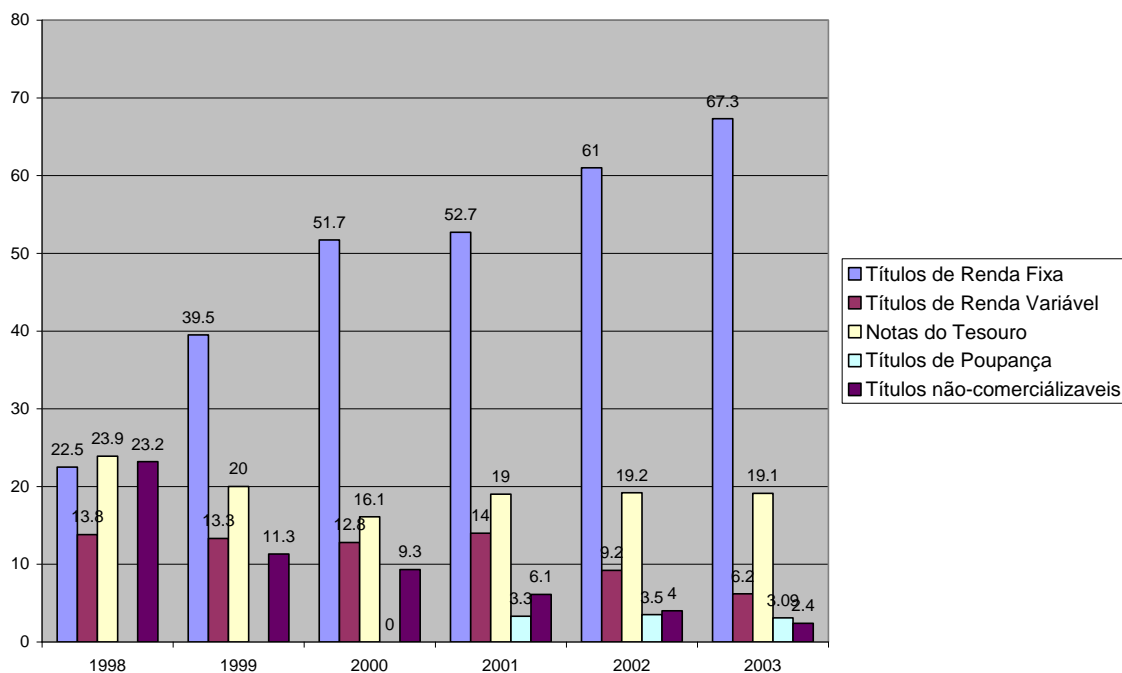
Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia.

3.2) O Alongamento da Maturidade dos títulos não Indexados:

Como se pode observar no gráfico 13, a participação dos títulos de renda fixa com maturidade maior que 1 ano, passou de 22% em 1998, para posição majoritária de 67% em 2003. Incluindo os títulos de curto prazo esta porcentagem passa de 56% para 86%. Este aumento na participação é acompanhado por redução na parcela de títulos não comercializável e de títulos de renda variável.

Gráfico 13

Distribuição da Dívida Doméstica (%)



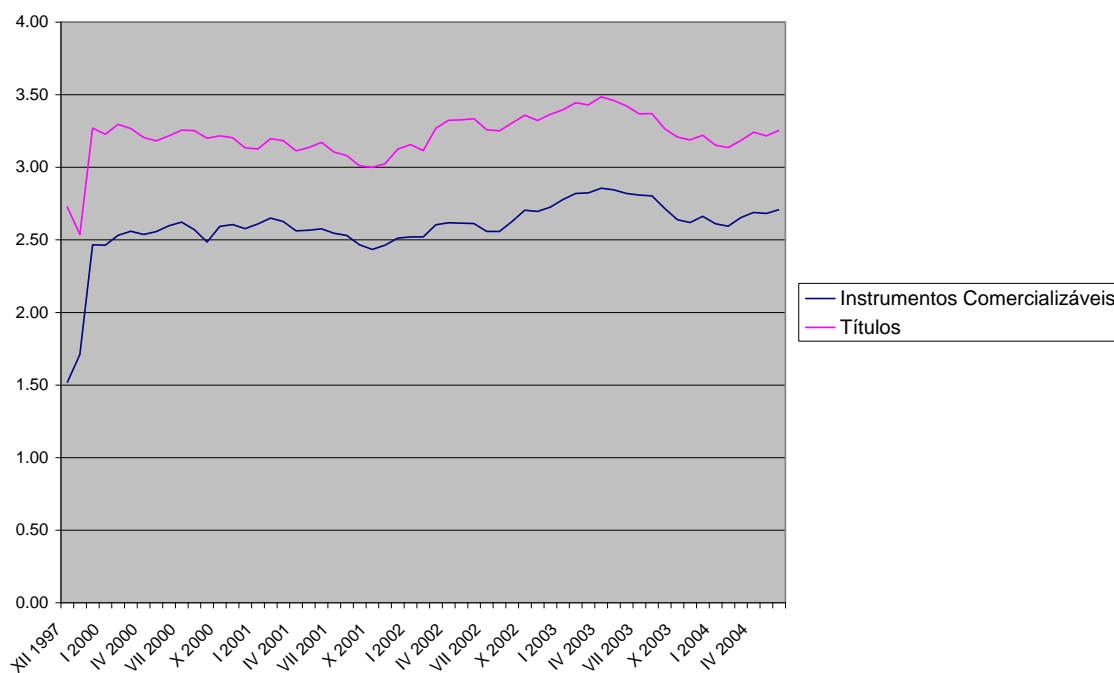
Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia

Além de se tornarem parcela majoritária da dívida pública doméstica, os títulos de renda fixa foram alongados. Em fevereiro de 1994, ocorre a primeira emissão de títulos de renda fixa, com maturidade de 2 e 5 anos. Posteriormente, em outubro de 1999, os títulos de renda fixa de maturidade de 2 anos deixam de ser emitidos. Em junho de 1999, os primeiros títulos de renda fixa com maturidade de 10 anos são emitidos, e em abril de 2002, ocorre a emissão desses títulos com maturidade de 20 anos.

Antes de 1999, ocorre queda da maturidade média, já que os títulos vêm sendo convertidos em títulos de renda fixo com maturidade inferior a 10 anos. A maturidade média dos títulos cresce a partir de 1999, após a emissão dos títulos de renda fixa com maturidade de 10 anos.

Gráfico14

Maturidade Média - Dívida Doméstica (anos)

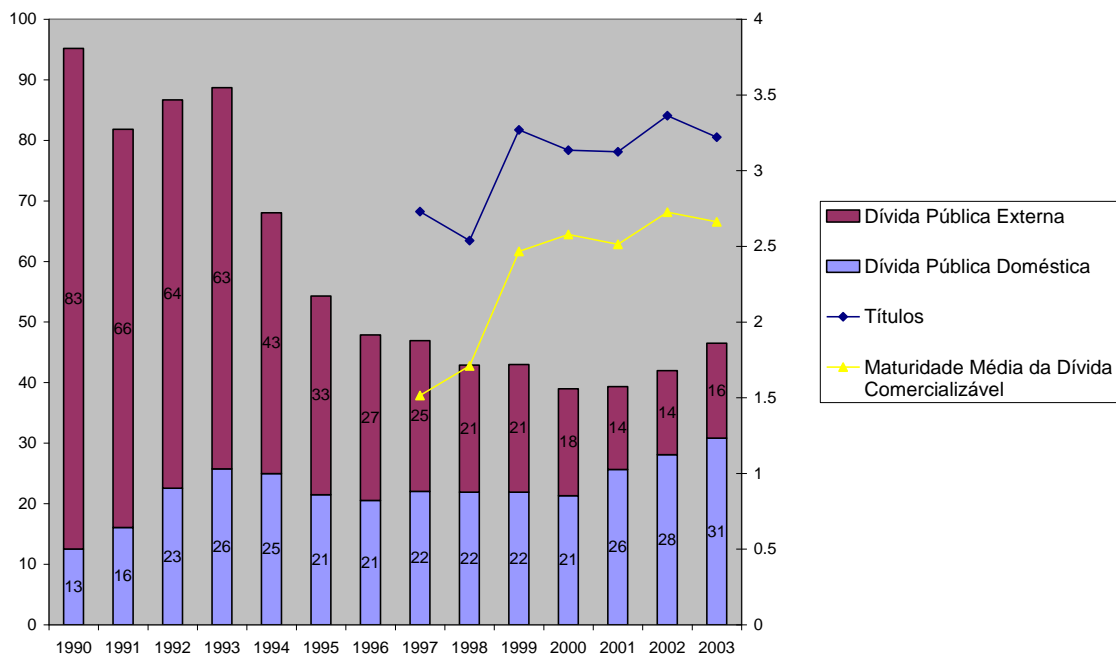


Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia

O governo da Polônia mostrou-se capaz de reduzir o nível de inflação, levando este para 0.8% em 2003. A exemplo dos fatos verificados no caso de Israel, observado nos gráficos abaixo para a Polônia, a queda da relação dívida/PIB e a queda da inflação permitiram o alongamento da maturidade média da dívida doméstica. (Gráficos 15 e 16)

