



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

O MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA:
UMA PROPOSTA PARA INDUZIR A FORMAÇÃO DA
ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS

Gustavo Martins da Silva

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Instituto de Economia da UNICAMP para
obtenção do título de Mestre em Ciências
Econômicas, sob a orientação do Prof.
Dr. Luciano Galvão Coutinho.

*Este exemplar corresponde ao original da
dissertação defendida por **Gustavo
Martins da Silva** em 05/12/2006 e
orientado pelo **Prof. Dr. Luciano Galvão
Coutinho**.*

CPG, 05 / 12 / 2006

Campinas, 2006

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca
do Instituto de Economia/UNICAMP**

Si38m Silva, Gustavo Martins da.
O mercado de dívida pública: uma proposta para induzir a formação da estrutura a termo da taxa de juros / Gustavo Martins da Silva. – Campinas, SP : [s.n.], 2006.

Orientador : Luciano Galvão Coutinho.
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.

1. Política monetária. 2. Dívida pública. 3. Taxa de juros. I. Coutinho, Luciano Galvão. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

06-070-BIE

Título em Inglês: The public debt market: a proposal to induct the term structure of interest rate formation

Keywords: Monetary policy ; public debt ; interest rate

Área de concentração:

Titulação: Mestre em Ciências Econômicas

Banca examinadora: Prof. Dr. Luciano Galvão Coutinho

Profa. Dra. Maryse Farhi

Prof. Dr. Ibrahim Eris

Data da defesa: 05-12-2006

Programa de Pós-Graduação: Ciências Econômicas

Dissertação de Mestrado

Aluno: GUSTAVO MARTINS DA SILVA

**“O Mercado de Dívida Pública: Uma Proposta para Induzir a
Formação da Estrutura a Termo da Taxa de Juros”**

Defendida em 05 / 12 / 2006



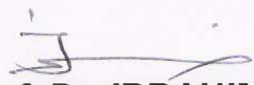
COMISSÃO JULGADORA



Prof. Dr. LUCIANO GALVÃO COUTINHO
Orientador – IE / UNICAMP



Prof. Dra. MARYSE FARHI
IE / UNICAMP



Prof. Dr. IBRAHIM ERIS
USP

Para meus pais Marcia Beatriz e Guilherme, para
meu irmão Daniel e para minha companheira
Rebeca, com muito amor.

AGRADECIMENTOS

Este trabalho fecha um ciclo importante da minha vida pessoal, acadêmica e profissional, e abre espaço para novos caminhos que ainda estão por vir. Muitos contribuíram de forma definitiva para a elaboração deste trabalho, e transformaram essa pesquisa acadêmica numa verdadeira experiência de vida. Gostaria de expressar minha profunda gratidão aos mestres, profissionais e pessoas que proporcionaram o cumprimento de mais essa etapa na minha vida.

Ao meu orientador e mestre, professor Luciano Galvão Coutinho, pela atenção cuidadosa e pelo tempo despendido, pelas discussões entusiasmadas e estimulantes, e pelas sugestões e conselhos preciosos. Sinto-me honrado em poder ter contado com sua amizade, cordialidade, conhecimentos e experiência, fundamentais para o sucesso deste trabalho.

Ao ilustre professor Edmar Lisboa Bacha, por ter compartilhado comigo suas opiniões, pontos de vista e experiência de forma generosa. Seus comentários sobre uma versão preliminar do texto foram gratificantes, e a disponibilização antecipada de textos não publicados à época de elaboração da pesquisa, agora publicados em obra de sua co-organização, foram valiosos para as discussões que compõem este trabalho.

Aos ilustres professores, profissionais e homens públicos, senhores Ibrahim Eris, Sérgio Werlang, Arminio Fraga Neto, Luiz Carlos Mendonça de Barros, Gustavo Loyola, Ilan Goldfajn, Oswaldo de Assis Filho, Júlio de Siqueira Carvalho de Araújo, Alkimar R. Moura, Guilherme Narciso de Lacerda, Paulo Pereira Miguel, Marcelo Villela de Araújo, Luis Flávio Mendes, Fernando Montero e Maurício Marcellini Pereira, que compartilharam comigo de forma aberta e honesta suas idéias, impressões, pensamentos, críticas e visões do Brasil e do mundo, contribuindo para que a experiência acadêmica do mestrado superasse todas as minhas expectativas. Suas contribuições me foram (e ainda o são) preciosas e auxiliaram, sem sombra de dúvida, o processo de aprendizado e compreensão das difíceis implicações que caracterizam a economia do nosso país. Aprendi que por mais divergentes que as opiniões possam ser, sempre existe um ponto de convergência comum entre todas elas que é a preocupação com o estabelecimento das bases de formação de um país melhor para todos.

Aos especialistas do Departamento de Mercado Aberto do Banco Central do Brasil (DEMAB – BACEN) Joaquim José Rodrigues Alves, Beatriz da Costa Lourenço Flórido e Fábio Coelho dos Santos, que me receberam com entusiasmo para discutir um tema tão importante e controverso como a gestão da dívida pública, seus impactos na determinação da taxa de juros e na política monetária, compartilhando comigo uma parte de seus cotidianos. A Flávio Pinheiro de Melo, pela atenção e intermediação da visita ao DEMAB – BACEN, indispensável a todos os brasileiros e brasileiras que se interessam pelos temas discutidos neste trabalho.

Ao professor, profissional e homem público Andrea Sandro Calabi. Suas sugestões e conselhos foram inestimáveis. Agradeço pela sua atenção cuidadosa, pela sua amizade, e pelas discussões estimulantes que ajudaram o desenvolvimento da dissertação e, sobretudo, o meu desenvolvimento pessoal e profissional.

Ao profissional e amigo Paul Gruppo, pela compreensão, pelo apoio e por ter compartilhado comigo sua amizade e experiência profissional durante todo o último ano em que dei prioridade à conclusão deste trabalho.

Aos meus pais Marcia Beatriz e Guilherme, e ao meu irmão e sempre maior amigo Daniel. Todos responsáveis por me dar as condições morais, afetivas e financeiras necessárias para concluir este trabalho e, principalmente, para que eu me tornasse a pessoa que sou hoje. Tudo aquilo que tenho de bom é um reflexo do amor que vocês têm me dedicado todos os anos da minha vida.

À minha companheira Rebeca Chu, que tem me acompanhado sempre nos momentos difíceis, de dúvidas, de questionamentos, e que certamente vibra comigo nas conquistas e nos momentos mais felizes. A sua presença ao meu lado é uma fonte de inspiração que me faz progredir a cada dia como homem e como ser humano.

A todo o Instituto de Economia da Unicamp, mestres e colegas de mestrado, por proporcionarem um curso de mestrado em economia de bons valores e de muita qualidade, repleto de discussões intelectualmente desafiadoras, e fundamental para minha formação acadêmica, intelectual e pessoal.

Finalmente, ao Governo Brasileiro, ao CNPq, e à Funcamp pelo apoio financeiro.

RESUMO

Esta pesquisa discute a formação da estrutura a termo da taxa de juros e o processo de melhora do perfil da dívida pública brasileira. Diante da atual situação anômala em que se encontra o mercado de dívida pública, o estudo espera contribuir com o debate que trata da criação de uma demanda final de investidores para títulos prefixados e do desenvolvimento de uma curva de juros convencional. Parte-se do pressuposto de que a atual estrutura anômala da curva de juros reflete um sistema herdado do período inflacionário, e que a estabilização monetária não conseguiu desmontar. A pesquisa parte da análise da dinâmica do atual mercado de dívida pública, e da compreensão dos interesses e motivações dos principais agentes econômicos participantes deste mercado. Neste sentido, procura-se esboçar um mecanismo de mercado, não traumático, para induzir a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica positivamente inclinada, condizente com o alongamento da dívida pública, o aumento da sua duração e da demanda líquida por instrumentos financeiros públicos prefixados e de longa maturação. Os dados e informações relevantes para o estudo foram obtidos por meio de entrevistas dirigidas com economistas, *experts* e agentes participantes do mercado de dívida pública, bem como a partir da revisão da literatura especializada sobre o assunto.

PALAVRAS-CHAVE

Política monetária; dívida pública; estrutura a termo de juros; taxa de juros.

ABSTRACT

This research discusses the formation of the term structure of the interest rate and the process of improvement of the Brazilian public debt profile. Considering the current anomalous situation of the public debt market, the study intends to contribute with the debate that deals with the creation of a final demand of investors for fixed income bonds and the development of a conventional yield curve. It starts with the assumption that the current anomalous structure of the yield curve reflects a system inherited from the inflationary period that has not been successfully disassembled by the current monetary stabilization. The research considers the analysis of the current public debt market dynamics, and the understanding of the interests and motivations that drive main economic agents in this market. In this sense, it is expected to sketch a non traumatic market mechanism, to induce the formation of a normal term structure of the domestic interest rates, in line with the increase of the public debt's duration, and to boost the liquid demand for public fixed income financial instruments of longer maturity. The data and information for the study was obtained by means of direct interviews conducted with economists, experts and public debt market participants, and also from reviewing the theme specific literature.

KEYWORDS

Monetary policy; public debt; term structure of interest rate; interest rate.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

ESQUEMAS

Esquema 1 – Formas clássicas da estrutura a termo da taxa de juros	20
--	----

GRÁFICOS

Gráfico 1 – Taxas referenciais de swaps DI x pré (médias mensais) em 2005	25
Gráfico 2 – Taxas referenciais de swaps DI x pré (médias mensais) em 2006	28
Gráfico 3 – Evolução das taxas SELIC meta e overnight (Jan/2005 a Jul/2006).....	30
Gráfico 4 – Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (Jan/00 a Mai/06)	34
Gráfico 5 – Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade – por exposição; após swap (Jan/00 a Mai/06)	35
Gráfico 6 – Prazo médio da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (Jan/00 a Mai/06)	36
Gráfico 7 – Prazo médio das emissões em ofertas públicas (Jan/03 a Mai/06).....	38
Gráfico 8 – Percentual dos títulos federais em poder do público a vencer em 12 meses por tipo de rentabilidade (Jan/00 a Mai/06)	38

QUADROS

Quadro 1 – Diretrizes do Tesouro para gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal interna.....	70
---	----

LISTA DE TABELAS

TABELAS

Tabela 1 – Metas de inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e status de cumprimento.....	55
Tabela 2 – Vencimentos das NTN-Bs e NTN-Cs em carteira do Banco Central e do Público (Fechamento de 31/Mai/06)	73
Tabela 3 – Vencimentos das LTNs e NTN-Fs em carteira do Banco Central e do Público (Fechamento de 31/Mai/06)	82

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. O DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DO MERCADO DE CAPITAIS	9
1.1. Impactos do desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais no crescimento e no desenvolvimento econômico	9
1.2. Impeditivos ao desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais no Brasil.....	11
2. A ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS	15
2.1. Determinantes da estrutura a termo da taxa de juros.....	17
2.2. As diferentes interpretações sobre a forma da estrutura a termo da taxa de juros	19
2.3. A estrutura a termo da taxa de juros no Brasil	23
3. O MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL	33
3.1. O perfil da dívida pública	33
3.2. A consolidação de uma situação anômala no mercado de dívida pública: uma herança inflacionária.....	39
3.3. As propostas para revisar o perfil da dívida	41
4. POLÍTICA MACROECONÔMICA, A FORMAÇÃO E ADMINISTRAÇÃO DE EXPECTATIVAS E DEMAIS ASPECTOS DE CONTEXTO	45
4.1. O tripé da política macroeconômica.....	47
4.2. A formação e a administração das expectativas de mercado.....	57
4.3. A coordenação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.....	59
4.4. O mercado de reservas bancárias e a mecânica do <i>overnight</i>	62
5. A PRÁTICA DE UMA POLÍTICA DE DÍVIDA PÚBLICA COERENTE COM O ALONGAMENTO E A PREFIXAÇÃO	69

5.1.	O alongamento da maturidade dos títulos públicos	71
5.2.	A colocação de títulos prefixados e com alguma <i>duration</i>	76
5.3.	A eliminação, ou substituição, das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs).....	86
6.	A POLÍTICA DE INDUÇÃO DA FORMAÇÃO DE DEMANDA FINAL PARA TÍTULOS PÚBLICOS LONGOS E PREFIXADOS	97
6.1.	A indústria dos fundos de investimento	97
6.2.	Os fundos de pensão	103
6.3.	Os investidores estrangeiros	109
7.	CONCLUSÃO	113
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	121
	ANEXO 1 – TEMAS IDENTIFICADOS NAS ENTREVISTAS COM ECONOMISTAS, <i>EXPERTS</i> E AGENTES PARTICIPANTES DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	129
A.1.	Contexto macroeconômico	129
A.2.	Demanda do mercado de dívida pública.....	134
A.3.	Oferta do mercado de dívida pública.....	142
A.4.	Dinâmica para modificação do perfil da dívida pública.....	150
A.5.	Regulação e Tributação	156
A.6.	Riscos associados à implementação de modificações do perfil da dívida pública e ao processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros	157

INTRODUÇÃO

A partir da implementação do Plano Real, o Brasil passou a contar com uma relativa estabilidade de preços na economia. Esta estabilidade de preços tem se mostrado persistente ao longo do tempo, mesmo diante das crises de confiança experimentadas pelos países emergentes nos últimos dez anos, da flexibilização e, conseqüente, desvalorização do câmbio em 1999 e, mais recentemente, das crises políticas que o país enfrentou nos dois últimos anos do mandato do Governo Lula.

No entanto, o debate sobre o desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais tem avançado pouco no sentido de promover a sustentabilidade do crescimento da economia brasileira (Coutinho, 2005a).

Historicamente, a incerteza diante da inflação futura e a ausência de condições institucionais adequadas têm reprimido o desenvolvimento de uma base doméstica de crédito de longo prazo, ainda hoje precária no Brasil (Coutinho, 2004a, 2004c, 2005a).

Adicionalmente, a instabilidade das taxas de juros e dos agregados monetários que caracterizaram o período de alta inflação no Brasil dificultou a discussão sobre a condução e as atribuições da política monetária (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004).

Com efeito, a convivência com a inflação alta e volátil impediu o desenvolvimento do mercado de renda fixa e a formação de uma curva a termo de juros, dificultando os investimentos de longo prazo (Turner, 2003; Novaes, 2005), reforçando a preferência por ativos de curtíssimo prazo e impossibilitando que a elevação de juros desempenhasse seu papel clássico de desvalorizar a riqueza privada (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004).

É bem verdade que após o período de desvalorização do câmbio no início de 1999, e com a adoção do regime de metas de inflação, esboçou-se o surgimento de uma curva futura da taxa de

juros, predominantemente de curto prazo¹, instável e susceptível à volatilidade cambial causada pelos choques externos (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004).

Atualmente, é essa estrutura a termo de juros, de curto alcance e extremamente volátil, que impera no mercado de dívida pública brasileiro. Trata-se de uma característica estrutural do mercado financeiro nacional, que pressiona a dívida pública e potencializa a instabilidade financeira, impactando de forma adversa a gestão da política monetária (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004; Blanchard, 2004; Goldstein, 2003).

Mas por que uma estrutura a termo da taxa de juros bem formada é desejável? E por que a economia brasileira não consegue contar com uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, estável e mais alongada e líquida?

A resposta à primeira pergunta é mais direta e, de certa forma, conta com opiniões que são convergentes. Uma estrutura a termo da taxa de juros bem formada (convencional, relativamente estável e alongada) contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais e do crédito de longo prazo. Sua presença não apenas demonstra a relação que existe entre as taxas de curto e longo prazo, como também representa o alcance de um estado de confiança maior nos fundamentos da economia e na capacidade das autoridades manterem a estabilidade de preço. Além disso, a existência da curva de juros viabiliza a execução de uma política monetária mais eficiente e eficaz, e fornece informações úteis sobre os efeitos que foram obtidos com ações específicas de política, da mesma forma que fornece elementos para orientar ações de políticas futuras.

Já a resposta para a segunda questão é um pouco mais complexa, e é parte do escopo e das discussões deste trabalho. O fato é que houve no país, não obstante a estabilização de preços, a consolidação de uma anomalia na estrutura do mercado de dívida pública, que inibe o desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais. Trata-se da institucionalização, com a concentração dos haveres financeiros no curtíssimo prazo, de um processo cíclico e indexado de

¹ Tipicamente de seis meses a dois anos (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004). Vale ressaltar que na medida em que a percepção de risco do país esteja caindo e que as componentes do mecanismo de indução do alongamento da curva vão sendo implementadas, a tendência é de surgimento de vértices muito mais longos (cinco anos ou mais) e já observáveis na atual curva de DI Futuro, ainda que sem liquidez.

valorização da riqueza financeira, com juros reais altos, pronta liquidez e baixo risco (Coutinho, 2005a; Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004).

Nesse cenário, o perfil da dívida pública representa um grave problema, sobretudo pelas suas condições de financiamento, pelo grau de concentração de tomadores, e pelos instrumentos utilizados, de forma reiterada, na acomodação de choques externos (Carvalho, 2005a; Moura, 2005; Lopes, 2006; Franco, 2006).

Tal perfil tem sido perpetuado e consolidado nas situações de dificuldades internas ou ligadas às crises externas que afetam a economia brasileira, na medida em que a emissão de títulos públicos indexados à taxa do *overnight* de juros tem constituído uma estratégia defensiva do Tesouro para girar a dívida pública (Moura, 2005; Lopes, 2006; Franco, 2006).

Além da composição inadequada da dívida pública, outro aspecto que dificulta a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros é a concentração desses títulos nas mãos de um pequeno número de investidores. Essa característica do mercado de dívida pública nacional se manifesta na existência de uma demanda líquida muito limitada. As tesourarias dos grandes bancos e os administradores de recursos, principalmente os fundos de investimento, detêm a maioria do estoque de títulos públicos em poder do mercado² (Moura, 2005; Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004), fortalecendo um comportamento especulativo e de curto prazo, com impactos indesejados na formação de preços dos papéis menos negociados (Moura, 2005).

Considerando especificamente a demanda pelos títulos públicos prefixados, a concentração dos ativos está nos bancos e fundos alavancados que, não sendo investidores finais, compram os papéis visando, sobretudo, ganhos de capital. Esses demandantes têm suas decisões de investimento submetidas a modelos de gestão de risco sofisticados do tipo VaR³ e a critérios de *stop-loss* pré-determinados. Em outras palavras, as decisões de investimento para esses agentes não consideram o custo de oportunidade de aplicar em outras alternativas de renda fixa (ou variável), como ocorre com um investidor final, mas é influenciada pelo custo de carregamento representado pelo CDI (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004).

² Cerca de 82% do estoque da dívida pública no mercado em dezembro de 2004 (Moura, 2005).

³ Value at Risk.

Ou seja, de um modo geral, a concentração dos títulos numa base estreita de investidores resulta na formação de posições de carteira no espectro mais curto da estrutura a termo de juros dos títulos públicos, contribuindo assim para diminuir os estímulos ao alongamento dos prazos da dívida pública (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004; Moura, 2005).

Criar uma estrutura a termo de juros mais longa, alongar os prazos da dívida pública mobiliária com instrumentos prefixados, aumentar os prazos de maturação dos ativos e passivos domésticos, criar uma demanda líquida de investidores finais para os papéis prefixados, e viabilizar a formação de taxas de juros de longo prazo de referência são alguns dos desafios que se colocam ao Brasil (Coutinho, 2004b, 2005a, 2005c; Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004; Giavazzi e Missale, 2004).

Avanços no campo da política monetária e fiscal têm sido exaltados por muitos, e são defendidos como valores aceitos pelas principais forças políticas. A disciplina fiscal e a Lei de Responsabilidade Fiscal, a definição de metas para o superávit primário, a busca pela estabilização da relação dívida líquida pública/PIB e a reafirmação da credibilidade da política monetária com base em metas de inflação são algumas dessas conquistas (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004). Entretanto, apesar destas conquistas e da importante redução da vulnerabilidade externa, o avanço foi muito limitado no que diz respeito à *duration* da dívida pública (Coutinho, 2005c).

Na prática, com a estabilização da inflação, não se observou a montagem de um sistema que substituísse as “instituições” inflacionárias e as armadilhas estruturais associadas à intermediação da poupança e sua canalização para o investimento (Carneiro, 2005). Nesse sentido, embora a política monetária do Banco Central esteja produzindo seus efeitos sobre as expectativas de mercado para a queda da inflação (Coutinho, 2005b), é surpreendente que o governo não explicita objetivos de médio e longo prazo para a economia brasileira (Coutinho, 2005d).

Dessa forma, num contexto em que a demanda final por títulos prefixados é muito limitada, e que a política monetária opera com uma estrutura a termo de juros não-convencional e incentivadora da preferência por ativos de curto e curtíssimo prazo (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004),

como implementar uma estratégia de mercado, que induza a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, consistente com o processo de alongamento do perfil da dívida pública? Que aspectos do contexto econômico devem ser considerados? Qual deve ser a diretriz de gestão da dívida pública? Qual o papel dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, etc.), e demais participantes do mercado financeiro nesse contexto?

Entende-se que, neste momento, o Banco Central e o Tesouro Nacional gozam de credibilidade suficiente para buscar uma transição positiva na forma de administração da política de dívida pública e da taxa SELIC (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004). A expressiva melhoria da posição externa do país, a substituição dos títulos indexados à taxa de câmbio, bem como as conquistas e avanços mencionados anteriormente, dão condições para retomar a agenda do desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais. É neste sentido que se coloca o desafio de criar uma estrutura a termo das taxas de juros mais estável e alongada.

Sendo assim, é objetivo geral dessa investigação delinear um mecanismo de mercado que induza a formação de uma estrutura a termo de juros positivamente inclinada, condizente com o alongamento da dívida pública, e com o aumento da sua *duration* e da demanda líquida por instrumentos financeiros públicos prefixados e de longa maturação.

Para alcançar tal objetivo geral, procurou-se:

- Analisar a dinâmica do atual mercado de dívida pública e identificar os principais agentes econômicos participantes deste mercado (ofertantes e demandantes);
- Compreender os interesses, motivações e a disposição para mudança dos agentes econômicos participantes do mercado de dívida pública (ofertantes e demandantes), no sentido da formação de uma estrutura a termo de juros doméstica;
- Esboçar um mecanismo de mercado (não-traumático) que induza o processo de formação de uma estrutura a termo de juros doméstica convencional;
- Descrever os papéis a serem desempenhados pelos diferentes agentes públicos e privados, participantes do mercado de dívida pública, no sentido da formação de uma estrutura a termo de juros doméstica;

- Identificar os possíveis riscos e pré-requisitos associados à nova proposta, sugerindo medidas preventivas.

Muitas das informações e idéias aqui discutidas foram obtidas e debatidas em entrevistas conduzidas com 18 economistas, *experts* e agentes participantes do mercado de dívida pública, bem como a partir da revisão da literatura especializada sobre o assunto.

Este trabalho está dividido em duas grandes partes. A primeira parte é composta pelas Seções 1, 2 e 3 que são mais conceituais e, de certa forma, contextualizam a discussão do trabalho. Logo, na segunda parte, composta pelas Seções 4, 5 e 6, é feita a discussão sobre o processo de indução da estrutura a termo da taxa de juros.

Na Seção 1, que inicia o trabalho, são apresentados os aspectos que caracterizam a discussão acerca do desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais, sobretudo com um foco nos impactos do desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais no crescimento e no desenvolvimento econômico, assim como os impeditivos ao desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais no Brasil.

A Seção 2 trata dos conceitos que envolvem a estrutura a termo da taxa de juros, seus determinantes, suas diferentes interpretações, assim como a estrutura a termo da taxa de juros no Brasil.

Finalmente na Seção 3, que fecha a primeira parte do trabalho, faz uma análise do mercado de dívida pública brasileiro, e da sua importância para o processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros. Esta seção faz uma breve descrição sobre o atual perfil da dívida pública brasileira, e apresenta os aspectos que justificam a idéia de que há a consolidação de uma situação anômala no mercado de dívida pública, e sintetiza as propostas existentes para revisar o perfil da dívida.

A segunda parte do trabalho inicia com a Seção 4. Esta seção procura definir o contexto em que a estratégia de indução do processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros deve ser implementada. Aqui são enfatizados os aspectos mais importantes da política macroeconômica,

da formação e gestão das expectativas de mercado, assim como outros aspectos importantes de contexto.

As Seções 5 e 6 fecham a segunda parte do trabalho. Na Seção 5 discute-se a prática de uma política de dívida pública coerente com o alongamento e prefixação da dívida, portanto o lado da oferta que afeta a formação da estrutura a termo; enquanto que na Seção 6, foca-se na execução de uma política que induza a formação de demanda para os títulos públicos longos e prefixados.

A conclusão do trabalho é apresentada na Seção 7; e o resultado obtido com as entrevistas qualitativas com 18 economistas, *experts* e agentes participantes do mercado de dívida pública, depois de transcrito e categorizado, pode ser consultado em anexo, no final deste trabalho.

1. O DESENVOLVIMENTO FINANCEIRO E DO MERCADO DE CAPITALS

O debate atual sobre a sustentabilidade do crescimento da economia brasileira coloca em pauta a necessidade de aumentar a taxa agregada de investimento. Nesse sentido, questões como o financiamento de um novo ciclo de investimentos, a necessidade de se desenvolver o mercado de capitais e o crédito de longo prazo ganham importância na atual agenda econômica (Coutinho, 2004c, 2005d).

Diante disso, é fundamental trazer à tona as discussões acerca do desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais, assim como seu papel no crescimento e no desenvolvimento econômico.

Esta seção tem dois objetivos principais. O primeiro objetivo é discutir a relação existente entre o desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais com o crescimento e o desenvolvimento econômico. Num segundo momento, busca-se apontar as possíveis causas que impedem o desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais no Brasil, entre elas a ausência de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica convencional, líquida alongada e relativamente estável.

1.1. Impactos do desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais no crescimento e no desenvolvimento econômico

A discussão sobre o desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais é intrínseca nas economias capitalistas, e é inescapável num contexto de liberalização crescente das economias. Raramente se discorda do papel fundamental que o desenvolvimento financeiro e o mercado de capitais têm em prover o *funding* para investimentos de longa maturação e intensivos em capital.

Sendo assim, num contexto onde se discute o crescimento e o desenvolvimento econômico, não há como negligenciar o debate sobre o papel do desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais brasileiro. A sustentabilidade do crescimento da economia brasileira está atualmente

relacionada ao aumento da taxa agregada de investimento, colocando em evidência a questão de como financiar um novo ciclo de investimento (Coutinho, 2004c). Ou seja, no plano da economia é necessário desenvolver o crédito de longo prazo, financiar as infra-estruturas e promover o mercado de capitais (Coutinho, 2005d).

Coutinho (2004c) afirma que o aumento do crédito bancário de base doméstica, e a expansão interna do mercado de capitais, podem desempenhar papel-chave no financiamento no ciclo de investimentos para sustentar o processo de crescimento da economia brasileira. Para o autor, a falta de base doméstica de financiamento de longo prazo sempre foi historicamente o “calcanhar-de-aquiles da economia nacional”, e hoje se manifesta na dificuldade em se estruturar *funding* para os investimentos públicos e privados intensivos em capital e de longa maturação.

É comum considerar a transferência de poupança para financiar investimentos de longo prazo como sendo um pressuposto para um mercado de capitais desenvolvido. E, especificamente no Brasil, apesar do mercado de capitais apresentar uma estrutura operacional sofisticada, a habilidade de financiar o investimento de longo prazo do mercado de capitais, logo sua capacidade de transferir poupança para o longo prazo, é pouco desenvolvida (Teixeira, 2005).

Gleizer (2005) concorda ao afirmar que a questão da funcionalidade do mercado de capitais tem papel importante na discussão sobre o desafio de transformar o atual ciclo de recuperação da economia brasileira em um processo de crescimento econômico. Segundo o autor, a experiência internacional sugere que um sistema financeiro moderno e diversificado tem um importante papel na promoção do crescimento econômico.

Outros autores ressaltam, contudo, que não há conclusões definitivas sobre as relações de causalidade entre desenvolvimento econômico e mercado de capitais; concordam, porém, que um mercado de capitais de longo prazo não sobrevive em um ambiente de baixo desenvolvimento econômico (Teixeira, 2005).

Ao analisar a economia americana de 1900 a 1940, Dehejia e Lleras-Muney (2003) reconhecem que existe uma farta literatura argumentando que o desenvolvimento financeiro contribui para o crescimento econômico. No entanto, atentam para o fato de que nem todas as formas de

desenvolvimento financeiro têm um efeito positivo no crescimento econômico, particularmente as formas em que predominam empréstimos indiscriminados.

De toda forma, é quase uma unanimidade que existe uma correlação forte entre crescimento econômico e desenvolvimento do mercado de capitais, ainda que não haja um consenso sobre como estimular o desenvolvimento de um sistema financeiro (Novaes, 2005).

1.2. Impeditivos ao desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais no Brasil

Teixeira (2005) afirma que os desafios para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro estão associados à introdução de medidas de capilaridade e eficiência operacional, e a uma série de reformas estruturais e o aprimoramento do sistema de informações. Além disso, a expansão dos mercados de capitais exige que os investidores tenham seus direitos protegidos e respeitados.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro exige, para essa linha de argumentação, maior previsibilidade da economia brasileira. Tal previsibilidade seria obtida com a estabilidade econômica e do crescimento econômico, a consolidação de reformas⁴ recentes como a reforma do Judiciário, a Lei das Sociedades Anônimas, o estímulo à governança corporativa, a Lei de Falências, o Sistema de Pagamentos Brasileiro e o Sistema de Informações de Crédito; além de outras reformas estruturais, como a reforma trabalhista, no sentido de criar condições para um maior crescimento econômico (Lisboa e Scheinkman, 2002).

Para Goldfajn, Hennings e Mori (2003) o principal impedimento para o avanço do mercado de capitais brasileiro é resultante da instabilidade econômica, da dívida pública elevada e dos juros altos e voláteis.

⁴ Dentro desse mesmo arcabouço teórico são enfatizados também desafios como as reformas tributária e institucional, a redefinição do papel do BNDES e a transferência da gestão da poupança compulsória do Estado para o mercado de capitais privado brasileiro (Teixeira, 2005). Por outro lado, há de se mencionar que aspectos como a transferência da poupança compulsória para o mercado de capitais privado envolve discussões complexas, e que fogem do escopo deste trabalho. Sobretudo porque é natural esperar que o setor privado anseie por desempenhar o papel de gestor desses fundos. Da mesma forma tem-se a redefinição do papel do BNDES e, portanto, a discussão sobre sua função de fomentador do desenvolvimento econômico. Enfim, tem-se aqui um debate que vai além da problemática e dos impeditivos ao desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais no Brasil.

Segundo Gleizer (2005) há pelo menos seis barreiras ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, e que evidenciam o seu baixo grau de desenvolvimento: (i) dívida pública curta e indexada; (ii) mercado secundário de dívida nominal pouco líquido; (iii) mercado privado de títulos públicos limitado, ilíquido e pouco transparente; (iv) mercado acionário incipiente; (v) investidores institucionais com baixa participação no PIB, e (vi) ausência de mercados de derivativos de longo prazo.

Defende-se também que o desenvolvimento dos mercados financeiros pode ser, em parte, explicado pela obtenção do *status* de *investment grade* das agências de classificação de risco. Nesse sentido, a classificação de baixo risco contribuiria bastante para o alongamento de prazos, e o surgimento de mercados de títulos privados. Logo, seria justamente o fato do Brasil não ter recebido ainda essa classificação de baixo risco, que poderia explicar parte do insucesso da economia brasileira no desenvolvimento do mercado de capitais (Gleizer, 2005).

Para Moura (2005), o diagnóstico do Banco Mundial⁵ acerca do baixo desenvolvimento dos mercados financeiros na América Latina (exceto Chile e México) pode ser aplicado ao caso brasileiro com bastante aderência. O estudo do Banco Mundial conclui que, apesar das reformas implementadas desde a década de 1990 – liberalização financeira, privatização de empresas estatais, reformas institucionais (inclusive previdenciárias), modernização da legislação e das agências reguladoras, e melhoria na infra-estrutura física dos mercados financeiros, de capitais e de derivativos (com aperfeiçoamento dos sistemas de negociação, custódia e liquidação de títulos) – o desenvolvimento financeiro e a expansão de seus mercados podem ser considerados pífios (Moura, 2005; Banco Mundial, 2004).

Segundo Moura (2005), dentre as dificuldades para o fortalecimento do mercado de capitais no Brasil está a qualidade do ajuste macroeconômico, sobretudo o ajuste fiscal e a gestão da dívida, que não favorece a expansão do processo de intermediação financeira, seja por intermédio dos mercados de títulos organizados, seja via sistema bancário. Moura (2005) também acrescenta que, no que diz respeito ao Brasil, duas características inter-relacionadas explicam o mercado

⁵ Banco Mundial (2004).

financeiro incipiente: a excessiva carga tributária sobre operações financeiras e o reduzido tamanho do mercado secundário de títulos.

O pouco desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, segundo Nóbrega (2005), é decorrência de dois fatores negativos: a baixa proteção ao investidor (derivada de um sistema jurídico menos protetor dos contratos e da propriedade privada), e a irracionalidade do sistema tributário (que sobrecarrega as transações financeiras).

A explicação oferecida por Arida, Bacha e Lara-Resende (2003), e recolocada por Bacha (2005), argumenta que o baixo desenvolvimento do mercado financeiro e do mercado de capitais está associada ao alto grau de “incerteza jurisdicional” ainda presente na economia brasileira. De fato, muitos dos aspectos e desafios estruturais citados por outros autores podem, segundo Arida, Bacha e Lara-Resende (2003), ser incluídas sob o conceito de incerteza jurisdicional proposto em seus trabalhos.

Finalmente, devem ser citados os argumentos daqueles que atentam para a dificuldade em se desmontar uma estrutura anômala no mercado de dívida pública, herdada dos períodos inflacionários, como um dos grandes desafios para o desenvolvimento do mercado financeiro e do mercado de capitais no Brasil (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004; Coutinho, 2005a).

Trata-se de uma argumentação que não se coloca como incompatível, ou contraditória, com os aspectos estruturais e/ou de riscos jurisdicionais discutidos atualmente (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004). Por outro lado, enfatiza, na prática, os impactos perversos que essa estrutura anômala tem sobre o perfil da dívida pública, sobre a política monetária e fiscal, sobre os juros e o sistema de metas de inflação, e sobre os mercados e instrumentos de financiamento de longo prazo (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004; Coutinho, 2005a; Carvalho, 2005a; Moura, 2005; Carneiro, 2005; Teixeira, 2005; Bacha, 2005).

É, portanto, nesse contexto que a ausência de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica convencional, alongada e relativamente estável, torna-se simultaneamente um reflexo do baixo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, e uma de suas causas principais quando

analisada do ponto de vista da consolidação de uma estrutura anômala no mercado doméstico de dívida pública.

2. A ESTRUTURA A TERMO DA TAXA DE JUROS

A estrutura a termo da taxa de juros pode ser definida como a relação entre retornos (*yield*, ou taxa de juros) e maturidade (ou termo), sendo esta uma relação crítica para a avaliação de títulos e investimentos (Fabozzi, 1997), uma vez que a estrutura a termo da taxa de juros lida com o preço do tempo (McEnally e Jordan, 1997).

Contar com uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, alongada e relativamente estável, é algo desejável para a economia e para o desenvolvimento do mercado de capitais. Sua existência não apenas representa o alcance de um estado de confiança maior dos agentes nos fundamentos e na manutenção das condições de estabilidade de uma economia, como também permite que *benchmarks* sejam criados e sirvam de sinalizadores para as decisões de investimento de longa maturação.

Em economias estáveis, a estrutura a termo da taxa de juros dá condições para o surgimento de mercados de derivativos com instrumentos líquidos, que diluem os riscos intrínsecos aos investimentos de longo prazo, compartilhando-os de forma eficiente entre investidores e especuladores com algum apetite para o risco.

A formação de uma estrutura a termo da taxa de juros menos volátil e mais alongada também beneficia a gestão de políticas econômicas, pois fortalece o poder que a política monetária tem de influenciar não só as variáveis nominais, como também as variáveis reais da economia. Somente com uma estrutura a termo de taxa de juros convencional e relativamente estável é possível obter uma eficácia maior, e com custos menores, dos canais de transmissão clássicos de política monetária, propagando a atuação do Banco Central no mercado de reservas bancárias, e provocando o ajuste de portfólio do setor bancário, do mercado de crédito e dos detentores da riqueza sob forma de títulos. É através desse ajuste que o Banco Central faz variar, por exemplo, os preços dos papéis mais longos e que guardam uma relação de substitubilidade significativa com a decisão de investimento em ativos reais (Carvalho, 2005b).

Ou seja, é comum associar o papel da estrutura a termo de juros à forma convencional de transmissão da política monetária da taxa de juros de curto prazo administrada pelo Banco Central, e as taxas de longo prazo que influenciam a demanda agregada (Goodfriend, 1998).

Goodfriend (1998) ressalta ainda o papel da estrutura a termo da taxa de juros na perseguição de metas de inflação, na relação de determinação entre as taxas longas dos títulos e as taxas curtas de política, na busca por credibilidade da autoridade monetária (sobretudo quanto ao seu compromisso com inflação baixa), e na observação e avaliação das consequências de decisões de política monetária. O autor enfatiza que o uso da estrutura a termo também pode incorrer em armadilhas, sobretudo em falhas de previsão das taxas de longo prazo e de transmissão da taxa de curto prazo para as taxas de longo prazo.

Bernanke (2006), em suas reflexões sobre a curva a termo da taxa de juros e a política monetária, atenta para a quantidade de informações que a estrutura a termo da taxa de juros carrega, no sentido de prover *feedback* das ações adotadas de política monetária, bem como de fornecer *inputs* para orientar ações de política futuras. Por outro lado, conclui que o comportamento das taxas de juros de longo prazo, e suas implicações para a política monetária, não são sempre muito claras, nem tão óbvias ou fáceis de se extrair da estrutura a termo da taxa de juros.

No que tange a economia brasileira, o Banco Central parece já considerar que a estrutura a termo dos juros tem uma importância maior do que a taxa SELIC para controlar a demanda, e atingir os objetivos de política monetária (Ferreira, Roubotten Filho e Dupita, 2004; Figueiredo e Megale, 2006).

Em suma, pode-se concluir que a estrutura a termo da taxa de juros, como sintetiza McEnally e Jordan (1997), é usada no mercado, e de uma forma geral, para analisar os retornos para o comprometimento de ativos de diferentes termos (ou prazos), avaliar expectativas e consenso sobre as taxas de juros futuras, precificar títulos e outros contratos com pagamentos fixos, precificar cláusulas contingenciais de títulos de renda fixa como as opções de compra ou venda, praticar arbitragens entre títulos de diferentes maturidades e formar expectativas sobre a economia. Além disso, vale acrescentar o papel importante da estrutura a termo da taxa de juros na execução, interpretação, e correção de ações de política monetária.

2.1. Determinantes da estrutura a termo da taxa de juros

De uma forma geral, não há dúvida de que a existência de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, e relativamente estável, é algo desejável. No entanto, há de se mencionar que a formação da estrutura a termo da taxa de juros é atribuição do mercado, não do Governo. Ou seja, são as operações de compra e venda dos títulos de diferentes maturidades, perfis de crédito e condições de remuneração que determinam uma relação entre taxas de juros e prazos que, por sua vez, podem ser cotadas e negociadas em bolsa nos mercados futuros.

Entretanto, é função do Governo garantir a existência de uma "curva" de *benchmarks* de taxas para as diferentes maturidades. É com base nessa curva que o setor privado opera, definindo diferentes taxas de juros para os diferentes prazos de maturidade e perfis de risco. Ou seja, a estrutura de *benchmarks* serve como base para que o sistema financeiro produza, por conta própria, instrumentos de crédito Lopes (2006). E nesse sentido, a curva de *benchmarks* poderia ser entendida como um "bem público".

Dito isso, é de se esperar que o Governo tenha um papel muito importante na indução da formação de uma curva a termo da taxa de juros, sobretudo em economias onde os títulos públicos representam a maior parcela dos ativos de renda fixa negociados, como ocorre no mercado de capitais brasileiro. Em outras palavras, é função do Governo definir os vértices na curva de juros que permitem ao mercado derivar, a partir desses *benchmarks*, uma estrutura a termo da taxa de juros.

