

**Problemas de gestão da dívida
pública brasileira**

Francisco Luiz C. Lopreato

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 139, jan. 2008.
ISSN 0103-9466**

Problemas de gestão da dívida pública brasileira

Francisco Luiz C. Lopreato

Resumo

A proposta é discutir a gestão da dívida pública, destacando o fato de que as características atuais são muito semelhantes às presentes no período de alta inflação, mesmo depois de mais de uma década de estabilização. O texto defende a idéia de que é preciso alterar as condições vigentes, acabando com as LFTs, com o objetivo de alongar a maturidade da dívida e aproximar o mercado brasileiro de outras economias emergentes.

Palavras-chave: Dívida pública; Finanças públicas; Setor público.

Abstract

The paper is intended to discuss the Brazilian public debt management, highlighting the fact that its present characteristics are very similar to those in the high-inflation period, even after more than a decade of stabilization. The article maintains that it is necessary to change the prevailing conditions, eliminating the LFTs (Letras do Tesouro National or Treasury Financial Bills), with the aim of increasing the maturity of the public debt and bringing the Brazilian market closer to other emerging economies.

Key words: Public debt; Public finance; Public sector.

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. Porém, pouco se avançou no trato da dívida pública.

As crises sucessivas e a instabilidade de 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, sem alterar substancialmente a gestão da dívida pública. Após mais de uma década da estabilização econômica, a gestão da dívida pública mantém traços semelhantes ao do período de alta inflação, quando serviu de instrumento na luta contra o desenlace da crise econômica e a hiperinflação aberta.

A obrigação de financiar o setor público levou à construção de uma institucionalidade particular, comprometida, antes de tudo, em impedir o colapso do mercado de títulos e o descontrole inflacionário. A presença dominante da moeda indexada, no jogo do *overnight*, evitou a hiperinflação aberta, mas deixou marcas no mercado financeiro brasileiro.

A estabilização monetária pós 1994 não veio acompanhada de mudanças institucionais capazes de alterar o *modus operandi* então vigentes e trouxe conseqüências importantes: primeiro, preservou o papel das LFT como elo de ligação entre o mercado monetário e a dívida pública; 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* aos títulos privados.

A preservação desse *modus operandi* atendeu os interesses tanto das autoridades econômicas como dos carregadores da dívida pública, 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.

A recente 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 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 não tinha, até agora, se colocado de modo tão claro. A presença de enorme estoque de dívida mobiliária e a cultura de defesa da valorização da riqueza financeira dificultaram as alterações. O momento atual é um convite à ação. Não se trata de tarefa fácil. Não é simples mexer com interesses consolidados e posições arraigadas, mas é possível discutir mudanças.

A proposta é promover alterações institucionais capazes de superar a herança inflacionária presente no mercado de títulos públicos, aproximando as suas características de outras experiências, em que o risco de mercado é parte das regras do jogo e não se alimenta a prática de aplicações no curto prazo, favorecendo, com isso, 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, bem como a expansão do mercado secundário e de títulos privados.

O texto, além dessa introdução, apresenta uma discussão inicial sobre a particular organização do mercado de títulos públicos na fase de alta inflação. A seção seguinte discute a gestão recente do mercado de títulos públicos e a idéia de que permanece as características anteriores à estabilização. A seção 3 apresenta a evolução da dívida pública depois de 1998, destacando as rápidas mudanças na composição e no perfil da dívida mobiliária. A seção 4 discute as idéias sobre o alongamento da dívida e

(1) Expressão usada por um analista de mercado americano em conversa com técnico de instituição financeira local sobre as condições do mercado brasileiro.

as mudanças institucionais, enfatizando o debate entre os defensores da ordem natural e os que apostam na intervenção no mercado de títulos públicos para afastar a herança do período inflacionário. O último tópico apresenta as considerações finais.

1 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 BC a defender regras comprometidas com a atratividade a qualquer custo dos títulos públicos e a 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 provocasse a fuga dos investidores e forçasse a monetização da dívida, abreviando o caminho da hiperinflação.

A construção do mercado de dívida pública teve início na reforma financeira de 1964. A criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) 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 no controle da inflação levou à ampliação das operações prefixadas e ao uso preferencial das Letras do Tesouro Nacional (LTN) no mercado de dívida pública. Entretanto, as operações ganharam novos rumos com a expansão da inflação pós 1973 e do custo de oportunidade de manter os recursos ociosos. Cresceu a demanda por títulos com correção monetária e por aplicações de curto prazo, em busca da 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 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.

(2) A discussão desse item apóia-se em Mendonça de Barros (1993).

Além disso, o BC 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, 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*. Este mecanismo 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. Porém, aumentos dos juros provocavam o descasamento entre a rentabilidade das carteiras e as taxas do *over* usados como base na remuneração dos recursos captados em mercado, ferindo o acordo implícito de preservação do lucro no carregamento da dívida e provocando *stress* no mercado.

O Banco Central (BC), fiel ao compromisso assumido, entrava no mercado trocando os papéis, recomprando os títulos antigos e vendendo outros com remuneração adequada à nova taxa do *overnight*, com o objetivo de evitar a desvalorização das carteiras e a perda de interesse no carregamento da dívida pública, causando dificuldades no financiamento do setor público. O mecanismo de troca dos títulos, ao lado da zeragem automática, restringia o risco dos agentes e permitia a manutenção de posições ativas e passivas com descasamento de prazos. De modo que, o carregamento de títulos de longa maturação, financiados com recursos captados diariamente, ocorria sem gerar 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: o governo garantiu o financiamento público e as instituições financeiras, empresas e famílias desfrutaram de liquidez, baixo risco e juros reais positivos.