Gráfico 15

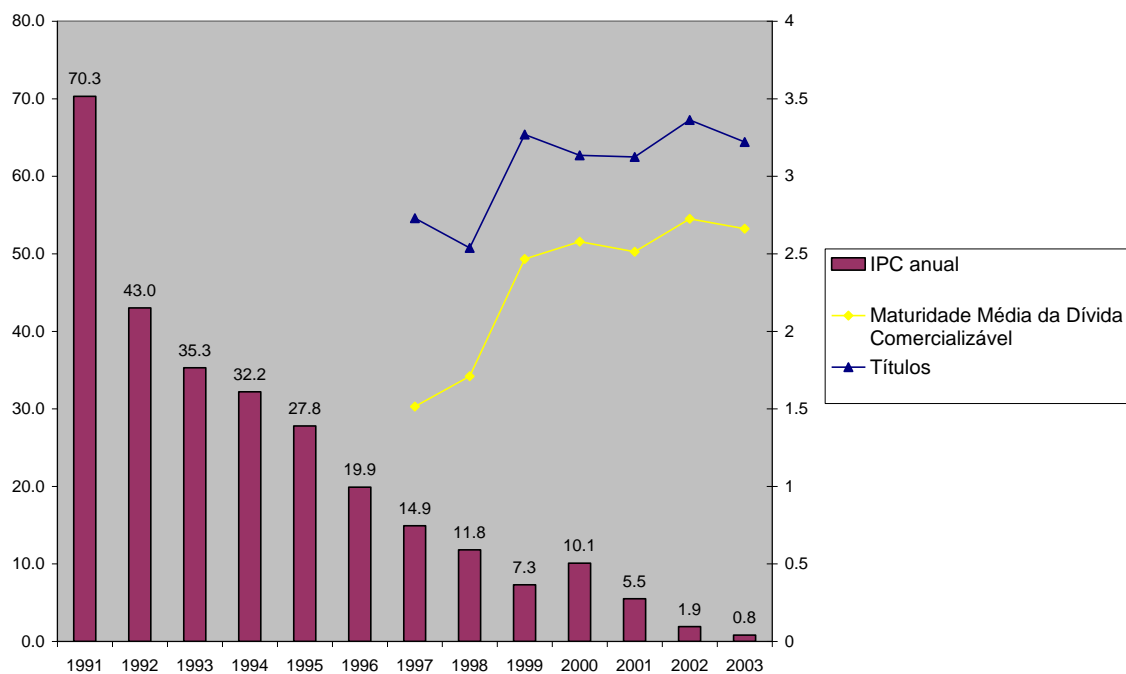
Dívida/PIB - Maturidade



Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia e Banco Nacional da Polônia

Gráfico 16

Inflação X Maturidade

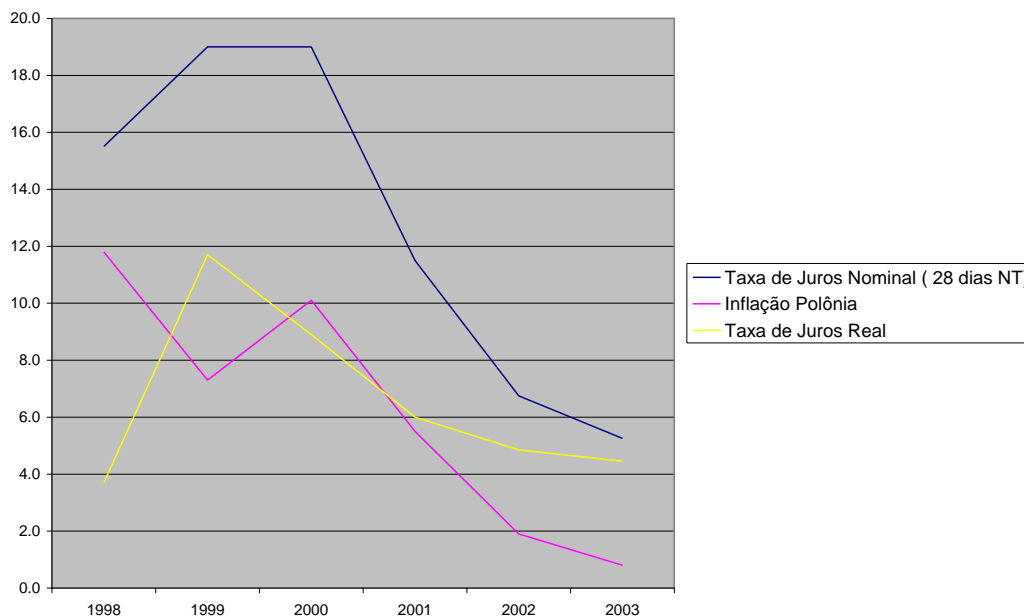


Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia e Banco Nacional da Polônia

A redução do risco inflacionário e cambial, leva a redução na taxa de juros (Gráfico 17), que por sua vez levou a uma redução nos retornos dos títulos. A queda na taxa de juros fomenta a demanda por títulos de longo prazo, favorecendo o processo de alongamento de títulos pré-fixados.

Gráfico 17

Juros X Inflação Polônia

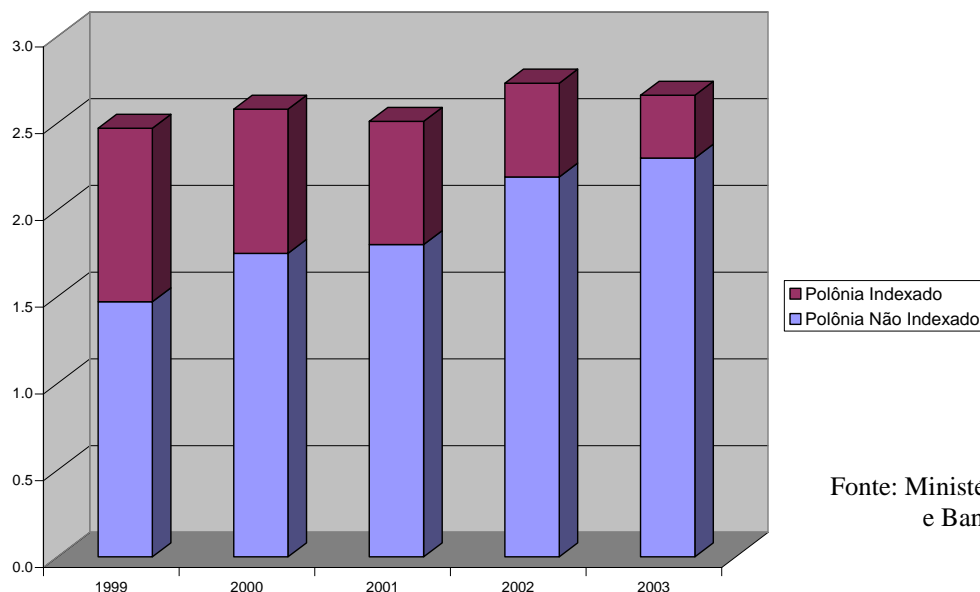


Fonte: Banco Nacional da Polônia

Como no caso israelense, esta se torna mais longa e de perfil, predominante prefixado, como se pode observar no gráfico abaixo.