Em se tratando de qualquer economia monetária, é incorreto pensar que exista, portanto, uma única taxa de juros. O que na realidade faz sentido, é que exista uma estrutura interdependente de taxas de juros que tem como "taxas de juros básicas" (não confundir com a taxa SELIC de curtíssimo prazo) as taxas de juros dos títulos públicos (Fabozzi, 1997). Dessa forma, as taxas de juros básicas sinalizam o retorno mínimo que se espera obter em títulos outros que não o do Tesouro Nacional e, portanto, essas taxas são tidas como *benchmarks* sobre o qual outras taxas de

juros serão definidas, sobretudo nas emissões de títulos privados e na própria formação de uma estrutura a termo da taxa de juros.

Inúmeras técnicas são utilizadas pelo setor privado para se obter a estrutura a termo da taxa de juros a partir dos *benchmarks* "livres de risco" ofertados pelo governo. As técnicas podem variar desde técnicas simples, e não muito adequadas⁶, como a construção da estrutura a termo da taxa de juros diretamente a partir da curva de retornos (*yields*) dos títulos do Tesouro; até técnicas mais apuradas que partem de uma curva teórica de taxas *spot*, obtida a partir de um processo denominado *bootstrapping*, que toma como base os títulos mais recentes leiloados pelo Tesouro para uma determinada maturidade, de onde as *zero rates* (ou *spot rates*) são obtidas, e de onde os vértices intermediários da curva possam ser obtidos a partir da interpolação dos *benchmarks* disponíveis. O princípio básico desse método é que o valor do título do Tesouro emitido com cupom seja igual ao valor do "pacote" de títulos sem cupons ("*zeros*", ou *bullets*) que simula os fluxos de caixa do primeiro título emitido com cupom⁷. Com base nas *zero rates* correntes, é possível, num segundo momento, e sobre alguns pressupostos, calcular as taxas de juros a termo (*forward interest rates*)⁸ (Fabozzi, 1997; Hull, 1999).

Vale aqui atentar para um aspecto conceitual a respeito da estrutura a termo da taxa de juros. Enquanto a estrutura a termo da taxa de juros trata da relação entre as taxas *spot* (ou *zero rates*) e o termo (prazo), a *yield curve* expressa a relação do *yield-to-maturity* (taxa interna de retorno até o vencimento) de um determinado título e o termo (prazo). A diferença entre ambas pode não ser muito grande para prazos relativamente curtos, no entanto sua importância aumenta conforme o tamanho do prazo de maturidade e o padrão dos fluxos de caixa (McEnally e Jordan, 1997).

Outra observação importante diz respeito à distinção entre as taxas *spot* e, portanto, a estrutura a termo da taxa de juros, e as taxas a termo (*forward rates*). A *forward rate* corresponde à taxa *spot*

⁶ Por não considerar que títulos com a mesma maturidade e padrão de risco podem apresentar retornos distintos dado o padrão de pagamento dos cupons (Fabozzi, 1997).

⁷ Esse método é baseado no fato de que o preço de um título é calculado a partir do valor presente de seus fluxos de caixa. O problema é que a taxa adequada para descontar cada fluxo de caixa varia em decorrência dos diferentes padrões de pagamento de cupons, logo, de fluxo de caixa. Outro aspecto relevante é que usualmente os títulos públicos de médio e longo prazo são emitidos com pagamento de cupons, de forma que pode não existir no mercado um *benchmark* livre de risco no formato de um *zero-coupon bond*, ou *bullet*, para prazos maiores (Fabozzi, 1997).

⁸ Não é objetivo deste trabalho percorrer todo o processo de cálculo da estrutura a termo da taxa de juros. Para uma análise um pouco mais detalhada, e bastante prática, ver os capítulos 6 de Fabozzi (1997), e o capítulo 4 de Hull (1999).

em algum momento futuro, e que está implícita numa determinada estrutura a termo da taxa de juros. Por exemplo, se uma estrutura a termo da taxa de juros aponta para uma taxa *spot* de 9% para um ano e 10% para dois anos, isso sugere que a taxa a termo (ou *forward rate*) de um ano para a taxa *spot*, ao final do primeiro ano, está em torno de 11%⁹ (Fabozzi, 1997; McEnally e Jordan, 1997).

Essas distinções são importantes, além do seu aspecto puramente conceitual, para aqueles que operam, por exemplo, com instrumentos de renda fixa, pois permitem que posições arbitradas na estrutura a termo da taxa de juros sejam "travadas" nos mercados futuros e a termo.

É importante frisar aqui, no entanto, o papel fundamental dos instrumentos emitidos pelo Tesouro Nacional para o processo de cálculo da estrutura a termo da taxa de juros. Em outras palavras, são os *benchmarks*, ou "taxas básicas livre de risco", dos títulos públicos de diferentes maturidades, que servem como base sobre a qual um prêmio de risco, ou *spread*, é adicionado pelo setor privado.

2.2. As diferentes interpretações sobre a forma da estrutura a termo da taxa de juros

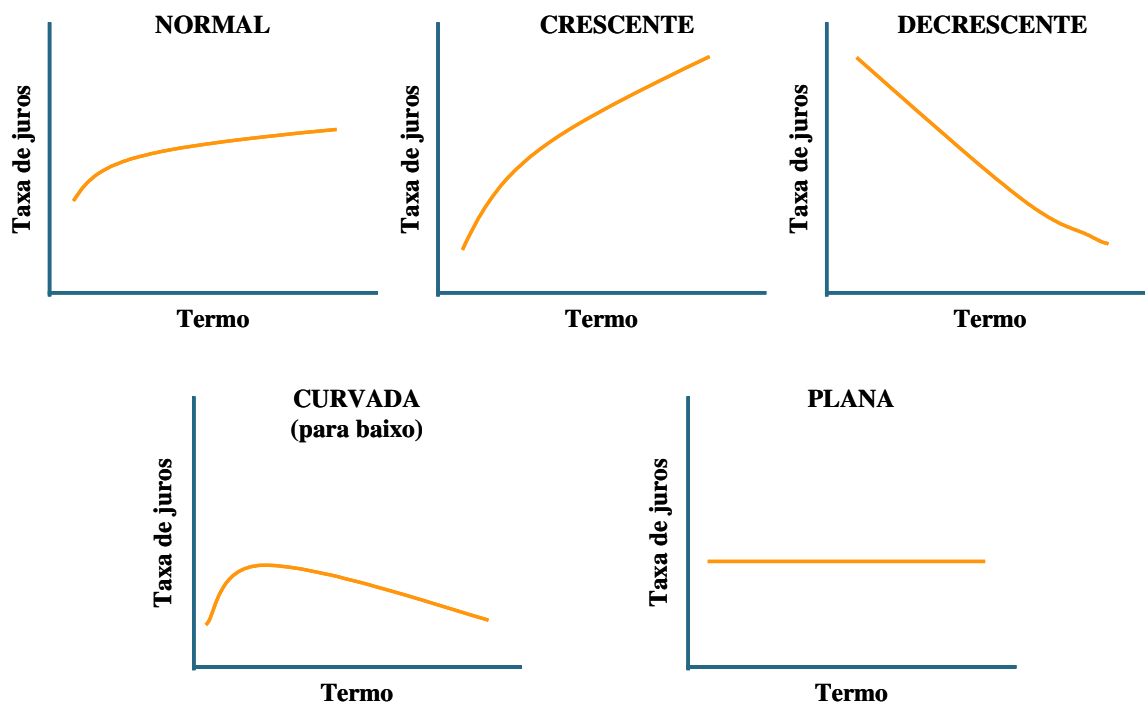
Existem basicamente cinco formas distintas, e observáveis empiricamente, da estrutura a termo da taxa de juros. A estrutura a termo da taxa de juros pode ser **normal**, com as taxas de juros em níveis moderados e crescimento contínuo do retorno conforme se aumenta a maturidade, porém com inclinação suave e decrescente; pode ser **crescente**, com taxas de juros relativamente baixas, e retornos crescendo substancialmente conforme aumentam os prazos; pode ser **decrescente**, com taxas de juros extremamente altas para os padrões históricos verificados, e um declínio acentuado ao longo de todo o espectro de prazos da curva; pode ser **curvada** para baixo, com taxas de juros relativamente altas, que primeiro crescem com o aumento da maturidade, porém declinam ao longo dos prazos após terem atingido um pico; e, finalmente, pode ser **plana** (ou *flat*), com taxas de juros relativamente invariáveis ao longo do espectro de prazos da curva (McEnally e Jordan,

⁹ Esse valor é exatamente 11% se os juros são compostos de forma contínua (Hull, 1999). Assumindo que R\$ 1.000 tenham sido investidos, pode-se verificar que $1.000e^{0,09}e^{0,11} = 1.000e^{0,10 \times 2}$.

1997; Fabozzi, 1997). O Esquema 1 apresenta de forma genérica os formatos clássicos da estrutura a termo da taxa de juros.

Segundo McEnally e Jordan (1997), é possível identificar cinco teorias mais proeminentes para explicar o formato da estrutura a termo da taxa de juros: a teoria de segmentação de mercado, a teoria das expectativas, a teoria da preferência pela liquidez, a teoria do habitat preferido, e a abordagem do processo estocástico sem arbitragem. Segundo os autores, a teoria de segmentação de mercado é frequentemente associada ao trabalho de Culbertson (1957), a teoria das expectativas ao trabalho de Fisher (1896) e Lutz (1940), a teoria da preferência pela liquidez ao trabalho de Hicks (1939)¹⁰, a teoria do habitat preferido ao trabalho de Modigliani e Sutch (1966)¹¹, e, finalmente, a abordagem do processo estocástico sem arbitragem aos trabalhos de inúmeros autores distintos (para maiores detalhes ver Hull, 1999) e que contribuíram para formalizar algumas noções e conceitos importantes para este tipo de modelagem.

Esquema 1 – Formas clássicas da estrutura a termo da taxa de juros



Fonte: Adaptado de Fabozzi (1997) e McEnally e Jordan (1997).

¹⁰ Embora seja muito difundida a noção de preferência pela liquidez pioneiramente sugerida por Keynes (1936).

¹¹ De certa forma esta abordagem pode ser pensada como uma versão menos rígida da teoria de segmentação do mercado (McEnally e Jordan (1997)).

Não faz parte deste trabalho discutir cada uma dessas teorias, ou abordagens, sobre interpretações acerca do formato da estrutura a termo da taxa de juros. Sobretudo porque este é um assunto muito estudado pela literatura econômico-financeira, e qualquer tentativa de ser exaustivo, além de mal sucedido, desviaria em muito do escopo e do objetivo definido para este trabalho.

De forma sintética, Hull (1999) aponta a teoria das expectativas como uma das mais simples abordagens, na medida em que postula que as taxas de juros de longo prazo deveriam refletir as taxas de juros de curto prazo futuras esperadas. A teoria de segmentação de mercado, por outro lado, afirma que não precisa necessariamente existir uma relação entre taxas de juros de curto, médio e longo prazo. Para essa abordagem, diferentes instituições (ou agentes) investem em títulos de diferentes maturidades, e não "trocam" essas maturidades (não fazem arbitragens entre prazos distintos); ou seja, a taxa de juros de curto prazo é determinada pela oferta e pela demanda no mercado de títulos de curto prazo, e a taxa de juros de longo prazo é determinada pela oferta e pela demanda no mercado de títulos de longo prazo. Finalmente, no que diz respeito à teoria da preferência pela liquidez, Hull (1999) afirma que as taxas a termo (*forward rates*) deveriam ser sempre mais altas das que as *zero rates* futuras esperadas, na medida em que o investidor prefere preservar a liquidez da sua riqueza e, portanto, investe em fundos por curtos períodos de tempo; enquanto que tomadores preferem emprestar a taxas fixas e por prazos mais longos de vencimento. Nesse sentido, intermediários financeiros, diante de uma oferta grande de recursos para prazos curtos e de uma grande demanda por recursos de longo prazo aumentam, na prática, as taxas de juros de longo prazo em relação às taxas de juros de curto prazo futuras esperadas. Tal estratégia reduziria, segundo Hull (1999), a demanda por empréstimos a taxas fixas e de longo prazo, e encorajaria investidores a depositar seus recursos por prazos maiores. Dessa forma, a teoria da preferência pela liquidez levaria a uma situação em que as taxas a termo (*forward rates*) fossem maiores do que as taxas *zeros* futuras esperadas sendo, portanto, consistente com o resultado empírico de que a estrutura a termo da taxa de juros tende a ser mais freqüentemente positivamente inclinada, do que negativamente inclinada¹².

¹² Para uma discussão mais detalhada das teorias e modelos que procuram descrever o formato da estrutura a termo da taxa de juros, ver McEnally e Jordan (1997).

Para este trabalho, duas perspectivas teóricas diferentes são mais relevantes para explicar a estrutura a termo da taxa de juros, e são as mesmas discutidas em Goodfriend (1998). A primeira está associada ao trabalho de Hicks (1939), onde as taxas de longo prazo são determinadas pelo mercado como média esperada do nível da taxa de curto prazo num horizonte relevante (abstraindo o prêmio pela maturidade e o risco de *default*)¹³. A segunda perspectiva é atribuída a Fisher (1896), e considera que a taxa de um título de longo prazo contém um prêmio para inflação esperada e, portanto, serve como um indicador da credibilidade e do comprometimento do Banco Central com a manutenção de baixas taxas de inflação. Conforme a abordagem de Fisher (1896), Goodfriend (1998) afirma ser possível decompor a taxa nominal de um título de longo prazo em inflação esperada e um retorno real esperado.

Segundo Goodfriend (1998), ambas as perspectivas são, em princípio, compatíveis. Porém, na prática, é de se esperar que dificuldades de interpretação possam surgir. Ainda assim, o autor afirma que a estrutura a termo é muito importante no processo de fazer política econômica, na medida em que contém informações relevantes, mas que devem ser interpretadas à luz de outros dados e condições criteriosas da economia.

Ao analisar as implicações da interpretação proposta por Hicks (1939), Goodfriend (1998) ressalta que alguns pressupostos podem prejudicar o entendimento do comportamento da estrutura a termo. Um pressuposto importante da perspectiva sugerida por Hicks (1939) é a ausência de risco de ganho ou perda de capital ao comparar investimentos em títulos de curto prazo e títulos de longo prazo. Trata-se de uma suposição de comportamento dos agentes econômicos já criticada por outros autores como Kahn (1972). Em outras palavras, não há motivos para crer que investidores em títulos de longo prazo mantêm seus títulos em carteira até sua maturação, de forma que, em equilíbrio, tais investidores seriam indiferentes entre rolar títulos de curto prazo durante a maturidade de um título de longo prazo, ou manter o título de longo prazo até a data de resgate (Kahn, 1972). Ou seja, dada a volatilidade dos juros ao longo do prazo de maturação dos títulos, investidores podem estar interessados nos ganhos de capital

¹³ Aqui é importante notar que não existe um consenso sobre a autoria das diferentes teorias que explicam o formato da estrutura a termo da taxa de juros. Ao tratar dessas teorias, Goodfriend (1998) observa que "a idéia de que a estrutura a termo da taxa de juros pode ser explicada pelas expectativas dos investidores sobre as taxas de juros de curto prazo futuras data pelo menos dos trabalhos de Fisher (1896), mas o desenvolvimento principal da teoria foi feito por Hicks (1939)" (Goodfriend, 1998, p. 13, tradução própria).

proporcionados pelas variações de preços dos papéis. Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004) destacam ser exatamente este um fator de decisão importante para agentes como *hedge funds* ao investir em títulos da dívida pública.

Erros de interpretação da estrutura a termo de juros podem ser ainda agravados nos casos em que se conta com uma curva de juros atípica (horizontal ou negativa). Este aspecto é particularmente importante no Brasil, quando se considera a dificuldade em se alongar o horizonte da estrutura a termo de juros. No caso brasileiro, não só a interpretação do comportamento dos agentes ao longo da estrutura de juros fica prejudicada, como a dinâmica de ajuste do mercado doméstico difere dos mercados financeiros mais desenvolvidos (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004; Carvalho 2005b).

De qualquer forma, duas características da estrutura a termo da taxa de juros devem ser levadas em consideração. Em primeiro lugar, há de se considerar que o formato de uma estrutura a termo da taxa de juros não é perene, logo tende a se alterar ao longo do tempo, sobretudo influenciado pelas políticas implementadas pelas autoridades monetárias e fiscais, pelas expectativas de mercado e seu estado de confiança na manutenção da estabilidade de preço, entre outros aspectos. Em outras palavras, não só os retornos variam com os prazos, como também a relação que associa retornos e maturidades em si varia ao longo do tempo. O segundo ponto a se considerar é que existem aspectos teóricos e práticos que justificam a idéia de que uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, ou normal, é positivamente inclinada e, portanto, espera-se ser esta a forma observada empiricamente com maior frequência (Hull, 1999).

2.3. A estrutura a termo da taxa de juros no Brasil

Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004) e Figueiredo e Megale (2006) demonstram em seus trabalhos que desde de 2003 a economia brasileira vem apresentando uma curva de taxa de juros negativamente inclinada no seu espectro mais curto (tipicamente de um ano), por vezes

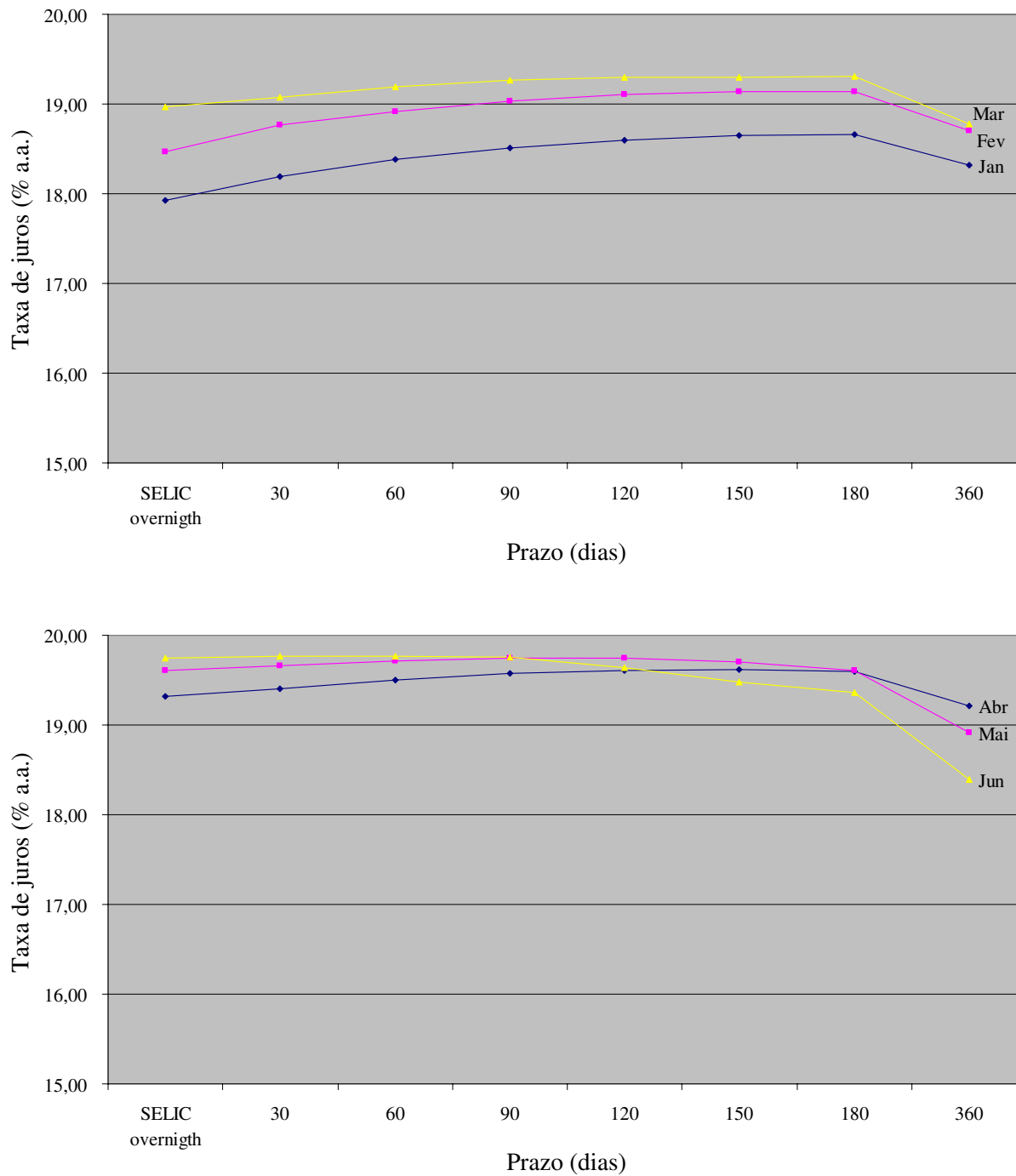
horizontal¹⁴, como resultado da elevada taxa SELIC em termos nominais e da expectativa de queda dos juros nominais e reais no futuro.

O fato é que durante todo o ano de 2005, a estrutura a termo da taxa de juros, representada pelas taxas referenciais do espectro mais curto de *swaps* (DI x pré) do Gráfico 1, caminhou no sentido de acentuar sua inclinação negativa.

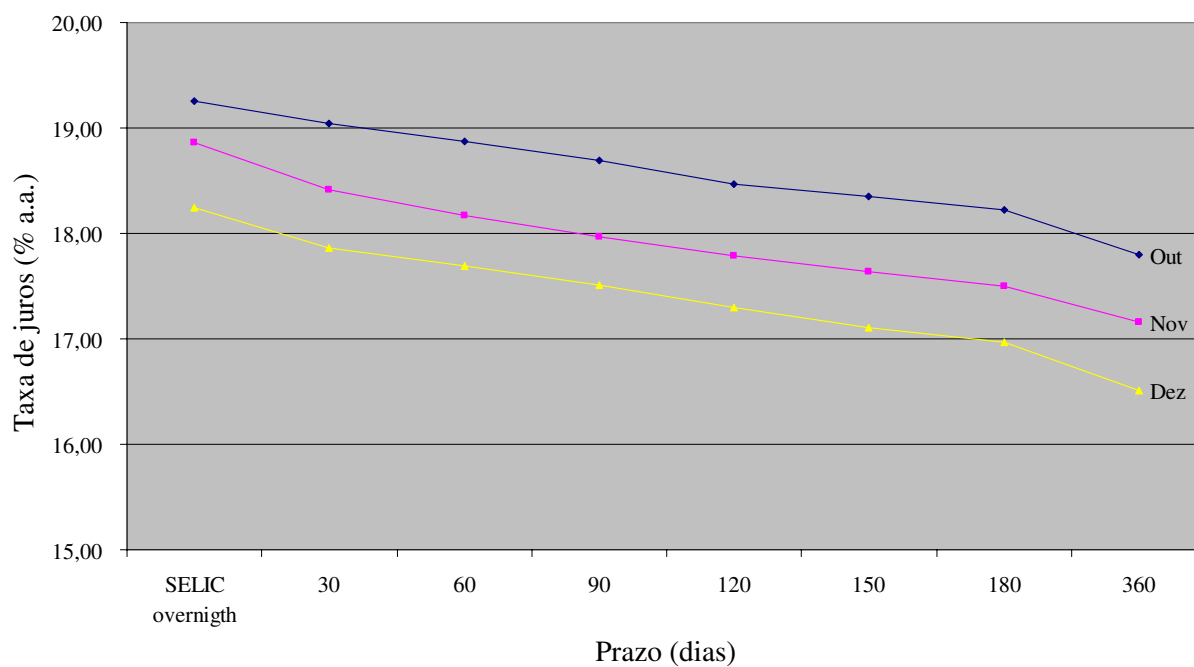
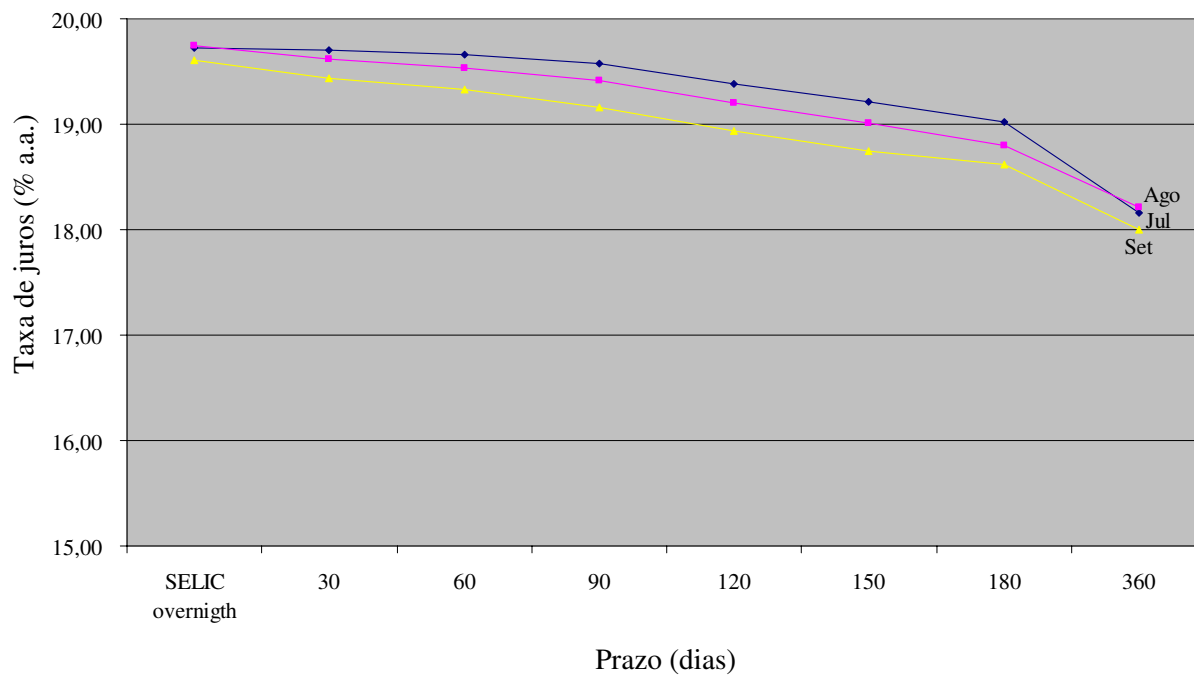
A partir dos dados apresentados no Gráfico 1, é possível verificar que a estrutura a termo da taxa de juros levemente normal (positivamente inclinada) em fevereiro e março de 2005, começa a ficar negativamente inclinada quando a taxa de *swap* para 360 dias em março cai para um nível abaixo da taxa SELIC *overnight*. Vale ressaltar também que esse processo de inversão se acentua nos cinco meses seguintes (abril, maio, junho, julho e agosto), coincidindo com o período de aumentos consecutivos da taxa SELIC *overnighth*, e da meta SELIC, conforme reproduzido no Gráfico 3, e segundo a política de aperto monetário colocada em curso pelo Banco Central. Note que o aumento da taxa SELIC de curto prazo (meta e *overnight*) não acompanha a queda da taxa de *swap* de 360 dias, impondo uma tensão maior sobre toda a estrutura a termo da taxa de juros, sobretudo nos meses de junho, julho e agosto de 2005 quando a taxa SELIC meta se mantém estável no pico de 19,75% ao ano atingido conforme a reunião do COPOM de 18/05/2005.

Outro aspecto importante, e que pode ser observado a partir dos Gráficos 1, 2 e 3 é que, uma vez que a estrutura de juros futuros de um ano encontra-se negativamente inclinada já a partir de julho de 2005 (Gráfico 1), a reversão da tendência de política monetária praticada pelo Banco Central, com quedas sucessivas da taxa de juros de curto prazo, acaba provocando deslocamentos paralelos da estrutura a termo da taxa de juros em outubro, novembro e dezembro de 2005 (Gráfico 1), e de janeiro a abril de 2006 (Gráfico 2).

¹⁴ Os trabalhos mencionam o fato da curva de juros ter apresentado algum período de inclinação positiva em 2004 nos meses de maio e junho. Segundo Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004), "a inclinação assumida pela curva de juros a partir de maior de 2004 refletiu inicialmente muito mais o prêmio de risco cobrado pelos investidores para adquirir papéis pré-fixados do que a expectativa de alta de inflação e juros", logo com consequência negativa sobre a economia "na medida em que os juros mais longos acabam encarecendo o custo do crédito", resultando num "aperto monetário não induzido pela [política do Banco Central]" e, portanto, refletindo "mais o *stress* do mercado do que circunstâncias ligadas à política monetária" (p. 22).

Gráfico 1 – Taxas referenciais de swaps DI x pré (médias mensais) em 2005


Fonte: BM&F; Banco Central do Brasil.

Gráfico 1 (continuação) – Taxas referenciais de swaps DI x pré (médias mensais) em 2005


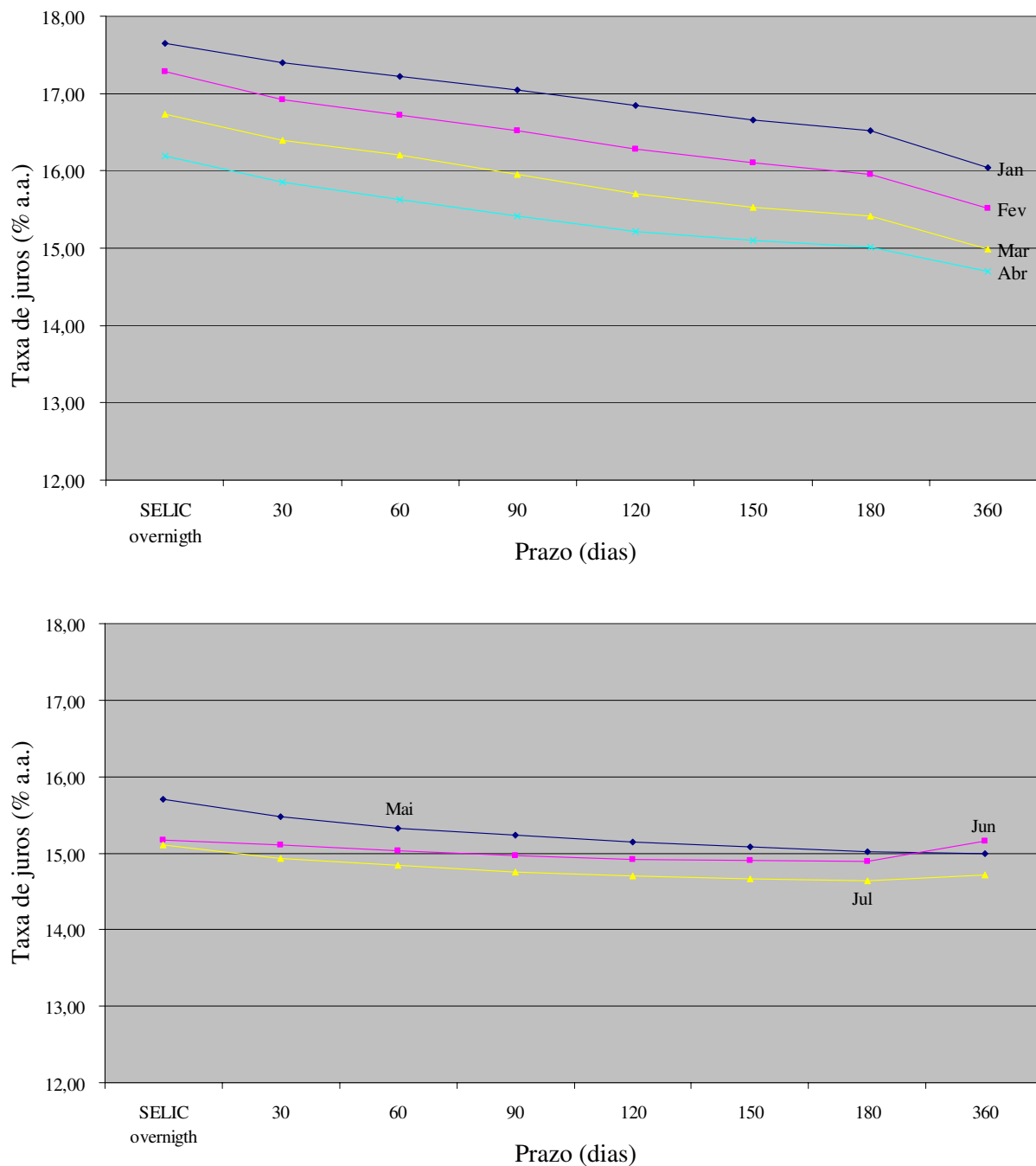
Fonte: BM&F; Banco Central do Brasil.

Note que em maio e junho de 2006 (Gráfico 2), quando houve dúvidas sobre a continuidade do processo gradual de redução da meta da taxa SELIC, a curva de juros ameaçou ficar positivamente inclinada, sobretudo em junho de 2006, porém já tendo cedido novamente em julho de 2006, uma vez que o processo de redução foi retomado com uma nova sequência de queda da meta SELIC de 15,25% a.a. em junho, e 14,75% em julho de 2006 (Gráfico 3).

O fato é que o processo de alterações da taxa meta SELIC tem reflexos observáveis ao longo de todo o espectro da curva de juros, e abre espaço para algumas interpretações importantes.

Do ponto de vista da teoria das expectativas, pode se dizer que existiu no mercado uma expectativa de queda da taxa de juros SELIC de curto prazo no futuro, ao longo de todo o primeiro semestre de 2006 (ver Gráfico 2). Ou seja, mantidas as condições de mercado razoavelmente inalteradas, o deslocamento praticamente paralelo da estrutura a termo da taxa de juros até abril de 2006 indicava uma possível redução maior na taxa de política do Banco Central, para níveis nominais próximos de pelo menos 14,50% a.a. (ou cerca de 9,56% a.a. em termos reais, considerando o centro da meta de inflação de 4,5%). É claro que esse resultado é hipotético, uma vez que não se sabe à priori qual poderia ter sido o efeito de uma redução, mesmo que gradual, de 125 pontos-base na estrutura a termo da taxa de juros (de 15,75% em abril para 14,50% em maio), sobretudo no espectro mais longo, bem como seus efeitos na demanda agregada. Entretanto, não se pode negar que parecia haver espaço para uma redução da taxa de curto prazo, no sentido de sancionar uma taxa que já estava sendo esperada pelo mercado.

Por outro lado, ao considerar a interpretação de Fisher (1896) descrita por Goodfriend (1998), de que seria possível decompor a taxa nominal de um título de longo prazo em inflação esperada e um retorno real esperado, esperar-se-ia então que numa situação de credibilidade do Banco Central haveria uma queda da taxa de inflação abaixo da meta atual, de forma a manter, ou ampliar o retorno real no momento futuro. Do contrário, mantendo a meta de inflação em 4,5%, num ambiente onde existe uma expectativa de queda da taxa nominal de juros no futuro, seria possível verificar uma queda da taxa real de juros já num horizonte de um ano.

Gráfico 2 – Taxas referenciais de swaps DI x pré (médias mensais) em 2006


Nota: A curva de taxas referenciais para o mês de julho de 2006 foi obtida a partir da média aritmética das taxas observadas entre os dias 03 e 23 do mês de julho.

Fonte: BM&F; Banco Central do Brasil.

Note, porém, que o *spread* entre a taxa *overnight* média registrada em abril de 2006 (16,19% a.a.), e a média da taxa de referência para o *swap* de 360 dias do mesmo período (14,70% a.a.) era de quase 150 pontos-base. Isso significava um prêmio positivo de +1,5% a.a. para se operar com títulos de curtíssimo prazo, mesmo diante de uma situação onde se esperava que o Banco Central gozasse de credibilidade suficiente para garantir o cumprimento da meta de inflação estabelecida.

Em outras palavras, por que a estrutura a termo de juros tem pagado sistematicamente um prêmio maior para posições de curto prazo, mesmo considerando que são as posições de longo prazo que sofrem com maiores riscos de preço de mercado? Para se ter uma idéia, segundo Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004), com base em padrões internacionais, essa diferença entre taxas de curto prazo (SELIC *overnight*) e taxas de um ano deveria estar entre 300 a 500 pontos-base; o que significaria reduzir a taxa SELIC *overnight* para algo entre 11,70% e 9,70% a.a. em termos nominais, respectivamente (ou cerca de 6,9% e 5% a.a. em termos reais, considerando a meta de inflação de 4,5%), e assumindo a manutenção da taxa de referência para o *swap* de um ano de abril de 2006 de 14,70% a.a.

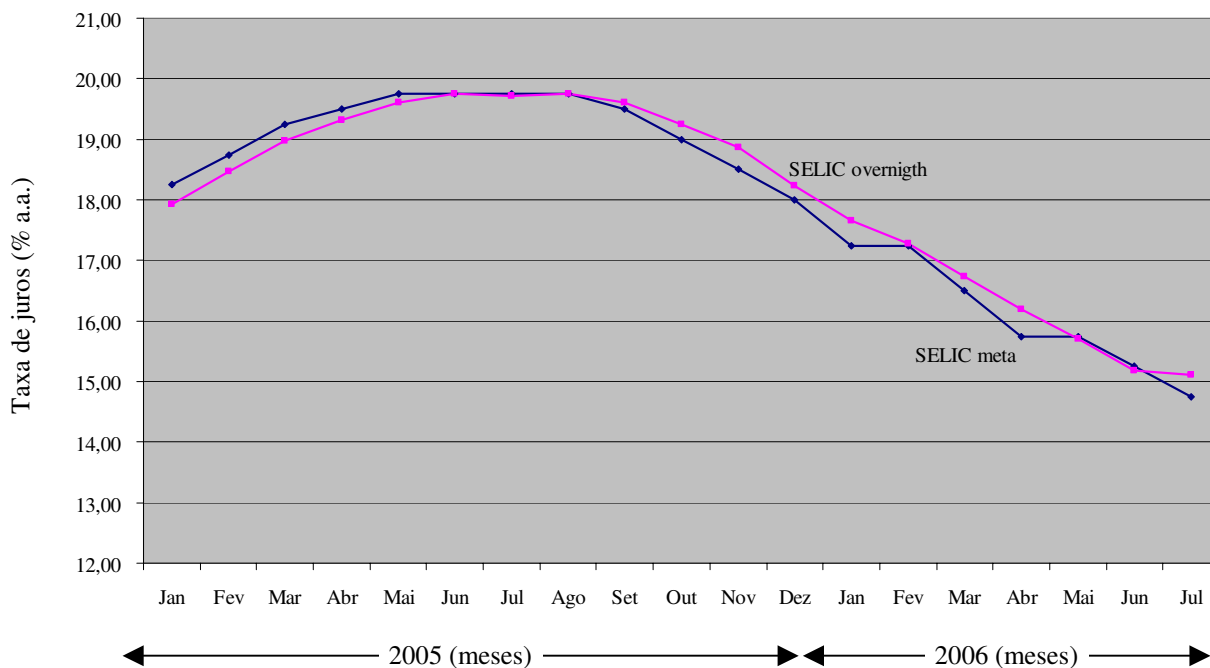
O fato é que quando houve a expectativa de que o Banco Central interromperia o processo de redução gradual da meta SELIC, mantendo inalterada a taxa de 15,75% a.a. em abril e maio de 2006, foi possível verificar que a taxa de referência para o *swap* de um ano passou para 15,00% a.a. em maio (contra os 14,70% a.a. verificados em abril), e depois para algo próximo a 15,16% a.a. junho de 2006, deixando a estrutura a termo da taxa de juros com a ponta longa positivamente inclinada, até o momento em que o Banco Central retoma o processo de queda gradual da meta SELIC, trazendo a taxa de juros SELIC meta de junho e julho para 15,25% a.a. e 14,75% a.a., respectivamente.

Sem dúvida inúmeras hipóteses podem ser feitas acerca do comportamento das taxas de juros e da curva a termo. Uma delas é a de que o prêmio que se paga para o alongamento é ainda muito baixo frente a opção "mais segura" de se concentrar recursos no espectro curto da curva de juros. Outra possibilidade é dada pela teoria da segmentação de mercado, onde o mercado brasileiro estaria diante de uma demanda maior do que a oferta por títulos de prazos mais longos, de forma que o alto patamar da taxa de juros de curto prazo praticado pelo Banco Central perpetuaria uma

estrutura a termo da taxa de juros negativamente inclinada. Enfim, as explicações podem ser inúmeras e certamente variam de acordo com o arcabouço teórico que se utiliza.

