

Projeto de pesquisa

O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento

Subprojeto V

Integração das Políticas Monetária, Cambial e Fiscal

Relatório 2

Gestão da dívida pública: é preciso avançar

Francisco Luiz C. Lopreato

Índice

V.1. Introdução.....	06
V.2. Alta inflação, moeda indexada e dívida pública.....	08
V.3. Estabilidade sem desmontagem das características básicas do modelo anterior.....	13
V.4. Estratégia e composição recente da dívida pública.....	23
V.5. O que fazer com o mercado de dívida pública?	37
V.6. Considerações Finais.....	43
Referências Bibliográficas	48
Anexos	50

Sumário Executivo

A dívida pública colocou-se no epicentro da política econômica a partir da crise externa e do processo inflacionário que tomou conta da economia brasileira no início dos anos 1980. A obrigação de financiar o setor público e de evitar o desenlace da crise econômica levou à construção de uma institucionalidade particular, comprometida, basicamente, em evitar que os investidores fugissem do mercado de títulos públicos, desencadeando um quadro de descontrole inflacionário.

A luta contra a latente monetização da dívida pública gerou um *modus operandi* que deu à autoridade monetária plena liberdade de alterar e ajustar a taxa de juros de acordo com a expectativa do mercado sobre a inflação, preservando a valorização da riqueza financeira. As instituições financeiras transformaram-se em parceiras privilegiadas das autoridades monetárias e recebiam, como prêmio pelo carregamento da dívida pública, além de polpidos juros reais, a certeza de que não incorriam em riscos nessas operações, pois, na eventualidade de desequilíbrio entre as taxas de captação e aplicação em títulos públicos, o Banco Central, fiador desse jogo financeiro, iria intervir e preservar o ganho da operação.

A presença da moeda indexada, girando no *overnight*, evitou a hiperinflação aberta, mas deixou marcas no mercado financeiro brasileiro, que, em grande medida, ainda estão presentes. A estabilização monetária pós 1994 não veio acompanhada de mudanças institucionais capazes de dotar o mercado de títulos públicos de condições distintas daquelas prevalentes durante a fase de alta inflação. O que deveria ser o *modus operandi* de transição, adotado no momento de incerteza radical, transformou-se em característica da economia brasileira, com o mercado introjetando a *cultura* de elevados ganhos e baixo risco no carregamento da dívida pública, contribuindo para que as reformas ocorressem em condições de altas taxas de juros e estreita conexão entre os mercados monetário e de dívida pública.

O enorme estoque de dívida mobiliária e a cultura desenvolvida durante o longo período de alta inflação dificultaram as alterações do modelo de gestão da dívida pública, sobretudo em condições de elevada volatilidade das variáveis juros e câmbio, que prevaleceram após o Plano Real. As instituições não aceitaram alongar a dívida e abrir mão do seguro existente no carregamento das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), além

de pressionarem o governo nos momentos de *stress* nas condições de refinanciamento da dívida pública. O mercado conseguiu definir formas de atuação em que tudo se passa como se o risco das decisões de aplicar em títulos públicos não devesse ser considerado e o custo das alterações do cenário macroeconômico acabou sempre transferido ao setor público que, preocupado com o refinanciamento da dívida, deu condições às instituições de alterarem o perfil da dívida pública e de defenderem a rentabilidade das operações no mercado de títulos públicos.

A convergência das expectativas sobre os indexadores da dívida pública e o momento da economia mundial, ao lado das condições favoráveis do balanço de pagamentos, das reservas internacionais e das contas públicas, oferecem ótima oportunidade de desmontar esse anacronismo característico do capitalismo brasileiro. A separação entre o mercado monetário e o de dívida pública, necessariamente, passa pela eliminação das LFT, síntese e pilar central do mercado de dívida pública. Mas, o fim das LFT é apenas parte de um movimento mais amplo de revisão da cultura de gestão da dívida pública e de questionamento da prática dominada por regras viciadas, segundo as quais, as instituições participam de um jogo em que só existe a alternativa *win-win* e estão certas de que, em todas as ocasiões, desfrutam de um seguro implícito capaz de lhes assegurar elevada rentabilidade e risco desprezível.

O texto defende a idéia de que é preciso definir novos marcos regulatórios de toda a indústria de fundos e das regras de acesso dos investidores ao mercado financeiro. A possibilidade de liquidez diária seria assegurada apenas aos recursos monetários, distintos da poupança financeira, com remuneração não vinculada aos juros básicos da economia. A criação de um leque de opções de aplicações conciliando risco e prazos daria condições aos fundos de diversificarem e alongarem as carteiras, facilitando a gestão da dívida pública e ampliando o universo de aplicadores interessados em rentabilidade e não em liquidez, sobretudo, dos investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, preocupados com a solvência de longo prazo.

A revisão da situação vigente implicaria em perda de graus de liberdade do Banco Central em promover altas bruscas da taxa de juros. Mas, por outro lado, o setor público teria melhores condições de reduzir o custo de refinanciamento da dívida e ampliar a colocação de títulos de prazos e taxas diferenciadas, com influência direta na construção da curva de estrutura a termo da taxa de juros e de *benchmarks*, fundamentais no

desenvolvimento do mercado de títulos privados. Isto permitiria a política fiscal voltar a se preocupar com outros aspectos de sua agenda e não ficar só presa à geração do superávit primário exigido no pagamento dos juros e na sustentabilidade da dívida pública.

A decisão de mexer em uma cultura estabelecida não é simples. Contudo, desperdiçar essa janela de oportunidade e manter a posição passiva, esperando a morte natural das LFT e as alterações propostas pelas instituições, caso se mantenha a tendência de queda da taxa de juros, retira do Banco Central /Tesouro o comando do processo e deixa o governo refém de eventuais alterações do cenário macroeconômico.

Gestão da dívida pública: é preciso avançar

Francisco Luiz C. Lopreato

V.1. Introdução

A evolução da dívida pública é um problema central da política fiscal brasileira e muitos a consideram como fator determinante do atual patamar da taxa de juros e responsável por alguns dos momentos de instabilidade da última década. Entretanto, pouco se avançou no trato da dívida pública. As crises sucessivas e a instabilidade das variáveis juros e câmbio dificultaram o processo de alongamento da dívida e a construção da curva a termo da taxa de juros.

O esforço fiscal privilegiou o superávit primário e o refinanciamento da dívida, mas não introduziu mudanças substantivas na gestão da dívida pública. É interessante observar que, após mais de uma década da estabilização econômica, a gestão da dívida pública mantém traços semelhantes ao do período de alta inflação. Nesses anos, a obrigação de financiar o setor público e de evitar o desenlace da crise econômica levou à construção de uma institucionalidade particular, comprometida, antes de tudo, em garantir o refinanciamento da dívida, afastando o risco de descontrole inflacionário. A luta contra a latente monetização da dívida pública gerou um *modus operandi* com a finalidade de dar liberdade ao Banco Central de ajustar a taxa de juros às expectativas do mercado sobre a inflação, preservando a valorização da riqueza financeira, sem, no entanto, incorrer no risco de gerar crises sistêmicas.

As instituições financeiras transformaram-se em parceiras privilegiadas das autoridades monetárias e recebiam, como prêmio pelo carregamento da dívida pública, além de polpudos juros reais, a certeza de que não incorriam em riscos nessas operações, pois, na eventualidade de desequilíbrio entre as taxas de captação e aplicação em títulos públicos, o fiador desse jogo financeiro, o Banco Central, iria intervir e preservar o ganho da operação.

A presença dominante da moeda indexada, no jogo do *overnight*, evitou a hiperinflação aberta, mas deixou marcas no mercado financeiro brasileiro, que, em grande medida, ainda estão presentes. A estabilização monetária pós 1994 não veio acompanhada de mudanças institucionais capazes de dotar o mercado de títulos públicos e as operações de mercado aberto no Brasil de características distintas daquelas prevalentes na fase de alta inflação. A preservação das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) - títulos indexados à

taxa de juros básica da economia – manteve o *seguro* dos carregadores dos títulos públicos existentes na fase de alta inflação. Além disso, as instituições contaram com os leilões de troca e a recompra de títulos nos momentos de turbulência, o que lhes permitia recompor o *portfólio* e alterar a composição e o perfil da dívida pública, garantindo, assim, a rentabilidade das operações no mercado de títulos públicos.

A gestão do mercado de títulos públicos com regras semelhantes à dos anos de alta inflação teve conseqüências importantes. Em primeiro lugar, preservou o papel das LFT como elo de ligação entre o mercado monetário e a dívida pública; em segundo, manteve a baixa maturidade da dívida mobiliária e, finalmente, criou dificuldades à redução da taxa de juros e ao desenvolvimento de um mercado de títulos da dívida pública capaz de servir de *benchmark* ao mercado de títulos privados.

A preservação desse *modus operandi* ocorreu em razão de atender aos interesses tanto das autoridades econômicas, preocupadas com a autonomia na condução da política monetária, como dos carregadores da dívida pública, instituições e agentes com poupança financeira, felizes parceiros de um jogo *win-win*¹, em que tudo se passa como se o risco das decisões em aplicações em títulos públicos não devesse ser considerado.

No período recente, a convergência entre as expectativas de inflação e a inflação observada e a melhoria das condições do balanço de pagamentos deram estabilidade aos principais indexadores da dívida pública – juros, câmbio e índice de preços – e permitem avançar no tratamento do mercado de títulos da dívida pública, buscando desfazer o emaranhado que o aproxima do mercado monetário, local, por excelência, de gestão da taxa de juros básica da economia.

A oportunidade de repensar a questão da dívida pública, revendo as condições de oferta e demanda de títulos públicos, até agora, não tinha se colocado de modo tão claro. A presença de enorme estoque de dívida mobiliária e a cultura de defesa da valorização da riqueza financeira desenvolvida durante o longo período de alta inflação dificultaram as alterações na gestão da dívida pública. O momento atual é um convite à ação. Não se trata de tarefa fácil. Não é simples mexer com interesses consolidados e posições arraigadas nesse jogo financeiro, mas é possível discutir a viabilidade de mudanças.

¹ Expressão usada por um analista de mercado americano em conversa com companheiro nativo sobre as condições do mercado brasileiro.

O texto defende a posição de que é preciso introduzir alterações institucionais capazes de superar a herança inflacionária presente no mercado brasileiro de títulos públicos, aproximando as suas características de outras experiências de países emergentes, em que o risco de mercado é parte das regras do jogo e não se alimenta a prática de sustentar as aplicações no curto prazo. A eliminação das especificidades criadas em um momento particular da história brasileira favoreceria a redução do custo da dívida pública, a queda da taxa de juros e a construção da curva de estrutura a termo da taxa de juros, beneficiando a expansão do mercado secundário e de títulos privados.

O texto, além dessa introdução, apresenta uma discussão inicial sobre a maneira particular de organização do mercado de títulos públicos durante o período de inflação elevada. A seção seguinte discute as características recentes da gestão do mercado de títulos públicos e a idéia de que se perpetuaram as linhas gerais vigentes durante a fase de alta inflação. A seção 4 apresenta a evolução da dívida pública depois de 1998, com o propósito de destacar as rápidas mudanças na composição e no perfil da dívida mobiliária, decorrentes da prática usual de gestão da dívida pública, que acabam sempre repassando o ônus ao setor público. A seção 5 discute as idéias sobre o alongamento da dívida e as mudanças institucionais, enfatizando o debate entre os defensores da ordem natural e os que apostam na oportunidade de intervir no mercado de títulos públicos para afastar a herança do período inflacionário. O último tópico apresenta as considerações finais.

V.2. Alta inflação, moeda indexada e dívida pública

O texto parte da hipótese de que a situação atual tem as suas raízes definidas na construção peculiar do mercado de dívida pública brasileira e nas condições específicas criadas durante a crise dos anos 1980. A luta contra a hiperinflação aberta levou o Banco Central a defender regras comprometidas com a atratividade a qualquer custo dos títulos públicos e atuar de modo a minimizar o risco de mercado das instituições financeiras no carregamento dos títulos, com o objetivo de evitar que a incerteza de valorização da riqueza financeira levassem os investidores a buscarem outros ativos, forçando a monetização da dívida e abreviando o caminho da hiperinflação.

A construção do mercado de dívida pública teve início na reforma financeira de 1964. A criação das ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) indexadas a índices de preços e o desenvolvimento das operações de mercado aberto lastreadas em

títulos públicos deram origem à expansão dos ativos financeiros com correção monetária *a posteriori*, usados como forma de financiamento não inflacionário para o setor público.

A chamada *moeda indexada* desempenhou papel discreto nos primeiros anos após a sua criação.² O sucesso alcançado com o controle da inflação levou o mercado a ampliar as operações com juros prefixados e a dar preferência ao uso das Letras do Tesouro Nacional (LTN) no mercado de dívida pública. Entretanto, as operações no mercado financeiro ganharam novos rumos com o crescimento da inflação a partir de 1973 e o aumento do custo de oportunidade de manter os recursos ociosos. Os agentes ampliaram a demanda por títulos com correção monetária (ORTN) e por aplicações de curto prazo, buscando a valorização financeira das sobras de caixa. Por outro lado, a deterioração das condições de financiamento do setor público impulsionou as operações do mercado aberto e a participação do governo como principal tomador dos recursos líquidos, realçando o papel da dívida pública na condução da política econômica.

O crescimento do mercado de títulos públicos reafirmou o caráter peculiar do modelo de gestão da dívida presente desde o nascimento do *open market*. A ausência de tomadores finais dos títulos públicos transferiu a responsabilidade do carregamento dos títulos públicos às instituições financeiras, financiadas com recursos captados junto ao público. O mercado operava por meio da chamada carta de recompra, em que o governo vendia os títulos com o compromisso de recomprá-lo após um prazo acordado entre as partes. Além disso, o Banco Central adotou como norma operacional básica o procedimento da zeragem automática, isto é, recomprava ao final do dia, com taxa igual à do mercado, a parcela da carteira de títulos das instituições financeiras que não conseguia financiamento no mercado e/ou vendia títulos, com compromisso de recompra, para as instituições com sobra de caixa. Assim, eliminava o risco das instituições operarem com prejuízo por terem comprado um volume de títulos acima daquele em condições de obter financiamento no mercado ou ampliava o ganho no caso da captação de recursos ficar acima das expectativas.

A norma prática do gerenciamento da dívida estabelecia ainda o compromisso informal de que as instituições não teriam perdas com o carregamento da dívida pública,

² A discussão desse ítem apoia-se em Mendonça de Barros, L.C. (1993)..

ou seja, o governo assegurava implicitamente que a rentabilidade dos títulos cobriria o custo de captação dos recursos no mercado, atrelado às taxas do *overnight*.

O mecanismo de restrição do risco de perda das instituições financeiras operava sem sobressaltos nos períodos de estabilidade da política monetária. A rentabilidade dos títulos públicos permanecia acima da taxa básica de juros e assegurava os ganhos das instituições financeiras e das aplicações das empresas e famílias. O aumento da taxa de juros, no entanto, provocava o descasamento entre a rentabilidade das carteiras e os juros do *over* usados como base na remuneração dos recursos captados em mercado, ferindo o acordo implícito de preservação do lucro das instituições financeiras no carregamento da dívida e provocando *stress* no mercado.

O Banco Central, fiel ao seu compromisso, atuava nesses momentos por meio da troca de papéis, recomprando os títulos antigos e vendendo outros com remuneração adequada à nova taxa de juros do *overnight*, com o objetivo de evitar a desvalorização das carteiras e a perda de interesse das instituições financeiras no carregamento da dívida pública, capaz de causar dificuldades no financiamento do setor público. O mecanismo de troca dos títulos, ao lado da zeragem automática, restringia o risco dos agentes, permitindo o descasamento de prazos das posições ativas e passivas das instituições financeiras. Assim, o carregamento de títulos de longa maturação, financiados com recursos captados diariamente, ocorria sem provocar traumas significados no mercado.