A relevância desse modelo de gestão da dívida pública cresceu a partir da segunda metade dos anos 1970, com a aceleração inflacionária e os problemas de balanço de pagamentos. A volatilidade dos juros e do câmbio levou ao crescimento do peso das ORTN na carteira das instituições financeiras, ampliando o risco de carregamento da dívida pública. Por outro lado, o BC, diante da dificuldade de financiamento do balanço de pagamentos, elevou a taxa de juros e direcionou a

demanda de crédito ao exterior, ampliando a entrada de capitais externos e a liquidez interna. O resultado foi a maior colocação de títulos da dívida pública e a pressão sobre os juros, incentivando o endividamento externo e recolocando o problema de controle da liquidez. O movimento, conhecido como ciranda financeira, ampliou o estoque da dívida pública e o cuidado com o destino da riqueza acumulada em títulos públicos.

O risco de desvalorização da riqueza financeira com a não convergência entre a inflação esperada e a 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, na tentativa de evitar que o descasamento das suas posições ativas e passivas trouxesse risco sistêmico e embaraços à gestão 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 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 acirraram a crise fiscal e deixaram o governo refém da colocação de novos títulos. O pagamento dos encargos externos atrelou-se à dívida interna e as autoridades perderam espaços. O BC não teve alternativa senão sinalizar que os sobressaltos da política monetária não trariam risco ao sistema e reafirmar os procedimentos anteriores, aprimorando o mecanismo da carta de recompra e da zeragem automática.

O compromisso informal com a minimização dos riscos das instituições financeiras não era novidade, contudo, as condições do mercado de títulos públicos no início dos anos 1980 realçaram o papel do BC. O formato da gestão da dívida pública atendeu aos interesses dos 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 da política monetária. Isto deu liberdade ao governo de manipular os juros e evitar o desenlace da crise e a dolarização da economia. As empresas e famílias beneficiaram-se com a liquidez diária das aplicações e a garantia de valorização da riqueza financeira. Por outro lado, as instituições financeiras viveram o mundo dos sonhos, de ganhar sem correr riscos, desfrutando do *floating* e de generosos *spreads* no carregamento da dívida pública, certos de que não seriam afetadas caso não se confirmassem as suas previsões.

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 revelou 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 BC (LBC), com prazos de até um ano e indexação atrelada à taxa do *overnight*, procurou proteger o sistema financeiro, demarcando o momento final de definição do modelo institucional capaz de lidar com aquela situação de incerteza radical. O fim do descasamento de remuneração do ativo e passivo das instituições financeiras facilitou a condução da política monetária, eliminou o risco de mercado e assegurou a colocação dos títulos públicos.

O modelo de indexação à taxa do *overnight* representou o aprimoramento do modelo anterior e o auge da chamada *moeda indexada*, atrelando a remuneração dos depósitos a um indicador financeiro capaz de captar a evolução *esperada* dos preços, que, devido à aceleração inflacionária, deixou de ocorrer com o uso dos índices de preços.

A confiança de que o estoque de riqueza líquida não sofreria perdas colocou o *overnight* como refúgio seguro das aplicações e eliminou de vez a distinção entre moeda e poupança financeira, consolidando a *cultura* de elevados ganhos e baixos riscos e os interesses dos agentes envolvidos. O manejo da moeda indexada permitiu atravessar o difícil momento sem o trauma da hiperinflação aberta, mas legou o ônus desse processo ao setor público.

O arcabouço institucional não sofreu alterações significativas nos anos seguintes. Os planos de estabilização, todos de curta duração, não mexeram na lógica do modelo de gestão da dívida pública, embora contribuíssem, a cada congelamento, para evitar a explosão do estoque da dívida. Sem resolver o problema da restrição externa e o estrangulamento do setor público, não conseguiram alterar a lógica do mercado de títulos públicos.

2 Estabilidade sem desmontagem das características básicas do modelo anterior

O atual cenário macroeconômico, com a estabilidade dos preços e a superação 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 descontrole dos preços. Os eventuais repiques inflacionários devem, agora, ser enfrentados com o manejo normal da política monetária.

O momento da economia mundial favorece o equilíbrio das contas externas e contém a instabilidade de câmbio e juros. Além disso, o desajuste das contas públicas foi contido e a definição de um novo regime fiscal estabilizou a 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 e alterou os procedimentos da execução orçamentária. O uso do contingenciamento dos gastos para garantir as metas propostas deu caráter compulsório ao superávit primário e papel de *resíduo* às despesas custeio e capital (OCC). Por outro lado, a definição de regras fiscais, 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 colocou-se como único ponto do debate.

As mudanças das condições macroeconômicas, no entanto, não se refletiram em alterações nos procedimentos do mercado de títulos da dívida pública. As características anteriores ainda se mantêm quase intactas, como se o país 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. O controle inflacionário permitiu abandonar a rolagem diária da dívida no *overnight* e consolidou a separação do papel da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) na administração da dívida e do BC na gestão do mercado monetário; porém, pouco interferiu na articulação dos mercados monetário e de dívida pública, preservando traços marcantes do período de alta inflação.

Os mecanismos de proteção das instituições financeiras contra o risco de oscilação dos juros e câmbio e de perda de rentabilidade no carregamento da dívida continuam ativos e sustentam a articulação do mercado de títulos públicos e o 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 de mexer na cultura estabelecida. Daí a questão: por que não se avançou? Certamente, o motivo imediato é a resistência do setor financeiro em aceitar mudanças e o alongamento da dívida em condições de instabilidade. Não há dúvida que o nosso histórico de incerteza amplia a resistência. Entretanto, o cenário atual abre perspectivas de rever certos arranjos em vigor. Não é tarefa simples contrariar a cultura consolidada há longo tempo. Mas, a aceitação pacífica da vontade

(3) Ver Lopreato (2006) e Guardia (2004).

das instituições financeiras coloca o Estado a reboque dos acontecimentos e afasta a discussão sobre o *status quo*.

A situação econômica permite propor soluções, que, até recentemente, não tinham chance de vingar. Propostas de alterações no mercado de dívida pública dificilmente teriam passagem no lançamento do Plano Real. O alto risco de ruptura limitava o alcance das reformas e indicava que o melhor seria trilhar caminhos seguros, dando atenção à estabilização e mantendo inalterados os mecanismos de convivência da dívida com a inflação. A opção foi preservar a força de ação da política monetária na defesa da âncora cambial e do controle de preços, sem ter de se preocupar com o seu possível impacto no sistema financeiro.