O fato é que, como foi visto anteriormente, não só as interpretações sobre o comportamento das taxas de política, como também seus efeitos sobre a estrutura a termo da taxa de juros são diversos. Da mesma forma, o formato da estrutura a termo da taxa de juros varia a todo o momento, e segundo as expectativas do mercado acerca das políticas de Governo, bem como de sua crença na continuidade e na capacidade da autoridade monetária em cumprir com as metas de política, sobretudo nos momento de maior volatilidade interna e externa.

Gráfico 3 – Evolução das taxas SELIC meta e *overnight* (Jan/2005 a Jul/2006)



Nota: A taxa SELIC *overnight* se refere à taxa de juros efetiva média observada em cada mês. Em julho de 2006, o dado foi obtido a partir da média aritmética das taxas observadas entre 03 e 21 do mês de julho.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em outras palavras, o processo de formação de uma estrutura a termo de juros é um processo complexo e dinâmico, logo dá margem a um número considerável de interpretações. Essas

interpretações não são sempre fáceis de se extrair, inclusive porque devem considerar os riscos de mercado e de perda de credibilidade da autoridade monetária na perseguição de metas de inflação baixa, bem como os efeitos expansionistas advindos de uma euforia dos investidores que derrubariam o atual patamar de juros e elevariam as expectativas inflacionárias (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004), entre outros aspectos como o momento em que todas estas variáveis estão sendo consideradas pelos analistas de mercado, investidores e pelo próprio Governo.

Nesse sentido, e considerando as particularidades da economia brasileira, há de se mencionar também a dificuldade em se desmontar uma estrutura anômala no mercado de dívida pública, herdada dos períodos inflacionários, e que influencia em grande medida a própria formação da estrutura a termo da taxa de juros doméstica. Sendo assim, os motivos pelos quais a economia brasileira convive com taxas de juros tão altas no curto prazo também passam a ser relevantes na discussão de formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional. Finalmente, há de se mencionar as dificuldades do Tesouro em garantir uma demanda final para títulos de longo prazo, sejam eles privados ou públicos, tanto por deficiências na oferta, pela ausência de demandantes com perfil mais orientado para o longo prazo, ou por pura falta de incentivos de preço e taxa diante do atual nível de risco percebido para a economia brasileira.

3. O MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Segundo os dados publicados pelo Tesouro Nacional no mês de junho de 2006, o estoque da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) em poder do público em maio de 2006 foi de cerca de R\$ 1,0 trilhão¹⁵, com predominância das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs).

Dado o tamanho do estoque da dívida pública, e considerando o seu perfil de baixo risco e alta remuneração, é de se esperar que o mercado financeiro tenha no título público um ativo de alta liquidez, muito demandado para a composição dos portfólios de investidores pessoas físicas ou jurídicas, institucionais ou não.

Nesse sentido, o setor público impõe uma dinâmica no mercado financeiro brasileiro, onde se observa a presença de um grande emissor dominante que desestimula as emissões privadas, sobretudo num contexto de altas taxas de juros. Entretanto, no que tange a formação da estrutura a termo da taxa de juros, pelo menos em teoria, não deveria haver dificuldades para encontrar *benchmarks* livre de risco que possibilitassem ao mercado derivar uma curva de juros mais alongada e convencional. O fato é que o Tesouro Nacional apresenta um perfil de dívida que tem privilegiado, ao longo dos anos, os papéis pós-fixados (LFTs) e de maturidades relativamente curtas, como poderá ser observado a seguir.

3.1. O perfil da dívida pública

Apesar do Tesouro Nacional ter buscado melhorar o perfil da dívida brasileira, grande parcela ainda está vinculada à taxa SELIC. Conforme o Gráfico 4, a participação dos papéis com rentabilidade vinculada à taxa SELIC esteve sempre entre 50% e 60% do total desde janeiro de 2000. Essa participação ultrapassou os 65% no período de abril de 2003 (quando chegou a 67,68%) a agosto de 2003 (65,81%), mas vem declinando graças às diretrizes estratégicas do

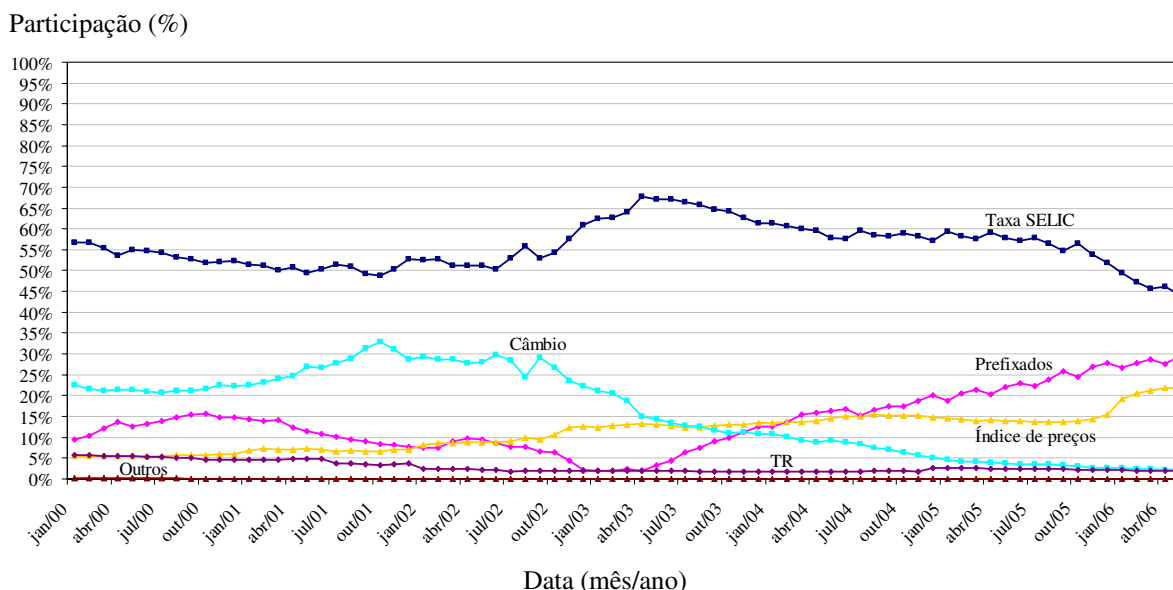
¹⁵ Mais precisamente R\$ 999.095.808.613,80 em 31/05/2006.

Tesouro Nacional, descritas nos Planos de Anuais de Financiamento e condições de mercado, para cerca 44% em maio de 2006.

No mesmo sentido, é possível observar uma preocupação do Tesouro Nacional em reduzir sua exposição cambial, reduzindo a participação dos papéis indexados ao câmbio de cerca de 30% em setembro de 2002, para cerca de 2,46% em maio de 2006. Por outro lado, o Gráfico 4 mostra que no mês de maio de 2006 a economia brasileira observou a maior participação dos papéis prefixados no período que vai de janeiro de 2000 a maio de 2006. Cerca de 29,55% do total da dívida era composto por papéis prefixados (basicamente LTN e NTN-F) em maio de 2006, tendo partido de um percentual quase que inexistente no final de 2002 e início de 2003.

Outro ponto importante de ser ressaltado é o crescimento da participação dos papéis indexados a índices de preços (basicamente NTN-B e NTN-C, indexadas respectivamente ao IPCA e ao IGP-M). A participação desses papéis ultrapassou os 20% em fevereiro de 2006, tendo atingido algo em torno de 29,8% em maio do mesmo ano.

Gráfico 4 – Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (Jan/00 a Mai/06)



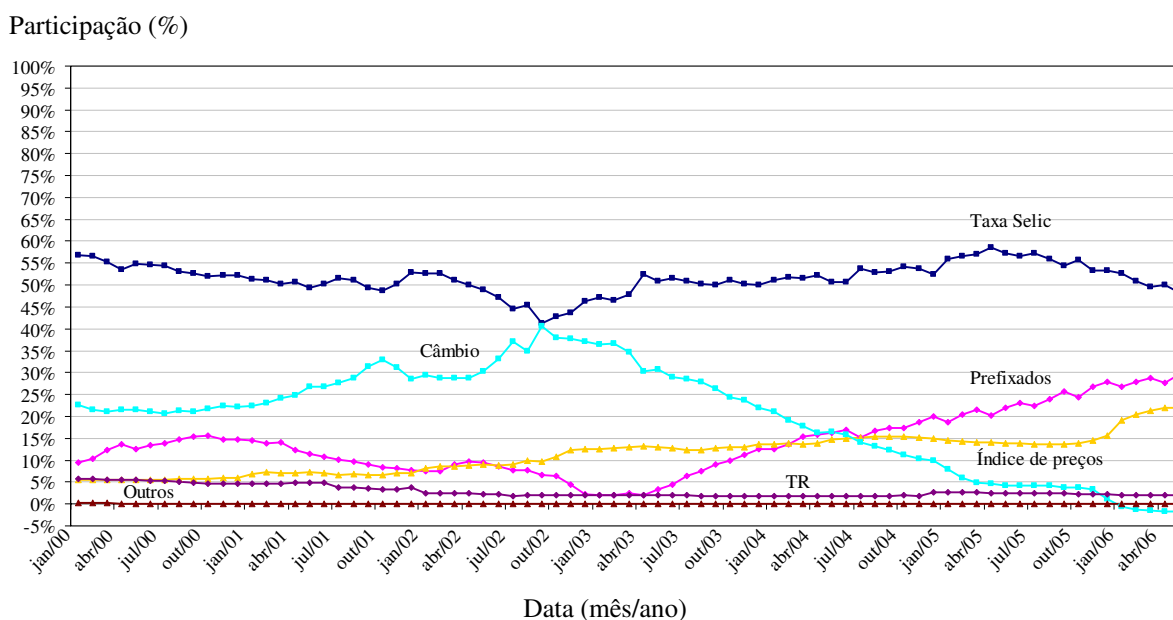
Nota: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

Fonte: Banco Central do Brasil; Tesouro Nacional.

Os mesmos aspectos podem ser observados a partir da composição da DPMFi, considerando os *swaps*, o que explicita de fato qual a exposição do Tesouro Nacional a cada tipo de remuneração. A partir do Gráfico 5, nota-se que a maior exposição da dívida está vinculada à taxa SELIC, no entanto com um percentual maior do que o observado no Gráfico 4, que é de 48% em maio de 2006. Observa-se também a eliminação da exposição cambial, já a partir de janeiro de 2006, e uma participação crescente da exposição a taxas prefixadas e a índices de preço (respectivamente 29,55% e 21,89% em maio de 2006).

De forma geral, o que se pretende observar com a evolução do perfil da dívida é que, não obstante o esforço do Tesouro Nacional em diminuir a exposição da dívida pública à taxa SELIC e ao câmbio em detrimento de uma exposição maior a taxas prefixadas e a índices de preço, uma grande parcela da dívida sofre ainda com os possíveis choques de juros advindos de uma política monetária contracionista, com efeitos fiscais relevantes.

Gráfico 5 – Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade – por exposição; após swap (Jan/00 a Mai/06)



Nota 1: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos

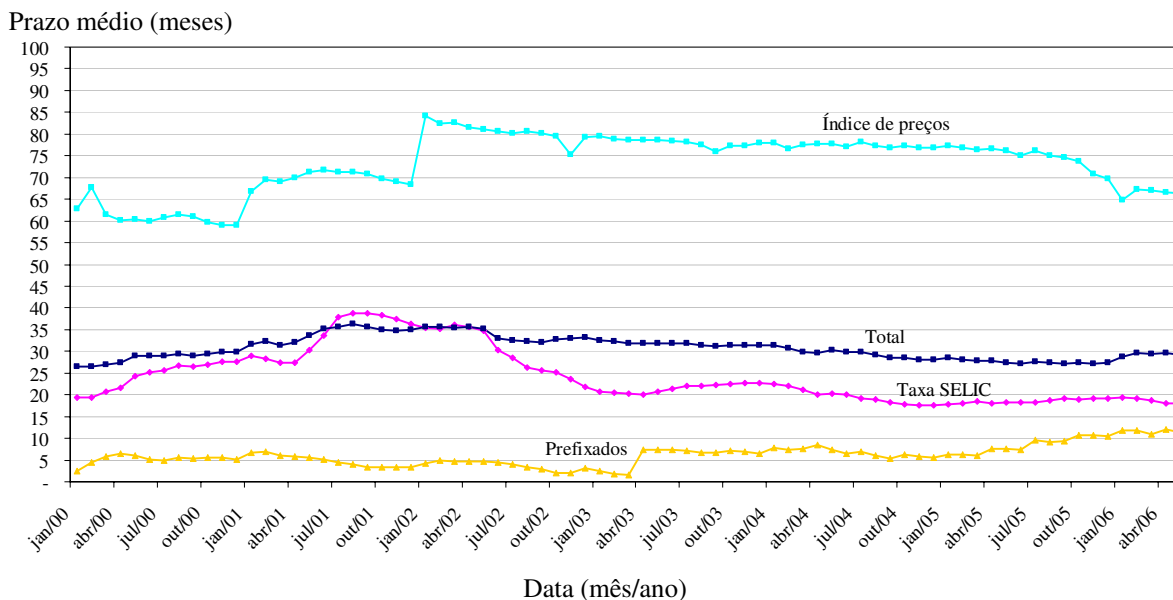
Nota 2: Retirou-se o valor de referência para ajuste do swap do estoque de títulos atualizados pela taxa Selic, incorporando-se ao estoque de cambiais.

Fonte: Banco Central do Brasil; Tesouro Nacional.

Não há como negar que o sucesso da mudança no perfil da dívida pública depende em grande parte das condições macroeconômicas, da credibilidade que as políticas econômicas postas em curso pelo Governo gozem, e da própria volatilidade que o mercado impõe ao preço dos papéis, seja em detrimento de suas expectativas, movimentos especulativos, ou percepções de risco; enfim, um conjunto de variáveis que impõe custos maiores ou menores à estratégia de prefixação e alongamento da dívida pública.

Outro aspecto fundamental sobre as mudanças recentes observadas no perfil da dívida, diz respeito ao seu prazo de vencimento. Se por um lado o prazo médio da DPMFi em poder do público total tem estado em torno de 30 meses desde janeiro de 2006, é possível verificar que o Tesouro tem obtido pouco sucesso em alterar o peso dos papéis prefixados no sentido de contribuir para o alongamento desse prazo médio¹⁶.

Gráfico 6 – Prazo médio da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (Jan/00 a Mai/06)



Fonte: Banco Central do Brasil; Tesouro Nacional.

¹⁶ Conforme será explicado na Seção 5, alongar o prazo os vencimentos não conduz necessariamente a uma melhora do perfil da dívida no sentido que buscamos que é o de aumentar a *duration* dos papéis emitidos. No limite, seria possível emitir LFTs “perpétuas”, porém sem *duration* e sem efeito para fins de risco de mercado.

De acordo com o Gráfico 6, o prazo médio da DPMFi que já esteve acima dos 35 meses entre junho de 2001 e maio de 2002 (salvo o último trimestre de 2001), tem declinado até atingir os 29,28 meses verificados em maio de 2006. Além disso, fica evidente a importância dos papéis vinculados a índices de preço para o aumento do prazo médio da dívida como um todo. Em maio de 2006, o prazo médio dos papéis indexados a índices de preço era de 66,38 meses, enquanto que os papéis prefixados apresentavam um prazo médio de 11,45 meses e aqueles vinculados à taxa SELIC contavam com um prazo médio de 18 meses.

Ou seja, pode-se induzir que, além de contar com custos potencialmente crescentes diante de uma estratégia do Tesouro que altere o perfil da dívida no sentido da prefixação, é possível que se enfrente um encurtamento da dívida, logo dos seus vencimentos, exigindo a contínua utilização dos papéis indexados a índices de preço para evitar a crescente percepção de risco generalizada, dada a acumulação dos vencimentos em prazos mais curtos.

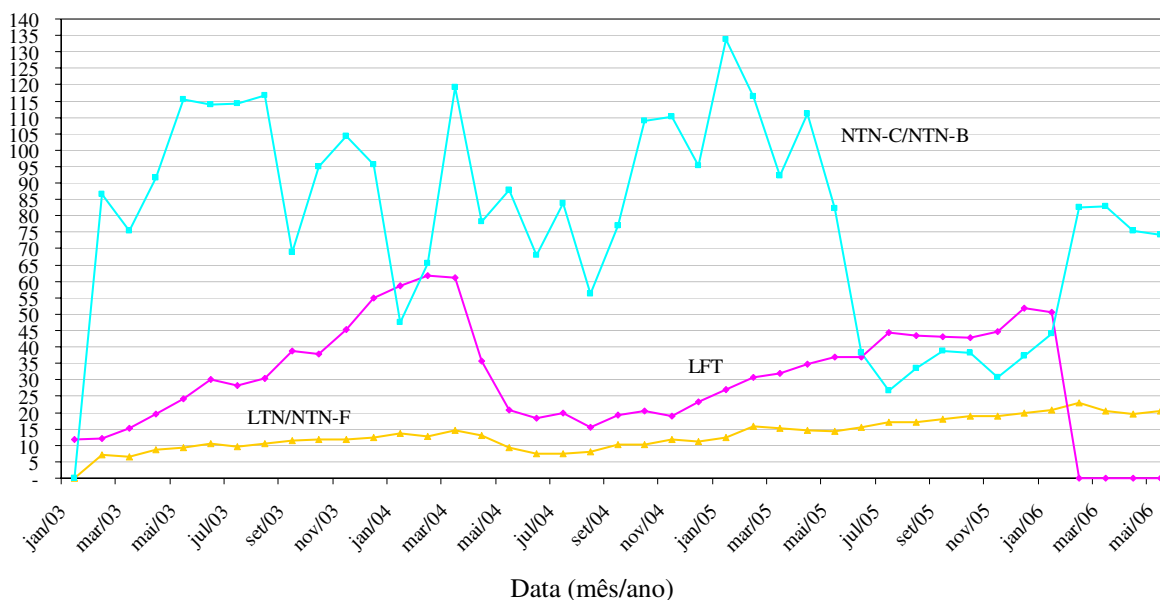
Levy (2006) argumenta, contudo, que apesar do encurtamento dos prazos da dívida pública como um todo, uma estratégia que privilegie a emissão de papéis prefixados reduz a volatilidade dos pagamentos, logo o seu *cashflow-at risk*.

Note também que, conforme o Gráfico 7, os papéis indexados a índices de preço passam a ter um papel importante na manutenção dos prazos médios da dívida como um todo. Ou seja, diante da decisão de não se emitir mais os papéis pós-fixados atrelados a taxa SELIC (LFTs) a partir de fevereiro de 2006, observa-se a ampliação do prazo médio de emissão das NTN-Bs e NTN-Cs (indexadas respectivamente ao IPCA e ao IGP-M), que sai de 43,96 meses em janeiro de 2006 para 82,49 meses em fevereiro de 2006, 82,76 meses em março de 2006, e depois recuando para 75,55 e 74,20, respectivamente em abril e maio do mesmo ano.

Sem dúvida o encurtamento da dívida tem sido uma dificuldade do Tesouro na implementação das diretrizes que orientam a gestão da dívida pública, visto que cerca de 40% do total dos títulos federais vence em 12 meses, conforme pode ser observado no Gráfico 8.

Gráfico 7 – Prazo médio das emissões em ofertas públicas (Jan/03 a Mai/06)

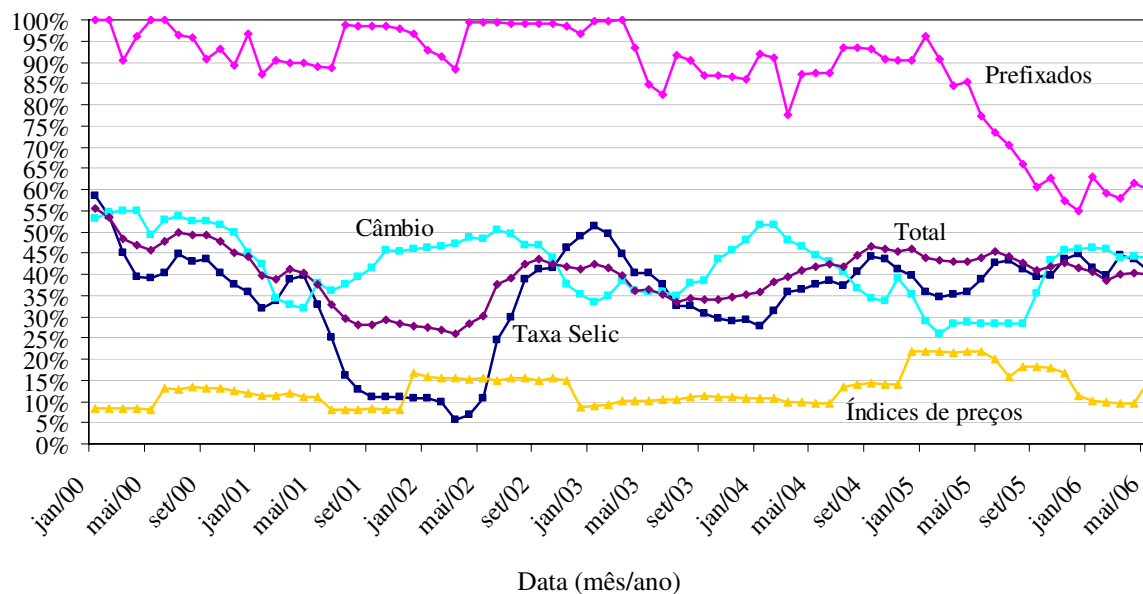
Prazo médio (meses)



Fonte: Banco Central do Brasil; Tesouro Nacional.

Gráfico 8 – Percentual dos títulos federais em poder do público a vencer em 12 meses por tipo de rentabilidade (Jan/00 a Mai/06)

Participação (%)



Nota 1: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos, considerando-se os pagamentos intermediários em suas datas efetivas.

Nota 2: Percentual em relação ao total dos títulos a vencer com o mesmo tipo de rentabilidade.

Fonte: Banco Central do Brasil; Tesouro Nacional.

3.2. A consolidação de uma situação anômala no mercado de dívida pública: uma herança inflacionária

Embora compatível com os conceitos associados aos riscos jurisdicionais (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004), a idéia de que a economia brasileira convive com a consolidação de uma anomalia no mercado de dívida pública conta com aspectos bastante práticos sobre os impeditivos do desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais, a necessidade de manutenção das altas taxas de juros, a ausência de uma estrutura a termo dos juros convencional, líquida e relativamente estável, e a escassez de recursos para financiamento de longo prazo (Coutinho, 2005a; Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004; Moura, 2005).

Segundo Teixeira (2005), a preferência dos agentes econômicos por posições de curto prazo, em detrimento da alocação arriscada no longo prazo, prejudica o desenvolvimento do mercado de capitais. Para o autor, a preferência por posições de curto prazo na sociedade brasileira é resultante da baixa previsibilidade da economia, decorrente da grande volatilidade e incertezas provocadas pelo passado. Teixeira (2005) acrescenta que além da instabilidade econômica, contribuem para a baixa previsibilidade da economia brasileira a elevada carga tributária, os passivos fiscais gerados sem amparo legal, a ausência de abertura plena da conta de capitais, e o risco de foro gerado pela incerteza quanto às alterações de regras, sobretudo desfavorável aos credores.

Contudo, é importante notar que, ao argumentar que a baixa previsibilidade na economia brasileira se reflete na reduzida alocação de recursos em renda variável e na remuneração elevada dos títulos de renda fixa do setor público, Teixeira (2005) não considera que este comportamento dos agentes financeiros traduz uma decisão que envolve um alto custo de oportunidade (ou de carregamento) nas decisões de investimento de longo prazo. Em outras palavras, a preferência por posições de curto prazo seria também reflexo dos altos ganhos reais de curto prazo (com ativos líquidos e de baixo risco), proporcionado pelos instrumentos de política monetária predominantemente utilizados no mercado de dívida pública atual.

Ou seja, ao manter um lastro de curtíssimo prazo para as transações domésticas, com remuneração real e liquidez garantida pelo Estado, criou-se um “sistema de defesa” de difícil desarticulação, mesmo depois do controle da alta inflação que motivou, em última instância, a articulação de tal sistema. Dessa forma, o desenvolvimento do mercado de capitais demanda uma nova onda de reformas na regulação e na tributação das transações financeiras que passa pelo desmonte de “defesas” que perderam sua razão de ser quando a economia brasileira deixou de ser dominada pela inflação elevada (Carneiro, 2005).

O reconhecimento da existência desse mecanismo de defesa também é compartilhado pelos teóricos da incerteza jurisdicional. Bacha (2005) afirma que nos países com incerteza jurisdicional e, portanto, sem um mercado de crédito de longo prazo, o mercado financeiro de curto prazo “tende naturalmente à dolarização”. A peculiaridade brasileira é ter desenvolvido um grande mercado financeiro interno de curto prazo, com liquidação em moeda nacional, em condições de alta incerteza jurisdicional. A chamada “moeda remunerada” é, portanto, um substituto doméstico ao dólar, fruto de uma combinação da proibição interna da circulação do dólar e da instituição da correção monetária (Bacha, 2005).

O fato é que a existência de um “ativo de última instância” (títulos públicos indexados à taxa do *overnight* de juros) não contribui para um crescimento mais acentuado de instrumentos privados de mercado à vista ou de derivativos, que possam desempenhar o mesmo papel de *hedging* contra os riscos de oscilação da taxa de juros (Moura, 2005).

Nesse sentido, existe no Brasil, não obstante a estabilização de preços, a consolidação de uma anomalia na estrutura do mercado de dívida pública, que inibe a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica convencional e prejudica o desenvolvimento financeiro e do mercado de capitais. E, portanto, como foi observado na Seção 2 deste trabalho, é função do Governo garantir a existência de uma “curva” de *benchmarks* de taxas para diferentes maturidades, na medida em que é com base nessa curva que o setor privado opera, definindo diferentes taxas de juros para os diferentes prazos de maturidade e perfis de risco.

Ou seja, somente uma estratégia que considere alterar o atual perfil da dívida pública, e que direcione as ações do Governo no sentido de romper com essa anomalia é que possibilitará

induzir o processo de formação de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica convencional, mais alongada e não tão volátil.

3.3. As propostas para revisar o perfil da dívida

Em geral, a literatura disponível sobre o perfil da dívida pública costuma discutir as componentes de oferta, de demanda e do ambiente de interação entre as duas perspectivas anteriores de forma relativamente isolada.

Figueiredo e Megale (2006) tratam das dificuldades de alongamento enfatizando o problema pelo lado da demanda e dos desincentivos que esta sofre em decorrência dos aspectos de risco sistêmico citados em Garcia e Salomão (2005), das altas taxas de juros e de sua volatilidade excessiva, e dos aspectos tributários e regulatórios que afetam os demandantes naturais como as seguradoras e fundos de pensão, fundos de investimento e investidores estrangeiros.

Outros autores como Lopes (2006) e Lara-Resende (2006) focam a discussão sobre os instrumentos de indexação financeira, o primeiro propondo a substituição desses títulos por algo semelhante aos *floaters* internacionais que remuneram o título segundo a LIBOR de um ano, o segundo ressaltando que a necessidade de títulos de indexação financeira é decorrência do risco sistêmico e da incerteza jurisdicional e que, portanto, estes deveriam ser o foco das políticas e das reformas.

Mais especificamente sobre as LFTs, argumentos contra e a favor sua existência ganham força em diversos contextos. Enquanto Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004), entre outros, defendem a não emissão desses títulos no futuro, inclusive porque estas reduziriam a eficácia da política monetária (Pastore, 2006); outros acreditam que sua substituição deve considerar os prêmios incorridos em outros papéis com maior duração (Arida, 2006). Há ainda os argumentos de que uma atuação em torno do instrumento não considera os fundamentos mais relevantes da economia como o desajuste fiscal crescente e potencialmente explosivo, esses sim os verdadeiros "culpados" pelos juros altos e a política monetária ineficaz; e, nesse sentido, sua existência não

apenas se faz necessária, mas também é desejável na composição de um portfólio de instrumentos mais abrangentes do financiamento público (Haddad, 2006).

A discussão de autores como Carneiro e Wu (2005) foca, por outro lado, a qualidade da dívida pública e a construção de indicadores que avaliem a evolução do seu gerenciamento, porém sem entrar em considerações mais específicas sobre o caminho que o Governo brasileiro deveria adotar no sentido de melhorar a qualidade da dívida pública.

Finalmente existem aqueles, como Moura (2005 e 2006) e Dantas (2006), que ressaltam o caráter da inconsistência intertemporal e da não neutralidade do sistema de tributação, assim como aspectos regulatórios, que afetam o mercado de capitais no Brasil no sentido de desestimular o seu desenvolvimento, e incentivar o alongamento e a prefixação das posições no mercado de dívida pública, desincentivando a demanda por papéis públicos prefixados e de longa maturação.

Duas exceções, no entanto, merecem destaque. A primeira está descrita em Franco (2006) que, ao tratar das múltiplas dimensões do problema das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), do *crowding out* e dos juros altos que caracterizam a economia brasileira atual, propõe que as discussões de interesse sobre este tema estejam orientadas a partir de três frentes de ação: a mecânica do *overnight*, a política de dívida pública, e os fundos. A outra exceção diz respeito ao texto de Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004). Esses autores, apesar de não se aprofundarem em questões como, por exemplo, a mecânica do *overnight*, ou as diferenças e custos existentes entre promover o alongamento da maturidade dos títulos versus a emissão de títulos com alguma *duration*, abordam aspectos relevantes da qualidade da dívida pública, a necessidade de coordenação entre o Tesouro (que deveria alongar gradativamente o prazo dos títulos prefixados) e o Banco Central (que promoveria uma queda também gradual, embora mais acentuada, da taxa de juros de curtíssimo prazo da economia) e, finalmente, a necessidade de incentivar a formação de demanda final para títulos públicos longos e prefixados.

O fato é que apesar de muito discutido, o processo de melhora do perfil da dívida pública não encontra na literatura um consenso, mas posições polarizadas, ainda que convergentes em alguns temas e divergentes em outros. Temas cujo foco pode estar orientado ora para os aspectos

macroeconômicos, ora para a microeconomia dos instrumentos de dívida do Governo, tributação e regulação.

Dessa forma, ainda que se busque em alguns casos caracterizar os determinantes da oferta e da demanda no mercado de dívida pública e, portanto, da necessidade de se criar uma demanda final para os títulos longos e prefixados, num ambiente que privilegie uma emissão alinhada com a mesma estratégia; não é possível articular ainda, e de forma clara, uma estratégia abrangente de indução do processo de formação de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica, convencional e menos volátil.

Ou seja, não se pode perder de vista que atuar de maneira consciente e direcionada no mercado de dívida pública é fundamental para induzir o processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros. Além disso, é essencial considerar que essa atuação não é, e nem pode ser, desprovida de um contexto macroeconômico, da criação e da gestão de expectativas e, finalmente, de adequação da oferta e dos aspectos que estimulem a demanda do mercado que serve como base para a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, com reflexos positivos no desenvolvimento do mercado de capitais e da economia como um todo.

4. POLÍTICA MACROECONÔMICA, A FORMAÇÃO E ADMINISTRAÇÃO DE EXPECTATIVAS E DEMAIS ASPECTOS DE CONTEXTO

Como já foi visto, o Governo tem um papel fundamental na indução da formação de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica. Ou seja, é fundamental que o Tesouro consiga manter títulos negociáveis no mercado com maturidades e taxas distintas, para viabilizar a formação de *benchmarks*, permitindo que mercado derive uma estrutura a termo de taxa de juros.

Em se tratando de um processo de indução, a formação da estrutura a termo da taxa de juros, condizente com a melhora do perfil da dívida pública e com o aumento da demanda final por títulos prefixados, deve contar com uma estratégia abrangente. Essa estratégia deve contemplar aspectos distintos e certamente relacionados, porém capaz de nortear as ações do Governo em busca de um objetivo claramente definido.

Cabe notar aqui que existe um pressuposto básico ao se buscar delinear uma estratégia de indução para a formação da estrutura a termo da taxa de juros. Apesar de não ignorar a existência de aspectos importantes como o risco sistêmico apontado por Garcia e Salomão (2005)¹⁷, o Governo não só pode orientar suas políticas no sentido de induzir a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros como, dada a consolidação de uma estrutura anômala no mercado financeiro brasileiro, é sua função gerar as rupturas necessárias para sinalizar, de forma responsável, a direção que se deve seguir. Uma vez aceito o fato de que o Governo tem um papel fundamental a ser desempenhado, cabe a ele considerar que suas ações influenciam, e certamente serão influenciadas pelos fatores descritos como o risco sistêmico, ou aspectos já levantados em outras

¹⁷ Um comentário em defesa dos autores faz-se necessário aqui. Não há dúvida de que a tentativa de se obter o alongamento da dívida pública "*tout court*", isto é sem abordar os fundamentos que mantêm elevado o risco sistêmico na economia brasileira, estará fadada ao fracasso. O ponto que se deseja ressaltar é que, em primeiro lugar, a existência de risco sistêmico faz parte da própria natureza dos mercados, e como tal deve sim ser tratado de forma adequada e com a maior relevância. Aliás, os autores de certa forma reconhecem isso ao afirmar que "a diferença básica entre mercados emergentes e mercados desenvolvidos é a quantidade do risco sistêmico" (Garcia e Salomão, 2005, p. 5). Na literatura financeira, esse tipo de risco é normalmente descrito como a parcela de risco que não se pode diversificar, mesmo em grandes portfólios, estando associado a situações de guerra, inflação, recessões e altas taxas de juros (Brigham, Gapenski e Ehrhardt, 1999). Em segundo lugar, qualquer estratégia de atuação deve considerar o contexto do ambiente em que ela se desenvolve, de forma que ignorar o "risco sistêmico" seria ingenuidade do Governo, e de qualquer proposta que busque orientar as ações de política do ente público.

discussões no âmbito do conceito da incerteza jurisdicional (Arida, Bacha, e Lara-Resende (2003).

Ou seja, apesar de concordar com a necessidade de se reduzir o risco sistêmico e a incerteza jurisdicional, talvez seja um exagero pensar que este seria o único caminho a ser seguido, e que nada mais pudesse ser feito. Em outras palavras, dada a situação de equilíbrio anômalo existente no mercado financeiro e de dívida pública, promover iniciativas "em nível da microestrutura dos mercados de títulos e de derivativos", nas palavras de Garcia e Salomão (2005), como algo secundário é não reconhecer que existe uma situação de dependência mútua entre (i) o Governo (captador de recursos a juros altos com instrumentos de dívida no mínimo inadequados para a situação econômica atual, sobretudo as LFTs), (ii) a intermediação financeira e as instituições que regem a mecânica do *overnight*, e (iii) a indústria de fundos, onde aplicadores contam com recursos líquidos e juros reais garantidos. Essa dependência "triangular" data de antes da estabilização monetária promovida pelo Plano Real, e sua formação é discutida, por exemplo, em Mendonça de Barros (1992) e Franco (2006). Segundo Franco (2006), essa dependência mútua é um exemplo claro "de que temos um equilíbrio "errado", [e] de como as instituições de um momento se tornam duráveis e difíceis de modificar ainda que "as condições iniciais" tenham se modificado de forma drástica" (Franco, 2006, p. 2).

De qualquer forma, o fundamental aqui é que não há como discutir um processo de indução da formação da estrutura a termo da taxa de juros doméstica, condizente com a melhora do perfil da dívida pública, fora de um contexto macroeconômico e que considere a formação e a administração das expectativas de mercado. Em outras palavras, é tolice pensar numa solução descontextualizada do processo macroeconômico e de formação de expectativas.

Por política macroeconômica entendem-se os aspectos relacionados àquilo que se convencionou chamar de tripé da política macroeconômica (o sistema de metas de inflação, a meta de superávit primário e o sistema de câmbio flutuante), enquanto que por formação e administração das expectativas de mercado, o grau de confiança que se deposita nos resultados esperados, sobretudo de crescimento e controle da inflação, bem como a perenidade das ações de políticas implementadas pelo Governo. Afinal, a disposição do mercado para demandar e reter papéis prefixados, de maior maturidade e *duration*, depende de suas expectativas futuras quanto ao nível

de preço de ativos e condições de risco da economia. E, nesse sentido, o processo de formação das expectativas, assim como sua administração, o grau de incerteza e risco da economia, depende muito da consistência percebida das diretrizes adotadas pela política macroeconômica, bem como da forma como se verifica sua execução na prática.

4.1. O tripé da política macroeconômica

Muitas explicações têm sido dadas sobre os motivos pelos quais a economia brasileira, após mais de dez anos de estabilização, ainda tem que conviver com taxas de juros tão altas. As explicações são as mais diversas¹⁸ e vão desde uma política monetária ineficiente, em razão de um perfil de dívida com *duration* baixa e a presença de instrumentos como a LFT, até problemas associados a uma economia recém estabilizada e com escassez de crédito. Vale ressaltar também as explicações que são abordadas no arcabouço daquilo que tem se convencido chamar de risco sistêmico (Garcia e Salomão, 2005) e incerteza jurisdicional (Arida, Bacha e Lara-Resende, 2003).

No entanto, muitas das opiniões têm sido colocadas de forma recorrente no âmbito do tripé da política macroeconômica, e que é composto pelo sistema de metas de inflação, pelas metas de superávit primário e pelo sistema de câmbio flutuante; de forma que as discussões dentro do arcabouço do tripé da política macroeconômica associam o impacto de seus elementos sobre o patamar atual da taxa de juros e sobre a sua volatilidade.

Quanto à flutuação do câmbio, tem-se o argumento teórico de que esta é uma condição necessária para que as autoridades atuem e exerçam o controle sobre as variáveis de política monetária numa economia aberta e que, em sendo parte de um conjunto de políticas que o país adota hoje para a

¹⁸ Não é objetivo deste trabalho buscar compreender de forma definitiva, os motivos que determinam o alto patamar das taxas de juros no Brasil, ainda que este seja um tema de muito interesse para a economia brasileira atual. No entanto, é fundamental entender que as altas taxas de juros contribuem para a perpetuar uma situação de comodidade entre aqueles que investem seus recursos em instrumentos de curto prazo, cuja remuneração está atrelada a essa taxa de juros, com ganhos reais enormes graças a uma taxa de inflação relativamente baixa.

condução da sua economia, deve ser perseguida como parte fundamental da política macroeconômica do Governo e do tripé.

Há, no entanto, uma discussão controversa sobre se a flutuação do câmbio deveria ser administrada ou não. Essa discussão toma corpo principalmente num ambiente econômico que conta com altas taxas de juros reais domésticas, uma conta de capitais relativamente aberta, e recorrentes superávits em conta corrente, despertando um debate suficientemente polarizado e interessante, inclusive sobre a sustentabilidade de fundamentos importantes e já alcançados como o equilíbrio do Balanço de Pagamentos e a redução da sua vulnerabilidade.

O fato é que apesar da redução da exposição cambial da dívida pública às flutuações do câmbio com a eliminação (na verdade com as recompras e *swaps*) dos papéis indexados ao dólar, pouco foi feito para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio.

Os efeitos das apreciações e depreciações excessivas da taxa de câmbio sobre o nível de preços da economia brasileira são bastante conhecidos. Ou seja, numa economia emergente como a brasileira, a volatilidade excessiva do câmbio conduz a um aumento do grau de incerteza da economia que pode, por sua vez, inviabilizar o sistema de metas de inflação. Essa ameaça cambial persistente traz consigo uma noção importante sobre vulnerabilidade, e que se reflete na dúvida sobre a capacidade do Governo manter a estabilidade econômica.

Logo, reduzir a volatilidade cambial é um passo importante e necessário tanto para viabilizar o sistema de metas de inflação, mas também como um instrumento de administração das expectativas que são formadas no mercado. É preciso encontrar um canal de equilíbrio cambial, uma faixa de flutuação mais estável de longo prazo, de forma que o mercado convencie ser este o patamar cambial condizente com as condições e fundamentos econômicos de longo prazo; ou seja, um canal cambial mais adequado, equilibrado, desejado e definitivamente ancorado na melhora do Balanço de Pagamentos observada nos últimos anos¹⁹.