Gráfico 18

Maturidade em anos (Polônia)

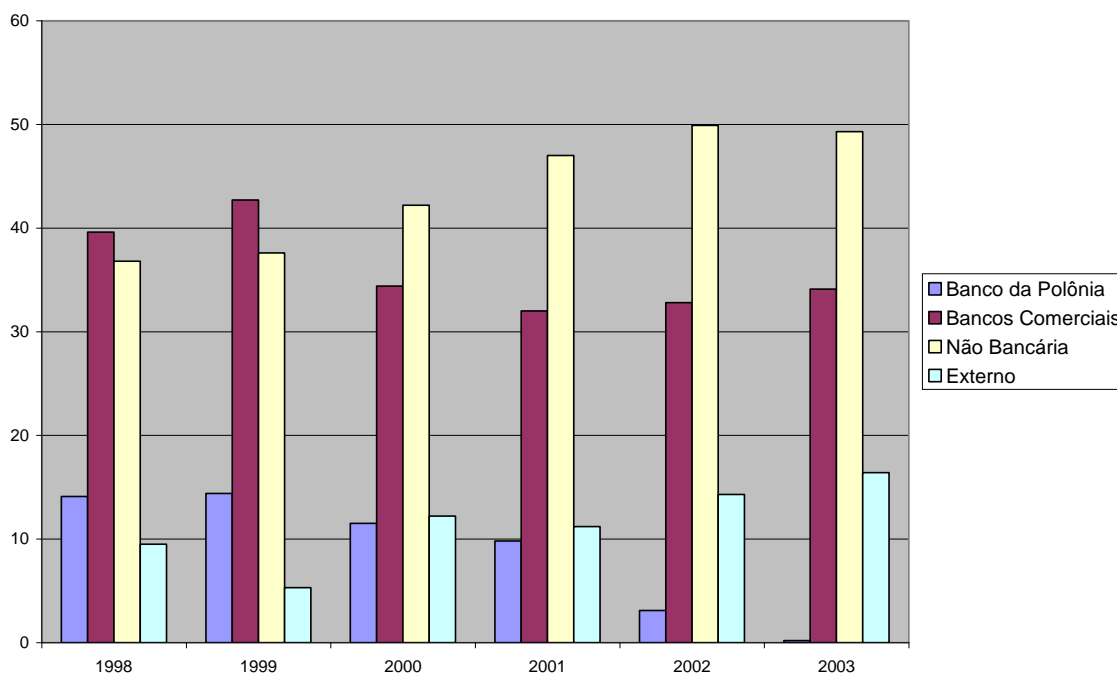


Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia e Banco Nacional da Polônia

Um outro objetivo de curto prazo do Tesouro polonês e de reduzir a monetização da dívida, que de acordo com este, caracteriza-se pelo crescimento da parcela não-bancária de investidores. A emergência de fundos de pensão e a expansão dos setores de seguro e investimento auxiliam o crescimento deste tipo de investidor, que vem se tornando majoritário, como se pode observar no gráfico abaixo. A queda na monetização da dívida publica colabora com o aumento da eficiência da politica monetária.

Gráfico 19

Por Tipo de Investidor



Fonte: Ministério da Fazenda, Polônia

3.3) Classificação pelas Principais Agências de Classificação de Risco:

Em 1995, a Polônia contratou as principais agências de classificação de risco: Moody's, S&P e Fitch IBCA, para classificação do risco soberano. Em 1995, a Moody's avaliou a Polônia como emissora de dívida externa, classificando-a como Baa3 (*investment grade*); S&P classificou como BB (abaixo *investment level*) e Fitch IBCA seguiu a linha da S&P classificando-a abaixo do *investment level*, BB+.

Em 1999, com a melhora do cenário, queda da relação dívida/PIB e queda da inflação, a Moody's melhorou a classificação da Polónia para Baa1, a S&P para BBB e a Fitch IBCA para BBB+, todos acima de *investment level*, classificando como *stable*

outlook. Atualmente, a classificação permanece acima de *investment level*, sem mudanças para Fitch IBCA e mudanças positivas para a Standart & Poors (BBB+) e a Moody's (A2).

3.4) Mercado Corporativo de Títulos:

Títulos corporativos podem ser de renda fixa ou variável, títulos de renda variável são calculados como uma taxa base (retorno em instrumentos do tesouro ou LIBOR) mais uma margem. Existe um tipo especial de título corporativo, chamado de *revenue bonds*, que é um instrumento de dívida *colateralizado* por alguma fonte de renda. Entre os emissores autorizados deste tipo de título incluem-se empresas que prestam algum serviço público baseado em licença especial ou permissão, pelo menos enquanto durar o título. O título da Wielkopolska Highway S.A. é um bom exemplo desta modalidade.

Existem várias estimativas do mercado corporativo, no entanto, há consenso de que o tamanho das emissões continua pequeno quando comparado aos títulos do Tesouro e ao mercado corporativo de curto prazo. Essa situação foi causada por fatores como alto custo de emissão, ausência de segmento bem desenvolvido de investidores institucionais e questões legais. Em 1999, o valor total das emissões corporativas totalizava PLN 1.13 bilhões (US\$ 285 milhões) e no fim de 2001 alcançou PLN 2.52 bilhões (US\$ 616 milhões). Em 1999, dezessete empresas emitiram títulos e em 2000 este número reduziu-se para dezesseis. O valor da emissão varia de PLN 30 a 700 milhões. A maior emissão, PLN 700 milhões (US\$ 180 milhões), foi feita pela Thomson Polkolor. Em 2001, houve 20 emissões.

4) EXPERIÊNCIA MEXICANA:

Até a década de 80, o sistema financeiro mexicano era predominantemente bancário, desde então este vem passando por uma série de mudanças resultando no aumento da importância do mercado de capitais. Depois de anos de repressão financeira, em 1988, o país passa por reformas que permitem o desenvolvimento de mercado de bônus soberano de longo prazo.

Após a crise da dívida externa mexicana de 1982, que resultou na reestruturação do sistema bancário, onde 58 dos 60 bancos mexicanos foram nacionalizados, em 1990, apenas 18 destes 58 bancos permaneciam abertos. Além dos tradicionais mecanismos de repressão financeira (controles quantitativos do crédito e da taxa de juros), o governo forçava os bancos a manterem uma proporção de seus ativos em papéis do tesouro. Em 1986, 72% do crédito bancário era para o governo, o que claramente reduzia o crédito para o setor privado.

A partir de 1988, há uma liberalização do sistema financeiro, com a eliminação dos principais controles e o início do processo de privatização do setor bancário.

4.1) O Mercado de Títulos:

O Banco de México (BM) tem participado ativamente na formação de um mercado de dívida, não se restringindo somente a manter baixa a taxa de inflação. Entre outras, as principais medidas são o uso de títulos do governo como instrumentos de política monetária (eliminando por um período a emissão dos próprios títulos), o desenvolvimento de sistema de liquidação e custódia, a modificação do sistema legal e regulador e a participação no *design* dos títulos do governo, a composição da dívida doméstica e a colocação dos títulos.