As crises internacionais de 1997 e 1998, além dos períodos de instabilidade decorrentes do colapso da âncora cambial e da sucessão do Governo FHC, não deram chances às mudanças 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 em abandonar as LFT e aceitar o alongamento da dívida, restringindo o esforço das autoridades em 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 BC nos aspectos tradicionais do mercado monetário. A intervenção no gerenciamento da liquidez diária manteve-se, sobretudo, por meio das 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 dos leilões informais (*go-arounds*) de títulos ou, mais freqüentemente, de dinheiro. Nos leilões informais de dinheiro, o BC 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.⁴

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 TN 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 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 dos juros, atuando como refúgio seguro contra a incerteza e servindo de prêmio à liquidez, com alta remuneração. Mas, atende também os interesses da autoridade monetária. A expressiva presença da LFT na composição da dívida pública dá liberdade ao BC de manipular os juros sem levar em conta o risco de mercado dos títulos e o risco sistêmico, mantendo o foco na política de estabilização. Além disso, facilita a rolagem da dívida nos momentos de volatilidade de juros porque reduz o risco de carregamento dos títulos e afasta a ameaça de não financiamento das contas públicas.

(4) A política monetária americana tem como alternativa a criação temporária de reservas. Como colocou o Federal Reserve of New York I (2002, p. 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.*”

A presença dos títulos indexados à Selic dá um caráter particular ao mercado de títulos públicos brasileiro: anula-se o risco decorrente de mudanças na política monetária, que é uma das características intrínsecas de todo mercado financeiro. A possibilidade de queda dos preços desses títulos não está afastada, como mostrou a crise de 2002. Entretanto, o uso dos leilões de troca e do resgate antecipado dos títulos, tornou pouco efetivo esse risco potencial. Nos momentos de *stress* no mercado monetário e de títulos públicos, como será visto na seção 3, o BC/TN 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 (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 leilões de troca e 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 maior participação dos títulos prefixados e de maturidade mais longa. Porém, esse movimento tende a ser limitado, em razão do custo da troca para o setor público e do interesse dos carregadores da dívida. Como a taxa de juros básica oferece boa rentabilidade, isso restringe a disposição dos agentes buscarem maiores lucros comprando títulos longos, desvinculados da Selic, pois 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, irá se manter a prática habitual de 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, pois a presença desse seguro implícito define, nos momentos de turbulência do mercado, o piso dos 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 sua composição 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 atingem diretamente o setor público, dado o peso dos títulos Selic na composição da dívida e a possibilidade das instituições recomponem as suas carteiras, beneficiando-se da alta dos juros. Na situação inversa o movimento é semelhante: a rápida recomposição da estrutura da dívida, com títulos prefixados, reduz o efeito da queda dos juros e da valorização do câmbio nas contas públicas.

Além disso, o não redesenho do aparato institucional favoreceu a consolidação da política de altas taxas de juros como característica basilar da economia brasileira. A liberdade do BC de manipular a política monetária, livre do risco de gerar uma crise sistêmica, transformou a política de juros altos e voláteis em instrumento de uso fácil, aceito sem reserva no âmbito das instituições financeiras. Apesar dos reflexos negativos na demanda de crédito, essas perdas potenciais são compensadas pelos ganhos de tesouraria e não afetam os interesses dos agentes financeiros.

O problema colocar-se-ia no caso de comprometimento da credibilidade da dívida pública, com reflexos na qualidade dos títulos e na valorização da riqueza financeira. A austeridade da política fiscal assumiu então o papel de peça central da roleta especulativa e avalista da ortodoxia monetária. Por isso, o sistema financeiro faz coro a favor do controle fiscal e defende o compromisso com a idéia de sustentabilidade da dívida, mas não se volta contra a prática contínua da política fácil de juros.

Essa construção institucional peculiar é, na visão de Pastore (2006), responsável pela baixa eficácia da política monetária, em razão de não existir nas LFT o efeito riqueza decorrente do aumento dos juros. Embora não se possa sobreestimar a relevância desse canal de transmissão da política monetária (Farhi, 2007), é interessante observar que o efeito riqueza não deixa de ocorrer apenas na parcela da dívida composta pelas LFT, mas se amplia devido ao *put implícito* oferecido aos outros títulos que, nos momentos de instabilidade, é trocada por títulos mais curtos e indexados aos juros básicos da economia. Os efeitos tradicionais da política monetária perdem força e exigem juros mais elevados e por um período de tempo maior para atingir o efeito desejado no combate à inflação.

A permanência do arcabouço institucional do período inflacionário trouxe 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 dos 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 chamam mais atenção e são mais negociados por 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, mas, como coloca Amante et al. (2007), têm baixa atratividade de negociação no mercado secundário por oferecerem limitadas oportunidades de ganhos. Daí 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 diante da segurança de ancorar as aplicações no curto prazo, ou seja, interessa manter a carteira com maturidade de até um ano e alta participação das LFT. A demanda de títulos mais longos só se concretiza com remuneração elevada, expectativa consistente de queda dos juros e acordo implícito de cobertura do risco do mercado.

Cria-se um viés a favor da concentração do mercado no curto prazo, originando 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 nível elevado dos juros no mercado de títulos públicos, por servir de *benchmark* a outros segmentos, acabou contaminando o mercado privado, obrigado a responder pelo custo de oportunidade de aplicação em títulos públicos com elevada rentabilidade e baixo risco de mercado e de crédito. Esta alternativa baliza o custo de financiamento e limita o mercado de capitais, deslocando a demanda de crédito para o BNDES. 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 definiram a *yield curve* invertida como característica da economia brasileira.