¹⁹ Encontrar um canal cambial mais equilibrado, e que reflita os fundamentos externos conquistados nos últimos anos, tem um papel essencial no controle da inflação. Uma vez que os efeitos do *pass through*, nos níveis de preço de economias emergentes como a brasileira, tendem a ser de maior amplitude nos movimentos de depreciação do câmbio; seria talvez o momento de considerar os ganhos que uma política de câmbio administrada em torno de um canal cambial mais equilibrado, e menos sujeito à flutuações exageradas, tem em manter as expectativas de inflação de longo prazo sob controle, e dentro de intervalos aceitáveis e desejáveis para a economia brasileira.

Vale ressaltar que a busca por esse novo canal de equilíbrio deve ser conduzida com parcimônia, pois parece não haver hoje uma resposta certa para o nível cambial de longo prazo que a economia brasileira deveria perseguir. Trata-se de mais um objetivo que deve ser alcançado testando-se gradualmente o mercado, talvez um processo conjunto de tentativa e erro, decisão política, condições internas e externas, e que leve em conta, sobretudo, os impactos nas expectativas que se formam no mercado. O fundamental aqui é direcionar as expectativas sobre flutuações do câmbio, no sentido da manutenção de amplitudes menores de oscilação cambial, em níveis que desestimulem as projeções carregadas de incerteza (ou expectativas de oscilações cambiais de grande amplitude), e que alimentem a formação de posições especulativas e de ataque à moeda, pondo em teste a qualidade do ajuste do Balanço de Pagamentos, e em xeque o sistema de metas de inflação.

Nesse sentido, vale ressaltar três aspectos fundamentais e que dão condições para que se busque reduzir a volatilidade excessiva do câmbio: ampliação e manutenção de níveis adequados de reservas, taxas de juros mais baixas e melhora do ajuste fiscal. Note, contudo, que esses aspectos estão relacionados. Somente com juros mais baixos o carregamento de reservas maiores faz sentido economicamente, pois seu custo fiscal é menor e viável. Por outro lado, parece haver um consenso de que juros mais baixos serão somente possíveis num ambiente onde os gastos correntes do Governo sejam reduzidos e/ou orientados para investimentos, e onde o sistema tributário seja racionalizado e reorientado no sentido de dar condições para que o investimento privado também retome sua força. É claro que taxas de juros mais baixas também contribuem para que projetos antes inviabilizados passem a apresentar retornos mais interessantes, aliás, ao tratar de déficit público não há como ignorar o impacto fiscal da queda da própria taxa de juros, dado o perfil atual da dívida. De forma que não é possível eleger uma única ação prioritária na busca por uma redução da volatilidade do câmbio, da mesma forma como não existe uma única diretriz a ser tomada no sentido de induzir o processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros. Todos esses aspectos (ampliação e manutenção de níveis adequados de reservas, taxas de juros mais baixas e melhora do ajuste fiscal) devem ser perseguidos de forma conjunta.

Enfim, buscar a redução da volatilidade cambial ainda não alcançada, ancorada na melhora qualitativa de fundamentos como o Balanço de Pagamentos, na ampliação do nível de reserva,

em níveis mais baixos da taxa de juros, e na redução da percepção do potencial descontrole fiscal, é um aspecto fundamental no direcionamento das expectativas de mercado e na criação de condições para a manutenção de um sistema de metas de inflação eficiente e crível. Logo, fundamental para o processo de indução da formação da estrutura a termo da taxa de juros doméstica.

Além da discussão sobre a flutuação do câmbio, e a forma como sua volatilidade excessiva traz consigo um componente importante de incerteza, afetando expectativas e pressionando o nível de preços, é importante enfatizar os aspectos relacionados a outro componente do tripé, a meta de superávit primário.

Em primeiro lugar, há de se ressaltar que a discussão mais importante talvez não seja o cumprimento ou não da meta de superávit primário. Até porque o seu conceito traz consigo um tipo de debate que escurece e desvia a atenção dos problemas e sobretudo das possíveis soluções. Como coloca Franco (2006), "não há dúvida que ao adotar-se o superávit primário como indicador básico da política fiscal cria-se alguma confusão conceitual especialmente no domínio político, onde é preciso construir a consciência de que *existe um problema* ..." (p. 6).

O fato é que não existe consenso de qual seria esse problema. Na verdade, pode-se dizer que esse problema fundamental está muito sujeito a interpretações e posicionamentos econômicos teóricos que fatalmente divergem entre si.

No entanto, de um modo geral, a opinião mais comum observada no mercado é que o problema fundamental da economia brasileira está na existência de um déficit público (corrente e potencial), responsável por um desequilíbrio fiscal persistente e ainda não solucionado. De forma que seria este hoje, segundo o mercado, o fundamento mais problemático da economia brasileira, responsável pela alta taxa de juros SELIC (que não imprime potencia suficiente à política monetária para impedir uma expansão da demanda agregada acima do produto potencial), por pressões inflacionárias, entre outros problemas como o risco sistêmico e a falta de confiança na manutenção da estabilidade monetária. Atente, contudo que o desequilíbrio fiscal pode ser responsável por pressões inflacionárias, desde que se observe no futuro, no longo prazo, uma

demanda agregada maior do que o produto potencial. De forma que existe uma questão mais fundamental sobre a natureza desse desequilíbrio que parece mais urgente.

É nesse sentido, contudo, que a meta de superávit primário foi instituída como forma de acompanhar se a trajetória da relação dívida/PIB caminha de forma estável, crescente ou decrescente. Franco (2006), na tentativa de esclarecer o conceito para aqueles que o definem como "*a economia que o governo faz para pagar juros*" (p. 7), apela para o conceito financeiro do EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), muito utilizado para estimar a capacidade que uma empresa tem de gerar caixa a partir de suas operações. No entanto, o autor evidencia a limitação do conceito quando afirma que o EBITDA significa pouco em termos de resultado final, logo reconhecendo de certa forma que ter um superávit primário (ou EBITDA, assumindo a interpretação do autor) no caso da economia brasileira, não significa que o setor público esteja com suas contas equilibradas, sobretudo diante de um endividamento cujo perfil é predominantemente de curto prazo, e extremamente sensível às oscilações da taxa de juros. Em outras palavras, mesmo gerando "caixa" a partir de um dado nível de produto potencial, o serviço da dívida acaba se apropriando de todo o esforço de "economia" feito pelo setor público.

Dois aspectos merecem destaque aqui. O primeiro deles coloca o déficit público, e o desequilíbrio fiscal decorrente, como a variável fundamental a ser solucionada para dar as condições definitivas para a estabilidade inflacionária, para a queda dos juros, para ganhos absolutos no estado de confiança dos mercados, enfim, para as condições de crescimento com estabilidade econômica. Daí a sugestão da proposta de perseguição de uma meta de déficit nominal "zero" atribuída ao Ministro Delfim Netto.

Por outro lado, há de se notar que o debate sobre cumprimento de metas de superávit primário, ou nominal, está restrito à necessidade de manter uma relação dívida/PIB estável ou decrescente. Ou seja, pouco é dito sobre a qualidade do ajuste quando esses indicadores de superávit primário e nominal são considerados.

Dessa forma, um ponto fundamental nessa discussão diz respeito à necessidade de se trabalhar na qualidade do ajuste fiscal. Em primeiro lugar, parece uma unanimidade que o equilíbrio fiscal

deve ser buscado via racionalização e corte de gastos, e não via aumento da tributação. E certamente quando se fala em corte de gastos, num país emergente e com carências em múltiplas áreas, os argumentos divergem mais uma vez. O fato é que os indicadores atuais, seja de meta de superávit primário ou nominal, não elucidam muito essa discussão e o seu cumprimento não põe fim à instabilidade e ao risco de descontrole fiscal (Lopreato, 2002).

Deste modo, talvez seja o momento de revisar os indicadores de equilíbrio fiscal dentro do contexto do tripé da política macroeconômica. Nesse sentido, o Governo deve estar atento para evitar uma aceleração de seus gastos correntes, e aqui estão incluídos o serviço da dívida (de certa forma coberto pela proposta de zerar o déficit nominal) e outros gastos como aqueles advindos do controverso sistema da previdência social, principalmente se essa aceleração de gastos correntes for potencialmente maior do que a própria taxa de crescimento do produto.

Outro aspecto importante de ser citado, diz respeito à necessidade de se ampliar a participação dos investimentos na composição dos gastos. Segundo Giambiagi e Montero (2005), a redução das despesas de juros e a melhora de outras contas de gasto corrente do Governo, assim como a redução das despesas advindas de uma reforma da previdência social, entre outras diretrizes podem, num contexto de manutenção dos ajustes de superávit primário e da melhora da balança comercial, ampliar a Formação Bruta de Capital Fixo dos atuais 18 a 20% do PIB, para algo em torno de 25 ou 26% do PIB, até 2010.

Nesse sentido, seria talvez um avanço considerar o cumprimento não só de metas de superávit primário ou nominal, porém estabelecer metas de investimento a serem alcançadas a partir da racionalização dos gastos correntes do Governo. Ou seja, metas que pudessem demonstrar o avanço não só na redução do gasto público (e na manutenção ou redução da relação dívida/PIB), mas também na sua composição, e no sentido de priorizar os investimentos produtivos, potencialmente ampliadores do produto e do nível de emprego.

Os efeitos mais importantes destas diretrizes para o processo de indução da estrutura a termo da taxa de juros, e da melhora do perfil da dívida pública, seriam: o aumento da percepção de estabilidade econômica pelo mercado (dado que o atual tripé é visto como fundamental para a manutenção da estabilidade econômica), a queda dos prêmios exigidos para o alongamento e a

prefixação das carteiras, espaço para uma queda mais acentuada, e sancionada pelo mercado, das taxas de juros de curto prazo, entre outros efeitos diretos e indiretos potencialmente benéficos para a estratégia.

O que é fundamental perceber aqui, é que o Governo deve buscar uma margem de manobra maior para viabilizar a implementação de sua política econômica. Uma margem de manobra maior significa não só ampliar o superávit primário no curto prazo²⁰ (talvez alcançar a eliminação do déficit nominal), mas alcançá-lo de forma a racionalizar seus gastos correntes e não ampliando a carga tributária. Nesse sentido, e como já foi mencionado, duas linhas principais devem ser o foco de atuação do governo, o sistema previdenciário, e o conjunto perfil da dívida pública e patamar atual da taxa de juros. Pois com relação a este último, apesar de muitos defenderem que a taxa de juros é o instrumento único e exclusivo de política monetária e controle de inflação, não há como desvincular o seu impacto fiscal dado o perfil atual da dívida pública. Mais uma vez aqui, atenta-se para uma estratégia coordenada onde objetivos divergentes de curto prazo devem convergir na criação das condições de longo prazo.

Finalmente o terceiro componente do tripé da política macroeconômica atual, o sistema de metas de inflação. E sobre esse sistema parece existir um consenso de que a sua manutenção seja fundamental para garantir o controle da inflação, e garantir que as expectativas do mercado sejam direcionadas no sentido de que o Governo goze da credibilidade necessária para manter a estabilidade econômica quando em busca do crescimento econômico.

Parece haver um consenso também de que a manutenção do sistema de metas de inflação seja fundamental para o processo de indução da formação da estrutura a termo e, portanto, para a melhora do perfil da dívida pública, ainda que aperfeiçoamentos devam ser buscados. Por exemplo, um dos maiores problemas para a prefixação e alongamento da dívida pública está na alta volatilidade da taxa de juros de curto prazo. Como será discutido mais a frente, alterações nas taxas de juros provocam uma volatilidade nos preços dos títulos de renda fixa. Essa volatilidade

²⁰ A possibilidade de se ampliar o superávit primário para aumentar a margem de manobra do Governo para implementar sua política econômica é aceitável somente no curto prazo. Idealmente esse superávit primário pode ir diminuindo na medida em que se ampliam os investimentos e a estratégia de queda progressiva os juros vai sendo bem sucedida. O ponto fundamental, entretanto, está na melhoria da composição do gasto público, que deve privilegiar o investimento em detrimento do gasto corrente. Em outras palavras, o objetivo final não é reduzir a relação dívida/PIB a zero, mas buscar uma melhor composição desta dívida, assegurando uma margem de manobra suficiente para reduzir o patamar da taxa de juros e incentivar o aumento dos investimentos.

será tão maior quando mais longa for a *duration* do título ou da carteira que detém esses títulos, de forma que se o Governo pretende aumentar a *duration* de sua dívida (prefixando e alongando os prazos), é preciso que se busque um ambiente econômico onde as taxas de juros de curto prazo não oscilem tanto.

É nesse sentido que o sistema de metas pode ser analisado. O sistema de metas, embora tenha se mostrado funcional, tem sido discutido de forma relativamente negligente e sem detalhes pelas autoridades, pela academia, pelo mercado, etc. sob pena de um "linchamento" político e intelectual. O fato é que a forma como o sistema é operado no Brasil, negligencia (ou propositadamente ignora²¹) dois aspectos importantes para o seu funcionamento que são: a determinação da própria meta de inflação a ser perseguida pela autoridade monetária, e a fixação dos prazos para alcançá-las.

Em primeiro lugar, é fundamental ter em mente que, ao ponderar sobre qual taxa de inflação deve ser perseguida e, portanto, o patamar da taxa de juros SELIC necessário para que o índice de preço convirja para a meta, tem-se uma decisão de *trade-offs* que envolvem basicamente: o nível de atividade (portanto, o nível de emprego) e o controle das variáveis nominais (inflação).

Sobre a escolha da meta de inflação são comuns opiniões que concordem que a meta atual de 4,5% (+/- 2 pontos percentuais) é uma meta relativamente ambiciosa, e que esta meta tem sido reduzida ao longo dos anos de tal forma, que um piso, ou patamar de médio/longo prazo, condizente com as condições internas e externas da economia brasileira, bem como suas necessidades de crescimento na condição de economia emergente, não tem sido discutido de forma adequada.

O primeiro ponto a ser considerado, portanto, diz respeito a qual seria esse piso? Afinal, se fosse tudo uma questão de definir qual a inflação que se pretende buscar, mais fácil seria definir logo "zero" de inflação para os próximos anos. O fato é que existem *trade-offs* envolvidos nesse

²¹ A discussão sobre os aspectos que afetam a condução da política macroeconômica e, portanto, a operação do sistema de metas de inflação, já foi considerada por um ex-presidente do Banco Central como "intelectualmente desonesta", na medida em que negligencia de forma sistemática problemas fundamentais a cerca dos *trade-offs* de política existentes.

processo, e que talvez não estejam sendo explicitados, ou no mínimo discutidos de forma aberta com a sociedade. O segundo aspecto, diz respeito à oscilação da taxa de inflação, mas também da própria meta de inflação, desde a implementação do sistema de metas. A Tabela 1 mostra que enquanto a meta saiu de 8,00% em 1999 e foi para 4,50% em 2006; o IPCA passou de 8,94% em 1999 para chegar em 5,70% em 2005, tendo chegado a 12,53% em 2002.

É claro que se pode argumentar que essas oscilações fazem parte de um processo de convergência da taxa de inflação para os níveis internacionais (ou níveis adequados para economias emergentes como a brasileira) numa economia recém estabilizada. O ponto é que este processo parece sem direção, de forma que o patamar ideal a ser buscado está longe de ser alcançado. Aqui mais uma vez, retoma-se a necessidade urgente de se discutir qual o patamar a ser buscado pelo sistema de metas, e essa discussão não pode negligenciar o *trade-off* sistematicamente evitado pelas autoridades monetárias, e que envolve o crescimento e o nível de emprego e o controle dos preços nominais, sob o discurso de que sua única e exclusiva atribuição é cumprir com a meta de inflação fixada pelo Governo.

Tabela 1 – Metas de inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e *status* de cumprimento

Ano	Meta CMN	Intervalo de tolerância	IPCA Efetivo	Cumprimento
1999	8,00%	2,0 p.p.	8,94%	Cumprida
2000	6,00%	2,0 p.p.	5,97%	Cumprida
2001	4,00%	2,0 p.p.	7,67%	Não cumprida
2002	3,50%	2,0 p.p.	12,53%	Não cumprida
2003	3,25% (1)	2,5 p.p.	9,30%	Não cumprida
2004	3,75% (2)	2,5 p.p.	7,60%	Cumprida
2005	4,50%	2,5 p.p.	5,70%	Cumprida
2006	4,50%	2,0 p.p.	-	-

Fonte: Banco Central do Brasil; IBGE; Elaboração própria.

p.p. – pontos percentuais

(1) Meta alterada para 4,00% em junho de 2002

(2) Meta alterada para 5,50% em junho de 2003

Vale ressaltar que a crítica que se faz não é ao sistema de metas de inflação, mas à forma como ele vem sendo implementado no país. Nesse sentido, dois direcionamentos são importantes para adequar o sistema de metas ao processo de busca de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, com melhora do perfil da dívida pública. Por um lado, é preciso que uma meta seja fixada segundo uma "ambição" mais ampla de promover o crescimento do país com estabilidade, um "alvo" que seja intelectualmente, tecnicamente e politicamente discutido; por outro lado, seu "prazo de validade" e horizonte de implementação deve ser mais longo e perene.

Sem sombra de dúvida, a discussão sobre o sistema de metas de inflação deveria incluir aspectos como a persistência da indexação de alguns tipos de contratos e o impacto de preços administrados na economia. Aspectos esses muito relevantes na determinação da taxa de juros de política capaz de buscar um determinado patamar de inflação. Da mesma forma que pode ser dito que é justamente a persistência desses "focos" de indexação que não permite a fixação de uma meta mais branda.

O fato é que para o problema deste trabalho, acredita-se que a fixação de uma meta mais bem fundamentada, e por períodos mais longos, vai proporcionar um aumento da previsibilidade da taxa de inflação em horizontes maiores, facilitando a construção de cenários, onde o carregamento de papéis prefixados e com alguma *duration* fique menos sujeito a incertezas.

Nesse sentido, não parece ainda haver consenso de qual seria essa meta. Um aspecto importante e que deve, no entanto, ser considerado, é que em se tratando de uma economia emergente como a brasileira, com necessidades de crescimento e carências múltiplas, não parece razoável estipular um aperto monetário que faça a economia brasileira convergir para os níveis de economias desenvolvidas como algo em torno de 2%. É possível que manter os atuais 4,5%, ou buscar algo mais próximo de 4,0%, para aqueles que defendem que metas maiores são arriscadas dado o passado hiperinflacionário brasileiro, seja o mais adequado. O ponto fundamental é que esta meta de mais longo prazo deve ser claramente discutida, definida e alcançada em prazos maiores de convergência.

Para isso é fundamental considerar os dois outros elementos do tripé macroeconômico discutidos anteriormente: trabalhar para reduzir a volatilidade excessiva do câmbio, e buscar um ajuste fiscal mais consistente e de maior qualidade, que não ponha em risco a estabilidade econômica, que dê preferência para os investimentos públicos e privados, e que abra uma margem de manobra para implementar uma política econômica orientada para o crescimento e desenvolvimento econômico alinhado com as expectativas e convenções positivas de mercado.

É importante ressaltar nesse contexto, a importância da manutenção e do reforço do sistema de metas de inflação. Esta é, sem sombra de dúvida, a garantia de que uma determinada meta fixada será buscada e alcançada. Ou seja, na medida em que os indicadores desviarem das metas, uma reação da autoridade monetária no sentido de redirecionar a taxa de inflação para a meta será o movimento esperado pelo mercado e pelos investidores.

Em suma, dado o atual arcabouço institucional e econômico brasileiro, a manutenção do tripé da política macroeconômica é importante como fator de confiança na estabilidade econômica do país. Esse tripé não está completo, pode e deve ser aperfeiçoado, mas é fundamental na administração das expectativas de agentes que operam segundo um conjunto de avaliações técnicas, permeado por um número incontável de convenções, com vistas a reduzir a incerteza dos riscos futuros. Isso sem considerar os efeitos perversos que um risco de dominância fiscal (Blanchard, 2004) representa para uma economia que conta com uma estabilização relativamente frágil, dado o desequilíbrio fiscal corrente e potencial.

4.2. A formação e a administração das expectativas de mercado

Como já pôde ser inferido da discussão sobre o tripé macroeconômico, dada a importância dos mercados financeiros nas economias em geral, e no Brasil em particular, não há possibilidade de se implementar uma estratégia de indução da formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, condizente com o alongamento e a prefixação da dívida pública, sem influenciar de forma positiva as expectativas do mercado.

O "mercado", apesar de projetar expectativas e riscos futuros, opera de forma muito sensível aos eventos de curto prazo, e isso é comum. Não é a toa que se discute temas como a importância das convenções que se estabelecem em ambientes de mercado. Isso fica evidente na observação de crises e condições de incerteza radicais, onde avaliações sobre o comportamento dos preços são formadas segundo perspectivas convencionadas (Cunha e Prates, 2001). Ou seja, é comum que os mercados desenvolvam mecanismos de proteção para enfrentar as situações de maior volatilidade, e que afetem o patrimônio de seus participantes. Nesse sentido, vale ressaltar, por exemplo, os modelos de *Value-at-Risk* e procedimentos de *stop-loss* bastante difundidos nos mercados de títulos prefixados e entre os *hedge funds*.

De forma que sinalizar e administrar as expectativas de mercado passa a ser uma componente importante da gestão de variáveis que afetam o ambiente em que a demanda e a oferta do mercado de dívida pública interagem. Essa sinalização é muito importante no âmbito da política monetária e do processo de indução da estrutura a termo da taxa de juros, tendo sido inclusive ressaltada por aqueles que fazem política monetária. Bernanke (2006), por exemplo, ao tratar dos reflexos da política monetária sobre a estrutura a termo, define os relatórios do FOMC²² como um guia qualitativo sobre o provável caminho futuro da política do *Federal Reserve* (FED). Sua função é sinalizar as possíveis ações do FED, influenciando expectativas e viabilizando que os ajustes nos mercados sejam alcançados com uma volatilidade menor e de forma mais gradual.

Hoje o Banco Central do Brasil tem se esforçado para comunicar e justificar suas ações de política monetária, ainda que muitas vezes de forma truncada e sem um claro direcionamento sobre os possíveis movimentos futuros. O que se espera, portanto, é um aperfeiçoamento desse procedimento, de forma a sinalizar a busca de uma estrutura a termos da taxa de juros mais convencional, mesmo que para isso seja preciso fazer uso de horizontes um pouco mais longos. O ponto principal é criar condições para se administre as expectativas de mercado segundo um objetivo claramente definido, dando condições para que as autoridades reajam quando diante da necessidade de corrigir o curso de suas políticas.

²² Federal Open Market Committee.

4.3. A coordenação entre o Tesouro Nacional e o Banco Central

Nenhuma estratégia de indução da estrutura a termo da taxa de juros e de melhora do perfil da dívida pública terá sucesso se a atuação do Tesouro Nacional e do Banco Central não forem coordenadas. Vale ressaltar que coordenação não implica em dependência entre as instituições, porém exige uma atuação direcionada para os mesmos objetivos de longo prazo.

Essa coordenação é evidente numa estratégia abrangente para viabilizar a formação da estrutura a termo da taxa de juros a partir do mercado de dívida pública, e considera que tanto o Tesouro como o Banco Central têm papéis importantes a desempenhar, cada um na sua atribuição e especialização técnica e constitucional.

Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004) atentam para a importância de uma atuação coordenada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central na sua proposta de buscar o alongamento e a prefixação da dívida pública. De um lado o Banco Central buscaria gradualmente reduzir o patamar real da taxa de juros, de outro o Tesouro alongaria de modo gradual a dívida interna no sentido da criação de um mercado de investidores para papéis prefixados de médio e longo prazo.

Franco (2006) também concorda com a absoluta necessidade de que as ações para se buscar a melhora do perfil da dívida e a formação da curva de juros, assim como a implementação de reformas financeiras que estimulem o desenvolvimento do mercado de capitais, devem ser conduzidas de forma coordenada e segundo uma lógica e um plano coerente. Essa é uma posição também compartilhada por Figueiredo e Megale (2006) que, de forma muito clara, explicitam em seu trabalho a importância de uma ampla coordenação entre as ações do Tesouro e do Banco Central, não só agindo no sentido de promover as ações necessárias, mas reagindo de forma coordenada e objetiva ao comportamento dos mercados.

O fato é que alguns objetivos de curto prazo do Tesouro e do Banco Central podem não ser convergentes. No entanto, no longo prazo seus objetivos devem de alguma forma estar alinhados. Cabe ao Governo estabelecer esses objetivos que vão direcionar a atuação independente, porém coordenada, do Tesouro e do Banco Central. E nesse sentido, talvez seja o momento de ampliar o

escopo de atuação do Banco Central estabelecendo outras metas que não somente o controle monetário das variáveis nominais. A atuação do Banco Central, por exemplo, pode e deve ser mais ampla, na medida em que cabe a esta instituição liderar o processo via política monetária (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004). Ou seja, mesmo numa situação de absoluta independência quanto aos seus procedimentos técnicos e operacionais, os objetivos de médio e longo prazo do Banco Central devem estar alinhados com um plano diretivo maior para o país, e que é de responsabilidade do Governo.

Carvalho (2005b) tem uma opinião bem definida sobre a importância de uma atuação mais ampla do Banco Central ressaltando os efeitos da política monetária sobre o preço dos ativos, assim como seus efeitos reais duradouros sobre o investimento real e o produto. Segundo o autor, "um banco central não pode se "especializar" em perseguir metas nominais, como metas inflacionárias, porque sua política impactará também variáveis reais, e não apenas no curto termo"; além disso, "como a ação da autoridade monetária tem impactos potencialmente divergentes sobre a taxa de inflação e sobre o produto (e sobre o investimento real), a decisão de fixação da taxa de juros não é puramente "técnica", mas é também intrínseca e inevitavelmente *política*, porque envolve julgamento não apenas de meios, mas também de fins (por exemplo, favorecendo mais a estabilidade de preços que o crescimento econômico)" (p. 05).

É claro que a opinião de Carvalho (2005b) é bastante controversa, principalmente quando o debate polariza opiniões sobre o *trade-off* estabilidade de preços e crescimento econômico. Além disso, e nesse mesmo contexto, outra discussão importante e também bastante polarizada vem à tona, a independência do Banco Central.

Goodhart (1995), num livro que trata dos sistemas financeiros, da atuação do Banco Central (na realidade o autor utiliza a expressão "*Central Banking*" para tratar sobre a função dos bancos centrais, seus objetivos, papéis operacionais e variáveis de controle²³), e da regulamentação financeira, discute a noção de independência do Banco Central, ressaltando os motivos pelos

²³ Essa expressão curiosamente também foi mencionada por um dos entrevistados, e remete à noção de que a atividade de um Banco Central está muito associada com a noção de navegação, ou da "arte de navegação", como se pode depreender do discurso de Ben S. Bernanke (2006) ao *Economic Club of New York*, que sugere dois princípios familiares aos navegadores ao longo dos anos para aqueles que fazem política econômica: determinar com frequência sua posição, e usar o máximo de guias e pontos de referência disponíveis.

quais existe um entusiasmo para um Banco Central independente e mais autônomo. Contudo, atenta para que, mesmo considerando os benefícios de um Banco Central independente, como forçar que a política fiscal se torne mais disciplinada, "[the independent Central Bank] is, however, a highly fashionable argument, very much the flavour of the month. Some even regard it as a painless panacea, the obvious way to restore price stability in our countries, without any offsetting loss to growth or output over the medium term. [...] When is such widespread enthusiasm for a new idea, perhaps especially in economics, it is as well to be wary" (p. 63).

O fato que se quer destacar aqui, é que talvez as autoridades monetárias estejam mesmo negligenciando os fundamentos e os *trade-offs* associados às suas políticas e, dessa forma reforçando a discussão "intelectualmente desonesta" sobre a atual política econômica do país. Nesse sentido, o Banco Central deve atuar de forma independente ao operar a política monetária com objetivos de combate à inflação, entretanto precisa reconhecer que seus efeitos reais exigem uma postura de coordenação, e não de isolamento, com o Tesouro e com base num plano de crescimento e desenvolvimento do país.

O Tesouro, por sua vez, também precisa reconhecer o seu papel de buscar o alongamento e a prefixação da dívida, sobretudo num ambiente em que as condições lhe pareçam favoráveis. Cabe ao Tesouro, por exemplo, procurar não mais emitir papéis que comprometam a gestão da política monetária (como as LFTs) e ampliem a sensibilidade da dívida a altas taxas de juros, pondo em risco o ajuste fiscal. Em outras palavras, é sua função trabalhar no sentido de melhorar o perfil da dívida, e contribuir para melhorar a qualidade do gasto do Governo. Esta não é, entretanto, uma tarefa simples, e não pode prescindir das condições de percepção de risco e volatilidade que se observam no mercado. De forma que o Tesouro deve estar preparado para aproveitar as janelas de oportunidade para desempenhar o seu papel no sentido de buscar o alongamento e a prefixação da dívida.

4.4. O mercado de reservas bancárias e a mecânica do *overnight*

A importância do mercado de reservas bancárias e do *overnight* está associada a uma das formas mais controversas de atuação do Banco Central na execução da política monetária que é o mecanismo de zeragem automática.

O mecanismo de zeragem automática, ainda que não formalmente instituído, é um procedimento operacional usado pelo Banco Central para fornecer ou absorver reservas bancárias das instituições que não conseguiram zerar suas posições no final do dia. Através do mecanismo de zeragem automática, recursos são tomados e emprestados por um dia, com lastro em títulos públicos, garantindo que as instituições financeiras "zerem" suas posições, diante das posições *undersold* e *oversold*²⁴ do Banco Central.

A zeragem automática explicita a fusão de dois mercados, o mercado de reservas bancárias (onde se opera a política monetária) e o mercado secundário de títulos públicos, na medida em que todas as operações com títulos públicos são liquidadas, no âmbito da SELIC, mediante uma contrapartida nas reservas bancárias. É nesse sentido que Franco (2006) afirma ser a LFT uma sistematização de um procedimento operacional recorrente e habitual no DEMAB (Departamento de Operações do Mercado Aberto) do Banco Central. E é com base nessa mesma característica que relaciona o mercado de reservas e a mecânica do *overnight*, que Nakano (2006) afirma ter havido uma "fusão" entre o mercado de dívida pública e o mercado de reservas bancárias, a partir da utilização da taxa SELIC como instrumento operacional da política monetária e a remuneração do "principal título de longo prazo – as LFTs" com essa mesma taxa.

A rigor, o Banco Central utiliza-se das cartas de recompra (*repurchase agreements*, ou *repos*) e das cartas de revenda (*reverse repurchase agreements*, ou *reverse repos*) para operar o mecanismo de zeragem automática, num ambiente em que os títulos públicos não servem tão

²⁴ Diz-se que o Banco Central está *undersold* quando a zeragem do setor bancário é feita com a venda de títulos públicos, logo retirando reserva do sistema; e que está *oversold* quando a zeragem do setor bancário deve ser feita com a compra de títulos públicos das instituições financeiras que necessitam de reserva para zerar a sua posição no dia.

somente como garantias colaterais, mas são negociados com cláusulas de recompra ou revenda, de forma que todo banco que apresente falta de reservas não necessite ir ao redesconto, ou no caso em que conte com excesso de reserva, estas não fiquem ociosas (Silva Filho, 1997).

Silva Filho (1997) apresenta argumentos contra e a favor à manutenção do mecanismo de zeragem automática. No entanto, ressalta que talvez o maior determinante para a sua existência tenha sido a rigidez do setor bancário brasileiro e, portanto, sua incapacidade de "se zerar" sozinho a partir da troca de reservas entre as próprias instituições financeiras. O autor resume a controvérsia sobre o mecanismo de zeragem automática em três linhas distintas. Em primeiro lugar estão aqueles que defendem que esse tipo de procedimento torna passiva a oferta de moeda e impossibilita o controle monetário pelo Banco Central. No outro extremo estariam aqueles que não identificam o mecanismo de zeragem automática como um problema e que, portanto, não acreditam que ele impossibilita o controle monetário, podendo inclusive, em alguns casos, ser visto como um mecanismo ágil de controle do Banco Central. Finalmente, existe uma terceira linha de argumentação que enxerga o mecanismo de zeragem automática como uma consequência do próprio arranjo institucional do mercado de reservas bancárias, que esteve de certa forma impedido a se zerar sozinho.

Entretanto, para o escopo deste estudo, o aspecto mais relevante não é defender a manutenção ou extinção do mecanismo de zeragem automática, mas discutir como esse mecanismo contribui para perpetuar a situação de dependência já descrita anteriormente entre o Tesouro (tomador de recursos), os credores (fundos de investimento), o próprio sistema bancário (patrocinador dos fundos, intermediários do mercado de títulos públicos e participantes do mercado de reservas bancárias) e o próprio instrumento de dívida remunerado pela SELIC, a LFT.

Franco (2006) argumenta que as práticas habituais do DEMAB de recomprar os papéis em circulação nos momentos de *stress*, caracterizou uma situação em que a operação ocorre como se houvesse um "*put implícito*" (uma opção de venda implícita) contra o Banco Central, e que poderia ser exercido sempre que houvesse o risco de uma flutuação desfavorável da taxa de juros para o detentor do título público. Diante dessa situação, mesmo os títulos prefixados passam a se comportar como LFTs, com influência na sua *duration*, mesmo que de forma não aberta. Franco

(2006) critica essa postura permissiva do DEMAB, seja por hábitos arraigados ou por uma simples posição concessiva diante do risco de flutuação dos juros.

Para Franco (2006), é preciso que se elimine essa cultura de recompra automática, reformando os procedimentos de zeragem automática, e tratando de forma diferenciada as posições *undersold* e *oversold* no mercado de reservas bancárias. O autor sugere retomar o procedimento utilizado pelo Banco Central que utilizava duas taxas distintas, a TBC e a TBAN²⁵, com objetivos de emprestar e tomar emprestado com lastro em títulos públicos. A idéia, segundo o autor, é não premiar o excesso de liquidez no *overnight* e, também, introduzir alguma volatilidade na taxa SELIC que por sua vez perderia o "status" de "meta" ou de "taxa tabelada" (p. 15).

Com essa mudança, Franco (2004, 2006) esperaria deslocar o foco da política monetária, e da fixação da taxa básica de política, para longe do *overnight*, dando condições para que haja uma rotação da estrutura de taxas que se formará não mais a partir do *overnight*, que perderia o seu interesse, mas de operações que não refletissem o estado de liquidez do mercado de reservas bancárias e sim as condições de risco, crédito e expectativas que envolvem o mercado secundário de dívida pública.

Esse tipo de rotação (ou *twist*²⁶) da estrutura a termo foi discutida, preliminarmente, por Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004), e hoje é conhecida como a "proposta Kawall"²⁷. Segundo a proposta Kawall, a rotação da estrutura a termo da taxa de juros ocorreria quando o Banco Central, atuando em coordenação com o Tesouro, buscasse reduzir gradualmente o patamar real da taxa de juros básica, enfatizando a atuação da política monetária através das taxas reais de médio e longo prazo (inicialmente, 180 ou 360 dias). Franco (2004, 2006) também concorda que o Banco Central deveria se esforçar para deslocar a atenção da política monetária do curto prazo, fixando uma taxa para prazos mais longos, como 360 dias inicialmente.

²⁵ A TBC se refere à Taxa Básica do Banco Central, e a TBAN à Taxa de Assistência do Banco Central. A primeira funcionava como um piso para o qual o Banco Central operava sua posição *undersold*, enquanto que a segunda estava associada à posição *oversold*. Nesse sistema a Taxa SELIC tinha uma certa volatilidade e flutuava dentro de uma banda com limite inferior determinado pela TBC, e limite superior na TBAN.

²⁶ Segundo Loyo (2006) essa proposta tem sua origem na Operação *Twist* lançada no início da década de 1960 pelo governo Kennedy nos Estados Unidos. A Operação *Twist* buscava um encurtamento de prazos que reduzisse os prêmios dos juros longos, de modo a compensar qualquer efeito contracionista de taxas curtas elevadas, logo o inverso da "proposta Kawall".

²⁷ Em decorrência do nome de um de seus autores, Carlos Kawall Leal Ferreira.

Segundo Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004), o que o Banco Central deveria sinalizar é sua intenção de buscar uma estrutura a termo da taxa de juros futuro convencional, positivamente inclinada, e num patamar mais baixo do que o atual, explicitando um *spread* de 300 a 500 pontos-base entre a taxa de juros básica e o *swap* de um ano.

Arida (2006) e Loyo (2006) são contra a idéia de que uma rotação da estrutura a termo da taxa de juros possa solucionar o problema de formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional. Para Arida (2006), este tipo de procedimento seria um artificialismo, assim como a eliminação prematura da LFT, pois não eliminaria as reais causas das altas taxas de juro no país que são, segundo ele, decorrentes do Brasil não ter dolarizado sua moeda e nem tido sucesso em estabelecer a confiança no seu padrão monetário, da deficiência do ajuste fiscal, da ausência de plena conversibilidade cambial (Arida, 2003a, 2003b, 2005a), das incertezas de jurisdição (Arida, Bacha e Lara-Resende, 2003) e dos mecanismos de alocação compulsória de poupança (Arida, 2005b).

Loyo (2006), por sua vez, ressalta o potencial expansionista da estratégia de rotação da estrutura de juros. Segundo o autor, a redução da taxa SELIC reduziria o componente sem risco das taxas de juros para todas as maturidades ao longo da estrutura a termo sendo, portanto, por si só expansionista. Conforme Figueiredo e Megale (2006), o argumento é que o controle da demanda agregada depende da decomposição da estrutura a termo "entre a trajetória dos juros básicos e os prêmios de risco para diferentes maturidades" (p. 12). Ou seja, quando não se espera mudanças nas condições monetárias, logo, na trajetória esperada das taxas de juros, uma redução dos juros básicos, combinada com uma inclinação maior da estrutura a termo da taxa de juros decorrente de um prêmio de risco maior, pode representar uma expansão monetária.

Figueiredo e Megale (2006) argumentam também que a proposta de Franco (2004, 2006), de introduzir alguma volatilidade na taxa SELIC, com a determinação de taxas diferenciadas nos moldes da TBC e TBAN, fixando uma taxa longa de um ano, poderia tornar a taxa básica da economia muito volátil, e contribuiria pouco para o alongamento saudável da dívida pública. Segundo os autores, esse tipo de política caracterizaria em primeiro lugar uma quebra de contrato com os detentores de LFTs. E, em segundo lugar, não incentivaria a criação de uma demanda

natural por títulos públicos longos, na medida em que os investidores teriam sido expulsos do curto prazo, e, portanto, tenderiam a concentrar suas aplicações em torno da nova taxa fixada pelo Banco Central.

De fato a idéia de contar com uma taxa SELIC muito volátil, não parece uma solução muito adequada num momento em que incentivos ao alongamento e prefixação da dívida pressupõem uma certa estabilidade das taxas de juros e de inflação, justamente para se evitar os riscos de preço dos títulos que deverão ser carregados em carteira. Por outro lado, admitir que o Banco Central, ao procurar orientar a política monetária com base em taxas mais longas como quebra de contrato é no mínimo discutível, para não dizer talvez um exagero. As LFTs têm sua remuneração definida pela taxa SELIC, e isso é um fato. Porém, isso não pode ser entendido como um impeditivo ao Banco Central em buscar alternativas para operar sua política monetária. A indexação à SELIC é tão somente a operacionalização de um instrumento de dívida de taxa flutuante, e como tal está sujeito a flutuações decorrentes de múltiplos fatores. A determinação da taxa SELIC deveria refletir, por exemplo, as condições de liquidez do mercado de reservas bancárias. No entanto, como já foi discutido anteriormente, existe uma particularidade do mercado de reservas brasileiro que o fundiu com o mercado secundário de títulos públicos, e que envolve a mecânica do *overnight* e o processo de zeragem automática. Mais ainda, a taxa SELIC tem hoje um caráter de meta que deve ser perseguida dado um sistema de metas de inflação, cuja operacionalização pode ser aperfeiçoada. Ou seja, acreditar que impor uma flutuação à taxa SELIC, ou simplesmente buscar de forma gradual patamares menores para uma taxa consensualmente alta demais seja uma quebra de contrato, dado que este contrato foi formatado para ter sua remuneração flutuante, é evitar que se processe uma ruptura num sistema anômalo e que precisa ser solucionado.

O que pode ser dito, contudo, é que estratégias como essa podem ser arriscadas. No entanto, é preciso enfatizar que toda atuação do Governo no sentido de induzir a formação da estrutura a termo da taxa de juros, condizente com o processo de melhoria do perfil da dívida pública, deve ser abrangente e não concentrada num único elemento ou ação de política. Isso reforça, por exemplo, a necessidade de que o Governo fortaleça de alguma forma sua posição fiscal, até para ter suporte para as posições que deve assumir no futuro, ganhando margem de manobra.