O modelo operacional do mercado de dívida pública, praticamente, eliminou o risco do sistema financeiro e consolidou os interesses em torno da rolagem da dívida pública, com o governo garantindo o acesso aos recursos necessários ao financiamento público e as instituições financeiras, empresas e famílias desfrutando de liquidez, baixo risco e remuneração com juros reais positivos.

A relevância desse modelo de gestão da dívida pública cresceu a partir da segunda metade dos anos 70, com a aceleração do processo inflacionário e dos problemas de balanço de pagamentos. A maior volatilidade dos juros e do câmbio levou ao aumento da procura por títulos indexados à inflação e ao crescimento do peso das ORTN na carteira das instituições financeiras, ampliando o risco de carregamento da dívida pública. Por outro lado, o Banco Central, diante da dificuldade de financiamento do balanço de pagamentos, elevou a taxa de juros buscando direcionar a demanda de crédito ao exterior. O resultado foi o aumento da liquidez interna com a entrada de capitais, levando a

crescente colocação de títulos da dívida pública e a pressão sobre os juros internos, o que acabou incentivando a captação de recursos externos e exigindo a manutenção do processo de contração da liquidez. O movimento, conhecido como a ciranda financeira, gerou o aumento do estoque da dívida pública e trouxe maior cuidado com o destino da riqueza financeira acumulada em títulos públicos.

O crescimento do estoque da dívida e do risco de desvalorização da riqueza financeira com a não convergência da inflação esperada e da efetivamente observada, ao lado da volatilidade do câmbio e dos expurgos promovidos por Delfim Neto na correção monetária, deram força ao uso dos mecanismos de defesa da rentabilidade das instituições financeiras ao final da década, com o objetivo de evitar que o descasamento das posições ativas e passivas dos intermediários financeiros produzisse risco sistêmico e embaraço na colocação de títulos da dívida.

A assinatura do acordo de renegociação da dívida externa em 1983 acirrou a instabilidade do processo de gestão da dívida pública. O comprometimento da estrutura de financiamento do setor público com a estatização da dívida externa e a dificuldade de elevar a carga tributária ou de definir caminhos de renegociação do estoque da dívida provocaram grave crise fiscal e tornaram o governo refém da colocação de títulos da dívida pública. A inviabilidade de acesso ao mercado internacional de crédito transferiu ao mercado interno o financiamento dos pagamentos dos encargos externos, elevando o valor do estoque da dívida pública e reduzindo o raio de manobra das autoridades no trato das demandas do sistema financeiro. Não restou outro caminho ao Banco Central senão reafirmar o procedimento anterior de eliminação do risco das instituições financeiras no carregamento da dívida pública, aprimorando o mecanismo usual da carta de recompra e da zeragem automática e sinalizando que os sobressaltos da política monetária não afetariam o sistema financeiro.

O compromisso informal com a minimização dos riscos das instituições financeiras não era novidade, contudo, as condições particulares do mercado de títulos públicos no início dos anos 80 realçaram o papel do Banco Central. O uso desses mecanismos na gestão da dívida pública atendeu aos interesses de todos os envolvidos e institucionalizou a prática de um mercado sem risco, em que o setor público, em última instância, é o responsável por socorrer o sistema financeiro e arcar com o custo das alterações no mercado. Esse modo de operar permitiu ao governo, preocupado com a travessia do

momento de turbulência, manter a liberdade de manipular a taxa de juros em compasso com as expectativas inflacionárias e garantir a colocação dos títulos exigidos na cobertura das necessidades de financiamento, conseguindo, assim, evitar o desenlace da crise e a dolarização da economia. As empresas e famílias beneficiaram-se da liquidez diária das aplicações e dos ganhos superiores à inflação, garantindo a valorização da riqueza financeira e a convivência sem traumas com o quadro inflacionário. Por outro lado, as instituições financeiras desfrutaram do mundo dos sonhos, de ganhar sem correr riscos, desfrutando do *floating* e obtendo generosos *spreads* no carregamento da dívida pública, com a garantia implícita de que as operações não seriam afetadas caso o comportamento do mercado não ocorresse de acordo com as previsões realizadas.

A situação ganhou outros ingredientes após o fracasso do Plano Cruzado. O medo de novos congelamentos acirrou a incerteza e a aceleração dos preços, ampliando os riscos de descasamento das remunerações e dos prazos. A dificuldade de estimar a inflação futura deixava antever a necessidade de alterações freqüentes e significativas na taxa de juros, trazendo instabilidade à gestão da dívida pública até então baseada na indexação clássica aos índices de preços.

O problema colocou-se já na saída do congelamento de preços em fins de 1986. A drástica elevação das taxas de juros requerida naquele momento acarretaria riscos expressivos de crise sistêmica em função das perdas nas carteiras das instituições financeiras, construídas com base em expectativas de que a baixa inflação teria vida mais longa (Resende, 2006). O lançamento das Letras do Banco Central (LBC), com prazos de até um ano e indexação atrelada à taxa do *overnight*, procurou enfrentar a questão e proteger o sistema financeiro, demarcando o momento final de definição do modelo institucional em condições de lidar com aquela situação particular de incerteza radical. O fim do descasamento de remuneração do ativo e passivo das instituições financeiras deu liberdade ao Banco Central de conduzir a política monetária e de acomodar a taxa de juros à situação de contínua aceleração inflacionária, eliminando o risco de mercado dos intermediários financeiros e assegurando a colocação dos títulos públicos necessários ao financiamento do setor público.

O modelo de indexação à taxa do *overnight* representou o aprimoramento do modelo anterior e o auge da chamada *moeda indexada*, atribuindo aos depósitos uma remuneração atrelada a um indicador financeiro capaz de incorporar as expectativas sobre

o comportamento *esperado* dos preços e não mais baseado em índices de preços, que, diante do comportamento aceleracionista da inflação, não garantia a valorização do estoque da riqueza financeira.

A confiança de que não haveria perda com a inflação tornou o *overnight* o refúgio seguro dos recursos líquidos e eliminou de vez a distinção do que era moeda e poupança financeira, consolidando a *cultura* de elevados ganhos e baixos riscos e os interesses do sistema financeiro, das empresas e das famílias. O manejo da moeda indexada permitiu a travessia do difícil momento sem o trauma da hiperinflação aberta, que seria o caminho mais curto caso houvesse a fuga das aplicações em títulos públicos e a monetização da dívida. Mas, por outro lado, o setor público incorporou o ônus da luta contra o descontrole absoluto dos preços e respondeu pela valorização dos recursos financeiros líquidos e pela eliminação do risco do sistema financeiro e dos agentes com liquidez.

O arcabouço institucional, após a criação das LBC, não sofreu alterações significativas nos anos seguintes, em razão da instabilidade do cenário econômico. Os planos de estabilização, todos de curta duração, não trouxeram resultados que permitissem mexer na lógica do modelo de gestão da dívida pública, embora tenham contribuído, a cada congelamento, para evitar a explosão do estoque da dívida pública. O confisco do Plano Collor teve papel importante na redução do estoque da dívida pública, mas, sem resolver o problema da restrição externa e o estrangulamento do setor público, não foi capaz de evitar, em pouco tempo, a recuperação da liquidez financeira e a retomada do movimento anterior às medidas da reforma monetária.

A incapacidade de usar esse poder discricionário na reestruturação das condições de financiamento do setor público fez com que a dívida pública recuperasse a importância anterior e o Banco Central/Tesouro não tivesse escolha senão manter intacta a lógica de atuação no mercado de títulos públicos.

V.3. Estabilidade sem desmontagem das características básicas do modelo anterior

O atual cenário macroeconômico, com a estabilidade dos preços e a transposição do problema de restrição externa, permite repensar a evolução recente da economia brasileira e questionar a validade de manter as condições de gestão da dívida pública semelhantes às do período de alta inflação. A obrigação de transferir recursos ao exterior e a dificuldade de financiamento do balanço de pagamentos, elementos centrais por trás da crise da década dos 1980, não estão mais presentes, afastando a ameaça de restrição absoluta de

crédito e de descontrole dos preços. Uma vez superado esse momento econômico excepcional, os eventuais repiques inflacionários devem ser vistos como produto de choques ocasionais, de curta duração, a serem enfrentados com o manejo normal da política monetária, em termos semelhantes ao procedimento adotado em outras economias.

O momento da economia mundial favorece o bom comportamento das contas externas e permite conter a instabilidade de câmbio e juros, facilitando a busca de maiores taxas de crescimento da economia. Além disso, a fase delicada das contas públicas foi superada e a definição de um novo regime fiscal contribuiu possível manter a estabilidade da dívida pública.³ A determinação legal obrigando o governo a definir a meta de superávit primário na Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO), explicitou o comprometimento com a trajetória sustentável da dívida pública. A fixação prévia do superávit primário alterou os procedimentos da execução orçamentária, impondo o contingenciamento dos gastos até o momento em que o cumprimento da meta proposta estiver assegurado, isto é, deu caráter compulsório ao superávit primário e papel de *resíduo* às despesas discricionárias do orçamento de custeio e capital (OCC). Por outro lado, a definição de regras fiscais no trato das finanças públicas, com a aprovação da Lei de Responsável Fiscal (LRF) em 2001, consolidou o processo de renegociação da dívida e ampliou o controle das contas de Estados e Municípios. Enfim, o atual arcabouço institucional, embora ainda carente de alterações, garante a disciplina fiscal e elimina o risco de calote, ampliando os espaços de discussão de outros temas da agenda pública, deixados de lado durante a fase em que a estabilização se colocou como único ponto do debate.

As mudanças das condições macroeconômicas, no entanto, não se refletiram até o momento em alterações nos procedimentos do mercado de títulos da dívida pública. As características anteriores ainda se mantêm quase que intactas, como se o país ainda vivesse a situação excepcional dos 1980 e fosse preciso *diariamente* defender a demanda por títulos da dívida pública e lutar contra a ameaça de fuga dos ativos financeiros. Embora a instabilidade e os riscos de fuga de ativos para o dólar, próprios de economias emergentes num mundo globalizado, continuem presentes, o controle inflacionário permitiu o

³ Ver Lopreato, F.L.C. (2006); Guardia, E. R. (2004); Goldfajn, I.; Guardia, E. R. (2003).

abandono da rolagem diária da dívida no *overnight* e consolidou a separação do papel da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) na administração da dívida pública e do Banco Central na gestão do mercado monetário; porém, pouco interferiu na forma de articulação do mercado monetário com o mercado de dívida pública e preservou traços marcantes do período de alta inflação.⁴

Os mecanismos de proteção das instituições financeiras contra o risco de oscilação da taxa de juros, de câmbio e de perda de rentabilidade no carregamento da dívida pública continuam ativos e sustentam a articulação do mercado de títulos públicos e do mercado monetário. A vigência de condições semelhantes à fase de alta inflação desnuda os interesses constituídos no atual quadro institucional e a dificuldade de romper a inércia de costumes arraigados e mexer na cultura estabelecida. Isto coloca a seguinte questão: por que ainda não se conseguiu avançar? Certamente, o motivo imediato é a resistência do setor financeiro em aceitar mudanças institucionais e o alongamento da dívida pública em condições de instabilidade macroeconômica. Não há dúvida que o longo histórico de incerteza da economia brasileira amplia a resistência às mudanças. Entretanto, o cenário atual abre perspectivas de rever certos arranjos em vigor. Não é tarefa simples contrariar a cultura consolidada há longo tempo. Mas, por outro lado, a aceitação pacífica da vontade das instituições financeiras coloca o Estado a reboque dos acontecimentos e afasta a discussão sobre o *status quo*.

A boa situação econômica oferece a oportunidade de apresentar novas soluções, que, até recentemente, não tinham chance de vingar. A proposta de alterações do mercado de dívida pública no lançamento do Plano Real não seria bem recebida no setor financeiro e dificilmente teria passagem entre as autoridades econômicas. O alto risco de ruptura do tênue equilíbrio presente na economia brasileira limitava o alcance das reformas e indicava que o melhor seria trilhar caminhos seguros. As autoridades deram atenção total à política de estabilização e não ousaram ir além. Deixou-se de lado a hipótese de alterar os mecanismos de convivência da dívida pública com a inflação e se optou por preservar a liberdade e a força de ação da política monetária.

O objetivo central foi manter o poder do Banco Central de definir a taxa de juros capaz de oferecer o prêmio de risco exigido na manutenção da âncora cambial e do

⁴ O Banco Central, a partir de 2002, ficou proibido pela LRF de lançar títulos da dívida pública e passou a atuar no mercado monetário com títulos de emissão do Tesouro mantidos em carteira.

controle de preços. A política monetária teria de conter a expansão da demanda ocorrida em outras tentativas de estabilização e defender a paridade descoberta da taxa de juros capaz de atrair o capital necessário ao financiamento do balanço de pagamentos e sustentar a política cambial. Isto exigia liberdade do Banco Central de manipular a taxa de juros, caso ocorresse algum choque, sem ter de se preocupar com o seu possível impacto no sistema financeiro.

A necessidade de alterações bruscas da taxa de juros ampliava o risco de mercado dos títulos públicos e colocava em perigo o equilíbrio financeiro das instituições, acirrando a incerteza e dificultando a aceitação de mudanças na lógica de gestão da dívida pública. A reação do mercado acabou impondo a opção de se seguir adiante, sustentando o foco no controle inflacionário, sem questionar a integração do mercado monetário e de títulos públicos e os instrumentos tradicionais do modelo de gestão da dívida pública.

As crises internacionais de 1997 e 1998, além dos períodos de instabilidade decorrentes do colapso da âncora cambial e da sucessão do Governo FHC, deram poucas chances às proposições de alterações no mercado de dívida pública. O aumento da relação dívida/PIB e a volatilidade de câmbio e juros elevaram o risco e a incerteza sobre o comportamento dos títulos, crescendo a resistência do mercado em abandonar as compras de LFT e aceitar o alongamento da dívida, restando poucos espaços de manobra fora do compromisso de evitar que o *stress* no mercado de dívida contaminasse o restante da economia.

O caminho mais fácil foi trabalhar no limite da aceitação do mercado sem questionar as regras estabelecidas no *open market* e manter o foco da atuação do Banco Central nos aspectos tradicionais do mercado monetário, determinando a taxa de juros básica da economia e sinalizando ao sistema financeiro o rumo da política monetária e da estrutura da taxa de juros.

A intervenção do Banco Central no gerenciamento da liquidez diária manteve-se, sobretudo, por meio das operações no mercado aberto, via operações compromissadas, procurando evitar que as oscilações no estoque total de reservas bancárias afastassem as taxas de curtíssimo prazo das metas estabelecidas pela política monetária (Torres, 1999). O uso do mercado aberto e das operações compromissadas como instrumento central no controle da liquidez não diferem da tendência internacional, mas, alguns procedimentos dão especificidades ao mercado brasileiro.