A difícil construção da estrutura a termo da taxa de juros impediu o uso das *yields curves* dos títulos públicos como indicação de taxas de juros específicas de cada uma das datas cobertas por eles (Castellanos, 1998). A estabilidade posterior a 2005 incentivou o desenvolvimento das estruturas a termo de taxa de juros dos títulos

federais no mercado interno e externo, favorecendo o lançamento de títulos indexados ao R\$. Mas, este processo está em construção e depende da continuidade das condições favoráveis do mercado internacional.

Em suma, 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 a taxa de juros, o custo e o perfil da dívida pública e o desenvolvimento do mercado de títulos públicos e privados. A atual convergência das expectativas sobre o câmbio e a inflação esperada e efetiva oferece ótima oportunidade de alterar as regras sem contrair os interesses das instituições, investidores e autoridade monetária. A decisão de mexer na cultura do ganho fácil não é simples, mas precisa ser feita e só o será em condições favoráveis como a atual (2007).

3 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 e o mercado continuou definindo as regras do jogo. Não bastou as autoridades definirem a estratégia de alongamento da dívida e de expansão dos títulos prefixados e indexados a índices de preços. Os esforços de alongar a dívida, reduzir o peso dos títulos indexados à Selic e ao câmbio, aumentar a liquidez e melhorar a precificação dos títulos só se mostraram eficazes quando coincidentes com o interesse do sistema financeiro. Em tempos agitados, a estratégia naufragou, prevalecendo o comportamento histórico de oferecer o *put implícito* a todos os títulos, para voltar a ganhar espaço após a superação da crise.

O mercado pode, assim, *surf* seguindo a conjuntura econômica, acumulando ganhos nos períodos conturbados e defendendo posições lucrativas com o declínio dos juros e a valorização cambial. Esta lógica encontrou eco na instabilidade econômica. As crises internacionais de 1997/1998, o fim do regime de âncora cambial e a mudança presidencial de 2002 reacenderam os temores de insolvência da dívida. A tentativa de mexer no *status quo* teria pouca chance de sucesso, sendo grande o risco de conturbar a gestão da dívida. Porém, a melhoria do cenário econômico permite adotar estratégias que olhem além do refinanciamento da dívida e nos aproxime de outras experiências internacionais (Garcia; Salomão, 2006).

A estabilidade das expectativas sobre câmbio, juros e preços reduziu o risco do sistema financeiro em abrir mão da liquidez. Além disso, os ganhos com os títulos Selic estão perdendo atratividade, incentivando a busca de soluções criativas, desvinculadas do ganho fácil na rolagem dos títulos públicos no mercado de curto prazo. A partir de 2005, foi possível, com relativo sucesso, alongar e melhorar o perfil da dívida pública (Tabela 1). A participação dos títulos prefixados e indexados a

índices de preços ganhou expressão; ao mesmo tempo, perderam espaço os vinculados à Selic e ao câmbio, tornando a dívida pública mais previsível e menos suscetível a choques externos (Tabela 2).⁵ 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, indicando que, embora embrionário, está em curso um processo de alongamento da dívida (Tabelas 1 e 2 do 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	-39,0	-26,3

Fonte- Banco Central -Nota para a Imprensa mercado aberto

Cabe lembrar, entretanto, que o comportamento observado desde 2005 não é de todo novo. Os momentos anteriores de estabilidade e relaxamento da política monetária facilitaram o alongamento da dívida e a redução dos títulos indexados a câmbio e juros. Mas, tão logo mudou o cenário macroeconômico, os portadores de títulos valeram-se das regras vigentes para, em curto espaço de tempo, ajustar a estrutura da dívida aos seus interesses.

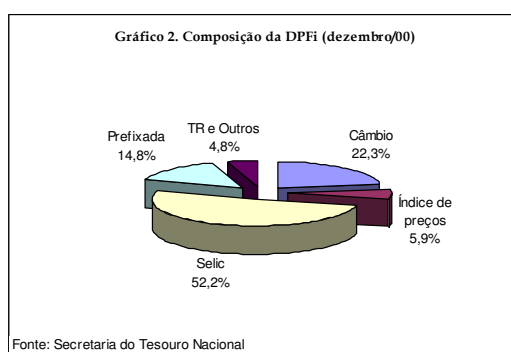
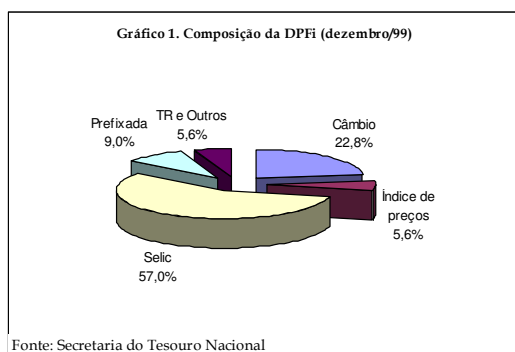
(5) O cálculo da STN (2007) de *stress* da dívida diante de mudanças nas variáveis câmbio e juros, envolvendo as dívidas interna e externa, aponta que a vulnerabilidade é menor do que a observada no período anterior a 2004 (Tabela 3 do Anexo).

O perfil da dívida só melhorou em resposta às condições de demanda, como ocorreu em 1996, após a superação da crise mexicana. O alto valor dos juros e a expectativa de afrouxamento da política monetária levaram o mercado a deixar os títulos Selic e a operar com os prefixados, dando a impressão de que o processo traumático de rolagem da dívida da fase anterior seria superado. A situação voltou a sofrer alterações com as crises da Ásia e da Rússia e o fim do ciclo de liquidez. Os títulos indexados aos juros e ao câmbio passaram a responder por mais de 90% do total da dívida interna em 1998 (Tabela 3). No biênio seguinte, com a crise cambial, a situação pouco se alterou, com alto índice da dívida a vencer em 12 meses (54,9% em 1999 e 44% em 2000); participação acima de 50% dos títulos Selic e peso expressivo dos títulos cambiais (Gráficos 1 e 2).