Em suma, dois aspectos importantes poderiam ser levados adiante. O primeiro diz respeito a reformas no mecanismo de zeragem automática. E aqui, talvez o problema mais fundamental não seja o procedimento de zeragem em si, mas o fato de que ele está inserido num ambiente institucional que premia a liquidez com taxas reais muito altas, num ambiente onde o mercado de reservas e o mercado de "riquezas" estão interligados via *overnight*. Ou seja, nesse sentido a sua função principal, que é permitir que um mercado incapaz de zerar suas posições o façam sem recorrer ao redesconto acaba sendo secundária. Ainda mais quando este mecanismo é acionado para evitar perdas nos momentos de crise, procedimento este que precisa ser revisto²⁸.

Por outro lado, buscar uma redução do patamar da taxa de curto prazo pode sem dúvida ter reflexos na demanda agregada, e que somente serão identificados na medida em que o Banco Central for gradualmente testando os efeitos de sua redução. Em outras palavras, a estratégia de procurar situar a taxa SELIC em patamares menores sem dúvida não deve ser considerada isoladamente, e deve ocorrer em consonância com outras ações que viabilizem a sua manutenção nos novos patamares. E nesse sentido, é razoável esperar que o Banco Central procure orientar sua atuação de política monetária sobre o nível de atividade e inflação com base no comportamento das taxas médias e longas.

De modo que reformar o mecanismo de zeragem automática, no sentido de reorientá-lo para evitar que se pague altos prêmios para a liquidez, pode contribuir para a indução de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, sobretudo diante da sinalização de um processo de redução gradual da taxa de juros de curto prazo. Esse tipo de atuação funcionaria como um incentivador maior para o aumento da demanda por títulos públicos de maior *duration*, desincentivando o carregamento de posições de curto prazo por parte dos investidores que atuem no sentido de manter ou ampliar sua riqueza.

²⁸ Ao exemplificar uma provável atuação do Banco Central em junho de 2002, Lopes (2006) dá a entender que o setor bancário tem plenas condições de zerar suas posições sem recorrer ao mecanismo de zeragem automática. O ponto fundamental, e que se pode desprender do exemplo levantado pelo autor, é que o Banco Central acaba cedendo ao mecanismo de zeragem para não sancionar taxas de CDI que estejam desalinhadas com a meta SELIC.

5. A PRÁTICA DE UMA POLÍTICA DE DÍVIDA PÚBLICA COERENTE COM O ALONGAMENTO E A PREFIXAÇÃO

Desde fevereiro de 2001, quando foi publicado o primeiro Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública (PAF), o Governo, através da Secretária do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda, vem buscando aumentar a previsibilidade e a transparência na administração da dívida pública federal.

De uma forma geral, esse instrumento formaliza o objetivo da gestão da Dívida Pública Federal (DPF)²⁹ de "minimizar os custos de financiamento no longo prazo, assegurando a manutenção de níveis prudentes de risco e contribuindo para o bom funcionamento do mercado de títulos públicos" (PAF, 2006).

Apesar de ter contado com diretrizes que vem lentamente se modificando ao longo dos anos, as diretrizes das PAFs ainda configuram a busca por objetivos como o alongamento e a prefixação da dívida pública e, mais recentemente, a substituição das LFTs por títulos prefixados (LTN e NTN-F), o compromisso de não emitir títulos indexados à variação cambial (NTN-D), e a preferência pelo alongamento dos títulos indexados ao IPCA (NTN-B).

O Quadro 1 consolida as diretrizes que o Tesouro considera para gerir a dívida pública, com ênfase na gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPF_{Mi}), escopo deste trabalho, do período de 2001 a 2006.

De modo que não se pode negar que o Tesouro já vem buscando gerir sua dívida no sentido de obter o seu alongamento e sua prefixação. De qualquer forma, é fundamental considerar a prática de uma política de dívida pública coerente com o alongamento e a prefixação como parte da

²⁹ "A DPF corresponde à consolidação da DPMFi com a Dívida Pública Federal externa (DPFe). A DPMFi inclui todos os títulos em circulação no mercado interno, emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central (exclusivamente NBCE). Já a DPFe é composta pelas dívidas mobiliárias reestruturada (*Bradies*), pelos novos bônus (Globais e Euros, entre outros) e pela Dívida Contratual Externa (Banco Interamericano de Desenvolvimento / Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento, Clube de Paris e Agências Governamentais)" (Levy, 2006, p. 180).

estratégia de indução da formação de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica convencional. E nesse sentido, o Governo precisa focar no alongamento da maturidade dos títulos públicos, na colocação de títulos prefixados e com alguma *duration*, e na eliminação, ou substituição, das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs).

Quadro 1 – Diretrizes do Tesouro para gestão da Dívida Pública Mobiliária Federal interna

PAF (ano)	Diretrizes para as ações do Tesouro na gestão da DPMFi
PAF 2001	• Alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública (Letras do Tesouro Nacional - LTN, Letras Financeiras do Tesouro - LFT e Notas do Tesouro Nacional, série C - NTN-C); • Substituição gradual dos títulos remunerados à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada; • Desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxas de juros (prefixada e de índice de preços – IGP-M); e • Padronização dos instrumentos de financiamento e obtenção de fungibilidade para os títulos pós-fixados (alteração dos dispositivos legais).
PAF 2002	• Alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública (Letras do Tesouro Nacional – LTN, Letras Financeiras do Tesouro – LFT e Notas do Tesouro Nacional, série C – NTN-C); • Manutenção do percentual de dívida vincenda em 12 meses em níveis prudentes; • Substituição gradual dos títulos remunerados à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada; • Desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxa de juros (prefixada e de índice de preços); e • Busca de perfil mais homogêneo de maturação da dívida pública.
PAF 2003	• Alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos em oferta pública; • Manutenção do percentual de dívida vincenda em 12 meses em níveis prudentes; • Substituição gradual dos títulos remunerados à variação cambial e à taxa Selic por títulos com rentabilidade prefixada e/ou indexados a índices de preços; e • Desenvolvimento adicional da estrutura a termo de taxa de juros (prefixada e de índice de preços).
PAF 2004	• Alongamento dos prazos médios dos títulos emitidos por oferta pública; • Redução do percentual de dívida vincenda em 12 meses; • Substituição de parte dos títulos remunerados pela variação cambial e pela taxa Selic, por títulos com rentabilidade prefixada e vinculados a índices de preços; e • Contribuição para o desenvolvimento da estrutura a termo de taxa de juros (prefixada e de índice de preços).

PAF 2005	• Alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública; • Redução do percentual da DPF vencendo em 12 meses; • Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic, bem como aqueles denominados e referenciados à variação cambial, por títulos com rentabilidade prefixada e vinculada a índices de preços; e • Incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais.
PAF 2006	• Emitir títulos prefixados (LTN e NTN-F) em volumes e prazos que permitam aumentar a participação destes títulos na composição da dívida pública e o alongamento gradual do seu prazo médio de emissão; • Aumentar o volume de emissão dos títulos referenciados ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA (NTN-B), em resposta à reestruturação da demanda por títulos públicos que vem se esboçando; • Efetuar resgates líquidos dos títulos remunerados pela taxa Selic (LFT), com aumento dos seus prazos médios de emissão; e • Continuar a política adotada desde de 2003 de não emitir NTN-D.

Fonte: Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional (PAF 2001, 2002, 2003, 2004, 2005 e 2006).

5.1. O alongamento da maturidade dos títulos públicos

O primeiro aspecto relevante da discussão sobre a gestão da dívida pública diz respeito ao alongamento de seus prazos e, portanto, da sua maturidade. Segundo Carneiro e Wu (2005), ao tratar do alongamento dos prazos de vencimento dos títulos públicos, o Tesouro Nacional foca sobretudo o risco de rolagem da sua dívida, e o risco de descasamento do sistema financeiro.

No que se refere ao risco de rolagem, o objetivo do Tesouro deve ser o de maximizar a dispersão dos prazos de vencimento ao longo do tempo (Carneiro e Wu, 2005). Nesse sentido, mais do que a possibilidade de *default*, o que se discute é o benefício de se evitar que um grande volume de vencimentos se concentre em períodos de maior incerteza e volatilidade dos mercados. Sobre esse ponto, Lopes (2006) aponta que ter uma dívida mais longa contribui para melhorar a percepção sobre credibilidade que o Governo tem de vender títulos longos, para a criação de *benchmarks* que auxiliem no desenvolvimento do mercado de crédito e de papéis privados longos, e para auxiliar na construção de uma estrutura a termo da taxa de juros, de forma que as

taxas de juros longas se tornem relativamente independentes das contingências da política monetária.

Quanto ao risco de descasamento do sistema financeiro, a busca por prazos mais longos de vencimento dos títulos públicos deve considerar os possíveis impactos que títulos de maior maturidade possam exercer sobre a adequação de ativos e passivos, sobretudo em mercados pouco líquidos e num sistema onde os passivos bancários são predominantemente de curto prazo.

Como foi observado na Seção 3, o Governo brasileiro não tem avançado muito no alongamento da dívida pública, dado que o prazo médio de vencimentos no intervalo de 25 a 35 meses vem se mantendo desde junho de 2002 (ver Gráfico 6), e na redução dos volumes vencidos nos próximos 12 meses, atualmente em 40,1% (em maio de 2006), conforme o Gráfico 8.

O ponto fundamental é, no entanto, que a emissão de títulos de maturidade maior continue sendo priorizada pelo Tesouro. Nesse sentido, há de se ressaltar a importância do uso dos títulos indexados ao IPCA e ao IGP-M (respectivamente NTN-B e NTN-C) no alongamento do prazo médio da dívida pública. Como mostra a Tabela 2, em maio de 2006 era possível encontrar na carteira do público, NTN-Bs com prazo de vencimento até 2045, e NTN-Cs com prazo de vencimento até 2031.

A crescente participação de investidores institucionais, sobretudo dos fundos de pensão, tem tido um papel importante nesse processo de alongamento com os títulos indexados aos índices de preço. É o perfil de longo prazo desses investidores, e a necessidade de que estes "casem" seus passivos atuariais (normalmente considerando a correção via algum índice de preços, mais um *spread*), que explica a importância dos fundos de pensão para o alongamento desses papéis.

Outro ponto importante de ser mencionado diz respeito à própria natureza dos títulos indexados aos índices de preço. Os títulos indexados a índices de preço têm por função principal proteger o valor real do montante investido e nesse sentido, trata-se de um *hedge* contra a desvalorização nominal futura de longo prazo. Não tem sentido utilizar as NTN-Bs e NTN-Cs para prazos curtos e, portanto, são esses os melhores instrumentos para proteger o investidor contra a perspectiva de inflação futura no longo prazo.

É verdade que o Tesouro Nacional incluiu de forma mais enfática no PAF 2006 (ver Quadro 1), entre suas diretrizes de gestão da dívida pública, a emissão de títulos indexados a índices de preço, e com isso vem conseguindo prazos suficientemente mais longos. O que pode ser dito, no entanto, é que o Tesouro poderia considerar emitir as NTN-Bs e NTN-Cs com prazos de vencimento mais variados, criando outros vértices na curva de juros para esse tipo de título. O racional dessa postura está no fato de que seus detentores principais buscam se proteger contra a desvalorização de sua riqueza no longo prazo, e somente uma diversidade de prazos maior poderia garantir um *hedge* mais perfeito para esses investidores.

Uma discussão que talvez valha a pena considerar é se o Tesouro deve dar algum tipo de prioridade aos títulos indexados ao IPCA (como alerta o PAF 2006) em detrimento aos títulos que tem no IGP-M o seu indexador. O fato é que atualmente o índice oficial de inflação, sobretudo no que diz respeito ao arcabouço do sistema de metas de inflação, é o IPCA. Outro argumento poderia ser as diferenças do custo (ou prêmio) entre as diferentes emissões. No entanto, é de se esperar que este seria mais um problema de demanda e da necessidade de se reduzir a exposição dos passivos a um determinado índice de preço. O fato é que o IPCA está menos sujeito aos efeitos do câmbio e, portanto, dado que a economia brasileira ainda não teve sucesso em estabilizar o câmbio³⁰ (encontrando uma canal de equilíbrio que não ponha em risco o controle da inflação) esse seria um papel mais adequado considerando que ele transfere todo o risco de índice e de preço para o Tesouro.

Tabela 2 – Vencimentos das NTN-Bs e NTN-Cs em carteira do Banco Central e do Público (Fechamento de 31/Mai/06)

TÍTULOS	Carteira do Banco Central			Carteira do Público		
	Emissão	Vencimento	%	Emissão	Vencimento	%
NTN-B	15/09/2003	15/08/2006	83	15/09/2003	15/08/2006	1,62
NTN-B	-	-	-	15/06/2005	15/05/2007	7,94
NTN-B	-	-	-	15/09/2005	15/08/2008	9,20

³⁰ Note que em geral os efeitos do *pass through* nos indicadores de preço tendem a ser maiores nas economias emergentes, e não dolarizadas, no sentido da desvalorização cambial.

NTN-B	15/09/2003	15/05/2009	17	15/09/2003	15/05/2009	24,75
NTN-B	-	-	-	05/01/2006	15/08/2010	24,76
NTN-B	-	-	-	09/03/2006	15/05/2011	5,58
NTN-B	-	-	-	15/11/2001	15/11/2013	1,33
NTN-B	-	-	-	15/10/2003	15/05/2015	0,02
NTN-B	-	-	-	01/08/2005	15/05/2015	5,09
NTN-B	-	-	-	15/03/2002	15/03/2023	0,76
NTN-B	-	-	-	15/10/2003	15/08/2024	0,06
NTN-B	-	-	-	01/08/2005	15/08/2024	4,48
NTN-B	-	-	-	15/11/2001	15/11/2033	5,90
NTN-B	-	-	-	07/03/2006	15/05/2035	0,79
NTN-B	-	-	-	15/08/2004	15/05/2045	7,74
NTN-B			100			100
NTN-C	-	-	-	03/12/1999	01/12/2006	3,62
NTN-C	-	-	-	01/06/2004	01/12/2006	0,15
NTN-C	-	-	-	01/04/2002	01/04/2008	23,38
NTN-C	-	-	-	01/03/2001	01/03/2011	6,56
NTN-C	-	-	-	01/05/2002	01/07/2017	10,86
NTN-C	-	-	-	01/04/2001	01/04/2021	25,27
NTN-C	-	-	-	01/01/2001	01/01/2031	30,16
NTN-C			-			100

Nota: Dados em ordem crescente conforme a data de vencimento. A composição das carteiras é alterada diariamente conforme operações de mercado.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

De qualquer modo, parece haver uma certa preferência pelos papéis indexados ao IPCA. Garcia e Salomão (2005), por exemplo, recuperam o argumento de Garcia e Rigolon (2005) de que, num processo de transição de indexação da dívida à SELIC para títulos nominais prefixados de longo prazo, a indexação da remuneração dos títulos públicos à inflação é preferível quando feita via

IPCA. De forma que mesmo priorizando o uso do IPCA, não está anulada a possibilidade de se conseguir algum *hedge* contra a oscilação dos preços nominais, ainda que de forma não tão perfeita, mesmo para aqueles que gerenciam passivos indexados ao IGP-M.

Independente do tipo de indexação, é importante considerar os benefícios de se utilizar os títulos indexados a índices de preços para o alongamento da dívida pública. Alguns desses benefícios são apontados em Sobreira (2002) e Franco (2006). Para o primeiro autor, que analisa um período onde as NTN-Cs (indexadas ao IGP-M) eram absolutas, esses títulos têm um papel importante para viabilizar o alongamento da dívida pública com custos menores. Outro aspecto importante citado por Sobreira (2002) é que o aumento da demanda por títulos indexados a índices de preço demonstra uma crescente confiança no controle e na manutenção de um certo patamar da inflação. Isso porque o risco de mercado, associado aos títulos com remuneração atrelada a índice de preço, está justamente na volatilidade da taxa de inflação (Garcia e Salomão, 2005). Ou seja, uma vez que o retorno real do ativo está fixado pelo *spread* (nos casos em que se pretende manter o papel até o vencimento), uma queda acentuada no índice de inflação e que corrige os títulos indexados, faz com que a sua atratividade diminua comparativamente a outros ativos com taxas prefixadas, por exemplo. Dessa forma, o impacto de uma queda da inflação acaba refletindo num preço de mercado menor do título indexado ao índice de preço em questão. Outra maneira de manifestação do risco de mercado está na própria determinação do *spread*. Na hipótese de uma NTN-B ser lançada com cupom de 6% e, num momento seguinte o Tesouro lançar o mesmo papel, mas com um cupom de 9%, haverá também uma desvalorização no preço do primeiro título lançado, configurando outra forma de manifestação do risco de mercado, ou risco de preço, para os títulos indexados à inflação. Como o cupom reflete o prêmio de risco que o investidor deseja³¹ no momento em que compra o papel, certamente sua demanda aumentará nas situações em que não se vislumbra uma probabilidade muito alta de que o Tesouro, diante de uma volatilidade maior da taxa de inflação, emita o mesmo papel com um *spread* maior.

Franco (2006), por sua vez, enfatiza que a ampliação do volume colocado de títulos indexados a índices de preço, e com prazos cada vez maiores, contribui para a formação de *benchmarks* cada vez mais "firmes". Estes *benchmarks*, segundo o autor, são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de *swaps* dos indicadores de preço em diferentes prazos. Trata-se, portanto, de um

³¹ E que o Tesouro se dispõe a pagar.

avanço importante, sobretudo no sentido de criar um mercado para que as empresas possam compartilhar seus riscos decorrentes das possíveis desvalorizações nominais.

De forma que mais uma vez reforça-se que a utilização das NTN-Bs e NTN-Cs (talvez com ênfase nas primeiras, indexadas ao IPCA) é fundamental no processo de alongamento dos prazos de vencimento da dívida pública. O Tesouro deveria considerar, no entanto, continuar ampliando os volumes e os prazos de vencimentos, e principalmente a possibilidade de lançar os papéis com uma variedade de vencimentos maior.

5.2. A colocação de títulos prefixados e com alguma *duration*

É bem verdade que os títulos indexados aos índices de preço devem exercer um papel importante no processo de alongamento da dívida pública. Porém, ampliar a maturidade dos vencimentos dos títulos não pode ser o único objetivo de uma gestão da dívida pública no sentido de induzir a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica.

Em primeiro lugar, é preciso considerar que reduzir o risco no âmbito da gestão da dívida pública significa ampliar a certeza sobre os descaixes futuros e, portanto reduzir a volatilidade do seu pagamento, ou do *cashflow at risk*. E nesse sentido, os títulos prefixados têm um papel fundamental no processo de melhora do perfil de dívida pública.

Em se tratando de buscar uma política monetária mais eficiente e eficaz, a discussão sobre a necessidade de se poder contar com uma dívida predominantemente prefixada, e com alguma *duration* toma corpo. Muitos textos discutem o significado desse conceito e apontam, sobretudo para os problemas que se tem na sua interpretação. Não é objetivo deste estudo esgotar o conceito de *duration*, mas enfatizar a sua importância para garantir uma política monetária mais eficiente e de custos menores³².

³² Para um entendimento mais aprofundado do conceito de *duration*, sua utilidade e aplicações, cálculo, e limitações, consultar os capítulos 5 e 38 de Fabozzi (1997), e o capítulo 4 de Hull (1999).

De modo geral a *duration* é uma medida da volatilidade do preço de um título. A *duration* de Macaulay³³ é definida como o prazo médio ponderado para o vencimento dos fluxos de caixa de um título. Os fatores de ponderação são os valores presentes de cada fluxo de caixa em termos percentuais do valor presente de todos os fluxos de caixa. Ou seja, os pesos que ponderam o cálculo da *duration* são os valores presentes de cada fluxo de caixa em termos percentuais do preço do título (Fabozzi, 1997).

Matematicamente, tem-se³⁴:

$$Duration \text{ de Macaulay (em anos)} = D = \sum_{t=1}^n \frac{t \times VPFC_t}{k \times VPTFC} \quad (1)$$

onde:

k = Número de períodos (pagamentos de cupom) por ano (ex.: $k = 2$ para pagamentos semianuais e $k = 12$ para pagamentos mensais;

n = Número de períodos até a data de maturidade (anos para maturidade $\times k$);

t = Período no qual o recebimento do fluxo de caixa é esperado ($t = 1, \dots, n$);

$VPFC_t$ = Valor presente do fluxo de caixa no período t descontado pelo retorno (*yield-to-maturity*) e;

$VPTFC_t$ = Valor presente total do fluxo de caixa do título, determinado através do retorno (*yield-to-maturity*). Trata-se do preço do título na data de pagamento do cupom.

³³ Frederick Macaulay, *Some Theoretical Problems Suggested by the Movement of Interest Rates, Bond Yields, and Stock Prices in the U.S. Since 1856* (New York: National Bureau of Economics Research, 1938).

³⁴ Adaptado de Fabozzi (1997).

A partir da *duration* de Macaulay é possível concluir³⁵ que:

- A *duration* de um título sem cupom é igual ao seu prazo de vencimento (*time-to-maturity*);
- A *duration* de um título que paga cupom é menor do que o prazo de vencimento do título (*time-to-maturity*);
- Se dois títulos têm a mesma taxa de cupom e retorno (*yield*), então o título mais longo, de maior maturidade, tem *duration* maior; e
- Se dois títulos têm o mesmo retorno (*yield*) e prazo de vencimento (*maturity*), então o título com a menor taxa de cupom tem *duration* maior.

Entretanto, nada pode ser dito sobre como as mudanças no retorno desejado (*yield*), logo nas taxas de juros praticadas pelo mercado, afetam o preço do título. De forma que tomando uma relação entre a *duration* de Macaulay e a primeira derivada da função preço dividida pelo preço, tem-se a definição da *duration* modificada (Fabozzi, 1997):

$$Duration \text{ Modificada} = \frac{Duration \text{ de Macaulay}}{1 + (Yield/k)} \quad (2)$$

Em outras palavras, uma definição muito útil para a *duration* Modificada é que ela representa a mudança percentual aproximada no preço de um título para uma mudança de 100 pontos-base no

³⁵ Mark Taranto, October 1995. *Duration Measures: Historical Perspective*. WWWFinance (<http://www.duke.edu/~charvey/Classes/ba350/bondval/duration.htm>).

yield (taxa de retorno desejada ou esperada) (Fabozzi, 1997). Outros conceitos como a *duration* Efetiva, que reconhece o fato de que mudança nos retornos (*yield*) podem alterar o fluxo de caixa esperado, ou como a convexidade (Fabozzi, 1997; Taranto, 1995), também são muito relevantes no mercado para a avaliação da volatilidade do preço dos títulos, porém fogem do nosso objetivo neste trabalho.

O fundamental para os objetivos desse trabalho é entender e compreender o uso do conceito de *duration* na administração da dívida pública, dado seus impactos na eficiência e na eficácia da política monetária e, portanto, o seu papel em permitir a desvalorização da riqueza dos detentores dos títulos públicos, abrindo espaço para a queda da taxa de juros de curto prazo, e contribuindo para o processo de formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional. Conforme Carneiro e Wu (2005), ao tratar da eficácia da política monetária e do canal de transmissão da taxa de juros sobre o nível de atividade através do efeito riqueza, ressaltam que esse efeito "é proporcional à sensibilidade do preço dos títulos a aumentos da taxa de juros"; e que no caso de títulos prefixados, "essa sensibilidade é medida pela *duration*" (p. 6). Ou seja, quanto menor for a *duration*, menor será a eficácia da política monetária e, portanto, maior deverá ser a taxa de juros necessária para que o Banco Central consiga influenciar a demanda agregada.

De forma que contar com uma dívida pública concentrada em papéis prefixados, e com prazos relativamente longos, é desejável e precisa ser buscada pelo Tesouro Nacional justamente por incorporar alguma *duration* na dívida. Atualmente os papéis prefixados respondem por cerca de 29,5% do total da dívida (entre LTNs e NTN-Fs). Além disso, o seu prazo médio é muito inferior ao prazo médio da DPMFi como um todo, como foi visto no Gráfico 6.

Em geral, ao emitir títulos prefixados e com *duration* longa, se por um lado o Governo busca aumentar a potência de sua política monetária e fixar a sua exposição e o seu custo frente às incertezas futuras, por outro lado, não se pode perder de vista que são os detentores dos títulos que passam a assumir o risco de mercado. Em outras palavras, forçar uma prefixação e um alongamento indesejado dos prazos e da *duration* implica na aceitação do pagamento de um prêmio de risco maior, sobretudo diante de uma mercado avesso ao risco, onde perduram anomalias e hábitos herdados do período inflacionário.

Logo, é preciso considerar que a colocação de títulos prefixados e com *duration* significa, para o Tesouro Nacional, assumir um possível custo fiscal maior da dívida pública. Esse custo pode se mostrar muito alto nos momentos de maior volatilidade. E nesse sentido, sempre haverá uma decisão, no âmbito da gestão de dívida pública pelo Tesouro, que deverá ponderar custos e benefícios da prefixação e da colocação de títulos com *duration* mais longa.

Nas entrevistas realizadas com economistas, *experts* e agentes participantes do mercado (ver Anexo 1), o aspecto "custo" da mudança foi sempre muito enfatizado. No entanto, a preocupação central não deveria ser o montante em si, *ex-post*, do custo de uma política do Governo que possa trazer benefícios importantes, como é o caso da melhora do perfil da dívida pública. O fundamental é saber ponderar esses custos diante dos benefícios que a gestão coerente da dívida pública pode acarretar. Principalmente que estes tendem a ser minorados na medida em que se alcance sucesso na implementação de taxas de juros mais baixas.

Sobre esse ponto específico o ex-Secretário da Fazenda Joaquim Levy tem uma passagem em seu recente texto que ilustra o ponto que se está tentando colocar aqui:

"É indiscutível que toda transição tem custos e o Tesouro tem que estar preparado para pagá-los. Se a economia se torna mais robusta, o custo marginal da transição é mais que compensado pela eventual queda do custo médio da dívida, ainda que, algumas vezes, essa equação possa ser confundida com uma análise meramente contábil do estoque da dívida pública. A disposição de incorrer em custos não significa complacência (...)." (Levy, 2006, p. 184).

Vale ressaltar aqui que não se pretende fazer uma exaltação dos custos incorridos nas políticas implementadas pelo Governo. Atenta-se apenas para o fato de que qualquer ação no sentido da prefixação e alongamento da dívida pública poderá incorrer em custos fiscais. No entanto, mais do que um impeditivo, esses custos devem ser ponderados e, portanto, vistos como incentivadores ainda maiores de uma discussão inteligente e pragmática sobre os seus benefícios. E dentre esses benefícios está o fato de que a prefixação diminui a volatilidade dos pagamentos e a incerteza quanto aos fluxos financeiros, e "permite maior eficiência à política monetária no manejo da taxa de juros", diminuindo o risco sistêmico (Levy, 2006, p. 184). Ou seja, o *trade-off* custo/benefício existe e deve ser considerado de forma objetiva.

Certamente uma das preocupações com os custos de uma política de transição, no sentido da formação e uma estrutura a termo da taxa de juros convencional e de um processo de melhora do perfil da dívida pública, está associado ao déficit fiscal nominal crescente. Vale ressaltar, entretanto, que algumas simulações feitas por Carvalho, Goldfajn e Parnes (2006) apontam para custos relativamente menores do que se imagina no processo de aumento da parcela de títulos prefixados no total da dívida pública. Segundo os autores, salvo em situações onde o Governo imponha ao mercado um aumento da parcela de títulos prefixados maior do que aquela alinhada com a percepção de risco sistêmico, e com a velocidade de queda da taxa de juros de curto prazo, esse custo poderia estar por volta de + 1 p.p. sobre o PIB até o final de 2007, conforme as premissas utilizadas pelos autores na época do estudo.

É verdade que o Governo tem procurado emitir nos últimos anos mais títulos prefixados como a LTN (título prefixado e sem pagamento de cupom) e a NTN-F (título prefixado e com pagamento semestral de cupom). Os prazos de maturidade, no entanto, sobretudo no que diz respeito às LTNs, *bullets* do Tesouro Nacional, não têm ultrapassado 6, 12 ou 24 meses. Atualmente as LTNs mais longas no mercado são as com vencimento em 01/jan/09, porém ainda com prazo inferior a 3 anos (possivelmente se trata mais de uma tentativa de precificar o vértice de 24, talvez 30 meses). Isso pode ser percebido pela Tabela 3 que mostra as LTNs que compõem a carteira do público e do Banco Central.

De modo que ainda é difícil prever quais seriam os prazos de emissão mais longos possíveis para as LTNs, sem aumentar em demasia o prêmio de risco cobrado pelo mercado. Certamente o Tesouro deve ir testando o mercado, estratégia esta que já pode ser percebida nas colocações das LTNs com vencimento em 01/jan/2008 e 01/jul/2008, tidas como títulos de 24 meses, já em momentos anteriores a jan/2006 e jul/2006, ou seja em jul/2005 e dez/2005, respectivamente (mesmo caso das LTNs com vencimento em jan/2009). É claro que a discussão sobre os limites do alongamento de títulos prefixados, com prêmios razoáveis, não deve ser feita de forma isolada, mas dentro de uma estratégia também mais abrangente.

Tabela 3 – Vencimentos das LTNs e NTN-Fs em carteira do Banco Central e do Público (Fechamento de 31/Mai/06)

TÍTULOS	Carteira do Banco Central			Carteira do Público		
	Emissão	Vencimento	%	Emissão	Vencimento	%
LTN	27/10/2004	01/07/2006	14,57	27/10/2004	01/07/2006	14,41
LTN	17/02/2005	01/10/2006	9,47	17/02/2005	01/10/2006	13,25
LTN	11/02/2005	01/01/2007	17,97	11/02/2005	01/01/2007	20,36
LTN	28/09/2005	01/04/2007	12,58	28/09/2005	01/04/2007	11,34
LTN	01/06/2005	01/07/2007	10,48	01/06/2005	01/07/2007	14,65
LTN	13/02/2006	01/10/2007	7,19	13/02/2006	01/10/2007	6,43
LTN	22/07/2005	01/01/2008	14,38	22/07/2005	01/01/2008	11,57
LTN	07/12/2005	01/07/2008	10,96	07/12/2005	01/07/2008	6,96
LTN	05/05/2006	01/01/2009	2,40	05/05/2006	01/01/2009	1,03
LTN			100			100
NTN-F	19/12/2003	01/01/2008	76	19/12/2003	01/01/2008	19,98
NTN-F	02/02/2005	01/01/2010	24	02/02/2005	01/01/2010	45,17
NTN-F	-	-	-	01/06/2005	01/01/2012	31,59
NTN-F	-	-	-	05/05/2006	01/01/2014	3,26
NTN-F			100			100

Nota: Dados em ordem crescente conforme a data de vencimento. A composição das carteiras é alterada diariamente conforme operações de mercado.

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

De acordo Garcia e Salomão (2005), a experiência de Israel, Polônia e México, pode trazer alguma lição para o Brasil no processo de alongamento dos prazos com títulos prefixados. Os autores concluem que nesses países o alongamento do mercado de dívida pública de renda fixa ocorre em paralelo à desdolarização de seus mercados, em contextos de programas de estabilização com fortes fundamentos fiscais e com queda da razão dívida/PIB, de regimes de

meta de inflação bem sucedidos e com forte redução da inflação e queda das taxas de juros, enfim, o alongamento e prefixação da dívida desses países teria sido obtido na medida em que se foi confirmando a queda do risco sistêmico.

No entanto, dois aspectos devem ser considerados com cuidado. O primeiro diz respeito ao contexto político-geográfico-econômico em que esses países se encontram, e nesse sentido vale destacar a influência que os Estados Unidos têm no México e em Israel, e a Comunidade Européia na Polônia. O segundo ponto importante de ser ressaltado são as diferenças que existem nos papéis emitidos por esses países. Em Israel, por exemplo, os autores ressaltam o aumento da participação de títulos não indexados como o Sharar, o Gilon e o new Gilon. Entretanto, tomam o cuidado de explicitar que títulos não indexados significam, para aquele país, títulos emitidos em moeda local (logo, não necessariamente prefixados). Ou seja, não enfatizam o fato de que tanto o Gilon, como o new Gilon (substituto do Gilon)³⁶, são papéis de renda variável, ou pelo menos não puramente fixa, dado que seus cupons flutuam com base na média ponderada dos retornos de séries de notas do Tesouro de Israel. Aparentemente Israel não conta com um papel de renda fixa nos moldes da LTN brasileira. O Sharar, título não indexado de renda fixa, não é um *bullet* e, portanto, paga cupons (Garcia e Salomão, 2005), algo como a NTN-F no Brasil. Contudo, a informação que mais faz falta é sobre os prazos de vencimento que vem sendo obtidos em emissões recentes desses papéis. Enfim, o ponto fundamental aqui é levantar a possibilidade de que ampliação de prazos da dívida pública israelense (assim como México e Polônia) tem sido obtida muito mais com papéis indexados, sobretudo aos índices de preço, do que a partir de títulos prefixados, reforçando o argumento de que as NTN-Bs e NTN-Cs seriam muito úteis para alongar o prazo da dívida, ainda que com menor *duration*.

Franco (2006) acredita, por exemplo, que a extensão dos prazos prefixados não deve contar com tanta dificuldade, porém não deve ir muito além de 12 ou 24 meses. Ele não especifica qual

³⁶ Outro aspecto relevante não está bem evidenciado por Garcia e Salomão (2005). Segundo os autores, o new Gilon é um papel que substituiu o Gilon em abril de 1999. Entretanto, sua maior diferença para o anterior está no prazo de pagamento dos cupons que passou de semestral para trimestral, além do cálculo da rentabilidade que no Gilon podiam prever o pagamento de um *spread* adicional de até 4% (Garcia e Salomão, 2005). Como já foi colocado anteriormente, a redução dos prazos de vencimento dos cupons reduz a *duration* de um título de renda fixa, isso sem considerar que esses cupons são flutuantes e não fixos. Outro ponto a ser notado é que ao classificar um papel como o Galil, leiloados desde 1985 com prazos entre 2 e 30 anos segundo os autores, como "indexado à inflação de renda fixa", uma vez que sua "taxa de juros anual fixa [...] é determinada por uma média ponderada de todos os títulos indexados ao IPC em circulação" (p. 36), parece um tanto artificial.

instrumento seria mais adequado, porém dado que o Tesouro já coloca LTNs com esses prazos, assume-se que o autor está considerando esses títulos.

Talvez seja o momento de reconhecer que já existe alguma demanda para título prefixados como as LTNs, como apontaram alguns dos entrevistados (ver Anexo 1). E nesse sentido, o Tesouro deveria buscar aumentar a oferta das LTNs de 12 e 24 meses, além fazer novas emissões com prazos de 30 e 36 meses, talvez testar prazos mais longos. Sobre a existência de demanda para esses títulos, vale ressaltar a observação de Levy (2006) sobre as diferenças de composição e prazo médio da carteira de investidores no Tesouro Direto. Segundo o autor, essas carteiras têm uma estrutura bastante diferente da estrutura da carteira dos fundos de investimento, "sugerindo que há um mercado para carteiras mais longas que ainda não é facilmente acomodável na indústria de fundos" (p. 178).

Finalmente, é preciso considerar que vem ocorrendo uma expressiva ampliação de prazos com a emissão das NTN-F com vencimentos em 2008 (desde dez/2003), 2010 e 2012 (ambas desde 2005), e com a manutenção dessa estratégia em 2006 com novas emissões das NTN-Fs com vencimentos em 2010 e 2012. Segundo a Tabela 3, é possível verificar que o Tesouro já em mai/2006 está emitindo NTN-Fs com vencimento em jan/2014.

Dois motivos principais explicam a maior facilidade em se alongar os prazos com a NTN-Fs, para além dos 24 meses obtidos com as LTNs. O primeiro deles é o fato desses títulos pagarem cupons semestralmente e, portanto, como já foi observado, contarem com uma *duration* menor quando comparados com títulos de mesmo prazo de vencimento, perfil de crédito, mas sem pagamento de cupom. O segundo ponto, normalmente não mencionado, é a possibilidade de se fazer o *stripping* dos cupons das NTN-Fs.

O *stripping* de cupons em títulos públicos é uma operação comum no mercado norte-americano. Trata-se de um procedimento que envolve a compra de um título público que pague cupom, com o seu subsequente depósito em custódia de um banco. Em seguida, faz-se a emissão de recibos que representem a propriedade dos juros pagos em cada cupom a ser pago pelo Tesouro no título público custodiado, e um recibo sobre a propriedade do valor do principal a ser pago na maturidade do título. É esse processo de separar o pagamento dos cupons do pagamento do

principal que se denomina fazer o *stripping* dos cupons. Apesar dos recibos emitidos pelo comprador do título não ser uma emissão do Tesouro, o risco destes é o mesmo risco de pagamento do título público sob custódia e, portanto, o recebimento do fluxo de caixa está garantido pelo mesmo risco do título público (Fabozzi, 1997). Ou seja, em termos mais simples, tudo se passa como se houvesse a securitização de recebíveis, na forma de pagamento de cupons com risco do Tesouro Nacional³⁷. O interesse por esse tipo de operação para o detentor do título público está na identificação de arbitragens, decorrentes da existência de investidores dispostos a pagar um prêmio para receber um dos cupons, agora vendido na forma de um título *bullet* que contempla somente o pagamento de um valor principal – o cupom do título público. O racional econômico por trás disso está em identificar que os cupons comprados "em conjunto" (o título público), e a um preço mais baixo por aquele que pretende emitir os "recebíveis", valem menos do que o recebimento da soma dos cupons e do principal individualmente. Em outras palavras, o valor desse tipo de operação é que a soma das partes é maior do que o todo.

De qualquer forma, o ponto relevante da possibilidade de se estruturar operações de *stripping* com as NTN-Fs, é reduzir o risco de mercado para o detentor do título, permitindo que este reduza a *duration* de sua carteira e realize ganhos de arbitragem com seu ativo. Essa característica deveria ser cada vez mais considerada pelo Tesouro Nacional, assim como pelos investidores, sobretudo por ela não impactar a *duration* do papel original emitido pelo Tesouro, uma vez que a relação devedor/credor está formalizada na emissão do título (no caso a NTN-F), e por permitir que o investidor que carregue o título longo possa diluir o seu risco de mercado, não tão somente através de uma *duration* menor decorrente do pagamento de cupons, mas da possibilidade de contar com uma liquidez maior de seus títulos proporcionada pelas operações de *stripping*, assim como um ganho com a operação em si.

Certamente o Tesouro Nacional, e os investidores profissionais estão familiarizados com essas operações, ainda que ela não seja comum no Brasil. Outro aspecto fundamental, é que esse tipo de operação deveria se tornar cada vez mais relevante na medida em que o Tesouro emitir NTN-Fs com prazos cada vez maiores.

³⁷ A criação de recebíveis que sintetizam títulos do Tesouro norte-americano que não pagam cupom foi feita de forma pioneira, em agosto de 1982, pelo Merrill Lynch com seus *Treasury Income Growth Receipts* (TIGRs), e pelo Salomon Brothers através dos seus *Certificates of Accrual on Treasury Securities* (CATS). Em fevereiro de 1985, o Tesouro norte-americano anunciou um programa para facilitar as operações de *stripping* de títulos do Tesouro, sob o nome de *Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities* (STRIPS) (Fabozzi, 1997).

Nesse sentido, parece haver espaço para o Tesouro prosseguir no alongamento dos títulos prefixados, sobretudo buscando paulatinamente ampliar a colocação de LTNs, talvez testando o mercado com prazos de até 36 meses e, principalmente, alongando os prazos com as NTN-Fs, em teoria mais fáceis de serem absorvidas pelo mercado, dada sua *duration* menor e as possíveis operações de *stripping* de seus cupons³⁸.