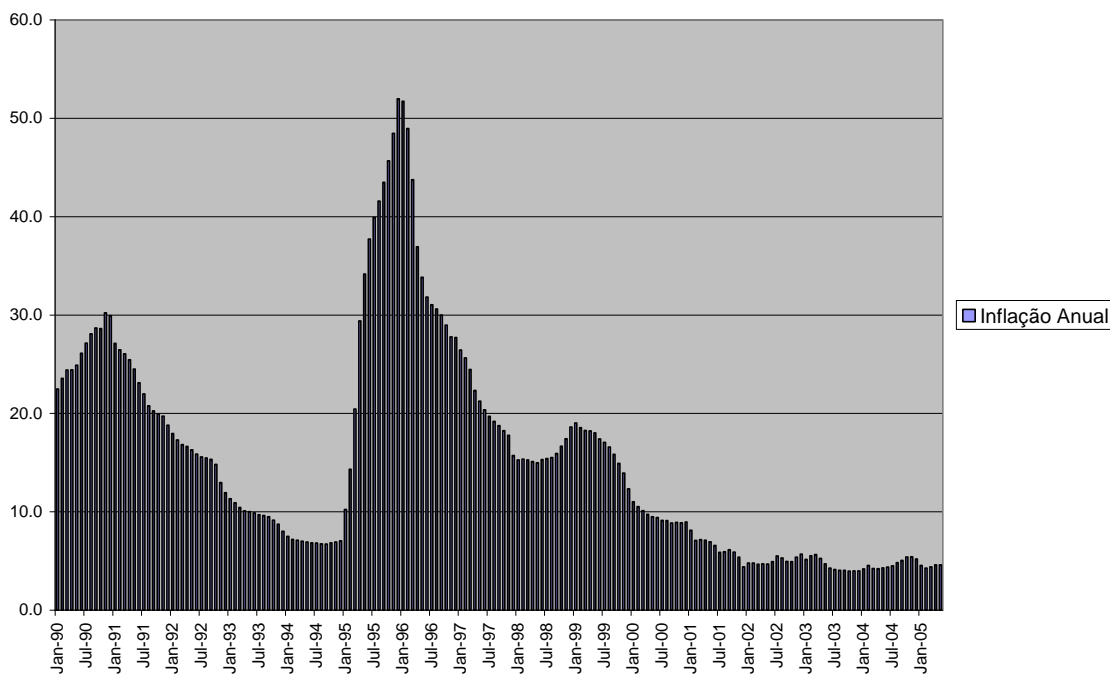
O mercado de títulos de renda fixa tem início em 1978 com o lançamento do “Cetes”, primeiro título de renda fixa em Peso. No início houve poucas transações com curta maturidade, sem mercado secundário, com o governo estipulando as taxas de juros. Em 1982, o mercado secundário começa a se desenvolver, com sua liberação para bancos e corretoras. Para fortalecer o mercado de títulos do governo, o BM passa a usá-los para fazer política monetária.

Durante muitos anos o México, como a maior parte da América Latina, passou por períodos de instabilidade financeira. A inflação média no México entre 1989 e 1998 foi de 21% a.a., com uma grande volatilidade. Em seguida à desvalorização do Peso, em dezembro de 1994, a inflação anual passou de 7% em 1993 para 52% em 1994 e 28% em 1996. Sendo assim, durante muitos anos, o governo se financiava através de títulos de curto prazo com cupom zero, títulos variáveis, indexados à inflação, ao petróleo e ao dólar.

O controle fiscal e monetário permitiu a retração do nível inflacionário, passando de 19% em 1998 para 4 % em 2003. (como se pode observar no Gráfico 19). Essa política também permitiu um nível de crescimento acima dos 5 % ao ano entre 1996 e 2000.

Gráfico 20

Inflação Anual

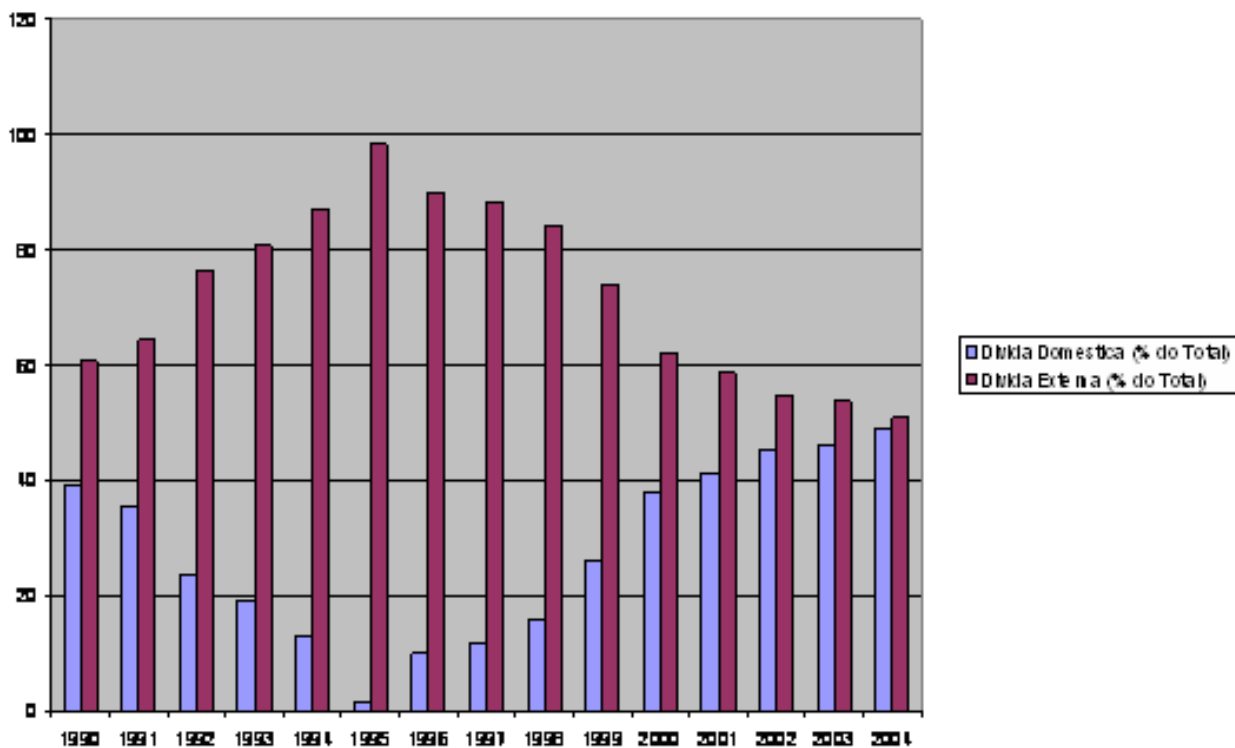


Fonte: Banco de México

4.2) Dívida Pública

A estabilidade conquistada permitiu que o governo aumentasse o tamanho e maturidade da dívida doméstica e reduzisse a dependência em relação à dívida externa. Desta forma, e a exemplo do que ocorreu em Israel e na Polônia, nos últimos anos o estoque de dívida denominada em Peso vem aumentando rapidamente, dado que o governo vem emitindo títulos no mercado doméstico, acima do montante necessário para cobrir o déficit fiscal, reduzindo o estoque de dívida externa.

Gráfico 21
Dívida Externa X Dívida Doméstica



Fonte: Banco de México

A estabilidade macroeconômica estimula o mercado a demandar títulos pré-fixados e maturidades mais longas, de forma a beneficiar-se da queda esperada da taxa de juros. Desta forma, o governo pôde emitir títulos pré-fixados de 3, 5, 10 e 20 anos e reduzir a porcentagem de títulos variáveis na dívida.

4.2.1) A Dívida Pública Doméstica

Atualmente, o governo emite quatro tipos de instrumentos para a construção da dívida doméstica: Treasury Bills (CETES), Federal Government Development Bonds (BONDES), Federal Government Development Bonds on fixed interest rate (Bonos), Federal Government Development Bonds denominated in Investment Units (Udibonos).

11

- CETES: o primeiro tipo de título emitido em peso de renda fixa foi lançado pela primeira vez em 1978, tem cupom nulo e se classifica como instrumento de curto prazo, com maturidades de 28, 91, 182 e 364 dias.
- BONDES: instrumento com cupom variável, emitido com maturidades de 3 a 5 anos, com cupom vencível a cada 28, 91 e 182 dias.
- Unibonos: instrumento indexado à inflação, com taxa de juros real fixa, emitido com maturidades de 5 e 10 anos, com cupom vencível a cada 182 dias. O maior benefício deste título é que este oferece proteção em relação a variações na taxa de inflação.
- Bônus: único instrumento de longo prazo não indexado, pré-fixado, emitido com maturidades de 3, 5, 10 e 20 anos, com cupom vencível a cada 182 dias.

O Banco de México começou a emitir seus próprios títulos em 2000, chamados de “*Brems*”, que consistem em títulos com maturidade de um a três anos, com cupom variável baseado nas taxas de overnight, para esterilizar o contínuo aumento nas reservas internacionais. O Banco Central do México considerou isso mais apropriado do que continuar a vender títulos do governo de longo prazo, já que este tem grande impacto no formato da estrutura a termo.