Tabela 3. Títulos públicos federais - participação por indexador

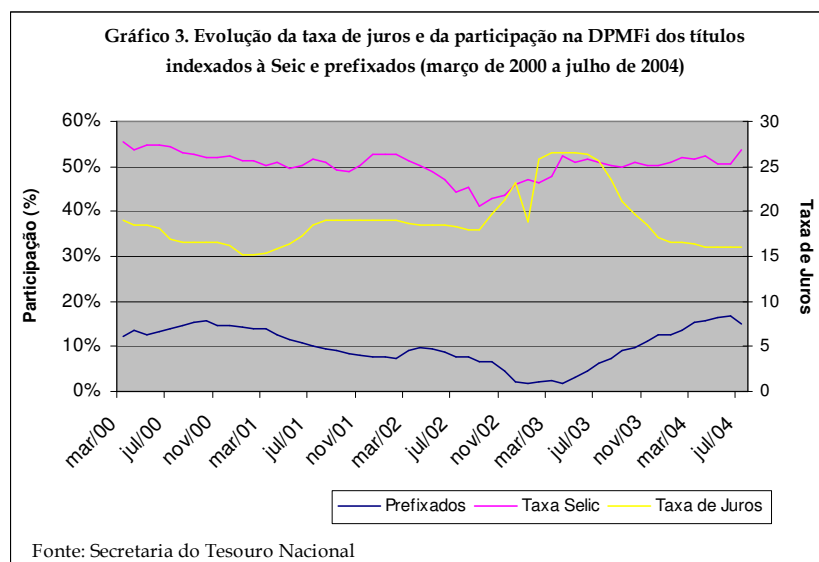
	1996	1997	1998
Total - R\$ bilhoes	176211	255509	414901
Cambio	9,4	15,4	21,0
TR	7,9	8,0	5,4
IGP-M	1,8	0,3	0,3
Over/Selic	18,6	34,8	69,1
Prefixado	61,0	40,9	3,5
TJLP	1,4	0,6	0,2
TBF	0,0	0,0	0,5
IGP-DI	0,0	0,0	0,1
Total	100,0	100,0	100,0

Fonte: Relatório Anual do Banco Central - 1999



A implantação da política de metas de inflação e a queda dos juros a partir de março de 1999 favoreceram a retomada da estratégia de ampliar o peso dos títulos prefixados. As instituições beneficiaram-se do ganho certo no momento em que todos apostavam no declínio dos juros e ampliaram a demanda desses títulos (Gráfico 3).

Esta tendência durou até maio de 2001 quando mudou a política monetária. 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% da DPMFi no final do ano, refletindo a incerteza diante da crise americana.



O quadro tornou-se mais agudo em 2002. A volatilidade de câmbio e juros e a ameaça de insustentabilidade da dívida limitaram o raio de ação e os gestores se limitaram a manter a qualidade dos títulos e afastar o risco de mercado, objetivando impedir que o *stress* colocasse em xeque a política de estabilização.

A atuação do BC e do TN ocorreu em várias frentes, respondendo 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, resultado da implementação das normas de marcação a mercado, se estendesse a outros títulos. O problema ganhou relevância quando ficou claro que os FIF, com carteiras recheadas de LFT, tinham 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 mais curtos.

A desvalorização cambial, por sua vez, levou a ampliação da oferta de títulos cambiais e 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 a contabilizar pela curva

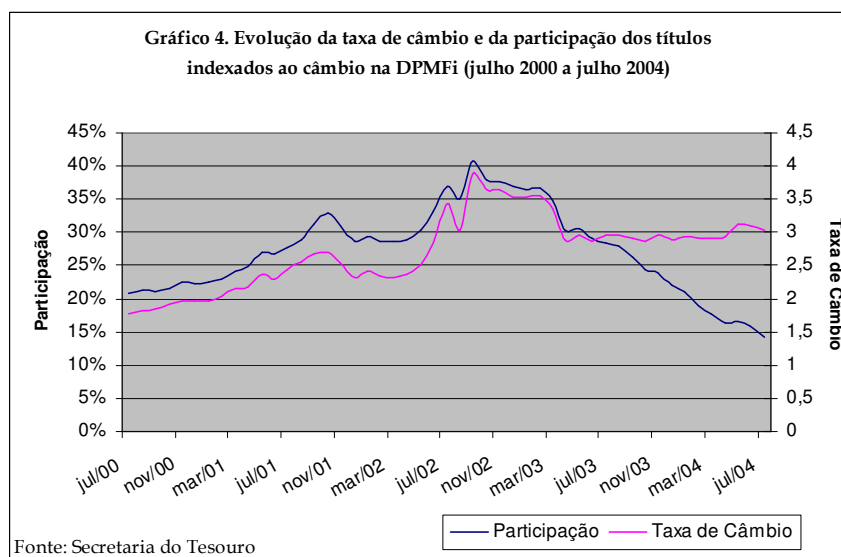
do papel os ativos indexados à Selic ou ao DI com prazo inferior a 365 dias, tranquilizando os administradores (Selaimen, 2002).

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

As instituições, com a volta da calma ao mercado, adequaram a estrutura de suas carteiras e preservaram os ganhos, às custas de alterações significativas na composição da dívida pública (Tabela 4). Os títulos indexados ao câmbio tiveram forte expansão, sobretudo no período de abril a setembro de 2002. Este movimento acompanhou *pari passu* a volatilidade do 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 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 macroeconômica.



O movimento de busca do *hedge* cambial foi acompanhado de drástica redução dos títulos prefixados, anulando o esforço da estratégia anterior que buscava elevar o peso desses títulos na composição da dívida, ampliar o mercado secundário e construir a estrutura a termo da taxa de juros. A queda dos títulos prefixados, de maior giro, afetou os negócios no mercado secundário. O montante da dívida a vencer em doze meses alcançou 41,1% e os títulos indexados à Selic e ao câmbio responderam por 83,2% da dívida ao final de 2002.