O controle da liquidez ocorre com a utilização das operações compromissadas e os leilões informais (*go-arounds*) de títulos ou, mais freqüentemente, de dinheiro. Nos leilões informais de dinheiro, o Banco Central opera dinheiro com garantia em títulos, com o compromisso de que a operação seja desfeita no prazo acordado. Em geral, os títulos usados no mercado aberto são prefixados, mas é possível operar com títulos de diferentes espécies e maturidades como colateral das operações de controle de liquidez. As instituições financeiras podem, assim, definir, de acordo com as expectativas do momento, a composição mais lucrativa de suas carteiras e rolarem esses títulos no *overnight*, encurtando a maturidade das carteiras e favorecendo a fusão do mercado monetário e do mercado de dívida pública.⁵

O outro ponto importante é a continuidade do mecanismo de zeragem automática. Não se trata aqui do instrumento tradicional da zeragem do mercado de reservas bancárias, usada com o propósito de ajustar as oscilações de liquidez do sistema, de modo a conter a volatilidade e sustentar os juros de curto prazo no nível fixado na meta operacional. O mecanismo da zeragem automática é de natureza distinta, com as operações sendo realizadas depois de encerradas as transações ordinárias no mercado de reserva e, como afirma Torres (1999, p.119/120), “...destina-se a atender as necessidades individuais de zeragem do fluxo do caixa de bancos que por qualquer motivo não a fizeram ao longo do dia. Como a taxa de juros dessas operações é punitiva, sua utilização é marginal.” Este instrumento, usado como regra básica no período de alta inflação, perdeu expressão com o fim da rolagem diária da dívida no *overnight* e o avanço da atuação dos *dealers* especialistas nas operações com títulos do Tesouro Nacional no mercado secundário. A presença destes agentes incentivou as transações no mercado secundário e deu liquidez ao sistema com a maior participação do mercado interbancário. Todavia, o mecanismo da zeragem automática, apesar de perder a relevância do período de alta inflação, mantém-se como

⁵ A política monetária americana tem como alternativa a criação temporária de reservas. Como colocou o Federal Reserve of New York I (2002) pg. 31. “The Desk uses short-term RPs with dealers to add reserves on a temporary basis. Under the RP arrangement, the Desk buys securities from dealers who agree to repurchase them at a specified price on a specified date. The added reserves are extinguished automatically when the RPs mature. It is much more convenient for the Fed to inject large amounts of reserves on a temporary basis through RPs – or System RPs as they are usually called – than through outright purchases. RPs allow the Desk to respond quickly when reserves fall short of desired levels and they can smooth the pattern of reserves for the maintenance period by meeting needs for particular days. Moreover, transaction costs for RPs are very low, and acceptable collateral is broadly based to include Treasury bills, notes and bonds and certain federal agency securities held by both dealers and their customers.”

forma de evitar turbulência e de sinalização às instituições financeiras de que contam com o socorro da autoridade monetária para que possam efetuar o ajuste do fluxo de caixa.

O principal elemento responsável pela preservação do esquema operacional do período de alta inflação, entretanto, não está na zeragem automática, mas na permanência dos títulos indexados à Selic. A existência das LFT dá aos carregadores da dívida pública proteção nos casos de instabilidade ou de expectativa de elevação da taxa de juros, atuando como refúgio seguro contra a incerteza e servindo de prêmio à liquidez, com remuneração a taxas de juros convidativas. Mas, por outro lado, atende também os interesses da autoridade monetária. A expressiva presença da LFT na composição da dívida pública dá liberdade ao Banco Central de manipular a taxa de juros sem se preocupar com o risco de mercado dos títulos e com a possibilidade de risco sistêmico. É possível, assim, manter o foco na política de estabilização e decidir o valor da taxa de juros básica, desconsiderando o impacto negativo das alterações da política monetária no sistema financeiro. Além disso, facilita a rolagem da dívida pública nos momentos de maior volatilidade da taxa de juros porque reduz o risco de carregamento dos títulos e afasta a ameaça de não financiamento das contas públicas.

O acesso dos carregadores da dívida pública aos títulos indexados à Selic dá um caráter particular ao mercado de títulos públicos brasileiro, anulando o risco, no caso de ocorrer mudanças na política monetária, que é uma das características intrínsecas de todo mercado financeiro. A possibilidade de queda dos preços desses títulos não está, certamente, afastada, como ficou evidente na crise de 2002. Entretanto, a prática do uso dos leilões de troca e do resgate antecipado dos títulos, tornou pouco efetiva a existência desse risco potencial. Nos momentos de *stress* no mercado monetário e de títulos públicos, como será visto na seção 4 do texto, o Banco Central/Tesouro entra em ação e, em nome do controle do risco de refinanciamento da dívida, recompra os papéis de vencimento longo e amplia a oferta dos de curto prazo (LFT e títulos ou *swaps* cambiais) ou simplesmente dá liquidez aos títulos, ocupando parte do espaço do mercado secundário e contribuindo para evitar a ocorrência de perdas no preço dos papéis.

A recomposição da carteira de títulos, via os leilões de troca e os resgates antecipados, permite, por outro lado, sustentar os ganhos das instituições financeiras no momento em que a tranqüilidade volta ao mercado. A perspectiva de queda da taxa de juros (câmbio), ao lado do alto volume de títulos de curto prazo, leva o mercado a aceitar o

aumento da participação dos títulos prefixados e de maturidade mais longa. Porém, esse movimento tende a ser limitado, devido ao custo que a troca teria para o setor público e do próprio interesse dos carregadores da dívida. Como a taxa de juros básica oferece boa rentabilidade, isso restringe a disposição das instituições financeiras de buscarem lucros maiores com a compra de títulos longos e desvinculados da Selic, já que o ganho marginal é baixo comparado ao risco a ser assumido.

A redução mais expressiva da Selic amplia a tendência de demanda por títulos prefixados e de maior maturidade, com as instituições aceitando maior risco, conscientes de que, no caso de turbulências, a autoridade monetária irá manter a prática habitual e efetuar a recompra dos papéis, assegurando a rentabilidade das carteiras e os ganhos do sistema financeiro.

O movimento da política monetária acaba, assim, condicionando a gestão da dívida pública e definindo as condições de defesa das posições assumidas pelas instituições financeiras. Nas palavras de Franco (2006. p.274), *“tudo se passa como se houvesse em todos os papéis em circulação um ‘put implícito’ contra o DEMAB, a ser exercido em flutuações significativas dos juros.”* Em outras palavras, o sistema financeiro continuou trabalhando no esquema *win-win*, apesar do cenário de estabilidade, com as instituições ganhando sempre. A presença desse seguro implícito define, nos momentos de turbulência do mercado, um piso para os ganhos, mas não estabelece o valor do teto.

A dominância desse *modus operandi* de gestão da dívida pública, mesmo depois da estabilização, explicitou traços significativos da evolução econômica recente. A simples definição da estratégia de alongamento da dívida mobiliária não basta, porque, de fato, os gestores têm pouco controle sobre a composição da dívida pública e vão à reboque do mercado, como prisioneiros das demandas das instituições financeiras.

Isto reforça a característica peculiar da economia brasileira de manter estreita vinculação entre a meta operacional da política monetária e a situação das contas públicas. As decisões do Copom de elevar os juros com a intenção de conter a demanda agregada ou de influenciar o comportamento do câmbio, atingem diretamente o setor público, ampliando a carga de juros diante do peso dos títulos Selic na composição da dívida e da possibilidade das instituições recomprearem as suas carteiras e se beneficiarem do momento de alta dos juros. Ocorre movimento semelhante na situação inversa. Os mecanismos do

aparato institucional favorecem a rápida recomposição da estrutura da dívida e transferem ao setor público o custo dos movimentos de queda dos juros e de valorização do câmbio.

A política fiscal tornou-se, assim, refém da política monetária. A obrigação de manter elevados superávits primários, com o objetivo de pagar o gasto com juros e garantir a sustentabilidade da dívida, trouxe como consequência a queda dos investimentos e o aumento contínuo da carga tributária. A execução orçamentária e a política tributária deslocaram o foco para a geração de excedentes fiscais, deixando de lado considerações sobre o pacto federativo, a qualidade do gasto público e a eficiência do sistema tributário, bem como as implicações da deterioração do corpo tributário na atividade produtiva.

Além disso, o não redesenho do aparato institucional favoreceu a consolidação da política de altas taxas de juros como característica basilar da economia brasileira. Isto porque, a liberdade do Banco Central de manipular a política monetária, livre do risco de provocar uma crise sistêmica, transformou os juros altos e os movimentos bruscos da taxa de juros em instrumentos de uso fácil, aceitos sem reserva no âmbito das instituições financeiras, já que não ferem os seus interesses.

A convivência com essa peculiar construção institucional é, na visão de Pastore (2006), responsável pela baixa eficácia da política monetária porque deixa de existir na LFT o efeito riqueza provocado pelo aumento da taxa de juros. Embora esse seja apenas um dos canais de transmissão da política monetária e não se possa sobreestimar a sua relevância (Farhi, 2007), é interessante observar que no caso da parcela da dívida composta pelas LFT a ausência do efeito riqueza é imediata, mas a presença do *put implícito* oferecido aos outros títulos não restringe o efeito aos títulos de duração zero. A parcela da dívida que, nos momentos de instabilidade, é trocada por títulos mais curtos e indexados aos juros básicos da economia é parte desse universo e também não sofre os impactos tradicionais da política monetária, exigindo a definição de taxas de juros de curto prazo mais elevada e por um período de tempo maior para que possa atingir o efeito desejado no combate à inflação.

A política de altas taxas de juros, por outro lado, afetou a demanda de empréstimos e os ganhos potenciais com as operações creditícias. Mas, essas perdas repercutiram pouco no sistema financeiro, pois o avanço dos lucros de tesouraria e de administração dos fundos de investimentos garantiu a lucratividade das instituições

financeiras. A cultura da política de juros altos, portanto, não se colocou como entrave aos agentes financeiros, ou seja, os interesses financeiros não foram afetados pela ortodoxia monetária e o tema não alcançou posição de destaque em suas preocupações.

A questão só se colocaria caso a desordem fiscal compromettesse a credibilidade da dívida pública. O risco de insolvência atingiria a qualidade dos títulos, afetando a valorização da riqueza financeira e os ganhos do sistema financeiro. A austeridade da política fiscal colocou-se, assim, como peça central da roleta financeira e avalista da ortodoxia monetária. Não é por outra razão que o sistema financeiro faz coro a favor do controle fiscal e defende o compromisso inelutável com o superávit primário e a sustentabilidade da dívida, mas dificilmente se volta contra as ações da autoridade monetária e a prática contínua da política fácil de juros.

A permanência do arcabouço institucional do período inflacionário trouxe ainda outras conseqüências relevantes, como a restrição ao desenvolvimento do mercado de títulos públicos e privados. O elevado peso dos títulos indexados à Selic, ao lado da possibilidade de carregamento de todos os títulos públicos no *overnight*, favoreceu a baixa liquidez do mercado secundário e limitou a expansão do mercado de títulos públicos, originando um círculo vicioso. Os títulos com juros fixos são os que chamam mais a atenção e os mais negociados graças ao fato de terem maior duração e variação de preços, atraindo os investidores interessados em especular em busca de ganhos financeiros (Moura, 2006). Contudo, os papéis indexados aos juros básicos constituem o pilar do mercado de títulos públicos, apesar da baixa atratividade de negociação no mercado secundário. Como coloca Amante, et. al (2007, p.78), *floating rates securities play an important role in the cash and debt management practices of financial institutions since they satisfy the demand for short-duration positions. However, market agents have little incentive to trade them for capital gains since the high frequency of coupon resets means that opportunities for such gains are limited*. Estas questões salientam a peculiaridade das LFT. Elas ocupam o espaço reservado ao mercado secundário, protegem o investidor contra os riscos de oscilações de preços tradicionalmente assumidos pelo mercado privado e oferecem poucas oportunidades de ganhos extras nas negociações no mercado.

Além disso, a ausência de risco e a alta rentabilidade dos títulos públicos inibiram o alongamento da dívida pública e a construção da curva de estrutura a termo da taxa de juros. Os demandantes de títulos não têm porquê correr o risco de alongar as suas

aplicações e alterar a composição da dívida. É mais seguro manter aplicações de curto prazo e em LFT. O ganho adicional com o alongamento da dívida é pouco relevante em comparação com a segurança de permanecer ancorado nas aplicações de curto prazo, ou seja, vale a pena manter a carteira com maturidade concentrada em até um ano e a alta participação das LFT. A demanda por títulos com prazos mais longos só se concretiza se existir remuneração elevada e expectativa consistente de queda dos juros e vigorar o acordo implícito de cobertura do risco do mercado, como se mostrou evidente no caso da compra dos títulos pelo capital estrangeiro, que, ao sinal de pequena turbulência, pode promover a troca dos papéis. Vale a pena lembrar ainda que a maior maturidade dos títulos Selic pouco altera a evolução da dívida, uma vez que a sua duração é zero e as alterações da política monetária atingem imediatamente a rentabilidade do título.

Cria-se, desse modo, o viés a favor da concentração do mercado no curto prazo e outro círculo vicioso, onde a rentabilidade de curto prazo é considerada como elemento de entrave ao alongamento da dívida e o não alongamento é visto como causa da perenidade das altas taxas de juros e do custo elevado de rolagem da dívida (Andima 2003; Carneiro, 2006).

O alto nível de taxa de juros praticado no mercado de títulos públicos não se refletiu só nas contas públicas, mas, por servir de *benchmark*, contaminou o mercado privado, transmitindo a todos os segmentos o valor da taxa de juros. A colocação de títulos privados tem de se defrontar com o custo de oportunidade dos investidores de comprar títulos públicos, com elevada rentabilidade e baixo risco de mercado e de crédito. Essa alternativa baliza o custo de financiamento privado e limita a expansão do mercado de capitais, fazendo com a demanda de crédito recaia sobre o BNDES, único com taxas de juros mais favorecidas. Por outro lado, o peso das LFT e o perfil de curto prazo da dívida pública obstaculizaram a criação da estrutura a termo da taxa de juros e legaram como característica da economia brasileira a *yield curve* invertida. O que prevaleceu foi a indicação de que o valor da taxa de juros de mercado não irá permanecer em prazo mais longo, definindo a expectativa de queda da taxa de juros e o perfil da curva de juros.

A difícil construção da estrutura a termo da taxa de juros impediu os agentes do mercado de usarem as *yields curves* dos títulos públicos mais líquidos em cada maturidade como indicação de taxas de juros específicas de cada uma das datas cobertas pela curva dos títulos públicos (Castellanos, 1998). A estabilidade alcançada a partir de 2005

incentivou o desenvolvimento das estruturas a termo de taxa de juros dos títulos federais no mercado interno e externo, anunciando mudanças quando se compara com a situação prevalente na fase anterior. O lançamento de títulos no exterior, indexados ao R\$, é um movimento interessante mas não consolidado, por estar preso à continuidade das condições altamente favoráveis do mercado financeiro internacional. Enfim, a formação da estrutura a termo da taxa de juros é um processo em construção e dependente do bom momento da economia.

A forma particular de articulação do mercado monetário e do mercado de títulos da dívida pública, mesmo depois de completada mais de uma década da estabilização, não foi superada e colocou entraves ao crescimento. Os reflexos atingiram o comportamento da taxa de juros, o custo e o perfil da dívida pública e o desenvolvimento do mercado de títulos públicos e privados. A convergência das expectativas de comportamento do câmbio e da inflação esperada e efetiva, desde 2005, oferece ótima oportunidade de alterar as regras vigentes sem contrair os interesses imediatos das instituições financeiras, dos investidores e da própria autoridade monetária. A decisão de avançar e mexer na cultura do ganho fácil não é simples, mas precisa ser feita e só o será em condições econômicas propícias como a que se vive no momento atual (2007). Como se procura mostrar na próxima seção, se conseguiu avançar em outros momentos, mas o esforço se perdeu tão logo surgiram sinais de instabilidade no cenário econômico e o custo da reversão recaiu sobre o setor público.

V.4. Estratégia e composição recente da dívida pública

O fim do processo de alta inflação não se refletiu como se esperava na composição e maturidade da dívida pública. As características do mercado de títulos públicos limitaram a ação dos gestores da dívida e deram ao mercado a oportunidade de definir as regras do jogo. A instabilidade recorrente do cenário macroeconômico até 2005 levou os investidores a não aceitarem títulos longos e a defenderem condições de tratamento da dívida semelhantes ao do período de alta inflação. A preocupação do Banco Central e do Tesouro Nacional de garantir o refinanciamento da dívida e de afastar o risco de mercado dos títulos, evitando sinais perturbadores da agenda central da política macroeconômica, limitou as propostas de mudanças institucionais e a consolidação das estratégias de condução da dívida pública.

Os gestores da dívida pública são conscientes da estratégia a ser seguida, mas não bastou definir a posição interessada em alongar a dívida e ampliar a participação dos títulos prefixados e indexados a índices de preços. Os esforços de reduzir o montante de títulos indexados à Selic e ao câmbio e o valor da dívida a vencer em 12 meses, bem como a idéia de criar *benchmarks* em vencimentos específicos, de aumentar a liquidez e de melhorar a precificação dos títulos só se mostrou eficaz quando foi do interesse do sistema financeiro. Em tempos agitados, a estratégia de alongar e melhorar a composição da dívida cedeu lugar ao comportamento histórico de oferecer o *put implícito* a todos os títulos e o esforço de voltar a ganhar espaço recolocava-se depois da superação da crise. Isto permitiu ao mercado *surfear* de acordo com os movimentos da conjuntura econômica, acumulando ganhos nos períodos conturbados e defendendo posições lucrativas nos momentos de declínio da taxa de juros e de valorização cambial.