A estrutura da dívida doméstica vem se alterando profundamente do início dos anos 90 até hoje, como se pode observar no Gráfico 21 e na Tabela 14. Os títulos indexados à

¹¹ Os ganhos de juros estão sujeitos a tributação de 15%.

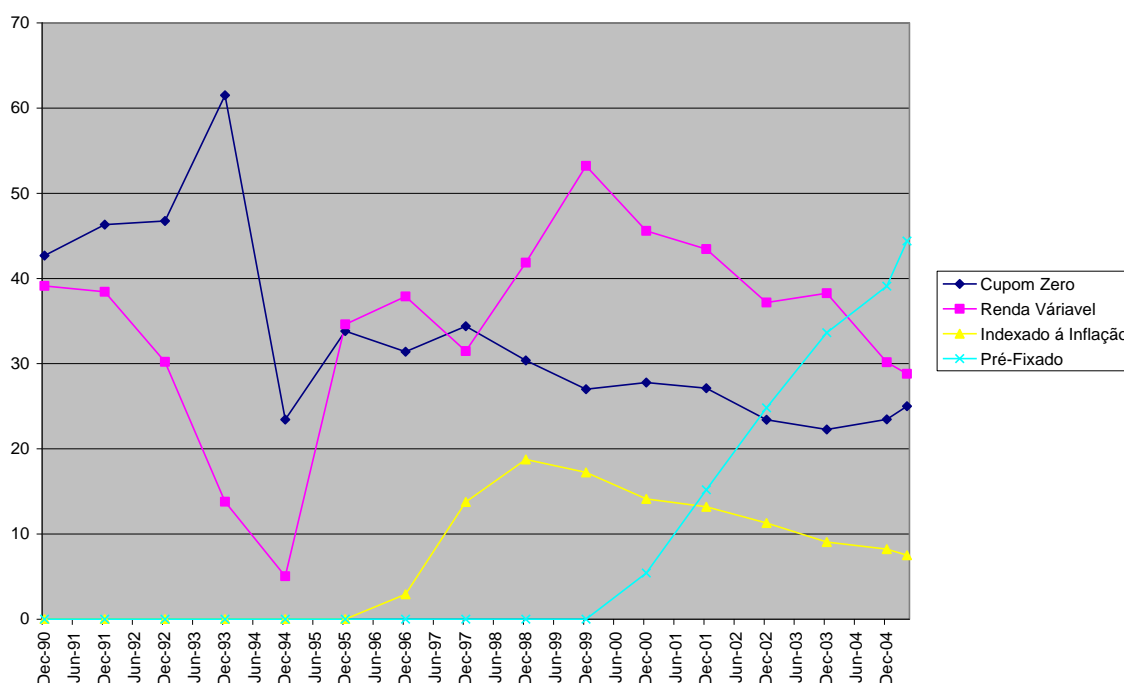
inflação, chamados de Udibonos, foram lançados em Maio de 1996, primeiramente com maturidade de 3 anos. Para os investidores, esse título permitia a diversificação do portfólio e a proteção do seu retorno em relação a uma variação inflacionária. Já para o governo, esse título propiciou o alongamento da maturidade da dívida, já que grande parte desta era de títulos de cupom zero com maturidade abaixo de um ano, e uma redução no serviço, uma vez que este título tinha taxa de juros real fixa.

Em junho de 2000, ocorre a primeira emissão de título de renda pré-fixada denominada em Peso com maturidade de 5 anos. O título foi bem recebido pelo mercado, o que evidenciava a queda nas expectativas de inflação e taxa de juros, e permitiu ao governo o início do desenvolvimento da estrutura a termo e construção de base para o desenvolvimento do mercado corporativo de títulos pré-fixados em Peso.

Em julho de 2001, o Banco de México introduziu o título de renda fixa em Peso com maturidade de 10 anos e em outubro de 2003 ocorre a emissão do título de renda fixa em Peso de 20 anos, pela primeira vez na história econômica do país. Ambos os títulos tinham cupom fixo vencível a cada seis meses.

Gráfico 22

Distribuição da Dívida Doméstica(%)



Fonte: Banco de México

Tabela 14
Distribuição da Dívida Doméstica

| | Cupom Zero | Renda Variável | Indexado á Inflação | Pré-Fixado |
|--------|-------------------|-----------------------|----------------------------|-------------------|
| Dec-90 | 43 | 39 | 0 | 0 |
| Dec-91 | 46 | 38 | 0 | 0 |
| Dec-92 | 47 | 30 | 0 | 0 |
| Dec-93 | 61 | 14 | 0 | 0 |
| Dec-94 | 23 | 5 | 0 | 0 |
| Dec-95 | 34 | 35 | 0 | 0 |
| Dec-96 | 31 | 38 | 3 | 0 |
| Dec-97 | 34 | 31 | 14 | 0 |
| Dec-98 | 30 | 42 | 19 | 0 |
| Dec-99 | 27 | 53 | 17 | 0 |
| Dec-00 | 28 | 46 | 14 | 5 |
| Dec-01 | 27 | 43 | 13 | 15 |
| Dec-02 | 23 | 37 | 11 | 25 |
| Dec-03 | 22 | 38 | 9 | 34 |
| Dec-04 | 23 | 30 | 8 | 39 |
| Apr-05 | 25 | 29 | 7 | 44 |

Fonte: Banco de México

Os títulos de renda fixa com maturidade maior que 1 ano se tornaram porcentagem majoritária na composição da dívida doméstica, passando de 5% em 2000, para 44% em abril de 2005, permitindo redução nos serviços e alongamento da maturidade média da dívida.

4.2.2) A Dívida Pública Externa

O perfil da dívida externa também vem se alterando e reduzindo sua participação na dívida pública mexicana. O governo mexicano vem trocando títulos com taxas de juros variáveis e Brady Bonds por títulos de renda fixa de longa maturidade. Desde 1995, o Banco de México emitiu títulos nos mercados italiano, alemão e japonês, como se pode observar nas tabelas abaixo. Com essas e outras emissões no mercado internacional, em junho de 1997, o governo recompra USD 6 bilhões em títulos variáveis com vencimento em 2001, alongando a maturidade e reduzindo o serviço da dívida. Em outubro de 1997, emissão de Global Bonds em Dólares Canadenses, no valor de US\$ 360 milhões com maturidade de 6 anos, e a primeira emissão destes títulos por um emissor não canadense.

Tabela 15

Emissões no Mercado Italiano

| | Maturidade | Valor US\$ milhoes | Retorno em US\$ |
|-------------|-------------------|---------------------------|------------------------|
| Abril, 1996 | 2 anos | 190 | UST+3% |
| Nov, 1996 | 5 anos | 310 | UST+2.49% |
| Jan, 1997 | 10 anos | 310 | UST+2.32% |
| Abril, 1997 | 20 anos | 290 | USD+3% |

Fonte: Banco de México

Tabela 16

Emissões no Mercado Alemão

| | Maturidade | Valor US\$ milhoes | Retorno em US\$ |
|-----------|-------------------|---------------------------|------------------------|
| Nov, 1995 | 5 anos | 610 | UST+4.07% |
| Jan, 1996 | 7 anos | 915 | UST+4.91% |
| Set, 1996 | 8 anos | 915 | UST+3.04% |
| Fev, 1997 | 12 anos | 915 | USD+2.64% |

Fonte: Banco de México

Tabela 17

Emissões no Mercado Japonês

| | Maturidade | Valor US\$ milhoes | Retorno em US\$ |
|-----------|-------------------|---------------------------|------------------------|
| Mar, 1996 | 6 anos | 320 | UST+3.90% |
| Jun, 1996 | 10 anos | 800 | UST+4.10% |
| Set, 1996 | 6 anos | 560 | UST+3.26% |
| Fev, 1997 | 7 anos | 400 | USD+2.19% |

Fonte: Banco de México

Em 2000, a Moody's eleva a classificação do México em relação à dívida externa para *investment grade*. A Standart & Poors e a Fitch IBCA elevam a classificação do México para BB+.