A estratégia de alongar prazos e de alterar o perfil da dívida teria de ser reconstruída em condições adversas: o choque cambial nos preços anunciava forte rigidez da política monetária; a deterioração da relação dívida/PIB e o risco de crédito elevaram o custo médio e, finalmente, o volume de resgates no ano, responsável por manter o estoque de títulos em poder do público no mesmo patamar do ano anterior, estreitaram os espaços de gestão da dívida (Tabela 4 do Anexo).

Os obstáculos limitaram as mudanças na gestão da dívida pública e as proposições se restringiram a recuperar a confiança nos títulos e os espaços de atuação. A decisão do Governo Lula de preservar a política econômica de consenso do *mainstream* facilitou a superação da fase de instabilidade e a estratégia de gestão da dívida voltou a focar pontos semelhantes aos anteriores, preocupada em reduzir as LFT e ampliar os títulos prefixados e indexados a índices de preços de prazos mais longos.

A composição da dívida pública entre 2003 e 2005 manteve-se atrelada ao movimento do câmbio e dos juros. Depois que o câmbio atingiu o pico, ocorreu rápida troca de papéis cambiais por LFT e títulos prefixados, levando o setor público a responder por todo o custo da oscilação cambial: perdeu na alta e na baixa do dólar e livrou as instituições do ônus da aposta na desvalorização do câmbio.⁶ Por outro lado, cresceu a presença dos títulos prefixados, dominada quase que totalmente pelos títulos de maturidade de até doze meses, de maior giro no mercado, sinalizando a opção pela liquidez (Tabela 5).

A menor volatilidade dos principais indexadores afastou o risco de insolvência da dívida e permitiu retomar a situação anterior à ocorrência das crises do final dos anos 1990. A participação dos títulos prefixados, praticamente zerada entre dezembro de 2002 e abril de 2003, voltou a crescer, porém, dominada quase que exclusivamente pelos títulos de maturidade de até doze meses, de maior giro no mercado, sinalizando a opção pela liquidez (Tabela 5).

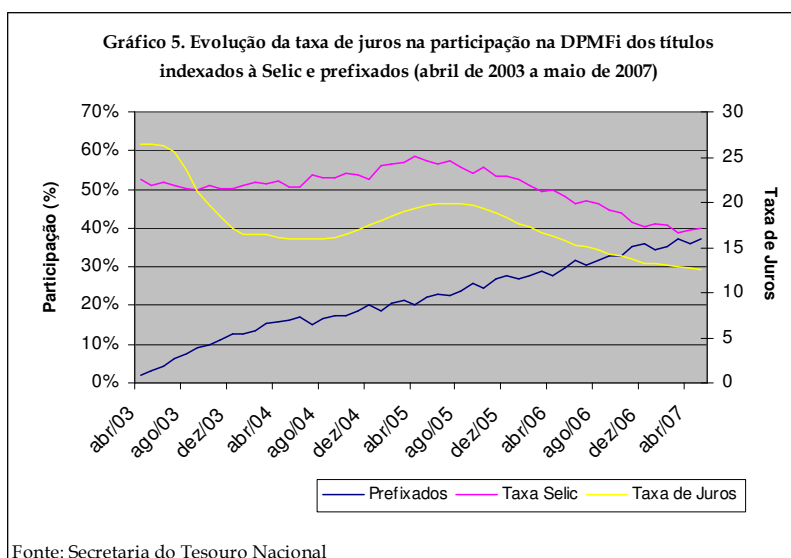
(6) Segundo Franco (2006, p. 284): “Na verdade, do ponto de vista de um tesoureiro com o encargo de administrar passivos, a troca de papéis cambiais por LFT e pré-fixados de custo equivalente ou maior, a partir do momento em que o dólar atingiu o seu pico, resultou no fato de o Tesouro ‘perder’ toda 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.”

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%

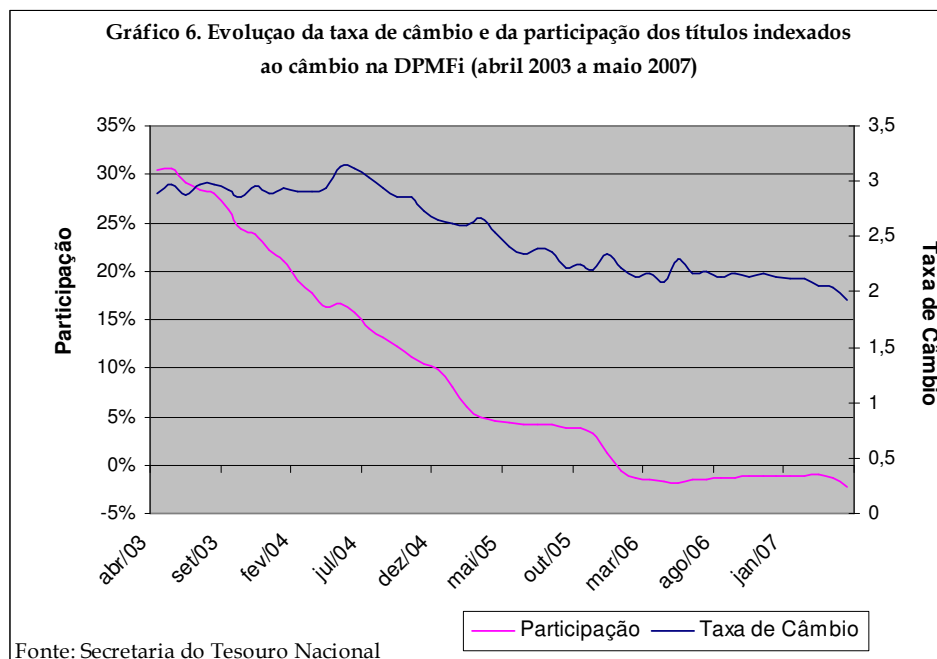
Fonte- Banco Central -Nota para a Imprensa mercado aberto

Além disso, as LFT continuaram no papel de refúgio das aplicações e, seguindo a volatilidade dos juros, atingiu o pico entre fevereiro e julho de 2005. As instituições puderam ajustar as suas carteiras ao comportamento da taxa referencial do mercado monetário (Gráfico 5), reafirmando o caráter peculiar da posição das LFT no mercado de dívida pública.