A lógica dessa forma de atuação encontrou eco no instável cenário econômico brasileiro. As crises internacionais de 1997 e 1998, o fim do regime de âncora cambial e a difícil mudança de governo em 2002 reacenderam os temores de insolvência da dívida e a tentativa de mudar o *status quo* teria pouca chance de sucesso, sendo grande o risco de conturbar o processo de refinanciamento e pressionar o custo de carregamento da dívida. Porém, a melhoria das condições econômicas internas e o bom momento da economia internacional oferecem a possibilidade de rever o mercado de dívida pública e de adotar estratégias que olhem além do objetivo de refinanciamento da dívida e aproximem o mercado ao de outras experiências internacionais.⁶

As expectativas estáveis sobre o comportamento do câmbio, juros e preços reduziram o risco do sistema financeiro em abrir mão da liquidez e os ganhos com os títulos indexados à Selic estão perdendo atratividade, incentivando as instituições e os investidores a buscarem soluções criativas, desvinculadas do ganho fácil na rolagem dos títulos públicos no mercado de curto prazo.

O bom momento a partir de 2005 permitiu a implementação, com relativo sucesso, da estratégia de alongamento da dívida, melhorando o perfil da dívida pública (tabela 1).⁷

⁶ Ver a análise de outras experiências em Garcia; Salomão (2006); Vargas, H; Financial Stability Department (2006); Sidaoui, J.J. (2002); Reddy, Y.V. (2002).

⁷ A Secretaria do Tesouro Nacional apresenta anualmente o plano de financiamento da dívida pública (PAF), discutindo a estratégia e os objetivos a serem seguidos no período, ver www.stn.fazenda.gov.br

A participação dos títulos prefixados e dos títulos indexados a índices de preços ganhou expressão; ao mesmo tempo, perderam espaço os títulos vinculados à Selic e ao câmbio. A menor exposição cambial da dívida pública tornou a dívida pública menos suscetível a choques externos e com evolução mais previsível (tabela 2). Por outro lado, o prazo médio da dívida tem crescido desde a metade de 2006, como resultado do menor peso dos títulos a vencer até 12 meses, graças, sobretudo, à colocação de LTN e LFT mais longas, indicando que, embora embrionário, está em curso um processo de alongamento da dívida (tabelas 1 e 2 anexo).

Tabela 1. Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após swap cambial)

Indicadores	Janeiro 05	Janeiro 06	Julho 06	dez/06	Janeiro 07	Marco 07	Abril 07	Mai 07
Estoque de DPMFi	826,70	984,93	1.013,93	1.093,50	1.087,90	1.142,65	1.151,47	1.173,91
Prazo Médio (meses)	28,50	28,76	29,95	31,06	31,88	31,88	32,69	33,28
% a vencer em 12 ms	43,94%	40,57%	41,20%	35,67%	36,86%	35,03%	36,17%	33,80%
Composição								
Prefixados	18,71%	30,36%	30,36%	36,13%	34,53%	37,26%	36,17%	37,02%
Selic	56,00%	46,95%	46,95%	40,23%	41,29%	38,75%	39,57%	40,00%
Câmbio	8,03%	-1,44%	-1,44%	-1,10%	-1,09%	-1,01%	-1,39%	-2,24%
Índice de Preços	14,56%	21,23%	21,91%	22,54%	23,05%	22,66%	23,32%	22,94%
TR e Outros	2,69%	2,23%	2,23%	2,21%	2,23%	2,35%	2,32%	2,28%

Fonte- Banco Central -Nota para a Imprensa mercado aberto

**Tabela 2. Exposição Cambial
DPMFi e operações de swap cambial**

Mês	Em bilhões		
	DPMFi	swap	Total
Dezembro/01	178,6		178,6
Dezembro/02	139,5	91,1	230,6
Dezembro/03	78,7	82,7	161,4
Dezembro/04	41,7	38,3	80,1
Dezembro/05	26,4	-15,0	11,4
Dezembro/06	14,2	-26,2	-12,0
Março/07	13,7	-25,3	-11,6
Abril/07	13,4	-29,3	-16,0
Mai/07	12,7	-29,0	-16,3

Fonte- Banco Central -Nota para a Imprensa mercado aberto

O cálculo da STN (2007) de *stress* da dívida diante de mudanças nas variáveis câmbio e juros, envolvendo as dívidas interna e externa, aponta que a vulnerabilidade é menor do que a observada no período anterior a 2004, reforçando o sentimento de que é favorável a perspectiva de comportamento da dívida (tabela 3 anexo).

O comportamento da dívida pública observado desde 2005 não é de todo novo. Os momentos anteriores de estabilidade e relaxamento da política monetária facilitaram o seu alongamento e a redução do peso dos títulos indexados a câmbio e juros. Contudo, a melhoria revelou-se efêmera. Tão logo mudou o cenário macroeconômico, os portadores de títulos valeram-se das regras vigentes para ajustar, em curto espaço de tempo, a estrutura da dívida aos seus interesses.

O breve relato feito a seguir sobre a evolução da composição da dívida na última década aponta que os gestores tornaram-se reféns do mercado e só conseguiram melhorar o perfil da dívida respondendo às condições de demanda dos títulos. Em 1996, a estabilização do câmbio e a redução da taxa de juros depois da superação da crise mexicana levaram o mercado a abandonar os títulos indexados à Selic e a operar com títulos prefixados. O alto valor da taxa de juros e a expectativa consistente de afrouxamento da política monetária facilitaram o alongamento da dívida pública, deixando a impressão de que o processo traumático de rolagem da dívida da fase anterior estava a caminho de ser superado, apesar do peso dos títulos vencendo em 12 meses.

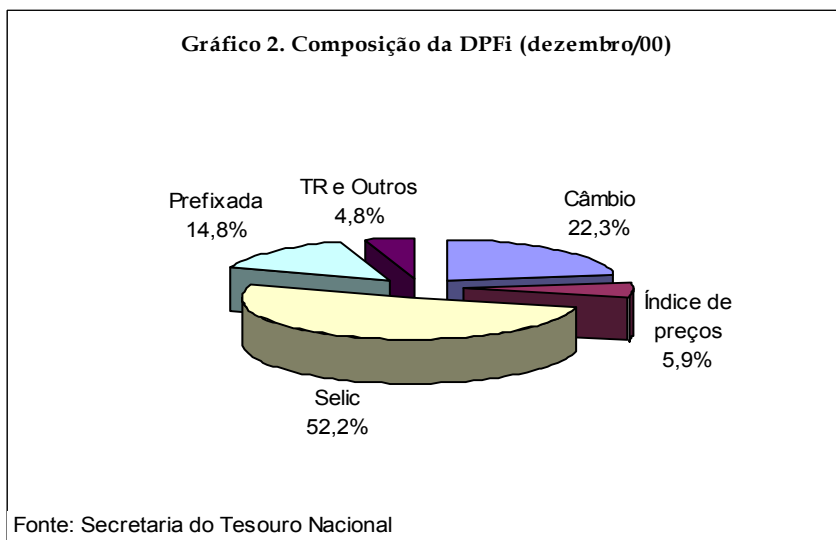
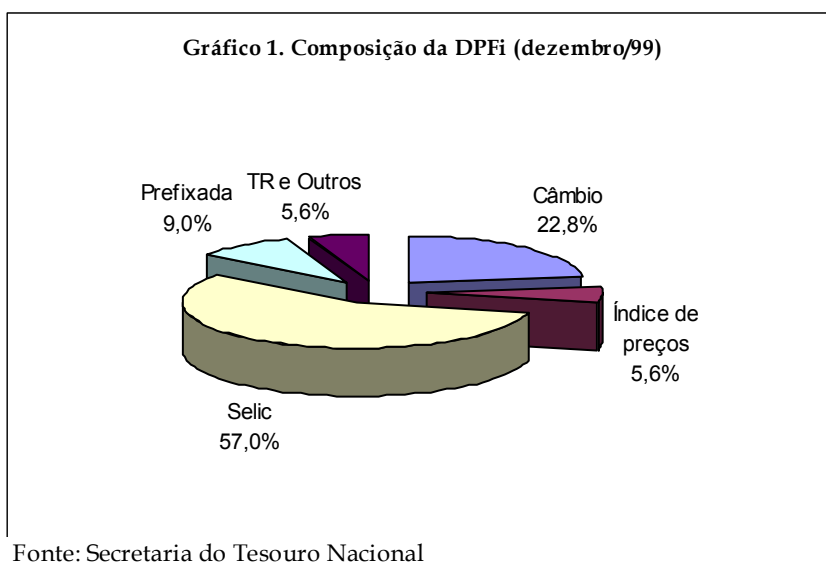
A situação, no entanto, alterou-se com rapidez assim que as crises da Ásia e da Rússia trouxeram incertezas aos mercados financeiros e o fim do ciclo de liquidez. Os detentores da dívida se refugiaram nos títulos indexados aos juros e ao câmbio, que passaram a responder por mais de 90% do total da dívida interna em 1998, refletindo a preocupação com o cenário internacional e a debilidade do financiamento externo da economia brasileira (tabela 3).

Tabela 3. Títulos públicos federais - participação por indexador

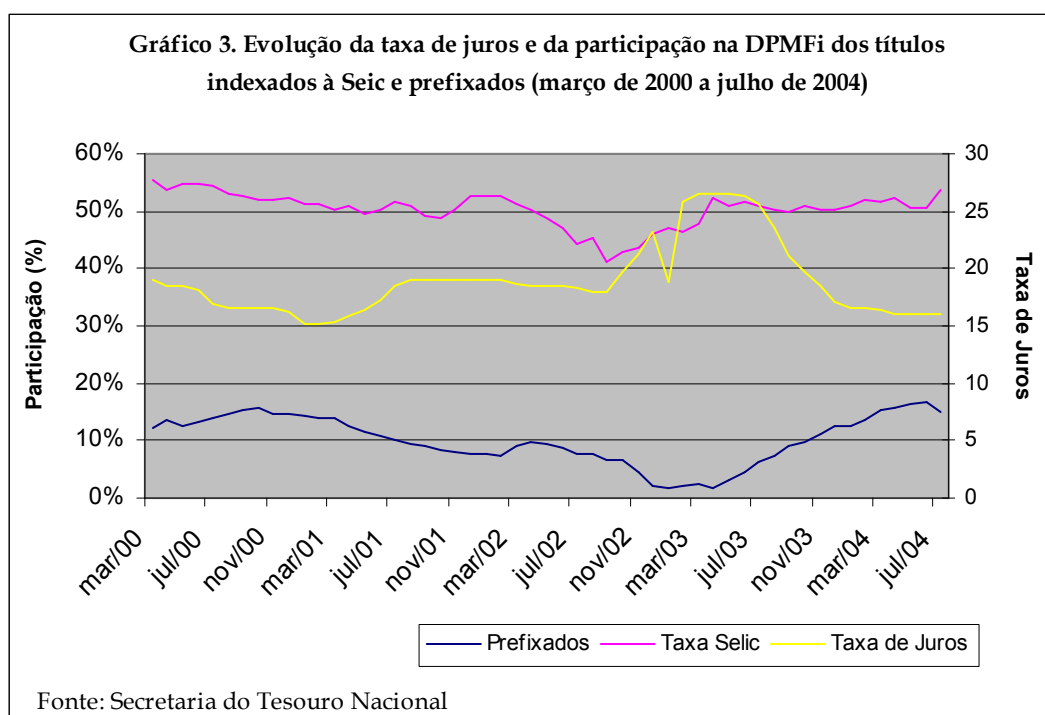
	1996	1997	1998
Total - R\$ bilhoes	176211	255509	414901
Cambio	9,4	15,4	21,0
TR	7,9	8,0	5,4
IGP-M	1,8	0,3	0,3
Over/Selic	18,6	34,8	69,1
Prefixado	61,0	40,9	3,5
TJLP	1,4	0,6	0,2
TBF	0,0	0,0	0,5
IGP-DI	0,0	0,0	0,1
Total	100,0	100,0	100,0

Fonte: Relatório Anual do Banco Central - 1999

A expectativa dos agentes confirmou-se. O custo médio e a relação dívida/PIB cresceram com a crise cambial e o aumento da taxa de juros, elevando o risco de crédito dos títulos públicos e a incerteza em relação ao refinanciamento da dívida. As instituições se protegeram contra o risco mantendo a demanda por títulos indexados aos juros e ao câmbio. A composição da dívida pública refletiu a instabilidade do biênio 1999/2000, com o montante da dívida a vencer em 12 meses permanecendo elevado (54,9% em 1999 e 44% em 2000) e a participação dos títulos Selic situando-se acima de 50% (57% em 1999 e 52,2% em 2000); enquanto que a participação dos títulos atrelados ao câmbio ficou praticamente constante (22,8% em 1999 e 22,3% em 2000) durante o período (gráficos 1 e 2).



É interessante notar que, apesar da instabilidade da situação econômica, a definição da política de metas de inflação e o início do processo de redução da taxa de juros a partir de março de 1999 (sustentada até maio de 2001) deu espaço à implementação da estratégia oficial de elevar o peso dos títulos prefixados na composição da dívida (gráfico 3). As instituições aceitaram migrar para os títulos prefixados aproveitando os ganhos certos no momento em que o mercado apostava na tendência decrescente dos juros.



A estratégia não se sustentou após o aumento da taxa de juros a partir de maio de 2001. O peso dos títulos prefixados caiu à metade (7,8% em dezembro de 2001) e cresceu a participação dos títulos vinculados ao câmbio e aos juros, que, em conjunto, responderam por 81,4% do total da dívida pública interna em poder do público ao final do ano, refletindo o grau de incerteza diante do desenrolar da crise americana.

A deterioração do processo de gestão da dívida pública tornou-se mais aguda em 2002, como consequência do cenário instável da economia internacional e do processo político interno. A volatilidade de câmbio e juros inviabilizou a estratégia de alongamento. A elevação da relação dívida/PIB ampliou a percepção de risco de rolagem da dívida pública e o esforço dos gestores, diante das condições particularmente severas, limitou-se

a defender o refinanciamento da dívida, aceitando o processo de encurtamento e atuando nos momentos de maior tensão com o propósito de afastar o risco de mercado e manter a qualidade dos títulos. O objetivo foi impedir que o *stress* na colocação dos títulos alimentasse a instabilidade da situação macroeconômica e colocasse em xeque a estabilidade dos preços.

A atuação do BC e do TN ocorreu em várias frentes em resposta ao momento de incerteza. A crise das LFT é ilustrativa a esse respeito. Os gestores da dívida preocuparam-se em evitar que a desvalorização dos preços das LFT, como resultado da expectativa de implementação das normas relativas à marcação a mercado, se estendesse a outros títulos. O problema ganhou relevância quando se tornou claro que os FIF, com carteira composta por elevada parcela de LFT, detinham uma estrutura de financiamento incompatível com o volume de resgates. Isto provocou a ampliação das vendas e a queda dos preços dos títulos. A depreciação dos preços das LFT e a volatilidade das contas dos fundos trouxeram apreensão ao mercado - pouco acostumado a perdas - levando o BC/TN a agir, elevando o valor dos resgates líquidos e recomprando os títulos mais longos em troca de outros de prazo mais curto.