Nesse mesmo ano, em julho, há a emissão de Global Bonds no mercado internacional no valor de USD 1.5 bilhões, com maturidade de 6 anos e cupom de 8.5%, terminando a curva da estrutura a termo de médio prazo. Também nesse ano ocorrem duas novas emissões no mercado japonês, no valor de USD 475 milhões com maturidades de 5 e 4 anos. Em outubro de 2000, ocorre a primeira recompra dos Brady Bonds emitidos durante a reestruturação do início dos anos 90 no valor de USD 1 bilhão. Desde então, ocorreu uma série de emissões de títulos Global UMS Bonds de longas maturidades e recompra de títulos de serviço variável.

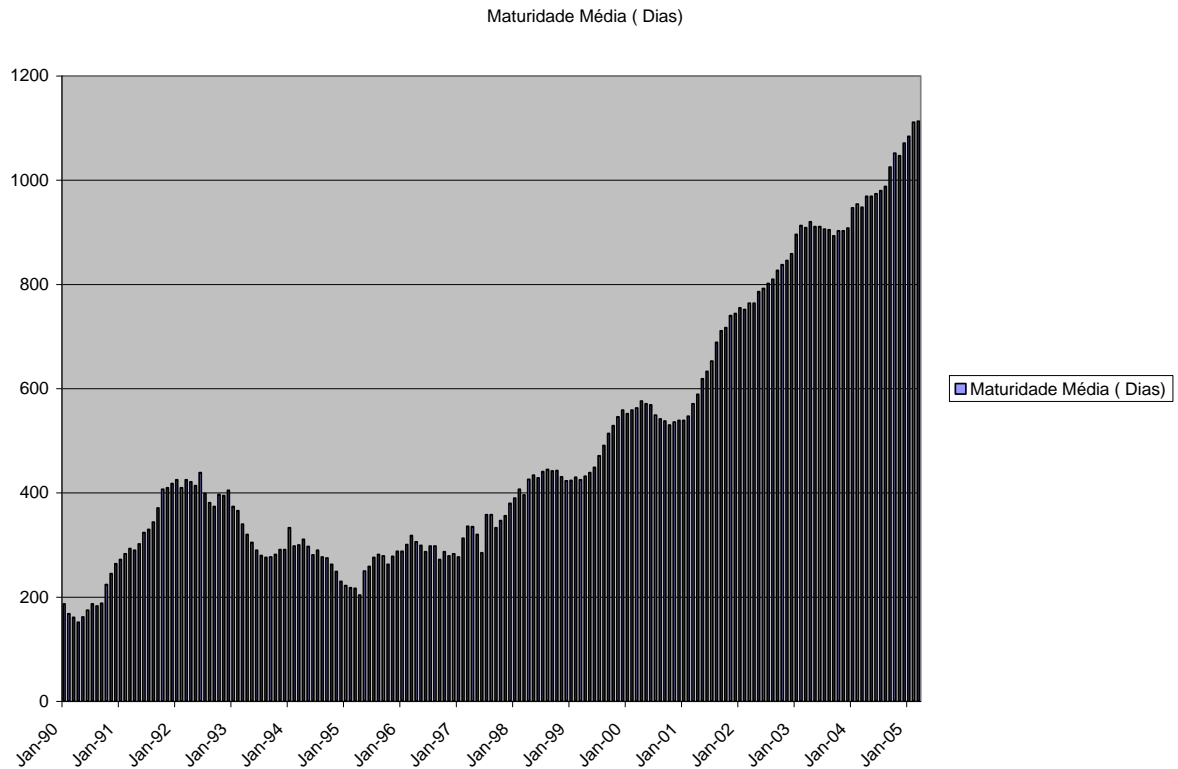
Em janeiro de 2002, a Moody's eleva a classificação do México em relação à dívida externa para Baa2 como *stable outlook*, a Standart & Poors e a Fitch IBCA elevam a classificação do México para *investment grade*.

Em janeiro de 2004, após sucessivas recompras e pagamentos adiantados, há a eliminação de todos os Brady Bonds Mexicanos, com redução considerável da dívida externa. Em 2004, a dívida externa mexicana era menos da metade da dívida pública mexicana.

4.3) Maturidade da Dívida Mexicana:

A maturidade dos instrumentos do governo vem se alongando de 6 meses em 1990 para 3 anos em Abril de 2005. Como podemos observar no Gráfico 22.

Gráfico 23

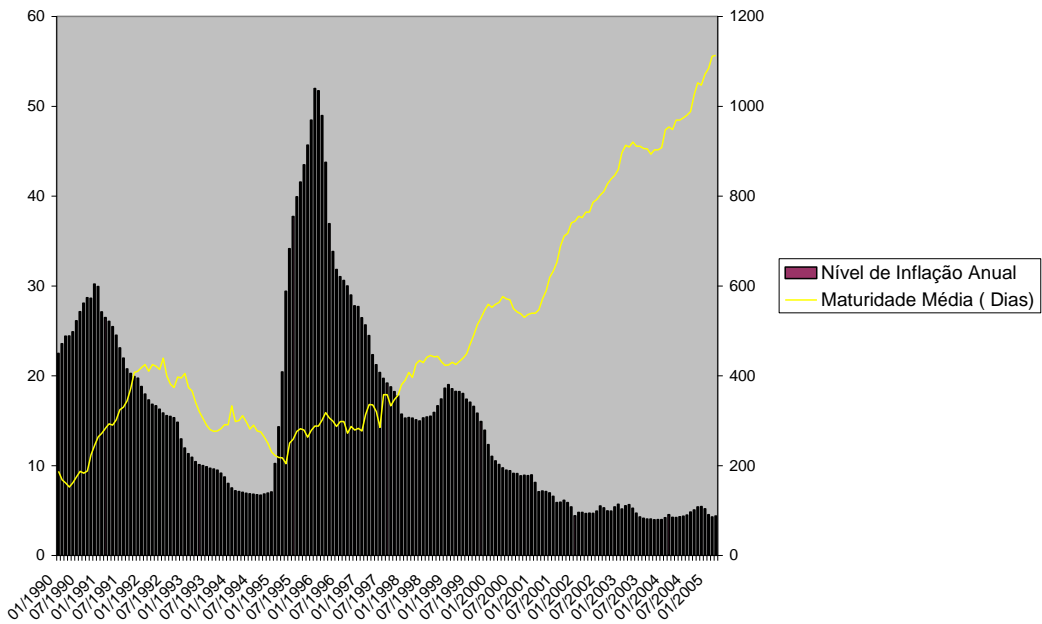


Fonte: Banco de México

Os principais fatores que permitiram este alongamento foram: a redução da relação Dívida/PIB, aumento da participação da dívida doméstica na dívida pública e a queda na inflação. Como é possível observar nos gráficos abaixo. Em 1997, quando a inflação aumenta bastante, graças à crise mexicana, o Banco de México lança os Udibonos, que permitem *hedge* contra a inflação. Em 2000, quando o nível de inflação, já cai para um dígito, é lançado o título de renda fixa em Peso com maturidade de cinco anos. A maturidade vai aumentando com o lançamento dos títulos com maturidades de 10 e 20 anos e o aumento da participação desses títulos na dívida doméstica.