Um aspecto importante sobre o lançamento de NTN-Fs com base na possibilidade de fazer o *stripping* de seus cupons. Segundo operadores de dívida pública, parece não haver mercado para esse tipo de operação. Ou seja, simplesmente não há demanda para os *strips*, muito possivelmente porque as operações na BM&F facilitam muito a tomada de risco prefixado. O ponto relevante, no entanto, é que talvez não exista demanda para esse tipo de papel também porque não haja incentivos de preço, sobretudo quando papéis pós-fixados como as LFTs são emitidas com deságio. Note que isso é completamente diferente de afirmar que não haja demanda para esse tipo de ativo. Afinal se as LTNs (títulos *bullets*) já são emitidas com 12 e 24 meses, nada mais natural considerar que talvez haja demanda para ativos derivados das NTN-Fs e que sintetizam *bullets* de 6, 12, 18 ou 24 meses (talvez mais), com o mesmo risco de crédito do Tesouro Nacional. Nesse sentido, o Governo brasileiro deveria se esforçar para facilitar as operações de *stripping* de seus títulos, nos moldes do programa STRIPS (*Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities*) do Governo norte-americano em 1985.

5.3. A eliminação, ou substituição, das Letras Financeiras do Tesouro (LFTs)

A discussão sobre o instrumento de dívida com remuneração indexada à taxa SELIC (a LFT), talvez seja um dos aspectos mais debatidos e controversos da literatura atual sobre o alongamento e a prefixação da dívida pública, logo para a indução da formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional.

³⁸ A título de curiosidade, vale mencionar que o Tesouro norte-americano não emite títulos prefixados sem o pagamento de cupons, com prazos superiores a um ano (Fabozzi, 1997).

Ao analisar o debate que trata das LFTs, é possível concluir que um dos únicos pontos de concordância acerca desse instrumento esteja associado aos motivos pelo qual ele foi criado em 1986³⁹, na forma de um título emitido pelo Banco Central – a extinta Letra do Banco Central (LBC). Talvez outro aspecto de convergência dos argumentos identificados na literatura, seja o reconhecimento de que as causas iniciais para o surgimento das LFTs não estão mais presentes na economia brasileira, tornando a sua persistência, uma anomalia cujo motivo tem despertado diferentes opiniões.

O fato é que esse instrumento respondia por cerca de 44% do total da dívida pública em maio de 2006 (considerando as operações de *swap*, a exposição da dívida à taxa SELIC sobe para cerca de 48%, na mesma época). Alguns autores enfatizam que essa situação é resultado da facilidade com que o Tesouro coloca esses papéis. Ou seja, esse perfil possibilita o pagamento de prêmios menores por parte do Tesouro aos seus credores e, dada a curta *duration* das LFTs, evita pressões para a rolagem da dívida pública, reduzindo também o risco de descasamento do sistema financeiro (Carneiro e Wu, 2005).

Basicamente, pode-se agrupar as discussões sobre as LFTs em duas visões distintas. A primeira visão, identificada em Mendonça de Barros (1992), Franco (2004, 2006), Ferreira, Robotton e Dupita (2004), Pastore (1996, 2006), Lopes (2006), Nakano (2006), entre outros, é a de que a LFT e a sua "institucionalização" representa hoje um problema para o bom funcionamento da política monetária, e para o desenvolvimento do mercado financeiro brasileiro de um modo geral. A segunda visão, defendida sobretudo por Arida (2006) e Lara-Resende (2006), apesar de reconhecer alguma influência da LFT no bom funcionamento da política monetária, ressalta os benefícios desse tipo de instrumento e sua utilidade prática ainda hoje, como parte de um menu de instrumentos para execução de políticas com custos mais baixos, principalmente em momentos de crise.

Mesmo a partir dessas duas posições principais, é possível encontrar uma certa convergência de opiniões que aponta para o fim desse tipo de instrumento, ainda que em decorrência de motivos distintos. De forma geral, e retomando a reprodução de Arida (2006) de uma expressão de Bodin

³⁹ Para uma perspectiva histórica do surgimento das LFTs ver, por exemplo, Mendonça de Barros (1992), Arida (2006) e Lara-Resende (2006).

de Moraes (2006), a discussão sobre o fim das LFTs é mais uma questão de se elas "deveriam morrer de morte morrida ou de morte matada" (p. 259).

Um dos problemas mais enfatizados, e que encontra nas LFTs uma de suas causas, é a redução da potência da política monetária. De uma forma geral, a concentração da dívida pública em instrumentos indexados à taxa SELIC impede o bom funcionamento de um dos canais de transmissão da política monetária representado pelo efeito riqueza. O efeito riqueza é aquele segundo o qual um aumento da taxa de juros de curto prazo, determinado pelo Banco Central, provoca a queda dos preços dos títulos prefixados em carteira, ocasionando uma perda patrimonial que deverá se refletir na demanda agregada (Franco, 2006; Figueiredo e Megale, 2006; Pastore, 1996, 2006; Garcia e Salomão, 2005, Mendonça de Barros, 1992; Lopes, 2006 e Bodin de Moraes, 2006), tanto via consumo, quanto via investimentos (Carvalho, 2005b). Ou seja, dada a predominância das LFTs no total da dívida pública, e o fato desses títulos não apresentarem sensibilidade de preço frente a variações nas taxas de juros (*duration* "zero"), estaria a política monetária diante de uma situação onde sua potência é menor.

É comum associar a noção de ausência de risco para as LFTs dada sua inelasticidade preço diante das alterações na taxa de juros. No entanto, argumenta Arida (2006), isso não isenta a possibilidade delas serem negociadas com deságio em razão da percepção de queda na qualidade de crédito do Tesouro. Para exemplificar tal colocação, Arida (2006) faz menção aos episódios de eleição do presidente Collor e Lula.

Embora não se possa discordar da hipótese de se verificar a queda no preço das LFTs, é razoável supor que esses episódios são esporádicos e caracterizam um ambiente de crise e aumento demasiado da incerteza (ainda que esses episódios possam ser incluídos no conjunto de episódios característicos de uma economia recém estabilizada). Ou seja, o que se quer reforçar é que numa situação de relativa normalidade, é perfeitamente razoável supor que as LFTs têm um risco muito reduzido frente os demais papéis, e que sua emissão com deságio não deveria ser recorrente.

Outro problema relacionado à existência das LFTs, e defendido por Nakano (2006), diz respeito a sua forma de remuneração. Para o autor, contar com um instrumento que tem a remuneração do seu valor principal indexada à mesma taxa que o Banco Central utiliza para operar a política

monetária (a taxa SELIC), resulta na "fusão" do mercado de dívida pública com o mercado de reservas. A partir dessa "fusão", a taxa SELIC passaria a "tabelar" a taxa de juros do mercado de dívida pública, impedindo a sua queda. Este ponto já foi explicitado na discussão sobre o mercado de reservas bancárias e a mecânica do *overnight*, sendo talvez esses os responsáveis por essa fusão, uma vez que as negociações com títulos públicos passaram a ser transacionadas como "substitutos mais que perfeitos" das reservas bancárias (Silva Filho, 1997), paralelamente a formação da indústria de fundos que se tem hoje no Brasil.

Para Franco (2006), a forma de remuneração das LFTs nada mais é do que "a *sistematização de um processo*, [...] uma espécie de *economia processual* em se aplicar no *overnight*. [...] É como a "securitização" do *overnight*" (p. 1). E nesse sentido, a LFT não tem risco de preço e é a "*expressão mais clara*" da mecânica em que o Banco Central, por meio do seu Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB), recompra os títulos em momentos de crise. Ou seja, para Franco (2006), a LFT perpetua a "cultura do *overnight*" dos tempos inflacionários, pagando juros reais em aplicações sem risco e de curtíssimo prazo.

Arida (2006) questiona a preferência por LFTs como parte de uma cultura do *overnight*. Na opinião do autor essa afirmação faz pouco sentido, tendo em vista os mais de dez anos da estabilização obtida com o Plano Real. Para Arida (2006), a concentração da demanda em LFTs pelo agentes econômicos não tem nada de irracional ou cultural, trata-se apenas de uma questão do prêmio de risco exigido para se carregar posições mais longas e prefixadas. O autor argumenta inclusive que se existe uma cultura do *overnight*, ela opera em favor da estabilidade, uma vez que os agentes econômicos de entendimento menos sofisticado confiariam nos mecanismos de recompra dos títulos de forma errônea e que, portanto, essa percepção equivocada teria ajudado a suavizar os efeitos da incerteza jurisdicional.

Independente da demanda por LFTs estar associada sobretudo a uma percepção de que esses títulos são tidos como um "porto seguro", o fato é que esta é sim uma idéia relativamente difundida entre os investidores menos sofisticados, talvez não pelo nome LFT, mas pelo nome de Fundo DI. Nesse sentido, não se pode descartar essa hipótese, como faz Arida (2006), na medida em que os grandes demandantes desses instrumentos são hoje os fundos de renda fixa, notadamente os fundos DI, cujas cotas pertencem a uma massa de investidores não profissionais

que, diante de remunerações com taxas de juros reais tão altas, pronta liquidez, e um passado inflacionário e de confisco da poupança financeira, relutam em alongar suas carteiras, hora por motivos de taxa como descreve Arida (2006), hora por um conjunto de aversão ao risco e prêmios muito altos para uma liquidez tão imediata. Nesse sentido, parece um exagero do autor não conferir à cultura do *overnight* uma certa importância, ainda mais considerando que se existe alguma relevância, esta operaria em favor da estabilidade.

Franco (2006) também compara o uso recorrente das LFTs como instrumento de financiamento da dívida pública a um tipo de *crowding out* dos títulos mais longos, prejudicando o desenvolvimento de uma estrutura a termo da taxa de juros e, portanto, do desenvolvimento do mercado de títulos longos, sobretudo privado, e do mercado de capitais como um todo. Mais uma vez Arida (2006) rebate a explicação de Franco (2006), afirmando que "se, no entanto, houvesse um *crowding out* de prazos, haveria um incentivo ao setor privado para emitir dívida longa, pois a taxa de juros de longo prazo estaria mais baixa do que deveria ser em razão da escassez de oferta de títulos públicos de longa duração" (p. 239). O ponto é que se existe uma "fusão" do mercado de dívida pública com o mercado de reserva, tendo em vista o uso da taxa SELIC para operar a política monetária e remunerar as LFTs, inclusive as LFTs de "longo prazo", como afirma Nakano (2006), essas taxas de longo prazo não estariam de fato refletindo as condições do mercado de dívida pública de longo prazo. Em segundo lugar, mesmo que o setor privado reconhecesse a oportunidade de emitir títulos de dívida com remuneração cada vez menor, estes se defrontariam com a ausência de demanda; principalmente num mercado com pouca liquidez, dominado pelos títulos públicos e pelos investidores "acostumados", ou talvez "satisfeitos", com uma remuneração real suficientemente alta e de baixo risco, configurando uma situação de dependência mútua entre devedores e credores através da LFT (Mendonça de Barros, 1992; Franco, 2006).

De qualquer forma, e mesmo considerando tanto os aspectos positivos e negativos das LFTs, é muito comum entre os economistas e especialistas do mercado, considerar esse instrumento como um produto da criatividade brasileira em resposta ao convívio com taxas de inflação extremamente altas e voláteis, como o "dólar interno", como uma "moeda indexada", uma *quase moeda* que rende juros, uma espécie de depósito a vista remunerado ou simplesmente como mais uma "jabuticaba".

Nesse sentido, é razoável supor que a LFT cumpriu o seu papel e, justamente pelas condições econômicas brasileiras serem outras, não há porque acreditar que sua presença seja ainda necessária, sobretudo quando o Governo se propõe a dar prosseguimento nas reformas que conduzam a economia brasileira para uma situação de maior estabilidade e menor incerteza.

Entretanto, o processo de eliminação, ou substituição, das LFTs é um processo complexo. Tão complexo que de certa forma reforça o argumento mais conservador de que talvez o melhor a fazer seja trabalhar os fundamentos responsáveis pelo risco sistêmico e pela incerteza jurisdicional, de forma a permitir que as LFTs "morram de morte morrida" (Bodin de Moraes, 2006; Arida, 2006).

Por outro lado, em se tratando de uma estratégia que deve ser operada pelo Governo, é viável pensar que algumas rupturas possam ser geradas com o objetivo de induzir e direcionar o processo de alongamento e prefixação da dívida pública, assim como acelerar a "extinção" das LFTs. Mais do que isso, talvez seja necessário pensar em alternativas que não visem apenas alterar o perfil da oferta de papéis públicos, mas considerar de forma mais abrangente o conjunto de ativos disponíveis no mercado. Essa é uma questão importante porque trabalha a idéia de que ativos alternativos, possivelmente privados, sejam demandados na medida em que se obtenha sucesso com a redução progressiva da taxa SELIC. Quais seriam essas alternativas? Como torná-las atraente para os investidores? São exemplos de questões mais específicas, e que não se pretende responder neste trabalho.

Apesar disso, propostas de revisão dos instrumentos de dívida têm surgido na literatura, algumas dessas propostas foram inclusive verificadas nas entrevistas realizadas e apresentadas no Anexo 1 deste trabalho.

Lopes (2006) apresenta algumas alternativas, dentre as quais soluções simples de redefinição da própria LFT. Para o autor, a LFT é um caso extremo na categoria dos papéis com taxas de juros flutuantes como os *eurobonds*, títulos tipicamente de longo prazo indexados à taxa de juros da LIBOR⁴⁰ de três a seis meses (Lopes, 2006).

⁴⁰ London Interbank Offered Rate.

A proposta de Lopes (2006) é promover uma transformação da dívida em LFT em uma dívida longa de taxas flutuantes, seja fazendo a curva do novo papel evoluir em intervalos mensais, com base numa taxa prefixada igual à taxa do *overnight* do início do período (ou então a taxa média do período em questão); ou através de leilões regulares, e de volumes aceitáveis para o Tesouro, de papéis prefixados de um mês. Esta última solução, apesar de mais complexa, é tida pelo autor como mais desejável. O objetivo seria criar, a partir dos leilões regulares do Tesouro, um mercado de papel prefixado de um mês suficientemente líquido, capaz de gerar *benchmarks* a partir das cotações diárias de referência para o valor desse novo papel no mercado.

Criado o *benchmark*, explica Lopes (2006), passaria o Tesouro "a emitir apenas papéis com taxas de juros flutuantes indexadas em base mensal [a esse *benchmark*]" (p. 336). Segundo o autor, num período de dois anos praticamente toda a dívida pública indexada à taxa SELIC (em LFT, portanto) estaria transformada em LFT1 (LFT-um), denominação sugerida pelo autor por analogia a LFT. O objetivo, segundo Lopes (2006) é que, conforme a conveniência, o Governo possa ir alongando esses prazos emitindo "LFT3s" (com base em papéis "prefixados" de três meses), "LFT6s" (com base em papéis "prefixados" de seis meses), "LFT12s" (com base em papéis "prefixados" de doze meses), e assim sucessivamente. Esse procedimento criaria *benchmarks* de diferentes prazos que, uma vez estabelecidos, permitiriam "transformar todas as velhas e novas LFTs em papéis prefixados, igualando prazos e durações para aposentá-las definitivamente" (p. 336).

Ao analisar a proposta de Lopes (2006), parece que tudo seria uma questão de definir a forma de "prefixação" das taxas que serviriam como base para as novas "LFTXs" (taxa do *overnight* do início do período, média das taxas do período, etc.), assim como as regras para os casos em que essa taxa de base não estivesse disponível, possivelmente pela circunstância do Tesouro não ter efetuado o leilão como programado, por exemplo. Ou seja, da mesma forma que a economia brasileira passou por períodos de "refinamento" consecutivo das formas de indexação financeira de contratos e instrumentos⁴¹, a saída agora passaria, de certa forma, por percorrer o caminho de volta.

⁴¹ Para uma perspectiva histórica das sucessivas medidas de indexação financeira de contratos no Brasil, ver Mendonça de Barros (1992).

Sem dúvida o encurtamento da dívida e a busca por indexadores são mecanismos de convivência com riscos sistêmicos elevados (Garcia e Salomão, 2005). E certamente foram esses mecanismos que mantiveram a economia brasileira funcionando, mesmo em condições extremas de inflação. Nesse sentido, parece razoável pensar em soluções intermediárias, que embora não resolvam o problema, possam servir como instrumentos de transição. Contudo vale apontar dois riscos pertinentes para esse tipo de ação. O primeiro, que não deve ser encarado como um problema desestabilizador, é a possível inexistência de demanda para instrumentos que podem se revelar confusos e despertar um sentimento de desconfiança no mercado. Nesse sentido, entende-se o "problema" mais como um limitador da estratégia proposta por Lopes (2006), do que um risco propriamente dito, na medida em que sempre será possível voltar a oferecer os instrumentos "antigos" (no caso, a LFT original) – ainda que isso possa resultar em algum desgaste para a credibilidade do Governo. O segundo problema, e talvez o maior risco desse tipo de proposta, seria o de apostar que essa estratégia por si só resolveria uma anomalia de certa forma institucionalizada, e representada pela dependência entre o devedor (o Tesouro), os credores (fundos de investimento) e o instrumento de elo entre essas duas instâncias, a LFT.

Talvez o que se deve considerar quando o assunto são as LFTs, é a existência de um movimento de determinação que ainda não está muito claro, ou que ele aconteça nos dois sentidos. Ou seja, por um lado tem-se LFTs porque o risco sistêmico, a incerteza, a memória inflacionária ou os desequilíbrios fundamentais (dinâmica crescente dos gastos correntes sustentados pelo aumento recorrente da carga tributária, entre outros) ainda estão presentes na economia. Por outro lado, a convivência por anos a fio com essa espécie de "aleijão" teria sedimentado uma relação de dependência, uma anomalia difícil de desmontar, com efeitos fiscais também perversos diante de choques inflacionários (ou a perspectiva de aceleração futura da inflação). Esses choques desviam os indicadores de suas metas e, portanto devem ser corrigidos com oscilações na taxa de juros. As mudanças na taxa de juros agravam a situação da dívida pública, ampliam o déficit nominal e, portanto, traz a questão do perfil da dívida pública para o primeiro plano novamente.

De forma que o processo de eliminação das LFTs deveria significar antes de tudo, o reconhecimento de que ela cumpriu o seu papel e não é mais necessária. Transformou-se numa anomalia, ainda que em momentos de crise seus aspectos positivos se exacerbem, de modo que

existem ganhos a serem perseguidos com a sua extinção, mesmo que isso signifique custos pecuniários maiores no curto prazo associados a sua não emissão.

Carvalho, Goldfajn, e Parnes (2006) estimaram os custos associados à substituição das LFTs por títulos prefixados. O custo nas simulações feitas pelos autores é quantificado em termos de aumentos na razão dívida pública/PIB. Os resultados obtidos pelos autores mostram que, para um aumento da participação de títulos prefixados de 5% sobre o total da dívida, a cada trimestre (iniciados na época de publicação do artigo), com uma simultânea redução dos títulos indexados à SELIC, ter-se-ia, em dezembro de 2007, uma situação onde 68% da dívida total seria prefixada, enquanto que 7% da dívida total permaneceria indexada à SELIC. Segundo Carvalho, Goldfajn e Parnes (2006), o impacto de custo desta mudança no perfil da dívida seria de + 1 p.p. sobre o PIB até o final de 2007, um valor, segundo os autores, relativamente baixo para reduzir a parcela da dívida em LFT, isso sem quantificar os benefícios que poderiam resultar de uma estratégia semelhante.

Para os autores, a troca poderia ser mais custosa se a substituição fosse conduzida de maneira "afobada", de forma que os demandantes dos títulos prefixados poderiam exigir prêmios maiores diante do risco de carregar uma posição prefixada; ou numa situação onde o Governo estimasse uma queda da SELIC mais rápida do que o mercado precifica. Para Carvalho, Goldfajn e Parnes (2006), os custos de substituição das LFTs poderiam ser maior se a SELIC caísse abaixo de 14% ao ano até o final de 2007⁴², ou se a retirada das LFTs imprimisse um prêmio muito acima de 18% ao ano para os títulos prefixados.

Contudo, embora apontem as limitações nas hipóteses feitas em suas simulações como a de não considerar os riscos de um possível encurtamento dos vencimentos da dívida (fruto da emissão de títulos prefixados de maturidade menor), ou de que as hipóteses sobre o prêmio de risco cobrado pelo mercado para os títulos prefixados não se realizem, os autores concluem que as variáveis apontam para um custo limitado no processo de melhora do perfil da dívida pública. E nesse sentido, existiria uma possibilidade real de se continuar a induzir esse processo de eliminação das LFTs.

⁴² Em agosto de 2006, a taxa já estava em 14,75%.

De forma que o Tesouro, no âmbito de uma estratégia de indução para formação da estrutura a termo da taxa de juros, deve insistir na não emissão das LFTs, sobretudo num contexto de altas taxas de juros e de grandes impactos fiscais negativos. O custo dessa mudança pode ser relativamente alto, porém incomparavelmente menor aos custos impostos à economia, sobretudo quando se consideram os momentos em que esses papéis foram emitidos com deságio. Não existe argumento razoável que explique uma posição deliberada do Governo em pagar prêmios ocasionais nas LFTs, frente uma perspectiva de queda da taxa de juros e a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional. Vale ressaltar inclusive que dentro de uma estratégia mais abrangente, a demanda por LFTs tende a diminuir seja pela redução da volatilidade dos juros, da vulnerabilidade cambial, mas principalmente por causa da possibilidade de incorrer em ganhos maiores com papéis prefixados.

Um ponto importante de ser mencionado aqui diz respeito ao risco de encurtamento dos vencimentos da dívida durante o processo de troca das LFTs por títulos prefixados (não emissão do primeiro e emissão do segundo). De fato esse risco existe e possivelmente se manifestaria pelo aumento da proporção da dívida vincendo em 12 meses. No entanto, a prefixação reduz muito a volatilidade dos pagamentos, permite uma maior eficiência da política monetária através da taxa de juros, e pode ajudar na redução do risco sistêmico (Levy, 2006). De forma que sem dúvida o processo de modificação do perfil da dívida pública, no sentido de buscar o seu alongamento e sua prefixação, deve ser feito calibrando o custo associado à prefixação e o aumento do risco de vencimento (*cashflow-at-risk*). Nesse sentido, vale reafirmar a importância do uso de instrumentos como os títulos indexados a índices de preço (sobretudo ao IPCA – NTN-B) para contrabalançar o encurtamento de prazos que pode acontecer em decorrência da transição para a prefixação de uma parcela mais importante da dívida.

6. A POLÍTICA DE INDUÇÃO DA FORMAÇÃO DE DEMANDA FINAL PARA TÍTULOS PÚBLICOS LONGOS E PREFIXADOS

O foco da formação de demanda final para títulos públicos longos e prefixados, inclui a necessidade de reformar a indústria de fundos de investimento, revisar o papel e incentivar os fundos de pensão e aposentadoria em geral, e administrar a presença dos investidores estrangeiros no mercado interno de dívida pública.

6.1. A indústria dos fundos de investimento

Franco (2006) se refere à indústria de fundos como a principal "cliente" do Tesouro no que tange a dívida pública. De fato, como foi constatado nas entrevistas (Anexo 1), os fundos de investimento em renda fixa, e os fundos DI, são os grandes demandantes dos papéis da dívida pública, com ênfase nas LFTs e LTNs de curto prazo.

São os fundos de investimento que demandam de forma mais pesada os papéis pós-fixados. Segundo Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004), isso ocorre porque possuímos na economia brasileira um indexador que é a taxa dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDI), e que baliza a maioria dos ativos e passivos de "investidores, empresa e bancos" (p. 12).

Nesse sentido, a demanda por títulos prefixados acaba sendo dos fundos de renda fixa, bancos e fundos alavancados (*hedge funds*) que comprem esses papéis, sobretudo diante da perspectiva de queda das taxas de juros (Ferreira, Robotton Filho e Dupita, 2004). Ferreira, Robotton Filho e Dupita (2004) enfatizam inclusive que a demanda dos fundos de renda fixa pode não ser uma demanda prefixada "legítima", dado que os gestores desses fundos freqüentemente atuam no mercado para converter suas posições prefixadas para taxas flutuantes via derivativos (*swaps*). De forma que a LFT acaba sendo o título que não exige uma atuação constante nos mercados futuros de *swap*, pois o título já contempla taxa real alta, liquidez e ausência de risco de flutuação. Logo,

é razoável assumir que mesmo as LFTs competem pela demanda prefixada "não legítima" e, portanto, acabam também compondo grande parte das carteiras de fundos de renda fixa.

Vale enfatizar aqui que, em geral, as tesourarias dos bancos e os *hedge funds* também não caracterizam uma demanda prefixada final. Como foi mencionado, em geral as posições desses agentes refletem arbitragens que são precificadas ao longo da curva de juros e, portanto, representam posições momentâneas que podem ser desfeitas a qualquer momento. Seja pela transitoriedade dos recursos que passam pelas tesourarias, seja em decorrência dos modelos de *Value at Risk* – VaR e critérios de *stop loss* usados na administração de carteiras, sobretudo dos fundos alavancados, dos *hedge funds*.

Ou seja, de um modo geral, o mercado de dívida pública não conta com investidores e demandantes finais de títulos longos e prefixados, enfatizando um estímulo ao carregamento de posições de curto prazo até por aqueles que têm objetivos de longo prazo, como é o caso da maioria dos investidores comuns que carregam suas poupanças nos fundos de investimento. O que se vê aqui é, de certa forma, um *clone* do que era o *overnight* no passado, porém com uma diferença importante. As posições não são mais carregadas nos balanços dos bancos, mas em estruturas apartadas destes, nos fundos de investimentos, ainda que patrocinadas pelos primeiros.

O fato é que, se por um lado os fundos de investimentos configuram uma parte importante da demanda de títulos prefixados e de longo prazo, estes acabam por concentrar um grande volume de títulos de curto prazo e com pouco risco de variação de preço. O primeiro motivo que explica esse comportamento é a própria taxa de juros paga no curto prazo. Como já foi mencionado mais de uma vez, poder contar com uma rentabilidade real alta, sem risco e pronta liquidez, torna o alongamento e a prefixação da posição dos fundos de investimento uma estratégia no mínimo arriscada. Outro aspecto importante, e que pressiona os fundos de renda fixa a carregarem posições curtas, está na própria regulamentação da indústria de fundos como um todo, sobretudo no que diz respeito aos fundos de investimento destinados ao varejo, e aos investidores menos sofisticados. Figueiredo e Megale (2006) atentam para esse aspecto quando afirmam que a imensa maioria dos fundos possui resgate de curto prazo (frequentemente em $D + 1$), e que, portanto, este viés para liquidez, combinado com a obrigatoriedade legal de atualizar diariamente

o valor das cotas, funciona no sentido de forçar os gestores a não correr riscos desnecessários de volatilidade e de saques de recursos.

Ou seja, é possível distinguir alguns aspectos importantes sobre os fundos de investimento que dificultam o alongamento e a prefixação da dívida, logo, do processo de indução da estrutura a termo da taxa de juros. O primeiro diz respeito à regulamentação que permite uma carência curta para que se efetue o saque de recursos aplicados, combinada com a necessidade de se atualizar os ativos dos fundos "a mercado" para o cálculo das cotas. O segundo aspecto diz respeito ao comportamento dos cotistas que diante das flutuações de preço e, portanto, do montante de seu patrimônio, podem sacar sob proteção legal seus recursos sem maiores problemas, conforme os prospectos e contratos dos fundos de investimento.

Talvez mais alguns pontos sejam dignos de nota. Um deles está na dependência mútua sedimentada no mercado de dívida pública já apontada anteriormente entre o devedor (Tesouro), o credor (fundos de investimento em sua maioria, e seus cotistas), e os instrumentos de curto prazo e alta rentabilidade real que relaciona essas duas pontas (notadamente as LFTs e LTNs de curto prazo). Sobre essa dependência, Franco (2006) define a indústria de fundos como parte do problema, na medida em que pode ser descrita como "sócia do déficit" ao carregar a dívida pública (p. 20). O outro ponto diz respeito à própria inércia que o sistema irradia. Os gestores dos fundos não alongam e nem prefixam suas posições para evitar descasamentos e problemas de liquidez (dada a possibilidade de resgate de curto prazo e a marcação a mercado), mas também porque o fundo, para ser competitivo no mercado, tem que dar liquidez ao seu cotista que, por sua vez, está satisfeito com os retornos que observa a cada período. Em suma, independente do perfil de títulos que o gestor carrega em sua carteira, ele sempre vai procurar operar posições sem risco e de curto prazo, sob pena de observar saques sucessivos dos cotistas, diante de estratégias frustradas de investimento mais arriscadas.

Nesse sentido, sem dúvida fica difícil discutir uma estratégia de indução da formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, condizente com o alongamento e a prefixação da dívida pública, sem considerar uma reforma da indústria de fundos de investimento.

Aqui vale desconsiderar momentaneamente aspectos que poderiam reduzir os incentivos para a concentração das posições dos fundos de investimento no espectro mais curto da curva de juros (ou os desincentivos ao alongamento e prefixação), como o alto patamar da taxa de juros de curto prazo, a existência de um instrumento líquido que paga remunerações indexadas à SELIC – a LFT, entre outros aspectos que caracterizam o comportamento avesso ao risco dos gestores e investidores domésticos. De forma que, no que tange a atuação do Governo junto à indústria de fundos de investimento, dois instrumentos merecem destaque: a regulamentação e a tributação. Ambos com o objetivo maior de modificar a especialização da indústria de fundos de investimento e ampliar o seu escopo (Franco, 2006).

No que diz respeito aos prazos para saque, o Governo deveria incentivar a criação de produtos de varejo, ou de "prateleira", com restrições maiores ao resgate dos recursos. Ou seja, estimular a criação de produtos financeiros e fundos com liquidez "não diária".

Para Figueiredo e Megale (2006), esses fundos deveriam ter um perfil mais agressivo, nos moldes dos *hedge funds* e fundos multimercados com renda variável e alavancagem, e com apetite para assumir o papel de tomadores de risco. Tendo em vista que estes fundos contam com uma volatilidade maior de suas cotas, e que cotas negativas tendem a provocar surtos de resgates, é fundamental garantir o caráter de retorno de longo prazo nesses casos. Em outras palavras, a possibilidade de resgate em prazos curtos deve ser desestimulada. Franco (2006) também concorda que os fundos com liquidez "menos que diária" devem ser "*permitidos* ou quem sabe, *incentivados*" (p. 18).

É nesse sentido que o uso conjunto da regulamentação e da tributação pode ser intensificado. Estes seriam, por exemplo, instrumentos adequados para diferenciar os fundos de curto prazo, dos fundos de longo prazo.

Segundo Franco (2006), através da regulamentação seria possível separar os fundos em classes. Uma classe de fundos seria de liquidez diária, mas com taxas nominais muito baixas, outra classe de fundos englobaria escopos variados, porém com liquidez restrita e orientação para investimentos de longo prazo e o desenvolvimento do mercado de capitais.

Aparentemente o instrumento mais adequado para fazer essa distinção de classes entre fundos seria através da tributação. Figueiredo e Megale (2006) concordam que "deveria haver uma diferenciação tributária para fundos de curto prazo, resgate em até 30 dias, e fundos de resgate de longo prazo" (p. 18). Nesse sentido, a tributação seletiva conforme o prazo de aplicação poderia variar da isenção para aplicações longas, até uma tributação mais pesada para as aplicações mais curtas.

Além da tributação, Figueiredo e Megale (2006) apontam para a possibilidade de restringir a alavancagem dos fundos de curto prazo. Segundo os autores, permitir estratégias de alavancagem apenas para fundos com prazos de resgate superiores a 30 dias incentivaria o crescimento de fundos agressivos, contribuindo para a disseminação de uma cultura de investimento de longo prazo.

Apesar das sugestões serem muito relevantes, vale ressaltar que existe aí uma discussão importante. Talvez considerar como "aplicações de longo prazo" aquelas com prazo de resgate superior a 30 dias não seja suficiente. Nesse sentido é preciso considerar outros prazos como 60 e 90 dias, pelo menos no mesmo sentido em que se observa as emissões dos Certificados de Depósito Bancário (CDBs) pelas instituições financeiras. Enfim, as possibilidades são diversas e a análise mais profunda de cada uma delas foge do escopo deste trabalho.

Existem outras formas de se utilizar a tributação para estimular o alongamento e a prefixação das posições dos demandantes do mercado de dívida pública. O fato da tributação ser sobre juros nominais, por exemplo, é um ponto importante, pois ignora os efeitos da inflação sobre a base de tributação. Outro ponto de destaque é que apesar do regime tributário, mesmo penalizando operações de curto prazo (por exemplo, através da CPMF), tem dificuldades de estimular operações com papéis longos, prejudicando a formação de uma estrutura de preços para todos os ativos (Moura, 2005). Enfim, é possível verificar que o alongamento de prazos dos títulos tem sido feito com sucesso em alguns países sob estímulo da tributação, confirmando a importância do uso adequado deste instrumento na formação de uma demanda final para papéis de longo prazo (Moura, 2005).

Mas não é só a tributação que deve ser usada com instrumento para que o Governo estimule a criação de demanda para sustentar o processo de alongamento e prefixação da sua dívida. Especificamente sobre as Medidas Provisórias nº 206 e 209, em vigor desde 1º de janeiro de 2005, e que criaram alíquotas decrescentes de imposto de renda sobre fundos de investimento e aplicações de renda fixa, Figueiredo e Megale (2006) afirmam que, apesar de estimular a poupança de longo prazo, medidas como essas "falham no objetivo de promover o alongamento do perfil da dívida" (p. 19). Segundo os autores é possível manter uma carteira de prazo longo (composta basicamente de LFTs – indexadas à SELIC), com prazo médio superior a 365 dias corridos, para se enquadrar nas exigências de incentivo tributário, e ainda assim contar com *duration* zero. Nesse sentido, os autores sugerem que para ser eficaz em promover a melhora no perfil da dívida pública, as exigências regulatórias deveriam ser com base na *duration* e não no prazo, sobretudo diante da possibilidade de se carregar posições longas em LFTs.

Enfim, o uso conjunto da regulação e da tributação tem um papel importante para gerar incentivos ao alongamento das posições prefixadas dos fundos de investimento. É preciso ressaltar, no entanto, que adequações regulatórias e tributárias não funcionam por si só. Elas devem ser parte da estratégia, mas não resumem a atuação do Governo no sentido de buscar desenvolver uma demanda final para os títulos públicos prefixados de prazos mais longos, e com alguma *duration*. Talvez seja necessária uma atuação mais forte do Governo junto às instituições financeiras, "patrocinadoras da indústria de fundos de investimento", no sentido de formatar produtos e fundos de varejo para os investidores menos sofisticados.

Sempre há espaço para que o Governo estimule o alinhamento de incentivos aos gestores dos fundos de investimento, com os objetivos desejados dos investidores finais (Levy, 2006), sobretudo através do uso conjunto da regulação e da tributação do mercado financeiro, mas também sinalizando e atuando junto aos agentes de maior peso no sentido de criar as bases para sustentar seu objetivo de melhorar o perfil da dívida.

6.2. Os fundos de pensão

Existe um certo consenso entre os economistas, especialistas e agentes do mercado de dívida pública a respeito da importância dos investidores institucionais, sobretudo dos fundos de pensão e aposentadoria em geral, mas também das seguradoras, como demandantes finais dos títulos prefixados de longo prazo. Segundo os entrevistados (Anexo 1) esses investidores teriam melhores condições de suportar as volatilidades de preços e taxas e, portanto, estariam mais dispostos a carregar carteiras com *durations* maiores.

Os fundos de pensão, por exemplo, têm, ou deveriam ter, um perfil de aplicador de longo prazo. Suas necessidades financeiras estão muito mais associadas com o casamento de ativos e passivos no longo prazo do que com os possíveis ganhos de curto prazo.

Hoje, no Brasil, as obrigações atuariais dos fundos de pensão de benefício definido⁴³ estão geralmente atreladas a uma remuneração que inclui a indexação a um índice de preço mais um *spread*. Seu caráter de longo prazo, por outro lado, está vinculado na maioria das vezes aos resgates que somente deverão ocorrer no momento da aposentadoria do trabalhador que contribui para o fundo.

Apesar disso, o alongamento das posições ativas dos fundos de pensão somente começou a tomar corpo no momento em que estes investidores foram obrigados a "casar" seus ativos e passivos⁴⁴, e nesse sentido passaram a demandar títulos como as NTN-Bs e NTN-Cs (indexadas ao IPCA e ao IGPM, respectivamente) com prazos maiores de maturação.

No entanto existem alguns fatores que inibem o alongamento e a prefixação das posições dos fundos de pensão. Por um lado, é possível novamente atribuir "culpa" ao alto patamar da taxa de

⁴³ É possível distinguir três planos principais de fundos de pensão, os planos de contribuição definida, os planos de benefício definido e os planos de *profit sharing* (Brigham, Gapenski e Ehrhardt, 1999).

⁴⁴ Conforme a Resolução do CMN/BC nº 3121, de 25 de setembro de 2003; e o Regulamento anexo à Resolução 3121, de 25 de setembro de 2003, que altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefício das entidades fechadas de previdência complementar. Assim como pelas Resoluções nº 3142, de 27 de novembro de 2003; nº 3305, de 29 de julho de 2005; e nº 3357, de 31 de março de 2006; que alteram a Resolução 3121, de 2003, e o Regulamento anexo à Resolução 3121, de 2003.

juros de curto prazo que, como já foi discutido, gera incentivos para que os gestores dos fundos concentrem suas posições em títulos de curto prazo e/ou indexados à taxa SELIC.

Por outro lado, atribui-se ao aspecto regulatório da marcação a mercado dos ativos que compõem a carteira dos fundos de pensão, como um dos maiores empecilhos ao alongamento e à prefixação de suas posições. Nesse sentido, a obrigatoriedade legal de se marcar a mercado o valor dos ativos inibe estratégias mais arriscadas (e que trazem maior volatilidade ao valor de mercado do ativo do fundo) por parte dos gestores que, por sua vez, são cobrados pela sua *performance* durante períodos específicos do ano calendário. Ou seja, diante do risco de fazer uma violenta marcação a mercado, que desvalorize o patrimônio do fundo, gerando perdas e evidenciando um descasamento em potencial (ainda que momentâneo) entre ativos e passivos, o gestor opera com um comportamento mais "conservador"⁴⁵, concentrando grande parte dos recursos do fundo em ativos de curto prazo e pouca volatilidade (em geral LTNs curtas e LFTs).

Entretanto, sobre a marcação a mercado, é possível verificar certo desconforto, também fundamentado, quanto à eliminação dessa exigência legal para os fundos de pensão e aposentadoria em geral. Se por um lado a marcação a mercado pode acarretar em descasamentos entre ativos e passivos, isso não significa que o valor de mercado dos fundos de pensão deva ser desconhecido ao longo do tempo. Isso porque os fundos enfrentam contingências, saques emergenciais, necessidades momentâneas de caixa, etc., que exigem um acompanhamento de qual é o valor do fundo num determinado momento. Nas palavras de um dos entrevistados (ver Anexo 1), "... a marcação a mercado te dá o quanto você vale hoje ..., [e] você vale hoje o valor presente das suas obrigações futuras menos o valor de mercado do seus ativos, ... e isso precisa estar transparente no balanço dos fundos de pensão..."

Apesar disso, é comum encarar a marcação a mercado como um entrave ao alongamento e à prefixação das carteiras dos fundos de pensão. Figueiredo e Megale (2006), por exemplo, apontam a marcação a mercado como um inibidor importante do alongamento e da prefixação

⁴⁵ O termo conservador está aqui entre aspas, para ressaltar que o risco de descasamento pode ser muito maior no longo prazo, do que o risco de preço no curto prazo. O que se quer destacar é que movimentos aleatórios e de desvalorização no valor de mercado do ativo dos fundos poderiam, em tese, resultar no não cumprimento da rentabilidade acordada com os detentores das cotas do fundo (índice de inflação + *spread*), uma vez que o fundo ao carregar uma grande quantidade de títulos no ativo que não siga o mesmo tipo de indexação das obrigações atuariais, enfrenta um risco de exposição (risco de *exposure*) que normalmente não é mensurado.

das posições dos fundos de pensão, pois a volatilidade dos preços de mercado, que valorizam e desvalorizam os ativos no curto prazo, "pode desenquadrar os fundos de sua meta atuarial" (p. 9). De forma que o administrador de um fundo de pensão se vê obrigado a manter uma parcela substancial de seus ativos com uma *duration* pequena, mesmo que isso seja desprovido de sentido econômico.