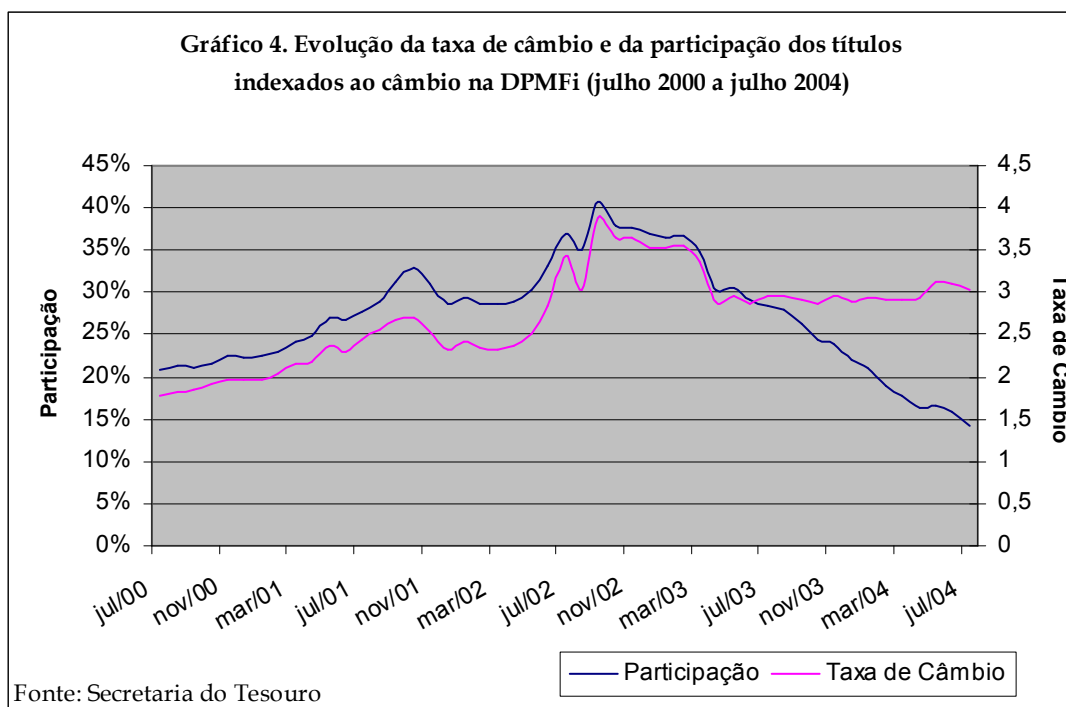
A intensificação da desvalorização cambial, por sua vez, fez com que as autoridades ampliassem a oferta de títulos cambiais e promovessem a troca dos títulos longos das carteiras próprias das instituições financeiras e das carteiras dos fundos por papéis e *swaps* mais curtos. A medida mais importante talvez tenha sido a autorização dada aos fundos de voltarem contabilizar pela curva do papel os ativos indexados à Selic ou ao DI com prazo inferior a 365 dias, tranquilizando os administradores (Selaimen, 2002).

Tabela 4. Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após swap cambial)

Indicadores	dez 00	julh 01	dez 01	julh 02	dez 02	dez 03
Estoque de DPMFi	510,70	597,28	624,08	674,40	623,19	731,43
Prazo Médio	29,85	35,69	34,97	32,58	33,24	31,37
% a vencer em 12 meses	44,04%	29,48%	27,74%	37,49%	41,06%	35,34%
Composição do Estoque						
Prefixados	14,76%	10,16%	7,82%	7,67%	2,19%	12,51%
Selic	52,24%	51,53%	52,79%	44,45%	46,21%	50,08%
Câmbio	22,27%	27,76%	28,61%	37,05%	37,00%	22,06%
Índice de Preços	5,94%	6,70%	6,99%	8,97%	12,54%	13,55%
TR e Outros	4,78%	3,86%	3,79%	1,86%	2,06%	1,79%

Fonte- Banco Central -Nota para a Imprensa mercado aberto

A ação do Banco Central e do Tesouro Nacional trouxe a calma de volta ao mercado. As instituições adequaram a composição e a maturidade de suas carteiras à situação de instabilidade, conseguindo, assim, preservar os ganhos. A superação do momento de *stress* deu-se às custas de significativas alterações na composição da dívida pública (tabela 4). Os títulos indexados ao câmbio tiveram forte expansão, sobretudo no período de abril a setembro de 2002, quando, acompanhando o processo de desvalorização, cresceram de 28,4% para 40,7% do valor total da dívida interna. É interessante observar como esse movimento acompanhou *pari passu* o comportamento volátil da taxa de câmbio no biênio 2001/2002, ilustrando bem a capacidade do mercado de adequar o perfil da dívida às alterações de curto prazo dos principais indexadores (gráfico 4). Além disso, o receio de maior inflação elevou a demanda por títulos indexados a índices de preços, sobretudo ao IGP, mais sensíveis à desvalorização cambial, como forma de se prevenir diante da incerteza do quadro macroeconômico.



O movimento em busca do *hedge* cambial foi acompanhado de drástica redução dos títulos prefixados, comprometendo todo o esforço da estratégia anterior de elevar a sua participação na composição da dívida. A queda dos títulos prefixados, de maior giro,

afetou os negócios no mercado secundário. Caiu a participação das LTN e cresceu o peso das LFT, principalmente daquelas com vencimento em 12 meses, como consequência da adoção da estratégia de encurtar os prazos desses títulos com o objetivo de reduzir a volatilidade das cotas dos fundos de investimentos.

O perfil da dívida refletiu o momento de tensão. Os títulos indexados à Selic e ao câmbio, as variáveis mais voláteis, respondiam por 83,2% da dívida ao final de 2002 e o montante a vencer em doze meses alcançou 41,1%. Os gestores da dívida privilegiaram o risco de refinanciamento e todo o esforço de ampliação do mercado secundário e de construção da estrutura a termo da taxa de juros realizado no período anterior foi anulado. A estratégia de alongar prazos e de alterar o perfil da dívida teria de ser reconstruída em condições adversas: a expansão do nível de preços provocado pela desvalorização cambial anunciava maior rigidez da política monetária; a deterioração da relação dívida/PIB e o crescimento do risco de crédito elevaram o custo médio da dívida no segundo semestre de 2002 (tabela 4 do anexo) e, finalmente, o volume de resgates efetuados no decorrer do ano, responsável pela manutenção do estoque de títulos em poder do público praticamente no mesmo patamar do ano anterior, estreitou o espaço de manobra na condução da dívida.

A posse do Governo Lula não alterou as diretrizes de gestão da dívida pública. A decisão de preservar a política econômica de consenso do *mainstream* acalmou o mercado e permitiu a retomada da estratégia anterior. As proposições básicas se concentraram na recuperação da confiança na qualidade dos títulos e dos espaços de atuação perdidos durante a turbulência, direcionando o foco para a redução do peso das LFT e a ampliação dos títulos prefixados e indexados a índices de preços de prazos mais longos. O alto peso dos títulos vencendo em 12 meses e o comportamento histórico de atenuar qualquer fato capaz de oferecer risco ao refinanciamento da dívida mantiveram o mercado de títulos sob pressão das condições de demanda e as instituições ditaram a tônica dos negócios.

A composição da dívida pública entre 2003 e 2005 acompanhou de perto o movimento do câmbio e dos juros. A valorização cambial depois da posse do Governo Lula favoreceu a constante perda de participação dos títulos indexados ao dólar, acentuado a partir de fevereiro de 2004 e consolidado no ano seguinte quando se solidificou a expectativa em relação ao comportamento da taxa de câmbio. A troca de papéis cambiais por LFT ou títulos prefixados a partir do momento em que a taxa de câmbio atingiu o pico fez o Tesouro Nacional perder o ganho com a apreciação cambial,

deixando de compensar o prejuízo anterior. O setor público arcou com todo o custo da oscilação cambial, perdendo na alta e na baixa do dólar, livrando as instituições de responderem pelo ônus da aposta na desvalorização do câmbio.⁸

Tabela 5. Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após swap cambial)

Indicadores	jan/03	jan/04	jan/05	marc 05	abr/05	jul/05	Ago-05	jan/06
Estoque de DPMFi	636,86	737,34	826,70	873,61	873,83	915,67	920,79	984,93
Prazo Médio	32,43	31,37	28,50	27,76	27,92	27,57	27,39	28,76
% a vencer em 12 meses	42,29%	35,68%	43,94%	42,97%	42,85%	44,15%	42,71%	40,57%
Composição do Estoque								
Prefixados	1,91%	12,57%	18,71%	21,52%	20,25%	22,37%	23,87%	30,36%
Selic	47,23%	51,05%	56,00%	56,98%	58,50%	57,32%	55,85%	46,95%
Câmbio	36,37%	21,03%	8,03%	4,94%	4,62%	4,15%	4,11%	-1,44%
Índice de Preços	12,47%	13,55%	14,56%	13,99%	14,10%	13,70%	13,71%	21,23%
TR e Outros	2,03%	1,80%	2,69%	2,57%	2,53%	2,47%	2,46%	2,23%

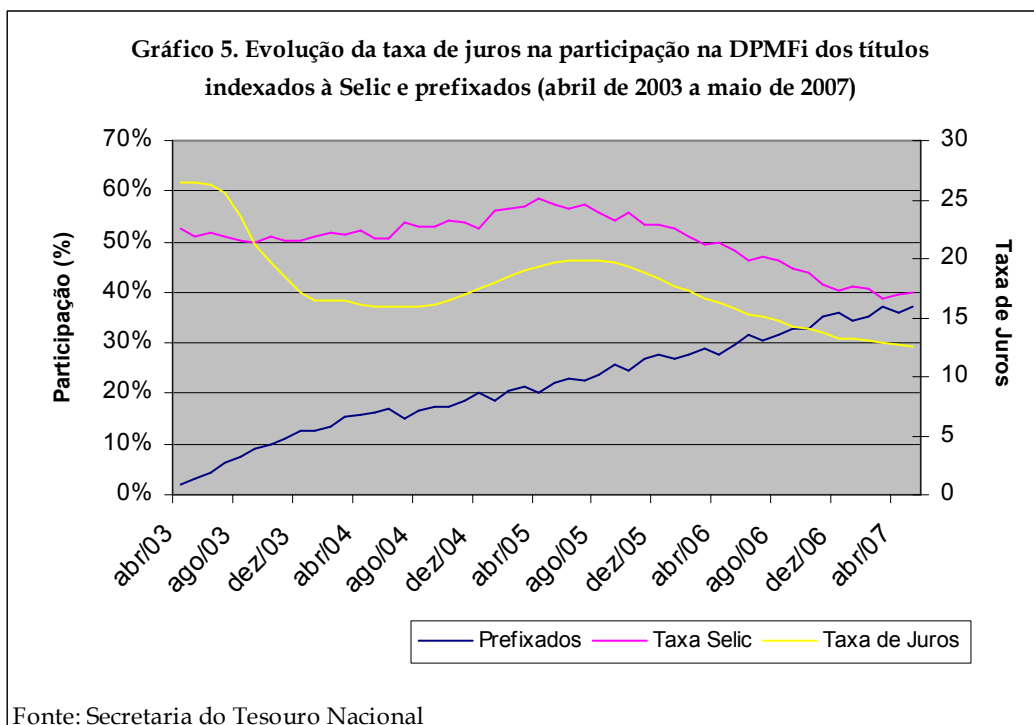
Fonte- Banco Central -Nota para a Imprensa mercado aberto

Além disso, o sistema financeiro manteve o movimento padrão de buscar refúgio nas LFT. Com a volatilidade dos juros, a participação dos títulos indexados à Selic atingiu o pico entre fevereiro e julho de 2005, reforçando a posição das instituições de aliar alta lucratividade e baixo risco. Confirmou-se, novamente, o caráter peculiar da posição das LFT no mercado brasileiro de dívida pública e o papel de válvula de segurança do sistema financeiro: mantêm presença destacada nos leilões de títulos nas fases de alta dos juros e *stress* no mercado e perdem participação quando muda a orientação da política monetária e prevalece a expectativa de juros declinante, permitindo, assim, as instituições ajustarem o perfil de suas carteiras ao comportamento da taxa de referência do mercado monetário (gráfico 5).

As maiores alterações no perfil da dívida pública ocorreram a partir do segundo semestre de 2005. A estabilidade do cenário macroeconômico garantiu a convergência das expectativas sobre o comportamento dos juros, câmbio e inflação e permitiu levar adiante a estratégia de gestão da dívida pública. A posição atual (maio de 2007) é favorável em comparação com a de outros momentos, mas os traços estruturais da trajetória da dívida continuam presentes. O valor a vencer em 12 meses (33,8%) e o peso dos títulos indexados

⁸ Como colocou Franco (2006 p. 284): “Na verdade, do ponto de vista de um tesoureiro com o encargo de administrar passivos, a troca de papéis cambiais por LFT e pré-fixados de custo equivalente ou maior, a partir do momento em que o dólar atingiu o seu pico, resultou no fato de o Tesouro ‘perder’ toda a apreciação cambial (de R\$ 3,80 para R\$ 2,20) do período, substituindo-a por juros Selic. O prejuízo para os cofres públicos pode ser estimado em cerca de 5% do PIB.”

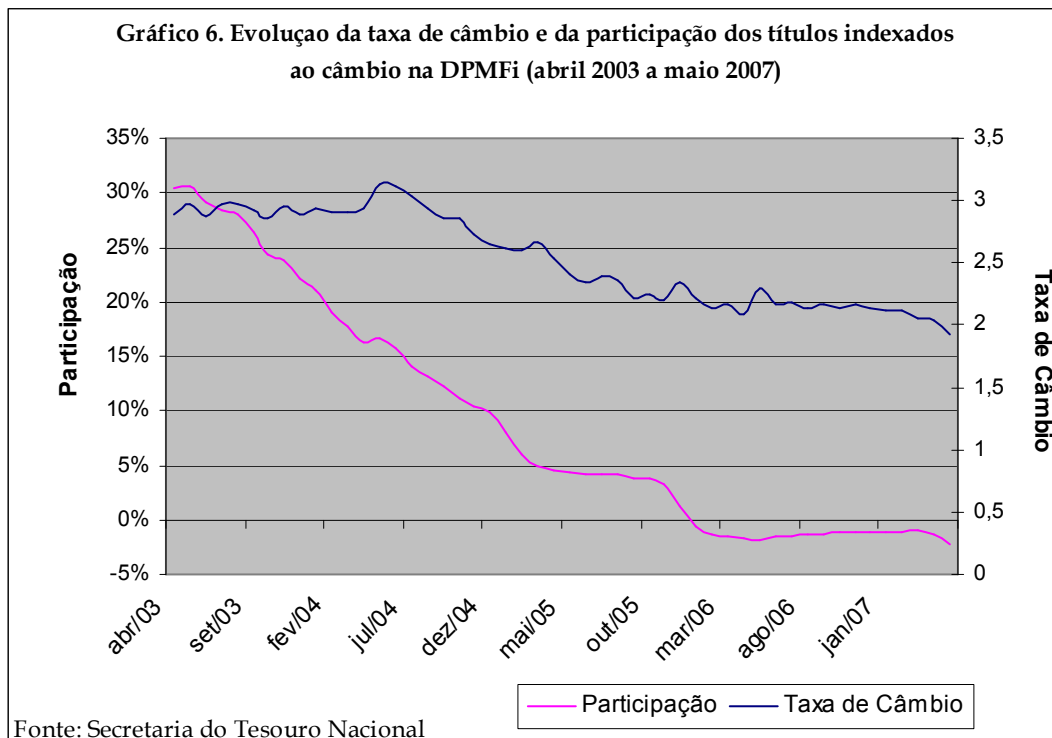
à meta operacional da política monetária (40%), além do insuficiente alongamento da dívida, são sinais da perenidade das características basilares da estrutura da dívida pública e da possibilidade de rápidas alterações do quadro atual tão logo mude o cenário econômico.



As mudanças recentes, no entanto, tendem a aumentar a aproximação do mercado brasileiro ao da situação de outras economias. O interesse comum entre os atores do mercado favorece a realização de reformas de difícil concretização no momento anterior diante do menor atratividade no carregamento dos títulos indexados ao câmbio e à Selic. A valorização da taxa de câmbio encarregou-se de eliminar a atração dos títulos cambiais e a atual situação do balanço de pagamentos e das reservas internacionais indicam ser pouco provável alterações desse quadro no curto prazo, prevalecendo a tendência de baixa procura por títulos indexados ao câmbio (gráfico 6).