Gráfico 24

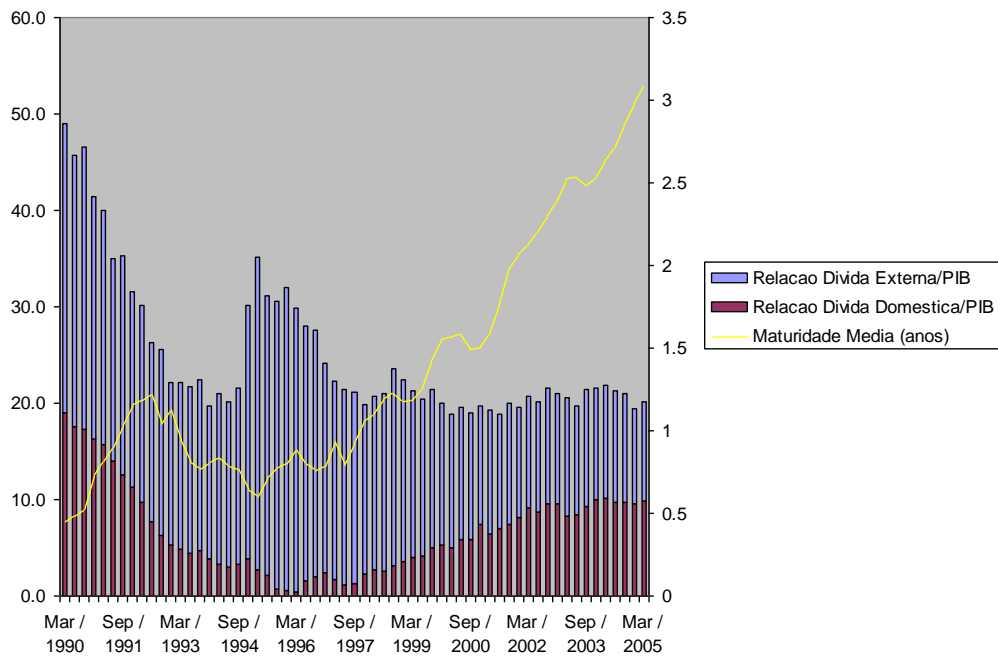
Inflação X Maturidade



Fonte: Banco de México

Gráfico 25

Divida/PIB e Maturidade



Fonte: Banco de México

De novo, como nos casos anteriores, a redução do ritmo inflacionário e do risco cambial, permitiu a redução na taxa de juros (Gráfico 25), que por sua vez levou a uma redução nos retornos dos títulos. A queda na taxa de juros fomenta a demanda por títulos de longo prazo, favorecendo o processo de alongamento de títulos pré-fixados.

Gráfico 26

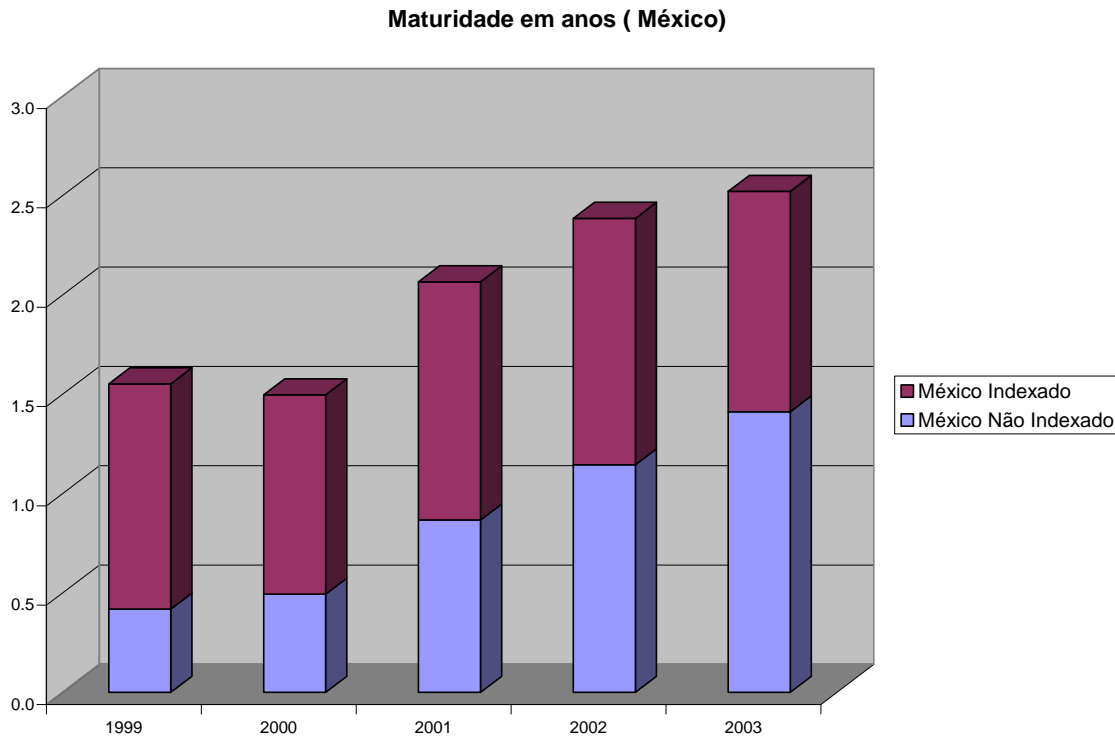
Juros X Inflação México



Fonte: Banco de México

No entanto, como mostrado anteriormente, não ocorreu somente um alongamento da maturidade da dívida, mas também, como nos casos de Israel e Polônia, países estudados neste trabalho, uma mudança do perfil da dívida, que se torna mais longa e predominante pré-fixada (Gráfico 17). Sinalizando padrão de evolução dos mercados emergentes.

Gráfico 27



Fonte: Banco de Mexico

4.4) Mercado Corporativo:

O mercado corporativo no México encontra-se em estágio incipiente de desenvolvimento, nos aspectos de liquidez, eficiência e variedade de instrumentos. Normalmente, investidores sabem que devem manter sua posição até o fim da maturidade, desta forma estes tendem a preferir instrumentos de curto prazo e apenas investidores institucionais compram títulos com maturidade de médio e longo prazo.

Finalmente, o mercado corporativo mexicano é também extremamente segmentado, não existe um mercado central para títulos corporativos, mas cada corretora distribui os produtos que emite para seus clientes. Recentemente, as principais corretoras começaram a leiloar os títulos emitidos entre outras corretoras. Sendo assim, não existe correlação entre risco e retorno consequência desta segmentação.

A maior parte dos títulos corporativos ainda é indexada à taxa de juros ou à inflação e são emitidos apenas por grandes empresas exportadoras e conglomerados, mostrando o acesso restrito a este mercado, que praticamente desapareceu em 1995 quando empresas importantes não honraram os seus compromissos ou reestruturaram os papéis, o que colocou em dúvida o sistema de classificação de risco local. O mercado vem se

recuperando lentamente nos últimos 5 anos ao mesmo tempo em que filiais das grandes agências de classificação de risco internacional se estabeleceram no México.

Em 2001, a Lei do Mercado de Valores deu novo impulso ao mercado de renda fixa através da criação dos “*certificados bursatiles*” negociáveis na Bolsa do México. Estes papéis podem ser emitidos tanto pelo setor público como pelo setor privado, diferenciando-se pelo nível de informação que deve ser fornecido ao investidor. Ao final de 2001, o estoque de “*certificados bursatiles*” era de US\$ 1,5 bilhões; enquanto que em dezembro de 2003 este valor estava em US\$ 8,6 bilhões e em abril de 2004 somava US\$ 9,6 bilhões. O estoque ao final de 2003 ainda é pequeno em relação à capitalização do mercado de ações (7%), mas tem mostrado um nível de atividade crescente. As emissões de *certificados bursatiles* em 2003 corresponderam a 50% do total emitido em ações na Bolsa do México em 2003.

A capitalização dos títulos de renda fixa privada ao final de 2002 era de apenas 2,2%, o mesmo nível de 1993. Em julho de 2004, o estoque de papéis privados somava apenas US\$ 17 bilhões, em comparação com quase US\$ 100 bilhões de papéis públicos.

5) CONCLUSÃO: LIÇÕES DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Antes de sintetizar a experiência destes três países, vale a pena mencionar os desenvolvimentos do mercado de títulos brasileiro nos últimos anos. Em dezembro de 2004, a estrutura da dívida doméstica brasileira era:

- 57% títulos Selic;
- 5% títulos indexados ao câmbio;
- 14% títulos indexados ao IPC;
- 20 % títulos pré-fixados.

Os objetivos para 2005, de acordo com o Plano Anual de Financiamento, são de reduzir a participação do câmbio e da Selic e aumentar a porcentagem de títulos pré-fixados (para 30%) e indexados ao IPC (para 20%), de forma a minimizar a exposição aos riscos de mercado. Os títulos pré-fixados emitidos em 2005, terão maturidades em 2008 e 2010, alongando a maturidade de emissão para 5 anos. Em 2004, o título pré-fixado com maturidade mais longa tinha vencimento em 2008 (maturidade de 4 anos).