O fato é que a discussão sobre a marcação a mercado para os fundos de pensão é complexa e certamente desperta posições favoráveis e desfavoráveis. Se por um lado, a marcação a mercado traz transparência quanto ao valor de mercado dos ativos de um fundo de pensão, e a legislação contempla a possibilidade do fundo de pensão não marcar a mercado um determinado título público em seu ativo, fazendo uso da cláusula de *hold to maturity*. Ou seja, dado o comprometimento formalizado junto à Secretaria de Previdência Complementar (SPC)⁴⁶, o fundo de pensão não está obrigado a marcar a mercado aqueles ativos com os quais se compromete manter em carteira até o vencimento, podendo o título ser apurado pela sua curva (Figueiredo e Megale, 2006). Por outro lado, impor uma marcação a mercado somente para os ativos, certamente gerará descasamento com as obrigações atuariais.

Figueiredo e Megale (2006) sugerem que para evitar uma volatilidade excessiva na alocação de títulos de longo prazo, a legislação deveria prever que uma parte mais relevante do passivo atuarial e o ativo de fundos de pensão e seguradoras fossem contabilizadas da mesma maneira, ambas por *accrual*⁴⁷, ou ambas a preço de mercado. Os autores vão além e ressaltam ainda que, como os fundos de pensão precisam considerar suas metas atuariais (predominantemente definidas em termos da inflação), talvez seja mais provável esperar que qualquer alteração legal, no sentido de reduzir os descasamentos de ativos e passivos, resulte num estímulo maior para o mercado dos títulos indexados à inflação. Logo, para tornar os fundos de pensão mais "atuantes" junto aos títulos prefixados mais longos, seriam necessárias reformas que desobrigassem os fundos de pensão de cumprir com suas metas atuariais, em direção da busca do melhor

⁴⁶ Órgão de fiscalização das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, do Ministério da Previdência Social.

⁴⁷ Método que considera o reconhecimento de uma despesa (ou receita) e seu passivo (ou ativo) relacionado resultante de um evento contábil, freqüentemente associado a passagem de um determinado período mas não sinalizado por uma transação explícita de caixa; por exemplo, o reconhecimento de despesas ou receitas com juros no final de um período, mesmo que não se tenha incorrido numa transação de caixa explícita durante o mesmo período. A contabilização por *accrual* procura registrar os efeitos financeiros de transações que tenham efeito caixa nos períodos em que as transações ocorrem, e não nos períodos que o fluxo de caixa é recebido ou pago.

rendimento possível. Para os autores, alterações como a migração de benefício definido para contribuição definida seria um avanço desejável nesse sentido.

Partindo das sugestões de Figueiredo e Megale (2006), é preciso mencionar que desobrigar os fundos de pensão ao cumprimento de metas atuariais significa aproximá-los dos fundos de investimento "comuns", com cotizações periódicas. Outro ponto fundamental talvez esteja em reconhecer que rendimentos maiores pressupõem riscos maiores, de forma que este seria um contra-senso ao objetivo de toda uma legislação específica para os fundos de pensão, focada em diretrizes específicas para os investimentos permitidos, que impõe limites para a participação de determinados ativos, tipos de mercado ou operações. E dessa forma, colocando uma discussão sobre a decisão de cumprir as metas atuariais ou buscar o maior retorno possível um pouco fora de contexto. Nesse sentido, talvez a única coisa que se possa argumentar é que existe uma discussão sobre o custo de oportunidade no momento em que se obriga um fundo de pensão a cumprir uma determinada meta atuarial.

O ponto é que o beneficiário, contribuinte de um plano de benefício definido, espera o cumprimento do contrato e das metas estabelecidas, não *performances* superiores (mas que também podem ser muito inferiores – fato este não considerado por Figueiredo e Megale (2006)) ao seu "novo" *benchmark*, a própria meta atuarial acertada no momento de adesão ao plano. Para situações em que se espera retornos melhores, sempre haverá os fundos alavancados, multimercados, *hedge funds*, ações, etc. que buscam *performances* maiores, compatíveis com o carregamento de riscos maiores.

Enfim, de qualquer forma, o problema de descasamentos dos fundos de pensão dado que se exige que o seu ativo reflita o valor de mercado, enquanto que as obrigações atuariais estejam atreladas a uma meta de rentabilidade existe. Daí a sugestão de Figueiredo e Megale (2006) de que tanto o ativo como o passivo deveriam ser contabilizados por *accrual*, ou a preço de mercado.

Se, no entanto, contabilizar o passivo a preço de mercado, significaria calcular periodicamente o valor das cotas dos beneficiários, nos moldes como ocorre em fundos de investimento "comuns", então o procedimento adotado de planos de benefício definido fica inviabilizado, pois o montante do benefício passaria a oscilar conforme os valores de suas cotas no momento do resgate. Ou

seja, num contexto em que ativos e passivos refletem valores de mercado, aparentemente somente os fundos com planos por contribuição definida teriam espaço.

O fato é que existe aqui uma discussão muito importante que tem sido negligenciada e colocada à margem: Nas situações em que não haja a necessidade do cumprimento da meta atuarial, quem absorve a perda? A resposta é bastante óbvia, são os contribuintes/beneficiários (pela desvalorização de suas "cotas"). Logo, nos planos de pensão de contribuição definida, o risco de perda decorrente da má administração do portfólio do fundo é todo do contribuinte/beneficiário. Diferentemente quando o plano é de benefício definido, onde a maior parte do risco decorrente da má gestão do fundo fica compartilhado com a instituição (seja ela empresa privada, ou o próprio Governo) patrocinadora do fundo.

Uma possibilidade é apresentar perfis de investimento distintos ao futuro beneficiário, ou uma espécie de "prateleira" com os possíveis tipos de investimento para serem alocados em termos percentuais pelo contribuinte/beneficiário, dentro de determinados limites pré-estabelecidos. Nesse caso, o contribuinte estaria de forma consciente optando por relações distintas de risco/retorno, com a possibilidade de poder reformular sua estratégia de investimento ao final de cada período (a cada ano-calendário, por exemplo), e aí sim alinhado com um sistema de contribuição definida, como sugerem Figueiredo e Megale (2006).

Não cabe aqui discutir quais seriam as diversas formas de se estruturar um fundo de pensão. Até porque, é possível encontrar nos mercados desenvolvidos as mais diversas modalidades de planos para os fundos de pensão, sendo que grande parte do sucesso de um sistema desses está associada à qualidade da gestão, estabilidade de variáveis econômicas e à análise bem fundamentada que contemple as estratégias de financiamento e de investimento, assim como os modelos de alocação de ativos. Um ponto fundamental, no entanto, é reconhecer que existe uma discussão de *trade-offs*, de carregamento de risco, e que deve ser levada em consideração no momento de se formular a regulamentação para esse tipo de investidor institucional. E nesse sentido, existe uma discussão mais profunda sobre o papel do fundo de pensão no sistema econômico nacional, sobretudo quando se considera que este é um investidor de longo prazo e, portanto, um financiador potencial de investimentos "reais" de longa maturação. Sua particularidade, no entanto, é que este tipo de investidor opera num ambiente com cidadãos pouco acostumados à sua

figura, e com um baixo nível de sofisticação no que diz respeito ao gerenciamento de sua poupança e ao carregamento de posições de risco.

De forma que três discussões parecem fundamentais neste momento. A primeira diz respeito à marcação a mercado, e o seu impacto nas decisões de investimento dos gestores, sobretudo quanto aos descasamentos momentâneos de ativos e passivos, dada a necessidade de cumprir metas atuariais. A segunda discussão considera o papel dos fundos de pensão como entidades de previdência complementar, e financiadores de investimentos de longo prazo. Finalmente, um terceiro aspecto que trata dos mecanismos e rotinas de governança que acompanham o desempenho do gestor, e a "saúde" financeira de um fundo de pensão, principalmente quanto ao objetivo de "complementar" (ou será "substituir") o sistema previdenciário nacional.

Quanto à marcação a mercado dos ativos, pode-se dizer que de fato ela dificulta a operação dos fundos de pensão, pois ignora o seu objetivo final e suas características de investidor de longo prazo, num contexto em que se persegue metas atuariais. E nesse sentido, punir um fundo de pensão, que cumpre com suas metas atuariais, por causa de descasamentos oriundos de violentas marcações a mercado em situações de volatilidade dos mercados não é correto. Sendo assim, ao manter um sistema de benefícios definidos e metas atuariais, o mais adequado seria permitir uma contabilização por *accrual*, pelo menos para efeitos gerenciais, tanto para os ativos como para os passivos, considerando os fluxos de caixa estimados para os períodos futuros, assim como a função que os ativos devem ter de remunerar adequadamente os passivos e os compromissos atuariais previamente estabelecidos.

No caso em que se considere a manutenção da marcação a mercado dos ativos dos fundos de pensão, nos moldes sugeridos pela ANBID⁴⁸, seria aconselhável trabalhar a regulamentação para os fundos de pensão no sentido de estimular os planos de contribuição definida e, portanto, sem a obrigatoriedade de se cumprir metas atuariais previamente acordadas. Nesse caso, seria importante repensar o papel dos fundos de pensão, frente aos fundos de investimento que operam com cotas, clubes de investimento e fundos fechados de investimento. Assim como discutir se os

⁴⁸ A Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) definiu uma série de procedimentos que foram adotados pela indústria brasileira de fundos para marcar a mercado os títulos encarteirados pelos fundos de investimento.

beneficiários desses planos estão dispostos, e preparados, para "co-gerenciar" (na medida em que isso for viabilizado) seu plano de aposentadoria e assumir os riscos de uma gestão mal feita.

Finalmente, e talvez mais importante, é a criação, adequação, formalização e a comunicação, de mecanismos e rotinas de governança em favor daqueles que contribuem com os fundos de pensão. Independente se o plano for de contribuição definida, ou benefício definido, trata-se de instituir uma cultura de "prestação de contas", com indicadores e penalidades precisamente definidas, para a auto-sustentação transparente da gestão dos recursos, seja conforme responsabilidades atuariais, seja para a fiscalização das decisões de investimento com base na rentabilidade e no interesse de seus cotistas.

É inegável o papel crescente dos fundos de pensão para o sistema previdenciário nacional. Talvez mais do que isso, seu perfil de investidor de longo prazo⁴⁹ abre porta para o desenvolvimento de uma demanda final de títulos públicos prefixados e de longo prazo, assim como de outros ativos de longa maturação. Nesse sentido, eles devem ser incentivados e "preparados", como aponta Levy (2006), pelo Governo para assumir um papel importante e desempenhá-lo com responsabilidade.

6.3. Os investidores estrangeiros

De uma forma geral pode-se dizer que os investidores estrangeiros têm um papel importante na formação de uma demanda final para o mercado de dívida pública. Seu perfil de investimento está mais alinhado com as necessidades de alongamento e prefixação da dívida pública, de modo que sua participação nesse mercado de dívida pública deve ser incentivada.

A presença dos investidores estrangeiros amplia a demanda de longo prazo, na medida em que eles têm hábitos mais associados a economias estáveis. Para um investidor estrangeiro, carregar uma carteira títulos prefixados de maturidade mais longas, não representa um custo de oportunidade tão alto quando comparado com o investidor doméstico. Na realidade, pode-se dizer

⁴⁹ Afinal contar com contribuintes/beneficiários que buscam aposentadoria futura, talvez seja mais eficiente do que impor prazos minimamente longos para o resgate dos recursos aplicados em fundos.

que suas motivações de rentabilidade são bastante similares de um investidor profissional doméstico, no entanto, com custos de carregamento menores.

Alguns entrevistados (ver Anexo 1), ressaltaram que a presença dos estrangeiros nos mercados futuros brasileiros têm sido tão expressiva, que é possível verificar seu alto poder de precificação de ativos no mercado interno. Para entender esse fenômeno, os entrevistados apontam para seus custos de capital menores comparados ao CDI, e para o fato de operarem globalmente, identificando oportunidades atraentes nos mercados brasileiros, frente outros países emergentes.

Para Levy (2006), a participação do investidor no alongamento da dívida pública pode ser observada em países como o México e Polônia, de forma que o autor defende a eliminação de restrições para que se construa uma base mais ampla de demandantes, com investidores capazes de absorver uma parcela do risco sistêmico não-diversificável internamente. Para o autor os investidores estrangeiros têm mostrado um apetite não só pelos papéis soberanos indexados ao Real (BRL 2016), emitidos em 2005, como também demandam títulos prefixados de médio e longo prazos. E nesse sentido, é preciso facilitar o acesso desses investidores a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). Segundo Levy (2006), o acesso dos investidores estrangeiros ao mercado interno de dívida pública contribuiria para melhorar o perfil da dívida pública, reduzir os riscos e o custo do seu financiamento. Logo, os investidores estrangeiros teriam um papel importante na formação da ponta longa da curva de juros doméstica.

Figueiredo e Megale (2006) também consideram os investidores estrangeiros como demandantes naturais de risco e que, portanto, o seu ingresso deveria ser incentivado. Posição também compartilhada por alguns entrevistados que observaram a crescente importância dos mercados de dívida pública domésticos dos países emergentes, sobretudo diante da redução de oferta de papéis de dívida soberana emitidos nos mercados internacionais.

Há, no entanto, discordâncias quanto às formas de incentivo para a participação dos investidores estrangeiros no mercado interno de dívida pública. Levy (2006), ressalta a importância das medidas do Tesouro "desenvolvidas com a participação do grupo B.E.S.T (Brazil: Excellence in

Securities Transactions)"⁵⁰, e que incluem viagens ao exterior e a manutenção de reuniões regulares entre setor público e privado para discussão de possibilidades de novas iniciativas (p.185), no sentido de facilitar a participação dos investidores estrangeiros no mercado interno de dívida pública.

Figueiredo e Megale (2006) acreditam que adequações na tributação seja a chave para incentivar a participação dos estrangeiros nos mercados internos. Para os autores, a tributação sobre estes investidores deveria ter como base seu lucro nominal convertido em dólares, e não o lucro em reais, reduzindo a incerteza sobre o retorno líquido de ativos denominados em reais. Por outro lado, alguns entrevistados (ver Anexo 1) não concordam, por exemplo, com isenções tributárias que incentivem a entrada do estrangeiro, mas que não sejam expandidas para os investidores domésticos, incentivando o alongamento e a prefixação das suas posições mantidas internamente.

Se por um lado a presença do investidor estrangeiro é vista com bons olhos, pois representa a ampliação da base de demandantes, sendo importantes para a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica, por outro lado, essa participação deve ser vista com restrições.

Não é desejável que o Governo persiga a estratégia de melhora do perfil da dívida pública e da indução da formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, com base única e exclusivamente nos investidores estrangeiros. Em outras palavras, permitir que estrangeiros carreguem grandes parcelas da dívida pública doméstica interna pode representar um risco muito grande diante de choques e crises de liquidez internacionais.

Em momentos de muita volatilidade nos mercados interno e internacionais, a possibilidade de que estrangeiros se desfaçam de grandes posições em papéis públicos internos, ainda que isso não represente uma parcela substancial de seus portfólios individuais, pode ter consequências desastrosas para os investidores domésticos que mantêm a grande parte de sua riqueza investida no próprio país. Parece não haver consenso sobre os limites máximos desejáveis, e seguros, para

⁵⁰ Esse grupo inclui, além do Tesouro, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC), a Bolsa Mercantil de Futuros BM&F), a Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID), o Banco Central do Brasil (BCB) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Levy, 2006).

a participação dos estrangeiros no mercado de DPMFi, porém a consideração dessa restrição foi muito apontada pelos entrevistados (Anexo 1) e é ainda pouco discutida pela literatura especializada.

Em suma, é razoável pensar que os investidores estrangeiros têm um papel importante na ampliação da demanda por títulos públicos prefixados e de longo prazo. Nesse sentido, esses investidores podem contribuir para uma estratégia mais ampla do Governo de induzir a formação da uma estrutura a termo da taxa de juros doméstica convencional.

Os instrumentos mais adequados para incentivar a participação dos estrangeiros são a regulação dos mercados e a tributação. No entanto, é preciso evitar distorções que privilegiem os investidores estrangeiros, frente aos incentivos que permitam a ampliação de uma base de demanda doméstica para papéis prefixados com *duration* e maturidades maiores.

Mais fundamental ainda é atentar para os limites ao percentual da dívida pública interna total sob propriedade de estrangeiros. Simulações e estudos direcionados podem ajudar na definição da parcela considerada segura para o país, permitindo que se aproveite o perfil e o apetite de risco dos investidores estrangeiros, sem incorrer em um aumento perigoso da vulnerabilidade e da sensibilidade aos choques e crises externas fortemente influenciadoras do "humor" de investidores estrangeiros; sobretudo em um ambiente de crescente liberalização financeira.

Contar com o investidor estrangeiro pode trazer benefício para uma estratégia que busque alongar e prefixar a dívida, porém deve ser vista com restrições e de forma alguma pode incorporar a função de única e principal componente do processo de indução da formação da estrutura a termo da taxa de juros.

7. CONCLUSÃO

Este trabalho buscou delinear uma estratégia que induza o processo de formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, condizente com a melhora do perfil da dívida pública.

Em primeiro lugar, é fundamental considerar que não existe uma forma única de conduzir o processo de alongamento e prefixação da dívida pública. Somente uma estratégia abrangente, e que considere um determinado contexto macroeconômico e de gestão das expectativas de mercado poderá ter sucesso.

Qualquer política de dívida pública, assim como políticas que procurem estimular a demanda por papéis públicos prefixados e com alguma *duration*, deve estar inserida dentro de um arcabouço macroeconômico que busque reduzir a volatilidade cambial e equacionar o problema fiscal corrente e potencial. Estas duas diretrizes influenciam as expectativas que se formam na economia, e que podem ser verificadas nas perspectivas e cenários desenhados pelos agentes que participam do mercado de dívida pública.

Mais do que influenciar diretamente as expectativas de mercado, a busca por um patamar mais adequado de flutuação do câmbio, que reflita a melhora qualitativa obtida no Balanço de Pagamentos nos últimos anos, bem como a redução da sua volatilidade excessiva viabiliza a implementação adequada do sistema de metas de inflação.

A manutenção de um sistema de metas de inflação viável, eficiente e eficaz, é fundamental para garantir a confiança que o mercado deposita na continuidade de uma política macroeconômica responsável. Nesse sentido, algumas alterações na forma como as metas são definidas e perseguidas devem ser buscadas. A identificação de um patamar mínimo de médio/longo prazo, relativamente estável e de acordo com os objetivos de crescimento que a economia brasileira necessita é fundamental. A manutenção da meta de 4,5% ao ano por prazos maiores, por exemplo, teria impacto positivo na capacidade que o mercado tem de planejar investimentos e adotar posições mais longas e prefixadas, sobretudo no mercado de dívida pública. E esse sistema de metas será tanto mais viável, e funcionará com taxas de juros tanto menores, quanto menor for

a possibilidade de se verificar no país choque externos, crises cambiais e volatilidade excessiva nas taxas de câmbio, bem como desajustes fiscais oriundos de gastos correntes crescentes, de uma tributação excessiva e de uma baixa capacidade de investimento. Sobre este último aspecto, há de se ressaltar a aparente unanimidade em torno da busca pelo equilíbrio fiscal via racionalização e corte de gastos, e não via aumento da tributação. O fato é que os indicadores atuais e as metas de superávit primário ou nominal não são capazes de elucidar a discussão sobre a qualidade do ajuste fiscal, de forma que o cumprimento de tais metas é insuficiente e não põe fim à instabilidade e ao risco de desequilíbrio fiscal.

Logo, de um modo geral, e diante de um contexto mais abrangente, patamares mais baixos para a taxa SELIC serão críveis tecnicamente, sancionados pelas expectativas, alinhados com as necessidades de crescimento do país e sobretudo, para o problema deste trabalho, abrirão espaço para que haja incentivos para o alongamento e a prefixação de uma parcela importante da dívida pública, e das posições adotadas pelos investidores que se utilizam desses papéis para compor suas carteiras.

Ou seja, somente partindo de um contexto macroeconômico adequado, de um processo de formação e gestão das expectativas no sentido da redução da incerteza quanto à gestão da política econômica e da busca do crescimento, será possível por em prática uma política de dívida pública direcionada para o alongamento e para a prefixação e, portanto, alinhada com uma estratégia de criar *benchmarks* importantes e que induzam a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional.

A política de dívida pública, definida e implementada pelo Tesouro Nacional, não deve mais se colocar numa situação de refém das emissões pós-fixadas, sobretudo no que diz respeito às Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). É preciso ter uma estratégia claramente definida e, talvez anunciada, sobre a redução do nível desejado para os próximos anos da exposição da dívida interna à taxa SELIC. A economia brasileira não apresenta mais as características que levaram a emissão das LFTs em primeiro lugar. Nesse sentido, qualquer análise sobre o custo de eliminação das LFTs deve considerar os ganhos provenientes que um perfil de dívida com prazos mais longos e papéis predominantemente prefixados. A dificuldade de mensuração desses ganhos pode ser um desafio a ser vencido, no entanto, seus benefícios e sua lógica econômica de longo prazo

são conhecidos e compartilhados por muitos. Reduzir a parcela de LFTs, num ambiente desprovido de um contexto maior, que considere uma estratégia mais ampla de desenvolvimento do mercado de capitais e de crescimento certamente não trará os ganhos e os benefícios conhecidos e esperados. Da mesma forma que argumentar que os custos são altos e que, portanto, nada pode ser feito também não ajuda.

Talvez mais do que o custo da mudança, o fundamental seria o Tesouro adotar uma postura de que não faz mais sentido, do ponto de vista estratégico da gestão da dívida e das necessidades de desenvolvimento do mercado de capitais, emitir papéis pós-fixados com deságios, ou ainda admitir que o Banco Central não pode mais alimentar os procedimentos operacionais permissivos verificados no mercado de reservas e que incluem o abuso do mecanismo de zeragem automática e o "*put implícito*" nos papéis do Governo que adquirem força nos momentos de maior volatilidade.

Certamente o Governo deverá experimentar um momento de transição de maior volatilidade ao implementar alterações mais importantes no perfil de sua dívida. Nesse sentido, papéis indexados aos índices de preço (sobretudo as NTN-Bs e NTN-Cs) deverão continuar a exercer uma função importante para evitar o encurtamento exagerado que o processo de prefixação da dívida poderá enfrentar. Entretanto, vale notar que neste caso, o risco de inflação passa a ser completamente transferido para o Tesouro Nacional que por sua vez, nos momentos em que flutuações exageradas do câmbio afetam os índices de preço, passa a assumir todo o risco de índice e de preço. Nesse sentido, mais uma vez se reforça a necessidade de se estabilizar o câmbio como forma de fortalecer a capacidade de se controlar a inflação e viabilizar o sistema de metas. Além disso, num contexto onde o risco de índice é transferido para o Tesouro (e para o Governo), talvez os papéis indexados ao IPCA (NTN-Bs) sejam mais desejáveis por serem menos sensíveis à volatilidade da taxa de câmbio.

Por outro lado, títulos prefixados e que pagam cupons, como as NTN-Fs, podem ser alongados para vencimentos posteriores aos verificados em 2006 (vencimento em 2014), e certamente deveriam ter sua participação ampliada no total da dívida pública, viabilizando a construção de *benchmarks* robustos para a construção da estrutura a termos da taxa de juros. De forma que as

LTNs poderiam continuar a compor o espectro mais curto da curva de juros, dentro dos atuais 3 anos de horizonte, ainda que com uma parcela maior sobre o total da dívida do que o atual.

Se pelo lado da oferta, o Tesouro Nacional deve perseguir uma política de dívida pública que privilegie o alongamento e a prefixação a dívida, pelo lado da demanda, o Governo pode e deve atuar no sentido de incentivar ao surgimento de uma demanda final para os papéis prefixados e de prazos mais longos de maturação.

Os aspectos mais relevantes da política de incentivo à demanda, além dos efeitos diretos dos incentivos de preços, hoje basicamente reprimidos pelas altas taxas de juros e pelos altos prêmios pagos em papéis pós-fixados, estão no uso da regulamentação e da tributação na indústria de fundos e no aprimoramento dos fundos de pensão e de aposentadoria em geral. Na indústria de fundos é fundamental trabalhar junto aos bancos que patrocinam esses grandes demandantes de papéis públicos, no sentido de incentivar a criação de produtos de varejo que permitam (talvez incentive) aos investidores comuns prescindirem da liquidez imediata em troca de uma rentabilidade maior no futuro. Os caminhos mais prováveis para se ter sucesso nessa frente são a tributação diferenciada, a imposição de prazos limites para resgate e a revisão da regulamentação que limita a tomada de risco por parte do gestor "acostumado" a dar uma rentabilidade real certa, alta e segura para seus cotistas.

Quanto aos fundos de pensão, não há dúvida sobre sua importância no processo de indução da formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, dado o seu perfil de investidor de longo prazo. Sem dúvida os gestores dos fundos de pensão sofrem dos mesmos desincentivos de preço oriundo das altas taxas de juros de curto prazo e da existência de ativos seguros e de pronta liquidez como a LFT. No entanto, aqui existe a dificuldade imposta pela legislação de apurar a preços de mercado os ativos e passivos atuariais, principalmente no que se refere os fundos que seguem o mecanismo de planos com benefício definido.

No caso dos planos com benefício definido, uma marcação a mercado de ativos não considera o descasamento de ativos e passivos e, portanto, ignora que o mais fundamental nesses casos é garantir que a gestão esteja sendo feita de forma casada e observando a forma como a exposição a um determinado indicador esteja sendo gerida. Nada impede que ativos e passivos, nesse caso,

sejam apurados a mercado, contudo não é razoável supor que o desempenho e a performance do fundo sejam acompanhados pelo valor de mercado do ativo. Seu desempenho deve estar associado a sua capacidade de honrar os contratos firmados com os beneficiários do fundo.

Já para os fundos com planos de contribuição definida, a marcação a mercado de ativos e passivos é desejável. Entretanto, não se deve partir da premissa de que estes seriam os únicos fundos de pensão viáveis e possíveis no Brasil. Reformular e modernizar a regulamentação dos fundos de pensão pressupõe uma discussão sobre quem carrega o risco da má gestão e da desvalorização dos ativos do fundo, dado um determinado contexto econômico mutante. Até porque os beneficiários cotistas desses fundos não sabem, não devem ou não querem ter que tomar as decisões de alocação e portfólio que envolvem ponderar o seu grau de risco e o seu potencial de retorno.

Ou seja, mais do que determinar se um tipo de formato de fundo de pensão é preferível a outro, o importante é tratar suas diferentes modalidades considerando suas particularidades e necessidades próprias de gestão de exposição de risco e responsabilidades atuariais. Por exemplo, em fundos com planos de benefício definido acompanhar o descasamento é mais crítico do que o valor de mercado dos ativos e passivos (isso não significa que a marcação a mercado não possa ser feita); enquanto que nos fundos com planos de contribuição definida a marcação a mercado de ativos e passivos faz todo sentido, uma vez que se busca o maior retorno e valor possível para as cotas de seus beneficiários e não o cumprimento de metas atuariais.

O aspecto comum à gestão dos fundos de pensão é, no entanto, a transparência e a robustez das ferramentas e rotinas de governança. Somente assim, e diante de uma regulação adequada, os fundos de pensão poderão exercer seu papel de investidor de longo prazo com maior eficiência.

O último aspecto relacionado à política de incentivo da demanda por papéis prefixados e de longo prazo, diz respeito à figura do investidor estrangeiro. Não há dúvida de que esse tipo de investidor tem um perfil diferenciado da maioria dos investidores domésticos. Contudo favorecer a demanda por dívida interna significa aprofundar o mercado interno no sentido de ampliar a liquidez desses papéis no âmbito doméstico. A concentração de uma grande parte da dívida interna nos portfólios estrangeiros não garante a liquidez necessária para o desenvolvimento do

mercado interno, sobretudo nos momentos de crise e maior volatilidade do mercado doméstico ou externo. Embora a presença dos investidores estrangeiros seja bem-vinda, principalmente nos momentos em que se deseja precificar vértices mais longos de uma estrutura de juros com liquidez maior no espectro mais curto e volátil, sua presença não garante profundidade e nem liquidez para esses *benchmarks*. De forma que considerá-los parte de uma estratégia mais abrangente pode fazer sentido, contudo atribuir um grande peso à esse tipo de direcionamento não contribui para induzir o processo de formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional menos volátil, alongada e de forma mais definitiva.

O último aspecto a ser considerado numa estratégia abrangente que permita induzir o processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros, diz respeito à necessidade de uma coordenação e uma sintonia bastante apurada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.

Não adianta, por exemplo, o Tesouro Nacional perseguir uma estratégia de alongamento e prefixação da dívida pública, ampliando os prazos de vencimento e a *duration*, se o mercado que demanda esses papéis não tem incentivos de preço e taxa para alongar e prefixar suas posições, mesmo aqueles agentes tidos como demandantes finais potenciais. Os incentivos de preço e taxa dependem, por sua vez, tanto de aspectos relacionados ao patamar das taxas de juros quanto da sua volatilidade e do sucesso obtido com a manutenção da estabilidade inflacionária. A volatilidade da taxa de inflação e da taxa de juros de curto prazo, assim como o seu patamar, dependem de como o sistema de metas de inflação é operado, mas também de aspectos fundamentais como o sucesso e a qualidade do ajuste fiscal, a potência da política monetária, o estado de confiança do mercado doméstico e internacional, entre outros. A potência da política monetária, por exemplo, depende de como o Banco Central consegue afetar as reservas bancárias, e como esse efeito se propaga no mercado de crédito, por outro lado, também depende de como sua taxa de política afeta o portfólio dos detentores de riqueza na forma de títulos públicos, entre outros ativos. Mas se o Tesouro insiste, por qualquer motivo, na emissão de papéis sem *duration*, a potência da política monetária acaba sendo prejudicada exigindo taxas de juros mais altas, e que certamente contribuirão para a ausência de estímulos ao alongamento e à prefixação, sem contar o seu efeito fiscal sobre uma dívida flutuante. Isso sem contar a propagação da percepção de que a economia brasileira continua imersa num alto grau de risco sistêmico e incerteza jurídica que, de uma forma ou de outra, perpetua um ambiente de desconfiança, a busca por metas de inflação

que em alguns momentos podem se mostrar muito ambiciosas, e o abuso de procedimentos operacionais como o mecanismo de zeragem automática e a recompra de títulos em momentos de crise.

Enfim, o fato é que todos os efeitos de uma estratégia como essa estão inter-relacionados e, portanto, não haverá estratégia de sucesso possível para induzir a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, a partir da melhora do perfil de dívida pública, se o Governo (Tesouro Nacional e Banco Central) não trabalhar de forma coordenada em torno de um projeto e de um objetivo único de longo prazo, ainda que seus objetivos de curto prazo possam divergir em determinados momentos e contextos da economia doméstica e mundial. É fundamental que esse processo se dê num contexto onde a política macroeconômica seja credível e constante, com metas de inflação bem definidas e relativamente estáveis, uma política monetária eficiente e eficaz, logo que cumpra suas metas com custos menores, e com uma reduzida volatilidade do câmbio que incorpore definitivamente os avanços obtidos no Balanço de Pagamentos. O processo de indução também demanda fundamentos fiscais mais robustos no médio e longo prazo, sobretudo no que diz respeito à qualidade do gasto e à capacidade de incentivar os investimentos. Em suma, somente com uma estratégia abrangente de atuação é que o Governo terá condições de administrar sua dívida pública, estimular o surgimento de uma demanda final para papéis prefixados e de perfil mais alongado, e induzir a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros convencional, mais líquida, de maior alcance e relativamente estável.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARIDA, Pêrsio; BACHA, Edmar L. e LARA-RESENDE, André (2003). *Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil*. In GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I. e HERRERA, S. (eds.). *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*, MIT Press, 2005.
- ARIDA, Pêrsio (2003a). "Ainda a Conversibilidade". *Revista de Economia Política*, vol. 23, n° 3 (91) (Julho-Setembro/2003), pp. 135-142.
- ARIDA, Pêrsio (2003b). "Por uma Moeda Plenamente Conversível". *Revista de Economia Política*, vol. 23, n° 3 (91) (Julho-Setembro/2003), pp. 151-154.
- ARIDA, Pêrsio (2005a). "Conversibilidade: O caso do Brasil". In GLEIZER, Daniel (ed.) *Improving on the Brazilian Currency Exchange Market*, BM&F, São Paulo, 2005.
- ARIDA, Pêrsio (2005b) "Mecanismos Compulsórios e Mercado de Capitais: propostas de política econômica". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.
- ARIDA, Pêrsio (2006). "As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- BACHA, Edmar L. (2005). "Incerteza jurisdicional e crédito de longo prazo". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.
- BANCO MUNDIAL (2004). *Whither Latin American Capital Markets?* International Bank for Reconstruction and Development. Washington. Impresso.

- BERNANKE, Ben S. (2006). *Reflections on the Yield Curve and Monetary Policy*. Remarks by Chairman Ben S. Bernanke before the Economic Club of New York, New York/NY. March 20, 2006. Mimeo.
- BLANCHARD, Olivier (2004). *Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil*. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper n° 10389, March 2004.
- BODIN DE MORAES, Pedro L. (2006). "As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKY, Louis C. e EHRHARDT, Michael C. (1999). *Financial Management: Theory and Practice*. 9th Ed. The Dryden Press, 1999.
- CARNEIRO, Dionísio Dias (2005). "Origens e conseqüências da regulação e da tributação das transações financeiras no Brasil". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.
- CARNEIRO, Dionísio Dias e WU, Thomas Yen Hon (2005). *A qualidade da dívida brasileira*. Texto para discussão N° 9. Instituto de Estudos de Política Econômica – Casa das Garças. Novembro de 2005.
- CARVALHO, Bernardo, GOLDFAJN, Ilan e PARNES, Beny (2006). "O que fazer com as Letras Financeiras do Tesouro? Estimando o custo de sua redução". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- CARVALHO, Carlos Eduardo (2005a). "Dívida Pública: um debate necessário". In SICSU, João; PAULA, Luiz Fernando de e RENAUT, Michel [orgs.]. *Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri: Manole, 2005.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de (2005b). *Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil*. Mimeo.

- COUTINHO, Luciano (2004a). "Retomando o desenvolvimento financeiro". *Valor Econômico*, maio de 2004.
- COUTINHO, Luciano (2004b). "Saindo do atoleiro". *Folha de São Paulo*, julho de 2004.
- COUTINHO, Luciano (2004c). "Expansão do crédito, fator crítico". *Valor Econômico*, agosto de 2004.
- COUTINHO, Luciano (2005a). "Da ciranda ao financiamento do desenvolvimento". *Valor Econômico*, maio de 2005.
- COUTINHO, Luciano (2005b). "Juros: basta de exagero!". *Folha de São Paulo*, junho de 2005.
- COUTINHO, Luciano (2005c). "O verdadeiro nó". *Folha de São Paulo*, julho de 2005.
- COUTINHO, Luciano (2005d). "Uma agenda mais além da retórica". *Folha de São Paulo*, agosto de 2005.
- CULBERTSON, John M. (1957). "The Term Structure of Interest Rates". *Quarterly Journal of Economics*, November 1957, pp. 485-517.
- CUNHA, André Moreira e PRATES, Daniela Magalhães (2001). *Instabilidade e crises: os avanços teóricos e as limitações políticas para o desenvolvimento dos países periféricos*. Seminário Don Raul Prebisch. IE/UFRJ, 2001. Mimeo.
- DANTAS, João Marcello (2006). "Uma tributação eficiente para o mercado de capitais". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- DEHEJIA, Rajeev e LLERAS-MUNEY, Adriana (2003). *Why Does Financial Development Matter? The United States From 1900 to 1940*. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper n° 9551, March 2003.
- FABOZZI, Frank J. (1997). *The handbook of fixed income securities*. 5th ed. Irwin Professional Publishing: Chicago, 1997.
- FERREIRA, Carlos Kawall Leal; ROBOTTON FILHO, Murilo e DUPITA, Adriana Beltrão (2004). *Política Monetária e Alongamento da Dívida Pública: Uma Proposta para Discussão*. Textos para Discussão 09/2004. Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Departamento de Economia da PUC/SP. São Paulo, Setembro, 2003.

- FIGUEIREDO, Luiz Fernando e MEGALE, Caio (2006). *O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal*. Janeiro de 2006. Mimeo.
- FISHER, Irving (1896). "Appreciation and Interest". *American Economic Review Publications*, vol. 11 (August 1896), pp. 331-442.
- FRANCO, Gustavo H. B. (2004). "Como no tempo da hiperinflação". *Veja*, Edição 1867. 18 de agosto de 2004.
- FRANCO, Gustavo H. B. (2006). *Notas sobre crowding out, juros altos e LFTs*. Mimeo. (<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/>)
- GARCIA, M. e ROGOLON, R. (2005). "A risk management approach to emerging markets' sovereign debt sustainability with an application to Brazilian data". In GIAVAZZI, F., GOLDFAJN, I. e HERRERA, S. (eds.). *Inflation Targeting, Debt and the Brazilian Experience, 1999 to 2003*, MIT Press, 2005.
- GARCIA, Márcio Gomes Pinto e SALOMÃO, Juliana (2005). *Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil*. Versão revisada para o seminário da ANBID no IEPE/CdG em 31/08/2005. Novembro/2005, Mimeo.
- GIAMBIAGI, Fábio e MONTERO, Fernando (2005). *O ajuste da poupança doméstica no Brasil – 1999-2004*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA. Texto para discussão N° 1119. Rio de Janeiro, setembro 2005.
- GIAVAZZI, Francesco e MISSALE, Alessandro (2004). *Public Debt Management in Brazil*. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper n° 10394, March 2004.
- GLEIZER, Daniel L. (2005). "O mercado de capitais: lições da experiência internacional". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.
- GOLDFAJN, Ilan; HENNINGS, Katherine e MORI, Helio (2003). *Brazil's financial system: resilience to stocks, no currency substitution, but struggling to promote growth*. Banco Central do Brasil. Working Paper.
- GOLDSTEIN, Morris (2003). *Debt Sustainability, Brazil, and the IMF*. Institute for International Economics. Number WP 03-1, February, 2003.

- GOODFRIEND, Marvin (1998). "Using the Term Structure of Interest Rates for Monetary Policy". *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 84/3 (Summer 1998), pp. 13-30.
- GOODHART, Charles Albert Eric (1995). *The central bank and the financial system*. Cambridge, Mass.: Massachusetts Institute of Technology, 1995.
- HADDAD, Cláudio L. S. (2006). *Concentrar no principal*. Mimeo.
- HICKS, John (1939). *Value and Capital*. 2ª ed. London: Oxford University Press, 1939.
- HULL, John C. (1999). *Options, futures, & other derivatives*. 4th ed. Prentice Hall: Upper Saddle River, NJ, 1999.
- KAHN, Richard (1972). "Some Notes on Liquidity Preference". In *Selected Essays on Employment and Growth*. Cambridge: At the University Press, 1972.
- KEYNES, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan. Edição brasileira Nova Cultural, Os Economistas, São Paulo, 1996.
- LARA-RESENDE, André (2006). "Em defesa dos títulos de indexação financeira". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- LEVY, Joaquim Vieira Ferreira (2006). "Política econômica e alongamento dos títulos públicos no Brasil". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- LISBOA, Marcos e SCHEINKMAN, José Alexandre [orgs.] (2002). *Agenda perdida: diagnósticos e propostas para a retomada do crescimento com maior justiça social*. Setembro. Impresso.
- LOPES, Francisco L. (2006). "A questão do alongamento da dívida pública". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

- LOPREATO, Francisco Luiz C. (2002). *Um olhar sobre a política fiscal recente*. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n° 111, dez. 2002.
- LOYO, Eduardo (2006). "Política monetária e alongamento da dívida pública". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- LUTZ, F. A. (1940). "The Term Structure of Interest Rates". *Quarterly Journal of Economics*, November 1940, pp. 36-63.
- McENALLY, Richard W. e JORDAN, James V. (1997). "The term structure of interest rates". Ch. 43. In FABOZZI, Frank J. (1997). *The handbook of fixed income securities*. 5th ed. Irwin Professional Publishing: Chicago, 1997.
- MENDONÇA DE BARROS, Luiz Carlos (1992). "A Moeda Indexada: Uma Experiência Brasileira". *Economia e Sociedade*, n° 1, agosto de 1992, pp. 3-24.
- MODIGLIANI, Franco e SUTCH, Richard (1966). "Innovations in Interest Rate Policy". *American Economic Review*, May 1966, pp. 178-197.
- MOURA, Alkimar R. (2005). "Desenvolvimento financeiro e qualidade dos ajustes macroeconômicos: notas sobre o caso brasileiro". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.
- MOURA, Alkimar (2006). "Tributação no mercado financeiro brasileiro e inconsistência temporal". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- NAKANO, Yoshiaki (2006). "Queda do risco-Brasil e a taxa interna de juros". *Valor Econômico*, 14 de fevereiro de 2006.
- NÓBREGA, Mailson da (2005). "A importância de um regime especial de tributação para o mercado de capitais". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições*

internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

NOVAES, Ana (2005). "Mercado de capitais: lições da experiência internacional". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

PAF, 2001. *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2001*. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2001, número 1.