O efeito da queda esperada da taxa de juros é outro elemento que amplia a perspectiva de rever a composição das carteiras de títulos. A estabilidade inflacionária e a menor volatilidade dos juros reduzem o risco de mercado e as instituições podem abrir mão do seguro oferecido pelas LFT em troca de maiores ganhos na operação com outros títulos. As LFT, em razão da baixa variação de preços e da limitada oportunidade de

ganhos de capital, não despertam interesse de comercialização no mercado, abrindo, assim, a chance de se buscar maiores ganhos com títulos (LTN e NTN) mais negociações no mercado secundário (gráfico 1 anexo).



Além disso, com a queda da taxa de juros, as LFT perdem o mercado cativo atrelado aos Fundos de Investimentos (FIF). Um estudo da ANBID [s.d.], comparando os FIF com a caderneta de poupança, indica que a taxa Selic próxima de 10% a.a., aliada aos efeitos da tributação e das taxas de administração dos fundos, torna a rentabilidade da poupança equivalente ao retorno líquido dos Fundos DI (tabela 5 anexo). A preservação desse quadro colocará em pauta a alteração da composição das carteiras dos fundos de investimentos para manter a sua atratividade e/ou o desenvolvimento de outras opções de aplicação financeira em que o peso das LFT seja menor.

Tabela 6. Detentores dos Títulos Federais em Poder do Público - Composição em relação ao total do tipo de detentor (a)

CLIENTES													Em %
TÍTULOS	CARTEIRA PRÓPRIA	PATRIMÔNIO CÂMARAS	TÍTULOS VINCULADOS (b)	PESSOA FÍSICA	PESSOA JURÍDICA NÃO FINANCEIRA	PESSOA JURÍDICA FINANCEIRA (c)	FI (d)	OUTROS FUNDOS	TOTAL CLIENTES	TOTAL MERCADO (1)	EXTRA-MERCADO (2)	EM PODER DO PÚBLICO (1+2)	
LTN	28,04	7,19	42,02	24,15	9,96	32,57	31,48	0,80	27,89	29,72	-	29,52	
LFT	41,68	77,95	21,03	34,18	19,10	3,72	41,81	74,09	38,25	37,21	-	36,95	
LFT-A	0,59	-	0,50	-	0,03	-	0,17	-	0,15	0,34	0,02	0,34	
LFT-B	0,09	-	0,01	0,75	0,24	-	0,06	-	0,09	0,08	0,29	0,08	
LFT (e)	1,38	-	0,01	-	-	-	0,00	-	0,00	0,46	-	0,45	
BTN/BIB	0,00	-	0,00	-	0,01	-	0,00	-	0,00	0,00	-	0,00	
NTN-A3	0,02	-	0,09	-	0,02	-	0,00	0,04	0,01	0,02	99,69	0,70	
NTN-P	0,92	-	-	-	0,00	9,52	-	-	0,00	0,30	-	0,30	
NTN-B	14,10	10,39	17,87	27,00	43,02	-	14,14	11,59	18,82	17,14	-	17,02	
NTN-C	1,24	-	6,72	6,16	12,93	-	6,97	13,48	7,94	5,58	-	5,54	
NTN-D	0,09	-	0,23	0,02	0,03	-	0,10	-	0,09	0,10	-	0,10	
NTN-P	0,03	-	-	-	-	-	-	-	-	0,01	-	0,01	
NTN-M	0,02	-	-	-	0,01	48,14	-	-	0,00	0,01	-	0,01	
NTN-M	0,01	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00	-	0,00	
NTN-I	0,23	-	-	-	0,43	0,42	-	-	0,07	0,11	-	0,11	
NTN-A1	0,03	-	0,09	0,06	-	-	-	-	0,00	0,02	-	0,02	
NTN-F	11,52	4,48	11,33	7,68	14,20	5,63	5,27	-	6,70	8,87	-	8,81	
NTN-A6	0,03	-	0,08	-	0,00	-	-	-	0,00	0,02	-	0,02	
TOTAL	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	

(a) Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

Percentual em relação ao total em poder do público desse tipo de título.

(b) Títulos vinculados a depósito compulsório sobre poupança e sobre depósitos a prazo; reserva técnica; aumento de capital; recursos externos; empréstimos de liquidez; caução; depósitos judiciais; e câmaras.

(c) Pessoa jurídica financeira abrange instituições sem conta individualizada no Selic.

(d) Os dados referem-se às contas Cliente Especial dos fundos de investimento regidos pela Instrução CVM 409, de 18/8/2004.

(e) Títulos emitidos por meio de colocação direta.

Fonte- Banco Central -Nota para a imprensa mercado aberto

Tabela 7. Detentores dos títulos federais em poder do público – posição da carteira própria (a)

TÍTULOS	CARTEIRA PRÓPRIA												TOTAL EM PODER DO PÚBLICO				
	BANCO COMERCIAL NACIONAL (b)						BANCO DE INVESTIMENTO NACIONAL (c)							CORRETORA - DISTRIBUIDORA ESTRANGEIRA	CORRETORA - DISTRIBUIDORA NACIONAL	OUTROS	TOTAL CARTEIRA PRÓPRIA
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)					
LITN	82.132	24,5	20.735	6,2	2.354	0,7	4.221	1,3	130	-	12	-	-5.431	-1,6	104.154	31,1	334.680
LFT	147.953	35,3	1.447	0,3	2.416	0,6	358	0,1	740	0,2	140	-	1.773	0,4	154.828	37,0	418.969
LFT-A	1.525	40,1	182	4,8	195	5,1	-	-	286	7,5	-	-	-	-	2.188	57,6	3.800
LFT-B	231	24,3	-	-	21	2,2	-	-	76	8,0	-	-	25	2,7	353	37,1	949
LFT (d)	5.110	99,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	5.111	99,5	5.139
BTN/BIB	3	9,0	3	9,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	18,1	32
NTN-A3	-	-	-	-	66	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	66	0,8	7.969
NTN-P	2.721	79,8	0	-	10	0,3	-	-	-	-	-	-	670	19,7	3.401	99,8	3.408
NTN-B	45.632	23,6	5.040	2,6	1.095	0,6	534	0,3	69	-	-	-	23	-	52.393	27,1	193.041
NTN-C	2.897	4,6	448	0,7	101	0,2	19	-	0	-	-	-	1.130	1,8	4.595	7,3	62.801
NTN-D	150	12,8	124	10,6	7	0,6	41	3,5	-	-	-	-	-	-	322	27,5	1.174
NTN-P	90	97,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	2,8	93	100,0	93
NTN-M	30	31,1	44	44,7	-	-	2	2,4	-	-	-	-	-	-	77	78,1	98
NTN-M	-	-	20	100,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20	100,0	20
NTN-J	80	6,3	17	1,3	754	59,0	-	-	-	-	-	-	-	-	852	66,6	1.278
NTN-A1	129	49,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	129	49,1	263
NTN-F	34.242	34,3	7.839	7,8	-	-	703	0,7	2	-	-	-	9	-	42.796	42,8	99.916
NTN-A6	24	10,2	-	-	-	-	-	-	99	41,5	-	-	-	-	123	51,7	238
TOTAL	322.951	28,5	35.899	3,2	7.019	0,6	5.879	0,5	1.403	0,1	152	-	-1.797	-0,2	371.505	32,8	1.133.869

(a) Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

(b) Inclui os bancos múltiplos com carteira comercial e sem carteira de investimentos ou com carteiras comercial e de investimentos que apresentam exigível sobre recursos à vista.

(c) Inclui os bancos múltiplos sem carteira comercial ou com carteiras comercial e de investimentos que não apresentam exigível sobre recursos à vista.

(d) Títulos emitidos por meio de colocação direta.

Fonte- Banco Central -Nota para a Imprensa mercado aberto

O abandono paulatino do carregamento de LFTs é, certamente, a tendência caso se sustente a queda da taxa de juros, mas, até o momento, avançou pouco. O exame dos detentores dos títulos federais em poder do público de maio de 2007 aponta que a participação das LFT nas carteiras próprias das instituições financeiras alcançou 43,7% e das aplicações dos FIF em títulos públicos 42,0%. Isto é, as instituições financeiras e os FIF, responsáveis por 77,7% do total dos títulos em poder do público, estão fortemente atrelados ao título símbolo de uma era passada e resistem a abandonar a confortável posição de altos ganhos e baixos riscos (tabela 6).

É interessante notar, por outro lado, que o comportamento dos agentes revelam diferenças significativas na composição das carteiras próprias. Os bancos comerciais e de investimentos nacionais respondem por 88,8% do valor total das carteiras próprias e concentram, respectivamente, 47,9% e 34,4% das aplicações em LFT, enquanto que as instituições congêneres estrangeiras usam bem menos as LFT (4,5% e 6,1%), preferindo carregar LTN e NTN. As corretoras-distribuidoras nacionais, por sua vez, aplicam pouco mais de 50% dos recursos em LFT, ao passo que as estrangeiras lastreiam as suas operações quase exclusivamente nestes títulos (tabela 7), mas, o peso delas no valor total das carteiras próprias é pouco significativo e não determinam a tendência do mercado.

O que se conclui é que o mercado de títulos da dívida pública, apesar dos avanços recentes, continua exposto aos juros de curto prazo e as instituições nacionais, sobretudo, resistem em abandonar a posição tradicional de carregar LFT. O peso das LFT e o elevado valor da dívida pública a vencer em 12 meses indicam que a estabilidade macroeconômica ainda não conseguiu romper a inércia e criar condições de mercado próximas a de outras economias emergentes.

V.5. O que fazer com o mercado de dívida pública?

A discussão sobre o que fazer com o mercado de títulos públicos e, particularmente, o destino das LFT, não é consensual, com alguns defendendo que o alongamento da dívida e a morte das LFT devem ocorrer como resultado natural da consolidação fiscal e do fim das condições de incerteza na economia brasileira. Resende (2006) e Arida (2006) questionam a idéia de que as LFT são sério constrangimento ao alongamento da dívida e à redução da taxa de juros; ao contrário, a vêem como instrumento importante nos momentos de *stress*, por serem capaz de facilitar o refinanciamento da dívida e reduzir o seu custo, além de conter o risco de crise sistêmica.

A causa central da eficácia duvidosa da política monetária e dos altos juros da economia brasileira, na opinião de Resende (2006), está localizada na perenidade do desequilíbrio fiscal e na presença de fatores relacionados ao que denomina de incerteza jurisdicional (Arida, Bacha e Resende, 2005). A presença do risco sistêmico ou de jurisdição é o elemento determinante do peso significativo das LFT e do encurtamento da dívida pública e não vê condições de mudar esse quadro enquanto a percepção de risco dos investidores for elevada. Acredita que o efeito da adoção de medidas artificiais de alongamento da dívida e de colocação de títulos prefixados seria marginal, podendo, até mesmo, ampliar o custo e a fragilidade de refinanciamento da dívida no caso de ocorrência de crises.

O autor aceita a atuação do Banco Central de recomprar os títulos e de incorrer em altos custos fiscais diante do risco de colapso do sistema. Além disso, reconhece que a forte participação das LFT na composição da dívida é um fator de agravamento do custo fiscal quando a autoridade monetária opta por elevar a taxa de juros e responsável por potencializar o risco sistêmico. Porém, considera esse efeito menos importante se for comparado com o gasto de resgatar o sistema financeiro para evitar uma crise sistêmica. A conclusão a que chega é que pouco se pode fazer, pois *“o alongamento da dívida, e suas vantagens operacionais e fiscais, são conseqüências de uma boa política, isto é, da redução do risco e da incerteza. A menor participação das LFT na dívida deve, portanto, resultar naturalmente, do abrandamento da percepção de risco e de incerteza, e não de uma imposição por via regulatória”* (p. 227).

O ponto de vista de Arida (2006) é semelhante ao de Resende (2006). Não vê o refinanciamento da dívida com base nas LFT como o fator responsável por inibir a queda da taxa de juros e o alongamento da dívida pública e acredita que a única vantagem na eliminação desses títulos seria a menor volatilidade da taxa de juros e da relação dívida/PIB. Contudo, o Tesouro, em contrapartida, teria de arcar com um custo esperado maior da dívida pública em razão da deterioração do estado das expectativas. Não aceita a idéia de que *“há, no Brasil, uma preferência irracional ou cultural por LFT, mas sim uma exigência de prêmios de riscos elevados para aplicações com maior duração em razão dos riscos e incertezas a que a economia ainda está sujeita”* (p.240) e, por esse motivo, a presença das aplicações lastreadas em LFT ajuda a mitigar o risco e opera a favor da estabilidade.

O meio de se superar esse problema, na opinião desse autor, é a manutenção do movimento natural e gradativo de melhoria da situação econômica e das incertezas, com a estabilidade levando à queda da taxa de juros e à construção de uma estrutura a termo da taxa de juros. O que resta, então, é perseverar na defesa dos fundamentos básicos e o sucesso dessa trajetória provocaria o fim das LFT, nas palavras de Bacha & Oliveira Filho (2006), de morte morrida e não de morte matada. Pois, como colocou Moraes (2006), nos países que apresentam uma estrutura de taxa de juros bem definida, não há razão para que o mercado busque formas de proteção como as que são oferecidas pelas LFT.

A posição desses autores deixa de lado alguns aspectos a serem destacados. Moura (2006) lembra que a resistência em abrir mão das LFT está na dificuldade do mercado privado cumprir o papel que as LFT exercem na cobertura de risco de mercado. Na sua opinião, o caminho das operações privadas nos mercados futuros de taxas de juros (*swaps* e futuros de DI) esbarra em dois problemas: primeiro, os mercados de derivativos exigem do investidor a obrigação de ajustes diários em função das oscilações de preços dos contratos; segundo, os contratos referenciados ao CDI estão sujeitos a alterações em relação ao valor da Selic, de modo que as oscilações de preços dos contratos podem não dar a proteção integral no caso de alterações das taxas de juros básicas. A situação é particularmente relevante nos momentos de turbulência, fazendo com as instituições busquem o seguro oferecido pelas LFT, uma vez que as opções do mercado privado não oferecem um *hedge* perfeito para as oscilações da taxa de juros.

Outro ponto na colocação de Moura (2006) é a lembrança de que a mera existência das LFT inibe e torna redundante a existência de um mercado secundário, pois ocupa parte de suas funções, reforçando a posição do Tesouro como garantidor em última instância dos riscos de mercado. A presença das LFT, ao lado da disposição dos gestores da dívida de recomprar ou trocar os títulos em momentos de incerteza e da rolagem dos títulos no *overnight*, preenche o espaço e atrofia o desenvolvimento do mercado secundário, inibindo o avanço de uma peça fundamental no esforço de expansão do mercado de títulos públicos (Turner, 2002; Castellanos, 1998; World Bank/IMF, 2001). Este fato, por sua vez, reforça o papel das LFT e da ação do Banco Central/Tesouro no mercado, alimentando a cultura em favor da continuidade do *status quo*.

A presença das LFT é vista de modo crítico por outros analistas. Franco (2006) lembra que a adoção das LFT ocorreu em resposta a uma situação de emergência e gerou

uma cultura difícil de ser alterada, mesmo depois de superadas as condições que lhe deram origem, “o fato é que as condições excepcionais foram ultrapassadas, mas as instituições que então se desenvolveram, e que são sintetizadas pelas LFT, mantiveram-se intactas. E como estamos tratando de instituições, não devemos esperar que a mudança de ambiente em si determine espontaneamente a sua modificação em um curto espaço de tempo.” (p. 275). Na visão do autor, o momento requer a intervenção direta na operação do mercado de títulos públicos e de sua integração com o mercado monetário, alterando a *cultura* gerada pelo processo de alta inflação e eliminando o *seguro* dado às instituições de que o governo irá atuar com o objetivo de evitar o risco de mercado. Não se trata apenas de negar as operações com as LFT, mas de ir mais longe e alterar a prática em relação aos outros títulos e a dependência que se estabeleceu entre a indústria de fundos, as LFT e o processo de rolagem da dívida pública, mudando o *modus operandi* do mercado de reservas bancárias e o marco regulatório dos fundos.