Do ponto de vista macroeconômico, o Brasil apresenta algumas vulnerabilidades como a relação dívida/PIB elevada (57% em 2003) e alta dependência de capitais externos. O país ainda não atingiu credibilidade suficiente em relação à sua política econômica para chegar a ser classificado como grau de investimento pelas agências de classificação de risco internacionais. A inflação vem desacelerando, no entanto, a taxa real de juros continua muito alta, de forma a desestimular qualquer investimento de longo prazo.

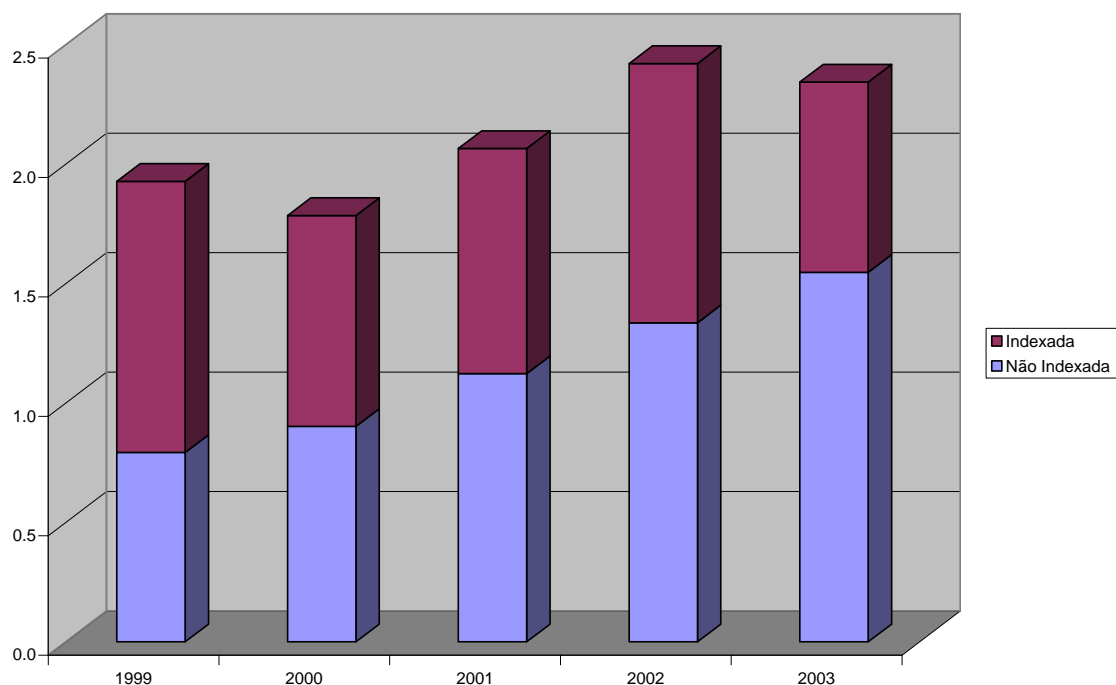
Em contraste com o Brasil, os três países estudados apresentam desempenho macroeconômico superior em pelo menos quatro pontos. A dívida do setor público em relação ao PIB é menor, 45% do PIB na Polônia, com crescente redução de dependência externa. A inflação máxima em 2003 nesses países foi de 4% para o México, e mínima de 0.7% para Israel. A taxa de juros nominal dos três países estava em torno dos 6% anual, bem mais baixa do que os 19.5% da Selic brasileira, estimulando o investimento de longo

prazo. A taxa de juros real situa-se a níveis de 5% a.a. nos países paradigma, comparada com a taxa de juros real brasileira de 13.5% a.a., a mais alta do mundo atualmente.¹²

Esses quatro parâmetros permitiram que esses três países desenvolvessem um mercado de títulos pré-fixados de longo prazo (com maturidade de até 20 anos), reduzindo o custo de suas dívidas. Os três países paradigmas alongaram a maturidade de suas dívidas domésticas e aumentaram a participação de títulos pré-fixados, como pode-se observar no gráfico abaixo onde a maturidade e distribuição dos países são ponderadas pela razão dívida/PIB de cada país. Finalmente, todos eles atingiram grau de investimento nos últimos anos, o que dá uma chancela de credibilidade à política macroeconômica destes países.

Gráfico 28

Dívida/PIB x Maturidade Ponderada



Tendo por referência as experiências apresentadas, pode-se concluir que, enquanto o Brasil não atingir os indicadores de estabilidade monetária, além de reduzir sua estratosférica taxa de juros — de modo a permitir trajetória declinante da relação

¹² Neste caso estamos comparando ganhos brutos de juros, desconsiderando a carga tributária dos países. A Polônia tem carga tributária semelhante a brasileira, 30%. Os outros países tem carga tributária inferior ao Brasil, sendo assim os ganhos líquidos destes países estão menos distantes em relação ao ganho líquido brasileiro do que os ganhos brutos.

dívida/PIB – não estarão asseguradas as condições de mercado para o alongamento de sua dívida interna e por conseguinte não serão viáveis as emissões de títulos de renda fixa de longo prazo.

Bibliografia

BANCO CENTRAL DA POLÔNIA. *Financial Market in Poland 1998-2001*. Varsóvia, agosto 2002.

BANCO DE MEXICO. Press Releases

CASTELLANOS, Jorge. *Developing Government Bond Markets*. Washington, DC, Marco 1998

MIHALJEK, Dubravko; SCATIGNA, Michela e VILLAR, Agustin “Recent trends in bond markets” em *The Development of Bonds markets in Emerging Economies*. BIS Papers 11, Basel, junho 2002

MINISTRY OF FINANCE, ISRAEL. “ Government Debt Management Unit – Annual Report 1998”

MINISTRY OF FINANCE, ISRAEL. “ Government Debt Management Unit – Annual Report 1999”

MINISTRY OF FINANCE, ISRAEL. “ Government Debt Management Unit – Annual Report 2000”

MINISTRY OF FINANCE, ISRAEL. “ Government Debt Management Unit – Annual Report 2001”

MINISTRY OF FINANCE, ISRAEL. “ Government Debt Management Unit – Annual Report 2002”

MINISTRY OF FINANCE, ISRAEL. “ Government Debt Management Unit – Annual Report 2003”

MINISTRY OF FINANCE, POLAND. “ Annual Report. Public Debt 1999”. Varsóvia

MINISTRY OF FINANCE, POLAND. “ Annual Report. Public Debt 2000”. Varsóvia

MINISTRY OF FINANCE, POLAND. “ Annual Report. Public Debt 2001”. Varsóvia

MINISTRY OF FINANCE, POLAND. “ Annual Report. Public Debt 2002”. Varsóvia

MINISTRY OF FINANCE, POLAND. “ Annual Report. Public Debt 2003”. Varsóvia

NAVARRETE, Alfredo F. “The Role of the Corporate Bond Market in Mexico as a Source of Financing” em Conference on Financial Markets in Mexico, organized by the Center for Research on Economic Development and Policy Reform at Stanford University, October 5-6, 2001.

NOVAES, Ana Dolores. “Mercado de Capitais – Licoes da Experiencia Internacional” em *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico*. Rio de Janeiro, Dezembro de 2004.

SIDAOU, José Julian. “The Role of the Central Bank in Developing Debt Markets in México” em *The Development of Bonds markets in Emerging Economies*. BIS Papers 11, Basel, junho 2002.

SOKOLER, Meir. “The importance of a well developed bond market - an Israeli perspective” em *The Development of Bonds markets in Emerging Economies*. BIS Papers 11, Basel, junho 2002

STOPYRA, Jerzy; TRZECIŃSKA, Anna e GRAT, Agnieszka. “Debt market development: challenges for the central bank in Poland” em *The Development of Bonds markets in Emerging Economies*. BIS Papers 11, Basel, junho 2002

TESOURO NACIONAL DO BRASIL. “Plano Anual de Financiamento 2005”. Brasilia, Fevereiro de 2005-09-26

TURNER, Philip. “Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues” em *The Development of Bonds markets in Emerging Economies*. BIS Papers 11, Basel, junho 2002.