As maiores alterações no perfil da dívida pública ocorreram a partir da metade de 2005. A convergência das expectativas sobre juros, câmbio e inflação assegurou a continuidade da estratégia de gestão da dívida pública. A posição atual (maio, 2007) é favorável quando comparada a outros momentos, mas persistem traços estruturais da trajetória da dívida. O insuficiente alongamento, com a parcela a vencer em 12 meses atingindo 33,8% e o peso dos títulos indexados à Selic (40%) são sintomas peculiares da estrutura da dívida pública brasileira.

A recente estabilidade do cenário macroeconômico oferece a oportunidade de trilhar o caminho de outras economias. O interesse comum entre os principais atores favorece a realização de reformas de difícil concretização no momento anterior. A valorização da taxa de câmbio eliminou a atratividade dos títulos cambiais e, dada a situação das contas externas e das reservas internacionais, a tendência é de baixa procura desses títulos (Gráfico 6).



O efeito da queda esperada dos juros é outro elemento em favor da revisão da carteira de títulos. A estabilidade inflacionária e a menor volatilidade dos juros reduzem o risco de mercado e torna possível abrir mão do seguro oferecido pelas LFT em troca de maiores ganhos com outros títulos. As LFT, por ter baixa variação de preços e oportunidade limitada de ganhos de capital, não despertam interesse de comercialização, criando a chance de se buscar maiores ganhos com títulos (LTN e NTN) mais negociados no mercado secundário (Gráfico 1 do Anexo).

Problemas de gestão da dívida pública brasileira

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

Fechamento de 31/5/07													Em %
TÍTULOS	CARTEIRA PRÓPRIA	PATRIMÔNIO CÂMARAS	TÍTULOS VINCULADOS (b)	PESSOA FÍSICA	PESSOA JURÍD NÃO FINANCEIRA	PESSOA JURÍD FINANCEIRA (c)	FI (d)	OUTROS FUNDOS	TOTAL CLIENTES	TOTAL MERCADO (1)	EXTRA-MERCADO (2)	EM PODER DO PÚBLICO (1+2)	
													CLIENTES
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)

Fechamento de 31/5/07

Em R\$ milhões

TÍTULOS	CARTEIRA PRÓPRIA																TOTAL EM PODER DO PÚBLICO
	BANCO COMERCIAL NACIONAL (b)		BANCO COMERCIAL ESTRANGEIRO (b)		BANCO DE INVESTIMENTO NACIONAL (c)		BANCO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO (c)		CORRETORA - DISTRIBUIDORA NACIONAL		CORRETORA - DISTRIBUIDORA ESTRANGEIRA		OUTROS		TOTAL CARTEIRA PRÓPRIA		
	(1)	(1/9)	(2)	(2/9)	(3)	(3/9)	(4)	(4/9)	(5)	(5/9)	(6)	(6/9)	(7)	(7/9)	(8)	(8/9)	
LTN	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-I	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

Além disso, as LFT, com a queda dos juros, perdem o mercado cativo atrelado aos 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 do Anexo). Isto coloca em questão as carteiras dos FIF com peso elevado dos títulos Selic e abre espaço à ampliação da oferta de aplicações financeiras aos clientes.

A tendência provável, caso se sustente a queda dos juros, é o abandono paulatino do carregamento de LFT, mas este movimento avançou pouco até o momento. 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 – sobretudo os bancos oficiais – e os FIF, responsáveis por 77,7% do total dos títulos em poder do público, estão ancorados no título símbolo de uma era passada e resistem a abandonar a posição de altos ganhos e baixos riscos (Tabela 6).

O comportamento dos agentes revela 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. 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 próximas a de outras economias emergentes.

4 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, alguns defendem que o alongamento da dívida e a morte das LFT será o 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 empecilho ao alongamento da

dívida e à redução dos juros. Crêem que são importantes nos momentos de *stress*, por facilitarem o refinanciamento da dívida e reduzirem 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 determinante do peso das LFT e do encurtamento da dívida pública e não acreditam em mudanças enquanto for alta a percepção de risco dos investidores. 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 BC de recomprar os títulos e de incorrer em altos custos fiscais diante do risco de colapso do sistema. Reconhece que a forte participação das LFT na composição da dívida agrava o custo fiscal em caso de política monetária restritiva. Porém, considera esse efeito menos importante se comparado com o gasto de resgate do sistema financeiro diante do risco de crise sistêmica. Chega a conclusão de que pouco se pode fazer: *“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 a presença das LFT como responsável por inibir a queda dos juros e o alongamento da dívida pública e acredita que a única vantagem na eliminação desses títulos seria a menor volatilidade dos juros e da relação dívida/PIB. Lembra que o Tesouro, em contrapartida, teria de arcar com um custo esperado maior da dívida pública em caso de 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). Por esse motivo, as aplicações em LFT ajudam a mitigar o risco e operam a favor da estabilidade.

O meio de se superar esse problema, na opinião desse autor, é manter o movimento natural e gradativo de melhoria da situação econômica e das incertezas. A estabilidade levará à queda dos juros e à construção da estrutura a termo da taxa de juros. O que resta, então, é perseverar na defesa dos fundamentos básicos e o sucesso dessa trajetória provocará o fim das LFT, nas palavras de Bacha e Oliveira Filho (2006), de morte morrida e não de morte matada. Pois, como colocou Moraes (2006),

nos países com 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 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 podem não dar a proteção integral no caso de alterações das taxas de juros básicas. A situação é particularmente relevante nos momentos de turbulência, levando as instituições a buscarem o seguro oferecido pelas LFT, dado que as opções do mercado privado não oferecem *hedge* perfeito para as oscilações da taxa de juros.