A posição de Carneiro (2006), embora mais moderada, também caminha no sentido de que se deve mudar, pois “*não realizar nada de novo quer dizer persistir em reformar o Brasil com juros altos*” (p.213). Em sua opinião, é preciso reconhecer hoje a presença das LFT como um sintoma de anomalia financeira e um dos fatores responsáveis pela alta taxa de juros da economia brasileira, uma vez que não existe mais a situação passada em que eventual fracasso na rolagem da dívida poderia gerar uma corrida contra a moeda e desestabilizar o sistema monetário. Além disso, não vê evidências de que os problemas de monetização excessiva, devido a anomalias na demanda de títulos, não pudessem ser solucionados por meio dos instrumentos tradicionais do BC ou da atuação conjunta com o Tesouro.

O autor acredita que o risco de não rolagem da dívida não parece ser tão relevante a ponto de justificar o peso ou o papel das LFT no mercado de dívida pública e na operacionalização do mercado monetário. Entretanto, realça que esses títulos, mesmo deixando de ser o lastro das operações do *overnight*, seguem atuando com destaque como lastro dos fundos referenciados ao custo das reservas bancárias e fonte de liquidez de outros fundos. A mudança observada no decorrer do tempo reduziu o peso da dívida pública no balanço dos bancos e o risco de crise sistêmica; mas, por outro lado, ampliou a articulação das LFT com a indústria de fundos, sinalizando que a confusão entre moeda e

poupança financeira continua presente e ainda se preserva a questão do excesso de liquidez bem remunerada.

Carneiro (2006) vê na queda da taxa de juros o caminho natural em direção à diversificação de ativos e à diminuição da demanda por LFT, mas, enquanto o efeito dessas mudanças não chega, crê que *a importância das LFT na composição da dívida pública parece excessiva para o nível de risco contra o qual ela representa um seguro* (p. 216) e indaga se a combinação entre juros elevados e demanda por liquidez bem remunerada não será um fator de inércia na determinação dos juros básicos, apontando que há argumentos a favor de uma estratégia menos passiva capaz de levar à melhoria da dívida pública. Com o que concorda Lopes (2006) que defende a implementação de uma estratégia capaz de transformar, no decorrer do tempo, a dívida pública em LFT em dívida mais longa com taxas flutuantes, até o momento em que se alcance uma estrutura de prazos desejável e se torne possível substituí-las por papéis prefixados.

As opiniões de Moura (2006), Franco (2006), Carneiro (2006) e Lopes (2006) reforçam a tese de que não se justifica mais retardar a implementação de uma estratégia repensando a presença das LFT, bem como a garantia dada ao sistema financeiro contra as oscilações *normais* da política econômica de curto prazo. As alterações irão exigir um período de transição, mas devem propor como meta acabar com as LFT e separar o mercado de dívida pública do mercado monetário. A situação econômica é propícia ao desencadeamento de medidas capazes de dar um fim à herança do período inflacionário. Entretanto, o que parece inibir as mudanças é a facilidade oferecida à ação dos responsáveis pela política monetária, a dificuldade de contrariar interesses consolidados dos investidores e do mercado financeiro, bem como a falta de incentivo em propor medidas diante do risco de alguma turbulência caso o processo seja mal formulado.

As LFT, como elemento síntese da situação presente, ocupam o centro das atenções nas propostas de mudanças no mercado de títulos públicos. Porém, a eliminação delas é apenas parte de um processo e não pode ser desvinculada de outras medidas envolvendo alterações do marco regulatório, cujo sentido deve ser o de incentivar a demanda por títulos mais longos no mercado financeiro doméstico. Não há como pensar em mudar o papel das LFT sem alterar a atual legislação que dá ao público o direito de liquidez diária nos fundos. A existência deste tipo de regulamentação coíbe o alongamento da dívida, uma vez que as instituições devem carregar LFT ou manter operações compromissadas

com remuneração atrelada ao *overnight* para que seja viável atender a necessidade de liquidez.

A legislação sobre os fundos de investimentos deveria ser alterada com o propósito de limitar a liquidez diária das cotas e o carregamento de carteiras atreladas aos títulos de curto prazo. O objetivo seria direcionar os investidores às aplicações mais sofisticadas e de menor liquidez, abrindo espaços à geração de uma família de fundos capaz de atender interesses variados em termos de risco e de prazo de maturidade, impulsionando os fundos multimercados. As aplicações de liquidez diária continuariam existindo, mas com remuneração desvinculada da taxa referencial do mercado monetário. Com isso, se sepultaria de vez uma das inovações criadas para garantir a valorização da riqueza financeira e a rolagem da dívida em condições de alta inflação, abrindo caminho à ampliação da demanda por títulos públicos de maior duração e com juros não atrelados ao movimento da política monetária de curto prazo.

Tabela 8. Carteira Consolidada por Tipo de Aplicação

R\$ milhões

Discriminação	dez/98	%	dez/99	%	dez/00	%	dez/01	%	dez/02	%	dez/03	%	dez/04	%	dez/05	%	dez/06	%	fev/07	%	mar/07	%
01. Ações	17.465	19,2	30.259	26,3	30.669	23,6	28.614	18,5	26.684	15,8	40.968	19,0	51.188	20,0	59.975	20,3	73.848	21,0	72.430	20,1	74.694	20,4
02. Imóveis	9.684	10,7	10.110	8,8	10.460	8,0	10.554	6,8	11.330	6,7	11.601	5,4	11.565	4,5	11.836	4,2	11.662	3,3	11.649	3,2	11.511	3,2
03. Depósito a prazo	8.818	9,7	5.313	4,6	4.145	3,2	4.822	3,1	3.908	2,3	2.680	1,2	2.284	0,9	3.340	1,1	3.689	1,0	3.590	1,0	3.490	1,0
04. Fundos de investimentos - RF	20.648	22,8	36.423	31,6	47.710	36,7	62.411	40,4	69.089	41,0	96.343	44,6	119.101	46,6	137.098	46,4	158.252	44,9	164.348	45,7	163.227	44,7
05. Fundos de investimentos - RV	9.214	10,2	14.066	12,2	14.881	11,4	16.232	10,5	20.067	11,9	21.536	10,0	25.908	10,1	30.772	10,4	41.805	11,9	41.912	11,6	42.288	11,6
06. Empréstimo a participantes	1.740	1,9	1.805	1,6	2.279	1,8	2.742	1,8	3.190	1,9	3.992	1,8	4.883	1,9	5.650	1,9	6.519	1,9	6.616	1,8	6.672	1,8
07. Financiamento imobiliário	4.021	4,4	3.868	3,4	3.797	2,9	3.848	2,5	3.438	2,0	3.365	1,6	3.015	1,2	2.483	0,8	2.325	0,7	2.319	0,6	2.313	0,6
08. Debêntures	3.229	3,6	2.892	2,5	2.660	2,0	3.201	2,1	3.733	2,2	3.707	1,7	3.467	1,4	3.428	1,2	4.632	1,3	4.820	1,3	4.732	1,3
09. Títulos públicos	5.918	6,5	7.307	6,3	8.588	6,6	17.513	11,3	22.471	13,3	27.419	12,7	29.871	11,7	35.818	12,1	43.972	12,5	45.753	12,7	50.130	13,7
10. Outros	2.382	2,6	3.011	2,6	4.687	3,6	4.496	2,9	4.612	2,7	4.492	2,1	4.429	1,7	4.777	1,6	5.429	1,5	6.504	1,8	6.246	1,7
11. Oper. c/ patrocinadoras	7.637	8,4	70	0,1	201	0,2	144	0,1	76	0,0	77	0,0	78	0,0	72	0,0	63	0,0	62	0,0	61	0,0
Total	90.757	100	115.124	100	130.077	100	154.578	100	168.498	100	216.180	100	255.788	100	295.250	100	352.196	100	359.962	100	365.364	100

Fonte: Abrapp

A questão do marco regulatório não está presente apenas nos fundos de investimentos. As carteiras dos investidores institucionais ainda contam com forte presença das LFT e de títulos de mais curto prazo, descaracterizando a atuação deles como demandantes de dívida de mais longo prazo (Figueiredo e Megale, 2006). Os fundos de pensão, na busca por rentabilidade e segurança, adotam uma lógica de aplicação próxima a de investidores com outras características, reduzindo o efeito potencial que poderiam

ter no papel de tomadores de títulos longos.⁹ As aplicações diretas em títulos públicos, embora tenham se ampliado na atual década, responderam, em março de 2007, por 13,7% da carteira consolidada dessas instituições, valor abaixo do peso encontrado em outros países. A parcela mais relevante dos recursos (56,3%) continua sendo direcionada para os fundos de investimentos, pouco afeitos a carregarem dívida de longo prazo (tabela 8).

A queda da taxa Selic coloca em questão a estratégia recente dos fundos de pensão, que, até o momento, mantiveram as metas de retorno atreladas às aplicações em títulos públicos, sobretudo, por meio dos fundos de investimentos. Caso se mantenha a trajetória de queda dos juros, os fundos de pensão deverão rever as suas posições, buscando outros tipos de investimentos, com maior risco, para sustentar a margem de rentabilidade. Como os fundos de pensão mantêm as suas metas atuariais normalmente definidas a partir de índices de preços, abre-se importante espaço de colocação de títulos públicos indexados à inflação, de longo prazo, importantes na busca de maior maturidade da dívida pública. Enfim, é preciso ampliar a discussão sobre a atuação dos fundos de pensão e das seguradoras, uma vez que a tendência de queda dos juros e o debate sobre o fim das LFT interferem na lógica das aplicações desses investidores institucionais, que, como todo o restante do mercado, ainda é marcada pelas condições de alta instabilidade.

A definição de novos rumos na composição das carteiras dos fundos de pensão e das seguradoras é um passo importante no encaminhamento do mercado de títulos da dívida pública e parte de uma discussão mais ampla, envolvendo alterações nas LFT e na regulamentação dos fundos de investimento, adequando essas condições ao cenário de estabilidade da economia brasileira.

V.6. Considerações finais

O problema da dívida pública está no epicentro da política econômica desde a crise do início dos anos 1980 e do comprometimento das contas públicas com o pagamento dos encargos externos. A gestão da dívida pública, prisioneira da crise fiscal, limitou a sua tarefa a atrair os recursos líquidos do setor privado e garantir as condições de rolagem da dívida, diante do risco latente de hiperinflação aberta caso a fuga das aplicações levasse à monetização dos títulos públicos.

⁹ Como colocou Turner (2006, p.5): " If local bond markets are underdeveloped, institutional investors may be induced to hold short-term paper. Pension funds in some countries have an incentive to hold short-term paper either because of an inverted yield curve or because money market instruments can be traded more readily than long-term paper."

O auge da moeda indexada, com a criação das LBC (atuais LFT), constituiu o ponto culminante da construção do aparato institucional voltado para evitar que o risco de não valorização da riqueza financeira comprometesse o financiamento do setor público. As LBC surgiram como recurso derradeiro de uma economia prisioneira do quadro de ruptura do financiamento externo e do alto risco de não refinanciamento da dívida, em um momento delicado, em que a travessia da crise dependia da confiança dos agentes de que os juros reais seriam mantidos e estaria assegurada a valorização da poupança financeira.

O que deveria ser o *modus operandi* de transição, em resposta ao momento de incerteza radical, acabou por se transformar em característica da economia brasileira, com a estreita conexão entre os mercados monetário e de títulos públicos e a confusão do que é moeda e poupança financeira assumindo caráter perene, introjetando nos investidores e instituições a cultura de elevados ganhos e baixo risco.

A opção de não mexer nas LFT, elemento síntese da moeda indexada, no lançamento do Plano Real pode ser atribuída ao papel reservado à dívida pública no programa de estabilização e à excepcionalidade do momento. O uso da âncora cambial e a previsão de déficits em transações correntes exigiam a definição de um rol de ativos em condições de garantir a valorização do capital necessário ao financiamento do balanço de pagamentos. Os títulos públicos ocuparam espaço relevante nesse movimento e o risco de turbulência no processo de revisão do mercado de dívida pública afetaria as expectativas sobre câmbio e juros, trazendo dificuldades desnecessárias ao Plano Real.

Além disso, a prioridade do combate à inflação não deu lugar a medidas que pudessem intervir na liberdade da política monetária. A determinação de uma agenda de política econômica restrita ao objetivo de estabilidade dos preços fez o Banco Central reivindicar o poder de manipular os juros e o câmbio livre de outras preocupações que não fosse a inflação. A volatilidade da taxa de juros, em resposta aos percalços da inserção externa e dos movimentos do ciclo de crédito internacional, reforçou a idéia de que a liberdade de ação do Banco Central deveria ser preservada, independentemente dos custos fiscais e das considerações sobre o crescimento econômico.

A decisão foi, então, manter, em sua essência, o processo de gestão da dívida pública consolidado no período de alta inflação, preservando a simbiose com o mercado monetário e a confusão entre moeda e poupança financeira. As mudanças limitaram-se a acabar com a rolagem diária no *overnight* e a obter algum espaço de alongamento da

dívida. O modelo atendia a vários interesses. O Banco Central preservou a liberdade de manipular a taxa de juros e defender a estabilização sem colocar em risco o sistema financeiro. As instituições financeiras contavam com elevados ganhos e a certeza de que as autoridades afastariam o risco de mercado e preservariam a rentabilidade das aplicações em títulos dos públicos. Os investidores, contando com os resgates diários, preservaram a estratégia defensiva usada desde a fase de inflação acelerada e os ganhos financeiros. O Tesouro, por sua vez, teve facilitada a tarefa de refinanciamento da dívida pública, mas, por outro lado, arcou com o custo financeiro decorrente da prática usual de premiar os carregadores da dívida pública com um seguro contra riscos.

A opção de manter esse aparato institucional, em nome do compromisso histórico de defender o refinanciamento da dívida, permitiu ao sistema financeiro ajustar as suas posições aos movimentos dos juros e do câmbio e preservar os altos ganhos tanto nos momentos de pressão sobre a dívida pública como durante a fase de valorização cambial e de afrouxamento da política monetária, por meio do processo de troca e recompra de títulos.

A facilidade com que o mercado ajustou as suas posições e sustentou os ganhos do sistema financeiro, transferindo o ônus para as contas públicas, talvez explique a colocação feita por um estudo da Andima (2003), a partir de entrevistas realizadas com executivos das instituições afiliadas: *parece haver consenso quanto à percepção de que há espaço para que o Tesouro assumira uma atitude mais agressiva no mercado* (52). É interessante lembrar que as entrevistas foram feitas em um período bastante conturbado e, mesmo assim, os entrevistados concordam que a ação oficial se mostrou benevolente em demasia.

A preservação da simbiose entre o mercado monetário e o de dívida pública manteve características importantes do período de alta inflação. A confusão envolvendo moeda e poupança não deixou de existir. Os títulos públicos seguiram como substitutos das reservas de liquidez de bancos e fundos, com a peculiaridade de que pagam taxas de juros significativamente elevadas considerando o seu grau de liquidez. Além disso, o uso de política monetária restritiva afeta diretamente não só a *yield curve* dos títulos governamentais e o gasto com juros do setor público, mas se torna *benchmark* do mercado como um todo. As operações com títulos privados, forçadas a acompanhar a remuneração dos títulos públicos, são contaminadas e reforçam a sinalização de que as altas taxas de

juros da dívida pública são o padrão de referência de rentabilidade do conjunto da economia.

A oferta de títulos públicos com alta rentabilidade e baixo risco reflete-se também no baixo desenvolvimento do mercado privado, porque, de um lado, os investidores não vêem razão em buscar alternativas se o ganho for pequeno em comparação ao risco a ser enfrentado e, por outro, é maior a dificuldade de ampliar os prazos dos títulos privados em razão da dificuldade de oferecerem garantia de valorização da riqueza caso haja aumento da taxa de juros. O risco potencial de perdas limita a expansão do volume e dos prazos das operações no mercado de capitais, criando obstáculos à diversificação das formas de financiamento privado.