Moura (2006) lembra ainda 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, aliado a política de recompra ou trocar dos títulos nos momentos de incerteza e de rolagem dos títulos no *overnight*, atrofia o desenvolvimento do mercado secundário, inibindo o avanço de uma peça fundamental no esforço de expansão do mercado de títulos públicos (Castellanos, 1998; World Bank/IMF, 2001). Este fato reforça o papel das LFT e da ação do BC/TN, 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. É preciso alterar a *cultura* gerada pelo processo de alta inflação e eliminar o *seguro* dado às instituições de que o governo irá atuar de modo a 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 as LFT como um sintoma de anomalia financeira e um dos fatores responsáveis pelos juros elevados, pois deixou de existir a situação passada em que o 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 dos 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 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 fim à herança do período inflacionário. Entretanto, o que parece inibir as mudanças é: a facilidade oferecida à ação da política monetária, a dificuldade de contrariar interesses dos investidores e do

mercado financeiro e a falta de incentivo em propor medidas diante do risco de 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 do processo e não pode ser desvinculada de outras medidas envolvendo alterações do marco regulatório, incentivando a demanda por títulos mais longos no mercado financeiro doméstico. Não há como pensar em mudanças no 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 e as compras diretas do Tesouro. 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.

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; 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 possível efeito potencial no papel de tomadores de títulos longos. As aplicações diretas em títulos públicos, embora crescentes 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 aos fundos de investimentos, pouco afeitos a carregarem dívida de longo prazo (Tabela 8).

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	3.808	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 queda da taxa Selic coloca em dúvida 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 essa trajetória, 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.

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 de suas aplicações, que, como todo o restante do mercado, ainda é marcada pelas condições de alta instabilidade. Alterações na composição de suas carteiras são parte de uma discussão mais ampla visando adequar o mercado de títulos da dívida pública ao cenário de estabilidade da economia brasileira.

Considerações finais

A gestão da dívida pública está no epicentro da política econômica desde o início dos anos 1980 quando, prisioneira da crise fiscal, tratou de atrair os recursos líquidos do setor privado e garantir as condições de rolagem, dado o risco latente de que a fuga das aplicações e a monetização dos títulos levassem à hiperinflação aberta.

O auge da moeda indexada, com o lançamento das LBC (atuais LFT), constituiu o ponto culminante da construção de um aparato institucional voltado para manter o financiamento público e evitar o desenlace da crise diante do fracasso do Plano Cruzado. O que deveria ser o *modus operandi* de transição, no momento de incerteza radical, acabou se transformando em característica econômica, definida pela estreita conexão entre os mercados monetário e de títulos públicos e pela confusão do que é moeda e poupança financeira.

A opção de não mexer nas LFT, elemento síntese da moeda indexada, no lançamento do Plano Real deve ser atribuída ao momento excepcional e ao papel da dívida pública no programa de estabilização. A obrigatoriedade de definir um rol de ativos em condições de garantir a valorização do capital necessário ao financiamento do balanço de pagamentos limitou as mudanças no mercado de dívida pública, diante do risco de contaminar as expectativas sobre câmbio e juros. Além disso, a agenda econômica centrada no combate a inflação tornou difícil adotar medidas contrárias ao poder do BC de definir juros e manter o câmbio.

A opção foi manter, em sua essência, o processo de gestão da dívida pública do período de alta inflação. As mudanças restringiram-se a acabar com a rolagem diária

no *overnight* e a obter algum espaço de alongamento da dívida, sem tocar na simbiose com o mercado monetário e a confusão entre moeda e poupança financeira..

A sustentação desse aparato institucional permitiu ao sistema financeiro, contando como a troca e recompra de títulos, ajustar as suas posições aos movimentos dos juros e do câmbio. Este processo legou ao setor público o ônus decorrente das mudanças dos indexadores da dívida e a responsabilidade de oferecer o ônus contra riscos. Isto talvez explique a conclusão do estudo da Andima (2003) baseado em entrevistas com executivos das instituições afiliadas: *parece haver consenso quanto à percepção de que há espaço para que o Tesouro assuma uma atitude mais agressiva no mercado* (p. 52).

A simbiose do mercado monetário com o de dívida pública preservou características importantes do período de alta inflação. A confusão entre 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 a *yield curve* e o custo dos títulos governamentais, bem como se torna *benchmark* do mercado como um todo, contaminando as operações com títulos privados. O que coloca as altas taxas de juros da dívida pública como padrão de referência de rentabilidade do conjunto da economia.

A oferta de títulos públicos, de alta rentabilidade e baixo risco, restringe o desenvolvimento do mercado privado: 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 difícil ampliar os prazos dos títulos privados em razão da dificuldade de garantirem a valorização da riqueza caso haja aumento 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 mudanças terão de ser acompanhadas pela 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. Isto facilitaria a gestão da dívida pública e ampliaria 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 proposta 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 BC de promover altas bruscas da taxa de juros e exigiria melhoria na 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 se tornarem prioridade e 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 propostas pelas instituições, significa tirar o BC /TN 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

AMANTE, A.; ARAUJO, M.; JEANNEAU, S. The search for liquidity in the Brazilian domestic government bond market. *BIS Quarterly Review*, Jun. 2007.

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

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. (Org.). *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. (Org.). *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. (Org.). *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. (Org.). *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, Mar. 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. 2007. Mimeografado.

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. (Org.). *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. (Org.). *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. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

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. (Org.). *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. *Economia e Sociedade*, Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, n. 2, ago. 1993.
- MORAES, P. L. B As letras financeiras do tesouro e o alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *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. (Org.). *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. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- RESENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento*. Brasília, 2001-2007.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2006*. Brasília. n. 4, 2007.
- SELAIMEN, S. B Choques na economia afetam estratégia do Tesouro e do Banco Central. In: *Retrospectiva 2002*. ANDIMA. Disponível em: www.andima.com.br
- TORRES, M. J. R. *Operacionalidade da política monetária no Brasil*. 1999. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas,
- WORLD BANK. INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Developing government bond markets: a handbook*. Washington, D.C., 2001.

Anexo

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**

Período		Total (1)	Total (2)	(% anual)	
				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
	Maio	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 Respetivos Estoques