A convergência das expectativas sobre os indexadores da dívida pública e o momento da economia mundial, ao lado das condições favoráveis do balanço de pagamentos, das reservas internacionais e das contas públicas, oferecem ótima oportunidade de desmontar esse anacronismo característico do capitalismo brasileiro. A separação entre o mercado monetário e o de dívida pública, necessariamente, passa pela eliminação das LFT, síntese e pilar central da situação atual. Mas, o fim das LFT não é uma panacéia. É parte de um movimento mais amplo de revisão da cultura de gestão da dívida pública e de questionamento da prática dominada por regras viciadas, segundo as quais, as instituições participam de um jogo em que só existe a alternativa *win-win* e estão certas de que, em todas as ocasiões, desfrutam de um seguro implícito capaz de lhes assegurar elevada rentabilidade e risco desprezível.

As alterações devem envolver também a definição de novos marcos regulatórios de toda a indústria de fundos e das regras de acesso dos investidores ao mercado financeiro. A possibilidade de liquidez diária seria assegurada apenas aos recursos monetários, distintos da poupança financeira, com remuneração não vinculada aos juros básicos da economia. A criação de um leque de opções de aplicações conciliando risco e prazos daria condições aos fundos de diversificarem e alongarem as carteiras, facilitando a gestão da dívida pública e ampliando o universo de aplicadores interessados em rentabilidade e não em liquidez, sobretudo, dos investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, preocupados com a solvência de longo prazo.

A revisão da situação vigente implicaria em perda de graus de liberdade da política monetária. O risco de provocar uma crise em todo o sistema financeiro limitaria o poder

do Banco Central de promover altas bruscas da taxa de juros e exigiria melhorar a eficácia dos canais de transmissão da política monetária. Por outro lado, o setor público ganharia com a redução do custo de refinanciamento da dívida, a maior liquidez do mercado secundário e a redefinição da demanda dos investidores institucionais, ampliando a possibilidade de colocação de títulos de prazos e taxas diferenciadas, com influência direta na construção da curva de estrutura a termo da taxa de juros e de *benchmarks*, fundamentais no desenvolvimento do mercado de títulos privados.

A política fiscal, por sua vez, poderia voltar a se preocupar com outros aspectos de sua agenda e não ficar só presa à geração do superávit primário exigido no pagamento dos juros e na sustentabilidade da dívida pública. Os problemas do sistema tributário, do pacto federativo e da retomada dos investimentos teriam chance de serem vistos como prioridade e como instrumentos a favor do crescimento.

A inércia, o risco de enfrentar interesses consolidados e o receio de abrir mão da liberdade de manipular a taxa de juros podem frear o ímpeto de mudanças. As instituições financeiras, de qualquer modo, mantida a trajetória de queda dos juros, devem buscar saídas mais vantajosas desvinculadas do carregamento dos títulos indexados à Selic. Entretanto, desperdiçar essa janela de oportunidade e manter a posição passiva, esperando a morte natural das LFT e as alterações do mercado financeiro a serem propostas pelas instituições, significa tirar o Banco Central / Tesouro do comando do processo e se tornar refém de eventuais alterações do cenário macroeconômico. Certamente, as mudanças não podem ser feitas de um só golpe, mas é importante que entrem em pauta e se defina o caminho a ser trilhado.

Referências Bibliográficas

- ANBID Estudo de hipóteses de taxa Selic potencial para equilíbrio entre a rentabilidade da caderneta de poupança e dos fundos DI [s.d.] disponível em http://www.anbid.com.br/institucional/documentos_download/Fundos/Estudo
- AMANTE, A.; ARAUJO, M.; JEANNEAU, S. The search for liquidity in the Brazilian domestic government bond market. In: *BIS Quarterly Review*, June 2007
- ANDIMA Dívida Pública – propostas para ampliar a liquidez. *Relatório Econômico*, Rio de Janeiro, 2003
- ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- ARIDA, P.; BACHA, E.L.; RESENDE, A.L. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F; GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (orgs) *Inflation targeting, debt, and the brazilian experience – 1999 to 2003*. Cambridge: The MIT Press, 2005
- BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. Introdução In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- CARNEIRO, D. D. Letras Financeiras do Tesouro e normalidade financeira: haverá um ‘peso problem’? In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- CASTELLANOS, J. Developing government bond markets Washington, D.C, march, 1998 Disponível em: <http://www.iadb.org/sds/doc/ifm-111e.pdf>
- FARHI, M. *Efetividade e dilemas do regime de metas de inflação*. Projeto de Pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Subprojeto IV. BNDES. mimeo, 2007
- FEDERAL RESERVE of NEW YORK, *Undertanding Open Market Operations*, chapter five: Implementing Monetary Policy I, 2002
- FIGUEIREDO, L.F.; MEGALE, C. O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- FRANCO, G. H.B. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- GARCIA, M.G.P.; SALOMÃO, J. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- GOLDFAJN, I.; GUARDIA, E. R. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 39, 2003.
- GUARDIA, E. R. As razões do ajuste fiscal. In: GIAMBIAGI, F.; REIS, F.; URANI, R. *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 2004.

- LOPES, F. A questão do alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- LOPREATO, F.L.C. A política fiscal: mudanças e perspectivas. In: CARNEIRO, R. (org) *A Supremacia dos Mercados: a política econômica do governo Lula*. Ed. Unesp, 2006.
- MENDONÇA de BARROS, L.C. A Moeda Indexada. In: *Economia e Sociedade* n.2. agosto 1993. Revista do Instituto de Economia da Unicamp.
- MORAES, P.L.B As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- MOURA, A. Letras Financeiras do Tesouro: quousque tandem? In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- PASTORE, A.C. As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Orgs) *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- REDDY, Y.V. Issues and challenges in the development of the debt market in India Bis Paper nº 11 *The development of bond markets in emerging economies*; Jun 2002 <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11.htm>
- RESENDE, A.L. "Em defesa dos títulos de indexação financeira" in: *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Bacha, E. L. e Oliveira Filho, L.C., Rio de Janeiro, Contra Capa Livraria, 2006.
- SELAIMEN, S. B "Choques na economia afetam estratégia do Tesouro e do Banco Central". In: *Retrospectiva 2002*. ANDIMA. www.andima.com.br
- SIDAOU, J.J. The role of the central bank in developing debt markets in Mexico. Bis Paper nº 11 *The development of bond markets in emerging economies*; Jun 2002 <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11.htm>
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2006. Brasília. n.4, 2007
-
- Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento. Brasília. 2001 a 2007
- TORRES, M.J.R. *Operacionalidade da Política Monetária no Brasil*. Campinas, IE-Unicamp (Tese de Doutorado), 1999
- TURNER, P. Bond Market in emerging economies: an overview of policy issues. In: BI Paper nº 11 *The development of bond markets in emerging economies*; Jun 2002 disponível em: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap11.htm>
- VARGAS H, H; FINANCIAL STABILITY DEPARTMENT Public Debt Market Risk: The Effects on the Financial System and on Monetary Policy – the Case of Colômbia, BIS Paper nº 28, *The banking system in emerging economies: how much progress has been made?* August, 2006. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap28.htm>
- WORLD BANK; INTERNATIONAL MONETARY FUND *Developing Government Bond Markets: A Handbook*. Washington, D.C., 2001

ANEXOS

Tabela 1. Estrutura de vencimento da DPMFi em poder do público

bilhões

Vencimento	dez/05		jul/06		dez/06		abr/07		mai/07	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Até 12 meses	407,91	41,64%	417,70	41,20%	390,05	35,67%	416,53	36,17%	396,76	33,80%
De 1 a 2 anos	253,36	25,86%	243,29	23,99%	277,77	25,40%	238,16	20,68%	277,18	23,61%
De 2 a 3 anos	150,81	15,39%	139,74	13,78%	167,38	15,31%	199,99	17,37%	179,44	15,29%
De 3 a 4r anos	67,33	6,87%	58,44	5,76%	92,83	8,49%	104,83	9,10%	133,37	11,36%
De 4 a 5 anos	18,46	1,88%	62,47	6,16%	51,55	4,71%	72,25	6,27%	57,80	4,92%
Acima 5 anos	81,79	8,35%	92,31	9,10%	113,92	10,42%	119,71	10,40%	129,36	11,02%
Total	979,66	100,00%	1.013,93	100,00%	1.093,49	100,00%	1.151,47	100,00%	1.173,91	100,00%

STN- Relatório mensal da dívida pública federal - maio 07

Tabela 2. Prazo Médio das Emissões da DPMFi em oferta pública, por indexador

	Meses			
	Prefixados	Selic	Índice Preços	DPMFi
Dezembro/04	11,26	23,13	95,39	18,52
Dezembro/05	20,00	51,79	37,36	33,30
Dezembro/06	23,32	44,28	79,76	36,40
Janeiro/07	23,76	42,00	53,64	28,47
Fevereiro/07	22,83	33,90	97,57	33,70
Março/07	24,07	41,78	82,37	35,52
Abril/07	27,87	44,08	76,92	43,11
Mai /07	28,21	45,02	80,38	45,02

STN- Relatório mensal da dívida pública federal - maio 07

Tabela 3. Teste de Stress sobre juros e câmbio

Indexador	Participação no total da DPF (%)					Impacto Stress - R\$ bilhões e (%PIB)				
	2002	2003	2004	2005	2006	2202	2003	2004	2005	2006
Selic	42,4	46,5	45,7	43,9	33,4	52,72 (3,3%)	57,81 (3,6%)	56,78 (3,1%)	54,59 (2,8%)	41,53 (2,0%)
Câmbio	45,8	32,4	24,2	17,6	12,7	299,37 (18,9%)	211,91 (13,3%)	158,18 (8,5%)	115,04 (5,9%)	83,01 (3,9%)
Total	88,2	78,9	69,9	61,5	46,1	352,09 (22,2%)	269,72 (16,9%)	214,96 (11,6%)	169,63 (8,7%)	124,54 (5,9%)

Fonte: STN - Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2006

Tabela 4. Custo Médio Anual da DPMFi do Tesouro Nacional
Em poder do público - BRASIL, 2001/2002

		(% anual)			
Período		Total (1)	Total (2)	Pub (1)	Pub (2)
	2000	17,45	17,64	18,09	18,35
2001	Dez	17,83	8,73	18,62	10,07
	2001	17,18	18,28	17,88	18,42
2002	Jan	17,87	24,31	18,66	26,32
	Fev	17,93	13,09	18,48	13,28
	Mar	17,61	15,15	18,29	15,55
	Abril	17,98	19,91	18,48	20,94
	Mai	18,42	34,65	19,01	38,64
	Jun	19,63	72,19	20,28	83,09
	Jul	19,98	128,63	20,43	147,93
	Ago	20,50	5,69	20,99	4,58
	Set	21,14	337,95	21,71	317,61
	Out	24,79	12,87	25,48	12,87
	Nov	35,61	30,43	33,92	30,29
	Dez	30,17	23,28	31,06	24,53
	2002	20,94	45,00	22,13	46,86

Fonte:STN-Relatório do Tesouro Nacional - janeiro 2003

Pub - Títulos emitidos em oferta pública.

(1) Excluindo títulos indexados ao câmbio

(2) Incluindo títulos indexados ao câmbio

Tabela 5. Retornos projetados das aplicações em Poupança e Fundos DI

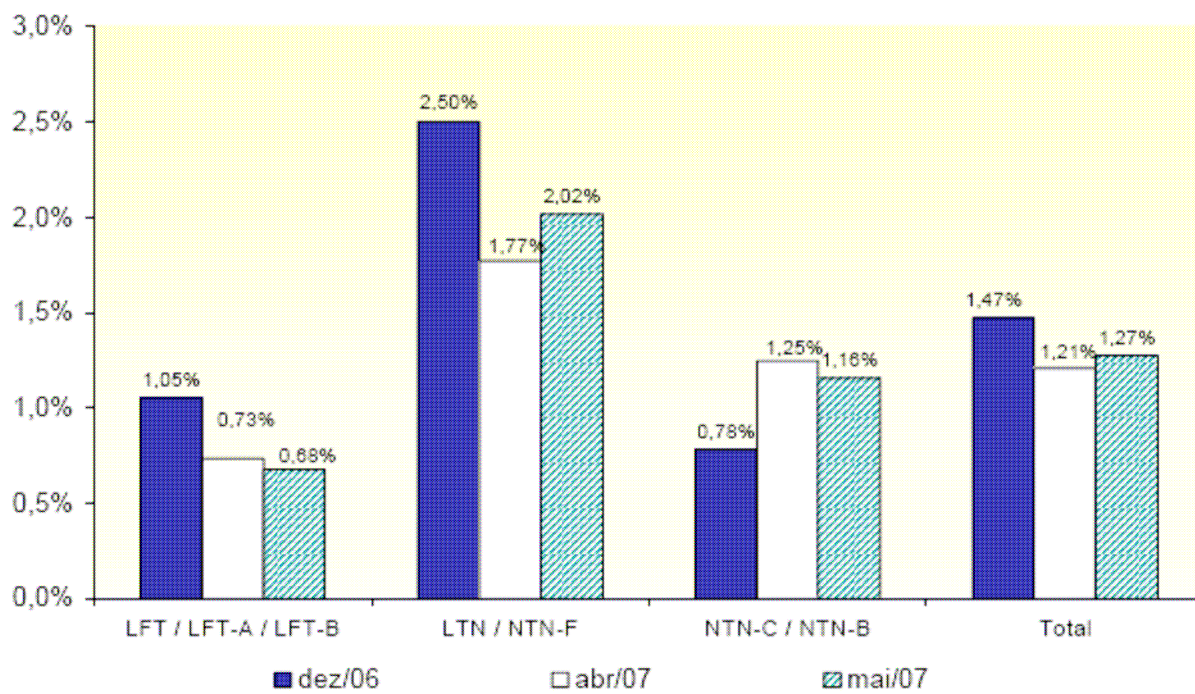
Selic (a)	TBF Estimada (b) = 0,9650* (a) ¹ %a.a.	TBF Estimada (c) %a.a.	TR	Poupança (e) = (d) + 0,5 a.m. %a.m.	Estimativa Fundos DI (líquido IR) (f) = 0,7852* (a) ² %a.m.	Fundos/Poupança (g) = (f) / (e)	Poupança %a.a.	Fundos DI (líquido IR) %a.a.
16,00	15,44	1,20	0,1719	0,67	0,98	145,44	8,37	12,38
15,00	14,48	1,13	0,1812	0,68	0,92	135,04	8,49	11,61
14,00	13,51	1,06	0,1800	0,68	0,86	126,77	8,47	10,85
12,00	11,58	0,92	0,1561	0,66	0,75	113,56	8,16	9,32
11,00	10,62	0,84	0,1433	0,64	0,69	106,62	8,00	8,55
10,00	9,65	0,77	0,1199	0,62	0,63	101,01	7,70	7,78
9,50	9,17	0,73	0,0831	0,58	0,60	102,23	7,23	7,39
9,00	8,59	0,70	0,0859	0,59	0,57	96,59	7,26	7,01
8,50	8,20	0,66	0,0488	0,55	0,54	97,60	6,79	6,62
8,00	7,72	0,62	0,0514	0,55	0,51	91,63	6,82	6,23
7,50	7,24	0,58	0,0139	0,51	0,47	92,36	6,34	5,85
7,00	6,76	0,55	0,0062	0,51	0,44	87,71	6,25	5,46
6,50	8,27	0,51	-0,0316	0,47	0,41	88,20	5,77	5,07
6,00	5,79	0,47	-0,0496	0,45	0,38	84,86	5,54	4,68

Fonte: ANBID

¹ Multiplicador obtido à partir da média histórica da relação entre TBF/SELIC, mês a mês, no período de Janeiro de 1999 a Dezembro de 2003, conforme descrito no anexo.

² Multiplicador obtido à partir da média histórica da relação entre Rentabilidade dos Fundos DI/SELIC, mês a mês, no período de Janeiro de 1999 a Dezembro 2003.

Gráfico.1 - Volume Diário de Títulos Públicos Negociados no Mercado Secundário como % dos Respectivos Estoques



STN- Relatório mensal da dívida pública federal - maio 07