PAF, 2002. *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2002*. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2002, número 2.

PAF, 2003. *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2003*. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2003, número 3.

PAF, 2004. *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2004*. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2004, número 4.

PAF, 2005. *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2005*. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2005, número 5.

PAF, 2006. *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2006*. Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, 2006, número 6.

PASTORE, Affonso Celso (1996). "Por que a política monetária perde eficácia?". *Revista Brasileira de Economia*, vol. 50, nº 3.

PASTORE, Affonso Celso (2006). "As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

- SHARPE, William F. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk". *Journal of Finance*, September 1964, 425-442.
- SILVA FILHO, Tito Nícias Teixeira (1997). *A política monetária e os procedimentos operacionais do banco central: um estudo do mecanismo da zeragem automática*. Dissertação de Mestrado em Economia de Empresas. Escola de Administração de Empresas de São Paulo – Fundação Getúlio Vargas (EAESP-FGV), março de 1997.
- SOBREIRA, Rogério (2002). "Alongamento da dívida pública federal interna: o que foi feito e o que se pode esperar". *Revista Análise Econômica*, ano 19, n. 36, pp. 187-204.
- TARANTO, Mark (1995). *Duration Measures: Historical Perspective*. WWWFinance (<http://www.duke.edu/~charvey/Classes/ba350/bondval/duration.htm>), October 1995.
- TEIXEIRA, Nilson (2005). "Mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios". In BACHA, Edmar L. e CHRYSOSTOMO DE OLIVEIRA FILHO, Luiz [orgs.]. *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro/São Paulo: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.
- TURNER, Philip (2003). "Bond market development: what are the policy issues?" In LITAN, Robert E.; POMERLEANO, Michael e SUNDARARAJAN, Vasudevan [eds.]. *The future of domestic capital markets in developing countries*. Washington D.C.: Brooking Institution Press.

ANEXO 1 – TEMAS IDENTIFICADOS NAS ENTREVISTAS COM ECONOMISTAS, EXPERTS E AGENTES PARTICIPANTES DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

Este anexo consolida os resultados obtidos com as entrevistas conduzidas com economistas, *experts* e agentes participantes do mercado de dívida pública brasileiro.

As entrevistas foram todas gravadas e transcritas. Num segundo momento, procurou-se categorizar os trechos principais das entrevistas em temas de relevância para este trabalho. Os resultados obtidos estão apresentados a seguir para consulta. As citações que seguem os comentários são exemplos cujo objetivo é suportar o detalhamento dos temas discutidos e de interesse.

A.1. Contexto macroeconômico

No que diz respeito aos aspectos do contexto macroeconômico, os entrevistados apontaram três assuntos como sendo os de maior relevância para a formação da estrutura a termo da taxa de juros, condizente com o alongamento e a prefixação da dívida pública: (1) a manutenção do atual tripé da política macroeconômica (superávit fiscal, câmbio flutuante e sistema de metas de inflação), com ênfase na necessidade de melhorar a qualidade do ajuste fiscal, sobretudo via corte de gastos; (2) a discussão sobre o patamar atual da taxa de juros de curto prazo; e (3) a manutenção da estabilidade inflacionária.

A.1.1. Tripé da política macroeconômica

Sobre o tripé da política macroeconômica (superávit fiscal, câmbio flutuante e sistema de metas de inflação), os entrevistados citaram como sendo fundamental não apenas a sua manutenção, mas a necessidade de se avançar na melhora do ajuste e da qualidade do gasto, de forma que o

superávit primário seja alcançado não pelo aumento da tributação, mas do corte e da racionalização do gasto público.

Os trechos a seguir ilustram essa discussão:

"É possível acelerar o processo, mas existe a forma certa e a forma errada de fazer. A forma errada é na canetada, ... a forma certa é melhorando a eficiência do gasto. ... Acho que poderia inclusive fazer um pouco mais de ajuste fiscal, até para fortalecer os passos seguintes ...".

"Eu acho que você deve melhorar a qualidade do ajuste, ... nós fizemos 4,90% de superávit primário esse ano [2005]. [Porém], se eu estiver gastando com gasto corrente ..., mesmo se tivesse fazendo 6 ou 8%, mas se for com gasto corrente, e acima do crescimento do PIB, que é o que está acontecendo aqui, é uma verdadeira loucura ...".

"... Eu acho que o Tesouro pode dar sinais. ... Eu não estou desconsiderando o fato de que a redução dos juros tem um forte componente fiscal, mas particularmente acho importante a discussão do déficit nominal zero. Embora não concorde com a idéia em si, acho importante fixar objetivos de médio/longo prazo, âncoras fiscais, para influenciar expectativas e reduzir o prêmio de risco, reduzir os juros ...".

"A única coisa importante é o seguinte ... nada disso funciona no país se nós não tivermos austeridade fiscal ... por isso esse tripé é tão importante ...".

"Austeridade fiscal e manutenção do tripé são fatores importantes para uma estratégia de alongamento, prefixação e formação da curva de juros. Existe aqui um risco de dominância fiscal, [e] se não houver austeridade fiscal, aí esquece... a gente não pode brincar com isso ... porque se a efetividade da política monetária desaparece, aí não tem jeito ... aí vai ser tudo ao contrário do que devia ser ...".

"Manter e, talvez ampliar, o superávit primário é importante ... nós temos que ter um superávit primário bem elevado, deveria ser mais elevado do que é, para continuarmos tendo relação dívida/PIB cadente ...".

"Ajuste fiscal via corte de gastos é o ponto principal do tripé, mais importante do que a taxa de juros ...". Ninguém agüenta mais imposto no país. Se essa tx de juros tivesse um pouco mais alta do que está, ou uns 3 pontos percentuais mais baixa, talvez a inflação fosse um pouquinho maior, ou um pouquinho menor, mas você não teria, em nenhum dos casos, a economia virando de cabeça pra baixo ... agora, se o superávit primário fosse 1% do PIB ... esquece ... era o caos...".

A.1.2. Taxa de juros de curto prazo

Os entrevistados apontaram o patamar atual da taxa de juros de curto prazo como um impeditivo para a formação de uma estrutura a termo de juros convencional. No geral, entende-se que existe

espaço para a queda dos juros. Por outro lado, alguns acreditam que esperar por uma queda acentuada dos juros de curto prazo, para então depois iniciar um processo de indução da formação da curva de juros e, portanto, alongamento e prefixação da dívida, não seria o mais recomendado.

Vale ressaltar que algumas explicações possíveis sobre o alto patamar atual dos juros no Brasil também foram sugeridas por alguns dos entrevistados.

São exemplos dos comentários feitos pelos entrevistados acerca da necessidade e da possibilidade da queda dos juros de curto prazo:

"Acho que os juros devem cair e podem cair ... não proponho nenhuma loucura, não precisa baixar amanhã o overnight para 6% ao ano, acho que isso tem que ser feito por tentativa e erro, até porque na minha opinião existe uma demanda reprimida muito grande ...".

"Não faz sentido ter uma taxa de juros real ex ante tão alta sem um problema de risco cambial de desvalorização iminente. ... Os caras [do Banco Central] estão com uma visão distorcida, a não ser que eles estejam enxergando de ante mão um choque de commodities que eu não consigo enxergar".

"É importante que se baixe a taxa de juros de curto prazo, e atualmente existem condições para isso. Não existem pressões inflacionárias no câmbio ou de commodities em vista, atualmente os fundamentos são muito grandes ... e fica difícil apostar contra algum deles ...".

"Acho que a criação de um mercado para títulos de longo prazo no Brasil depende da queda dos juros curtos, apesar de não ser este um processo muito claro de causalidade ...".

"É de se esperar que com o tempo as taxas de juros se reduzam, não dá para manter taxas reais de 10, 12, 13%, eternamente, ... do contrário sempre haverá demanda para papéis curtos ... não se ganha nada alongando uma posição numa situação como essa ...".

"Com o tempo, com a estabilidade inflacionária, com a queda das taxas de juros de curto prazo e o convencimento por parte do público de que choques adversos terão impactos menores dado a solidez dos fundamentos econômicos, o interesse pelas LFTs tende a diminuir ...".

Por outro lado, segundo alguns entrevistados, a queda da taxa de juros de curto prazo não deve impedir que se prossiga no processo de indução da formação de uma estrutura de juros convencional:

"A construção da curva de juros não exige, necessariamente, uma redução da taxa de juros de curto prazo A construção da curva de juros exige uma relativa estabilidade da taxa de inflação, ... somente alcançada com relativa estabilidade da SELIC ...".

"Olha, se você perguntar é necessário [esperar a queda da taxa de juros de curto prazo] ... não é. O que eu acho importante é ter uma relativa estabilidade da taxa de inflação. ... Então não é necessário, mas eu acho que é razoável esperar que quando a taxa de juros atingir alguma coisa próxima do nível de longo prazo, compatível com a taxa de inflação que existe ... claro que o nível da taxa de juros vai depender muito do nível de inflação que se quer, tá certo, ... mas uma vez que você tenha atingido isso, eu acho que fica mais fácil. De forma que eu não vejo isso como um problema ... assim ... primeiro temos que esperar isso ... porque se a gente for ficar esperando o ideal aqui no Brasil, vamos levar sei lá quanto tempo ...".

Finalmente, e apesar de não estar necessariamente associado ao objetivo da pesquisa, os entrevistados arriscaram algumas explicações para o alto patamar atual das taxas de juros. Vale citar a ineficiência da política monetária dada, entre outros aspectos, por causa da existência da LFT; a própria escolha da meta de inflação; e questões de transição de uma economia inflacionária para uma economia estável como a escassez de crédito. Os trechos a seguir ilustram essas opiniões:

"Juros altos é reflexo de uma política monetária ineficiente, ... em parte por causa das LFTs. Elas [as LFTs] foram importantes, mas está na hora de mudar Por que a gente está tendo esse juro tão alto no Brasil? Obviamente porque a política monetária no Brasil é ineficiente ... claro que funciona, porque todo mundo vê que a inflação cai mesmo, mas ela é muito ineficiente, ... e um dos instrumentos que causa a ineficiência, é sem dúvida a LFT ... não é o único motivo ... mas se você aumenta o juro, o fato é que você não diminui a riqueza das pessoas ... que é um dos efeitos adicionais que a política monetária tem em outros países ...".

"Além dos fundamentos tradicionais e questões de transição, explica as altas taxas de juros no Brasil a escolha da meta de inflação que tem sido bastante ambiciosa no últimos anos. ... A taxa saiu de 9,3 pra 7,6 e a meta era 5,1 ... uma meta puxada, ... agora ela terminou no ano passado em 5,7, que já foi bastante cair de 7,6 pra 5,7 ..., e agora se está olhando de 5,7 pra 4,5 esse ano ... é puxado ...".

"Além dos fatores dos fundamentos e confiança no longo prazo da economia, as altas taxas de juros no Brasil são explicadas pela dificuldade de se reduzir a inflação numa economia que tem pouco crédito, que tem muito crédito direcionado O crédito não só é pequeno, como ele tem um duration muito curto também; ... então acho que aí é uma questão de transição, não é um fenômeno permanente ...".

A.1.3. Estabilidade inflacionária

A estabilidade inflacionária foi apontada como um fator muito importante para de prosseguir no processo alongamento e prefixação da dívida pública, e de formação da estrutura a termo da taxa de juros convencional.

Esse aspecto importante da discussão está exemplificado pelos trechos a seguir:

"Existe um tempo de inflação baixa para colocar prefixado. O exemplo que eu conheço de um país que saiu de inflação alta e conseguiu formar a estrutura a termo é Israel. ... Mas só conseguiram colocar prefixado, de longo prazo, assim de três anos, volumes grandes, depois de três anos de inflação muito baixa. ... Acho que muito baixa, era na faixa de 3% por aí ...".

"Incerteza inflacionária influencia a estrutura a termo através de prêmios maiores.... Ou seja, eu acho que é possível colocar sim uma estrutura a termo ... o problema dessa estrutura a termo é que ela ainda vai ser muito influenciada pela incerteza inflacionária ... muito mesmo ...".

"O processo é gradual e exige estabilidade inflacionária num patamar relativamente baixo. ... A gente precisa ter um bom tempo de inflação baixa e estável, você vê que a gente tem inflação relativamente baixa, mas não é tão baixa para padrões internacionais, e ela é muito oscilante ... a inflação foi quase 9% em 2003, 7,6% em 2004, foi 5,7% em 2005 ... então são números de inflação muito variáveis, não estamos assim num período de inflação estável ... e enquanto a gente não tiver um período razoável de inflação muito estável, vai ser difícil a gente querer uma troca maciça [dos títulos] ... por isso eu acho que nós não estamos ainda na condição normal ...".

"O processo exige estabilidade inflacionária num patamar relativamente baixo. ... Eu acho que você tem que acabar com a volatilidade do índice de inflação, ... quer dizer, não acabar na marra, mas acabar no sentido de dizer cheguei nesse patamar e é esse o patamar com o qual eu vou trabalhar.... Se a inflação ficar muito baixa, eu vou botar ela pra cima, se ela ficar muito alta, eu botar ela pra baixo A gente precisa chegar num patamar de "equilíbrio", ... não há necessidade de você perseguir um patamar cada vez mais baixo ..., eu pelo menos não vejo nenhuma necessidade disso. ... Logo, tem a ver com a volatilidade ... e com a falta de previsibilidade da taxa de inflação e, portanto, com a taxa de juros da política de metas ... é isso que faz diferença na volatilidade do preço do título prefixado."

"... eu acho que é importante ter uma relativa estabilidade da taxa de inflação ..., e isso só vai ser obtido com uma relativa estabilidade da SELIC".

"A autoridade monetária deve escolher e fixar uma meta permanente de inflação e mantê-la por prazos bem longos. ... Como autoridade monetária, ... digamos, como participante do COPOM, eu escolheria a meta de inflação em 4,5% permanentemente, ... ou se for outro número, 5,5%, ... então 5,5% permanentemente. Mas tem que ser um

número fixo ... invés de ficar querendo diminuir ou então alterar, ... isso é que eu acho que devia ser feito ... manter uma meta por prazos bem longos ...".

A.2. Demanda do mercado de dívida pública

Quanto à caracterização da demanda do mercado de dívida pública no Brasil, foram identificados nas entrevistas aspectos relacionados à (1) ausência de demanda interna, (2) ao papel dos fundos de pensão e de aposentadoria em geral, e (3) à participação de investidores estrangeiros no mercado doméstico de dívida pública.

A.2.1. Ausência de demanda interna

Sobre a quase inexistente demanda interna por títulos públicos longos e prefixados, os entrevistados apontaram a (i) ausência de incentivos decorrente do atual patamar da taxa de juros de curto prazo, e a própria inversão da curva de juros, e (ii) peso dos fundos de renda fixa e da lógica de seus gestores e aplicadores, como os aspectos mais fundamentais da discussão.

Os trechos a seguir ilustram o fato dos entrevistados apontarem o alto patamar atual da taxa de juros de curto prazo, e a própria inversão da curva de juros atual como os motivos principais para a ausência de incentivos ao alongamento e à prefixação das posições da demanda. Foi citado sobre o patamar atual da taxa de juros de curto prazo:

"O alto nível da taxa de juros de curto prazo não gera incentivos para o alongamento e, portanto, prejudica a formação de uma estrutura a termo ... o incentivo para o alongamento é muito baixo vis a vis os riscos".

"Não existe incentivo para alongar quando se paga 10, 11% de juro real no *overnight*, sem risco de inflação, porque se a inflação subir a taxa sobe e ele vai ganhar o juro real dele, e liquidez imediata Não tem cabimento um discurso do tipo compre um título de 1 ano ou 2 anos porque esse título é bom ... ele vai alongar pra que?"

"Ninguém em sã consciência vai abrir mão de 10% de taxa real sem risco, por 10,60% num título pré, com risco de inflação embutido"

"Olhando os últimos 10 anos, a menor taxa paga pela SELIC deve ter sido 8,70 ou 8,80 ... a maior deve ter chegado em 23, 24, 25% de juro real ... nesse cenário não existe incentivo para alongar ... afinal eu tenho a comodidade de ter liquidez a hora que quiser e posso ficar no curto prazo sem risco ...".

"Se a taxa de juros fosse zero, ou 3%, eu duvido que o mercado fosse demandar essa quantidade de LFT O mercado tem essa demanda por LFT exatamente pelo tamanho da taxa de juros real. ... Se existe essa quantidade de título, isso é muito mais em função do tamanho da taxa de juros real, do que um problema de estrutura de curva ... eu digo e repito, é cómodo para o cara ...".

"A demanda interna por títulos longo não existe e só vai aparecer quando não tiver esse diferencial de juros, hoje ela é marginal ...".

"O estímulo para o alongamento num fundo só virá com a taxa de juros real caindo, porque assim você tira a comodidade do grande demandador de LFT ...".

"As altas taxas dos papéis de prazos mais curtos também inibe uma posição mais longa dos fundos de pensão por causa do diferencial de taxa, e pela possibilidade de mostrar prejuízos com uma violenta marcação a mercado ...".

"De fato o pessoal está viciado nos fundos DI ... não se alonga porque você tem juros altos com liquidez diária, ... nós temos um problema, isso é um problema ...".

"... ainda tem um prêmio muito alto no curto prazo que não justifica outra posição, logo induzir a formação da curva de juros, necessariamente passaria por uma discussão de como a política monetária gerencia a taxa de curto prazo ...".

Segundo os entrevistados, a própria inversão da curva de juros pode funcionar como um desincentivo ao alongamento e à prefixação de posições da demanda, seja pelas perspectivas recorrentemente frustradas de queda da taxa de juros, seja pela falta de sofisticação do investidor que não sabe precificar de forma adequada eventuais arbitragens e distorções que existem na curva de juros. Os trechos a seguir ilustram essas idéias:

"A atual inversão da curva de juros é outra razão do porque não há incentivos para o alongamento, na medida em que o mercado precifica a queda dos juros no futuro, mas as reduções de taxa de juros por parte do BACEN têm sido sistematicamente frustradas ...".

"... esta inversão de curva para baixo é outra razão do porquê você não tem incentivo para migrar para papéis mais longos. O curto prazo é tão elevado, e a experiência tem sido de que as promessas de redução de taxas de juros são continuamente frustradas, que eu não tenho como convencer o aplicador comum de que ele pode ganhar mais alongando em determinados momentos ... ele vai me dizer que sempre que eu falo que taxa de juros vai cair ela não cai, pelo contrário pode até ir para cima ... e com certa razão ...".

"... a curva está invertida ... se ele for comprar IPCA 2015, o dinheiro vai estar aplicado a 8,85 ou 8,90 ... ele olha e diz: mas esse ano eu vou aplicar a IPCA mais 11 ou 10,90, ... eu vou comprar esse IPCA + 8 pra quê ... ainda por cima vou botar na minha carteira e de repente o Tesouro muda de opinião e coloca esse papel a 11% e eu vou ter que fazer uma tremenda marcação a mercado... então não quero, e não compra ...".

Outro aspecto fundamental levantado pelos entrevistados na discussão sobre a demanda no mercado de títulos públicos aponta como o peso dos fundos de renda fixa e, conseqüentemente, para o predomínio da lógica de seus gestores e aplicadores.

Nesse sentido, os entrevistados enfatizaram em primeiro lugar a diminuição do peso dos bancos e de suas tesourarias no mercado de dívida pública. São exemplos de citações:

"Hoje o papel do banco nessa discussão é muito pequeno, o problema maior são os fundos de renda fixa ...".

"Os bancos têm parcela cada vez menor de títulos de dívida e as tesourarias estão preocupadas em manter títulos que sejam líquidos em carteira A tesouraria de um banco não é tomadora final de um papel longo, ela pode até ter posições arbitradas com esses títulos, mas vai se desfazer deles a qualquer momento dada a transitoriedade dos recursos de que dispõem ...".

"... o negócio de banco é emprestar dinheiro, dar crédito, e os bancos privados estão entrando bem no mercado de crédito, e com razão ... tem que fazer isso mesmo ... porque o que banco sabe fazer é emprestar ... pra ganhar dinheiro com título público você monta um fundo, não precisa de um banco ... não precisa ter uma estrutura de banco pra ter isso ... é muito mais barato você montar um hedge fund O que banco sabe fazer, e faz bem, é emprestar, ... e tem que avançar nisso ... logo vai diminuir mesmo, ao longo do tempo, essa demanda de títulos públicos por parte dos bancos ...".

"... as tesourarias de banco diminuíram muito de tamanho, se você olhar nos últimos anos houve uma diminuição expressiva dos títulos públicos nas tesourarias dos bancos privados ...".

Por outro lado enfatizou-se muito o peso dos fundos de renda fixa e a lógica de operação de seus gestores e aplicadores como caracterizadores da demanda do mercado de dívida pública:

"Os fundos de renda fixa são muito grandes ..., é uma indústria muito grande, que opera com altos volumes, e demanda um papel de longo prazo isento de flutuação ... Por outro lado, você tem esse papel de longo prazo que está isento da flutuação sem que você tenha que fazer *hedge* de toda a posição De forma que é muito fácil e útil para o administrador ter um papel que não exige dele ficar fazendo operações na BM&F, não precisa ficar todo dia vendo oscilação do contrato, não precisa ficar rebalanceando nada, enfim, tá lá... tá pronto já um papel com tudo junto ...".

"Um gestor não se arrisca porque o sistema cobra caro dele as perdas oriundas de uma flutuação maior. Não existe incentivo ... e só haverá incentivo se a rentabilidade de curto prazo for muito baixa".

"Os reguladores precisam reduzir os desincentivos para o alongamento na medida em que a estratégia vencedora de qualquer gestor de recurso de fundo de pensão é comprar título público que paga uma taxa real muito alta".

"É preciso haver um período de transição dada a concentração dos papéis nos fundos de renda fixa e a situação cômoda dos gestores ...".

"Os fundos de renda fixa são os maiores influenciadores do processo de alongamento e prefixação da dívida ... eles é que mandam no mercado ...".

"O cliente que rodava no *overnight* está hoje num fundo e se dá por satisfeito com a taxa de, sei lá 10,5% ao ano ..., hoje o grande produto chama-se fundo, e na realidade ele está no fundo e se dá por satisfeito pq o dinheiro tá rendendo lá rendendo 10,5% ao ano ...".

"O administrador de renda fixa vai alongar e correr o risco pra quê se o seu cliente está satisfeito com a sua rentabilidade? ... Veja, você tem um cliente que está satisfeito com o dinheiro no fundo, ... e enquanto a taxa de juros reais ficar alta, o administrador da carteira do fundo, que é quem detém essa massa de clientes, ... aliás, a grande parte dos títulos nesse mercado está na mão dos fundos de renda fixa e não mais nas tesourarias dos bancos, o cliente tem carecia de um dia, apesar do IOF de 28 dias ... e ele está satisfeito com a taxa que está levando ...".

"O administrador do fundo tem que querer correr o risco e isso só vai acontecer quando o seu cliente não estiver mais satisfeito com o retorno e ameaçar sacar o recurso ... você precisa tirar a comodidade do administrador do fundo de estar com LFT, porque o grande demandador de LFT são os fundos ...".

A.2.2. *Papel dos fundos de pensão e de aposentadoria em geral*

Dois aspectos relacionados ao papel os fundos de pensão e de aposentadoria em geral no mercado de dívida pública foram levantados nas entrevistas. O primeiro diz respeito ao perfil de aplicador de longo prazo desses investidores, e o segundo discute os impactos que a marcação a mercado exerce sobre esses aplicadores.

Os entrevistados afirmam que os fundos de pensão e planos de aposentadoria são grandes demandantes de papéis de longo prazo, dada, sobretudo, a natureza de seus passivos atuariais, indexados a algum índice de preço mais um spread ou taxa real.

As passagens a seguir demonstram estas observações:

"... fundos de pensão e planos de aposentadoria individuais são grandes demandantes de longo prazo ...".

"Investidores institucionais que tipicamente compram papéis longos, até uns 5 ou 6 anos atrás nem olhavam esse tipo de papel porque não eram obrigados a casar seus ativos e passivos, agora são ...".

"... os fundos de pensão são grandes demandantes dos dois papéis [tanto indexado ao IGPM quanto ao IPCA], ... [porque] o passivo atuarial está em índice de preço, então você quer ter um papel longo de índice de preço ...".

"Hoje os fundos de pensão são com certeza grandes demandantes de longo prazo ... e hoje você tem não só fundos de pensão como você tem muitos planos de aposentadoria individuais [que] são grandes demandantes também, porque [precisam garantir] o poder real de compra daqui a não sei quanto tempo ...".

O segundo aspecto importante sobre a participação dos fundos de pensão e planos de aposentadoria em geral, como demandantes de longo prazo de títulos da dívida, está associado à contabilização dos títulos segundo a marcação a mercado.

Para alguns entrevistados, a marcação a mercado dificulta a tomada de uma posição mais alongada e prefixada, pelos gestores dos fundos de pensão, porque provoca incompatibilidade de ativos e passivos em momentos de oscilação de preço dos títulos no mercado. Os seguintes trechos ilustram esse aspecto:

"Acho importante o papel dos fundos de pensão como demanda final, mas é preciso adequar a marcação a mercado para esse tipo de investidor ... eles [os fundos de pensão] reclamam de que é preciso adequar a marcação da carteira dele de acordo com o passivo atuarial de longo prazo".

"... uma fundação que tem suas obrigações com os funcionários da empresa indexados em IPCA mais 5 ou 6 %, ... e [que] compra um [título indexado ao] IPCA mais 8 ou 9%; ela está totalmente casada [Agora suponha que] tenha uma volatilidade qualquer no mercado e o título vai para IPCA mais 10 ou 11%, ... eu acho que é errado esse cara fazer uma marcação a mercado dessa maneira, porque se ele realmente tem um passivo que o compromete a pagar ao funcionário, daqui 10 anos, IPCA mais 4 ou 5%, não tem nenhum problema [para o fundo] manter na carteira um [título de] IPCA mais 8%. Você até pode ter uma discussão com ele [o gestor] sobre o custo de oportunidade, mas não dá para penalizar uma fundação por isso, eu acho que está errado ... esse é um problema".

"... [para os] fundos de aposentadoria em geral, ... a possibilidade de você poder não marcar a mercado títulos que você vai manter em carteira até o vencimento... o tal *do hold to maturity*, ... isola o valor da tua carteira das flutuações de longo prazo... e esses são alguns aspectos positivos que favorecem demandantes na ponta longa da curva ...".

No entanto, a discussão sobre a necessidade dos fundos de pensão e fundos afins marcarem a mercado suas carteiras conta com posições distintas. É possível identificar argumentos a favor da marcação a mercado, mesmo para estes investidores institucionais, como pode ser percebido pelos trechos a seguir:

"Sou contra essa idéia de que os fundos de pensão não devem fazer a marcação a mercado... acho que eles são demandantes de longo prazo e deveriam estar casados dado o seu passivo, mas não fazer a marcação a mercado obscurece a administração do fundo... [porque] ter um passivo diferido no tempo não implica que você passe a desconhecer o valor de mercado do seu ativo".

"As coisas [passivos e ativos dos fundos de pensão] estão casadas apenas em tese, ... no fundo você tem um conjunto de passivos que você administra, um conjunto de ativos que você administra em função inclusive da natureza dos seus passivos, mas não exclusivamente ... você precisa de liquidez, você precisa atender eventualidades, você precisa controlar o fluxo de entrada, [ou seja], você tem outras manifestações, e precisa estar permanentemente sabendo de fato com o que você conta no momento. [Nesse sentido] a marcação a mercado te dá o quanto você vale hoje [e] você vale hoje o valor presente das suas obrigações futuras menos o valor de mercado do seus ativos, e isso precisa estar transparente no balanço dos fundos de pensão... portanto, ... nada é tão simples...".

A.2.3. Participação dos investidores estrangeiros

Sobre a participação dos investidores estrangeiros os entrevistados ressaltaram sua importância na formação de uma demanda prefixada e de longo prazo, no entanto atentaram para os possíveis problemas de uma estratégia focada exclusivamente neste artifício, sobretudo no que diz respeito aos possíveis impactos negativos resultantes da parcela de dívida interna nas mãos de estrangeiros.

De um modo geral a participação dos investidores estrangeiros no mercado de dívida pública é vista como sendo positiva na medida em que cria uma demanda adicional para títulos prefixados de prazos maiores.

As passagens a seguir ilustram as opiniões de que os investidores estrangeiros têm um papel importante no alongamento e prefixação da dívida pública, dado o seu perfil de investidor:

"Os investidores estrangeiros têm um papel importante na ampliação da demanda, primeiro [porque] amplia a demanda e isso é bom para a liquidez, ... segundo porque traz um perfil de aplicador mais de longo prazo ...".

"... a participação de estrangeiros tem sido importante, e vai ser importante no futuro também, por uma razão simples: o brasileiro ainda não tem hábitos de economia estável".

"Não tem dúvida nenhuma, a resposta é sim ... acho que [com os investidores estrangeiros] você vai ter mais demanda. Fica claro, por exemplo, na emissão de papéis [indexados] em reais, ... conseguiram uma taxa prefixada para 10 anos, uma maravilha ... muito bem arbitrada ... e o investidor estrangeiro é um investidor que olha mais o longo prazo e isso é muito útil porque ele aumenta a demanda pelo papel público ...".

Também foi enfatizado pelos entrevistados que a participação dos investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico tem sido fundamental na formação de preços de títulos longos, ajudando na formação de uma estrutura de juros mais longa:

"... os mercados financeiros mudaram muito nos últimos anos graças aos participantes externos Os investidores estrangeiros têm sido importante porque a sua participação crescente nos nossos mercados futuros têm ajudado a formar uma estrutura de juros mais longa que não existia há talvez 3 anos atrás".

"Hoje em dia os estrangeiros estão com um poder muito grande de definição dos preços de ativos, desde a formação de *equity* em ações, até na nossa taxa de estrutura longa prefixada [na BM&F] Eles estão formando preço porque ... têm um custo de oportunidade de capital menor do que o CDI ... , e como eles estão olhado de forma globalizada e trabalham com múltiplos de cada setor, vêem que existe um espaço, um *upside* em relação ao México, aos países asiáticos, ao Chile ... [e] identificam que existe uma possibilidade desse preço [dos títulos] mudar ...".

Por outro lado, existe um certo consenso entre os entrevistados que aponta para a necessidade de se discutir os riscos associados à concentração dos títulos públicos domésticos nas mãos de investidores estrangeiros. As passagens a seguir ilustram essa discussão:

"Tem [a discussão] também de qual o percentual que vamos deixar na mão do estrangeiro ... quando você olha para 99 e 2002 eu fico me perguntando como é que teria sido a crise se nós tivéssemos 10, 15, 20% da dívida interna na mão de estrangeiro ... eu acho que a gente teria tido um problema muito maior ...".

"Aliás, isso [a participação do investidor estrangeiro] tem que ser discutido se é bom negócio para o Brasil ou não ... porque uma das características da nossa dívida pública interna [é que ela] sempre esteve nas mãos dos brasileiros Nós sempre tivemos uma separação muito bem definida entre dívida em real e dívida em dólar. Dívida em real nas mãos de brasileiros, e dívida em dólar nas mãos de *gringos*, ou no mercado internacional. Isso serviu para alguma coisa pois limitava nosso *exposure* em relação às crises externas. ... No caso de crises externas ... o público interno obviamente rejeita um pouco os títulos e instrumentos financeiros, mas ele não tem muita alternativa para aonde ir, enquanto que o investidor externo sempre pode desfazer sua posição em detrimento de outras alternativas espalhadas pelo mundo, ... de forma que [dívida interna nas mãos de estrangeiros] aumenta a [nossa] vulnerabilidade a crises externas ...".

"... a única observação que eu faço em relação a isso é o seguinte: não se deve depender por completo, ou por uma parte muito grande do investidor estrangeiro. Eu acho que o investidor estrangeiro [tem que participar com] algo como 5% da demanda de títulos, no máximo ... acho que não chegaria a 10% ..., sei lá, aí tem que estudar o percentual ideal.... Acho que não se deve impedir; se o estrangeiro quiser entrar pode, mas ser a estratégia do Governo: "vou vender para estrangeiro"... não dá A razão é que o estrangeiro entende menos o país, então para ele se desfazer de uma posição pode não alterar nada para ele, no entanto, para o país ... altera o estoque aqui onde está a riqueza da maioria dos brasileiros, e aí você passa a ter uma oscilação enorme da riqueza com o humor dos estrangeiros, que é muito mais variável, o que é normal, do que os locais".

"Em todos os países em que o estrangeiro teve um percentual grande, as dívidas internas tiveram oscilações muito piores do que aqui.... Se você olhar o comportamento da dívida externa brasileira em 2002, quando teve uma probabilidade de inadimplência razoável, e olhar o comportamento das LFTs, você vai ver que as duas refletiram a probabilidade de inadimplência do Governo, mas uma era, sei lá, 20%, e a outra era 3% ... são completamente diferentes as visões que o local e o estrangeiros têm do país".

"[O lado] negativo é que os países ficam com menor condição de gerir sua política monetária, ... e a política cambial No fundo os investidores estrangeiros ficam olhando de um lado para outro ... podem sair ou podem entrar ... e de repente a taxa de câmbio pode ir para onde você não quer ... enfim, a participação do investidor estrangeiro não é tão simples assim".

"... parece que o Tesouro tem a idéia de que o alongamento vai ser feito com a demanda do investidor externo; ... eu parto do pressuposto de eles podem conseguir alongar com o auxílio do estrangeiro, eu não digo que é impossível, se vc tirar IR, tirar tudo, ... mas eu não gosto muito da idéia dessa ser a única estratégia ...".

"Não concordo muito com a idéia de alongar com base na demanda do estrangeiro, porque além de trocar dívida interna por dívida externa, cada vez que o estrangeiro entra aqui, como ele opera na ponta longa da curva, fica cada vez mais difícil de eu chegar para um cliente meu e falar para comprar um título de 2 anos de prazo, que na média vai dar uns 9, 10%, porque esse país vai dar certo, etc., ... dado que ele leva 12% real hoje no curto prazo".

Sobre a estratégia de isentar os estrangeiros de imposto de renda, para incentivá-los a participar do mercado de dívida interna, houve uma certa reticência por parte dos entrevistados, como pode ser ilustrado pelo trecho a seguir:

"Não sou a favor de isentar investidores estrangeiros de imposto de renda, enquanto brasileiro paga imposto para investir em título público ... quer isentar, então isenta todo mundo ..., porque brasileiro paga na declaração de imposto de renda ...".

A.3. Oferta do mercado de dívida pública

Sobre as características da oferta do mercado de dívida pública, foi possível identificar quatro grandes tópicos de discussão junto aos entrevistados. O primeiro trata da composição da dívida pública atual, seus determinantes históricos e institucionais, e discussões sobre o instrumento de dívida pública mais peculiar, a LFT. O segundo tópico apresenta as opiniões sobre as mudanças do perfil da dívida pública, enfatizando aspectos como o alongamento da dívida, sobretudo com o uso de instrumentos indexados a índices de preço, a prefixação da dívida, a discussão que envolve o alongamento dos prazos versus a *duration* e, finalmente, os custos associados à mudança do perfil atual da dívida. O terceiro grupo de discussão aborda os aspectos relacionados à administração da dívida em si pelo Tesouro; e o quarto, e último tópico, apresenta as discussões dos entrevistados a cerca do uso de instrumentos de dívida alternativos, tanto no que diz respeito aos prazos, quanto ao tipo de remuneração.

A.3.1. Composição da dívida pública

No que diz respeito à composição da dívida pública, os entrevistados ressaltaram os condicionantes históricos de hiperinflação como fator determinante para o perfil de dívida atual. Também foram enfatizados alguns aspectos institucionais e estruturais que dificultam o alongamento da dívida. Sobre a utilização do instrumento LFT, os entrevistados apontaram, dentre outros aspectos, os motivadores para sua utilização, seus benefícios passados e o problema que este instrumento representa hoje, assim como a viabilidade de sua substituição, e os custos associados.

Para os entrevistados, a composição e, portanto, o perfil atual da dívida pública foi determinado principalmente pelos condicionantes históricos de hiperinflação. Segue abaixo algumas passagens que ilustram essa opinião:

"Condições históricas [de hiperinflação] do país certamente são grandes determinantes da estrutura da dívida pública que temos hoje, seja em termos de prazos, seja suas características, etc.".

"... o processo de alongamento não se acelera em parte por causa do histórico hiperinflacionário e das convenções construídas e consolidadas durante esse período no país ...".

"O histórico inflacionário determinou a existência da LFT ... elas são uma distorção, uma herança da hiperinflação ...".

Foi enfatizado também pelos entrevistados aspectos institucionais e estruturais que contribuem, ainda hoje, para a atual composição da dívida pública:

"Existe questões estruturais, institucionais, que dificultam o processo de alongamento e basicamente estas [questões] estão relacionadas à liquidez e à dificuldade em se forçar a redução dessa liquidez..., em fazer um *enforcement* de regras Por exemplo, o banco que não oferece liquidez hoje, ... ele está fora do mercado".

"Existe um aspecto institucional muito importante que impede o alongamento da dívida: o passivo do sistema financeiro. O passivo dos bancos e dos fundos não mudaram e as instituições da época inflacionária não se desfizeram ..., não mudou quase nada. ... A caderneta de poupança de 30 dias, os CDBs com o prazo mínimo de 30 dias, a recompra continua existindo, as cotas de fundos são diárias depois de uma carência ... então quer dizer ... os passivos ... o sistema financeiro não mudou ... a cara dele não mudou".

"Existem instituições criadas na época da inflação que estão aí, ... e essas instituições incluem desde as normas escritas, até a própria cabeça das pessoas ...".

Sobre a utilização das LFTs, os entrevistados enfatizaram que a sua demanda acontece por causa altas taxas de juros que são pagas, e porque não tem risco de oscilação de preço com a volatilidade dos juros e da inflação. Os trechos a seguir são exemplos claros sobre esse aspecto da LFT:

"Todo mundo topa ter esse volume de LFT porque é cômodo ..., ela só tem incorporado o prêmio de risco de crédito do título público, que pode abrir ou fechar segundo a possibilidade de se ter alguma renegociação, ... do contrato ser honrado

conforme pactuado, ou dele não ser honrado em algum momento, ... [a LFT] não tem risco de oscilação de taxa pré ...".

"A LFT é muito cômoda porque paga uma taxa de juro real todo o dia no SELIC que é muito elevada ...".

"O mercado tem essa demanda por LFT exatamente por causa da taxa de juros real, e se existe essa quantidade de título é muito mais em função do tamanho da taxa de juros real, do que um problema de estrutura de curva [de juros] ...".

"A demanda por LFT iguala a incerteza sobre o futuro da taxa de juros, e isso é sem dúvida uma verdade".

"Possivelmente uma das explicações para que a LFT ainda sobreviva, ou para que sua diminuição vem sendo lenta, seja porque praticamos taxas de juros, reais e nominais, muito elevadas ...".

A utilidade da LFT em momentos passados também foi bastante citada entre os entrevistados:

"LFT teve seu papel no passado, ... a economia brasileira não se dolarizou, como outras economias que tiveram inflação elevada, sem dúvida por causa da LFT, ou dos instrumentos indexados no overnight, ... mas passou esse período ... e está na hora de entrar na normalidade, ... não tem país que tenha LFT ...".

"A LFT teve um papel realmente importante durante a hiperinflação e no processo de estabilização monetária ...".

"A LFT pode parecer estranha, mas já foi muito útil ...".

No entanto, a maioria dos entrevistados entende que a LFT é hoje um problema que precisa ser enfrentado e resolvido:

"A LFT é o dólar interno. Como não se permitiu dolarizar a economia no Brasil, inventou-se a LFT, que é o dólar interno Em outros países [que não tem a LFT], o mercado financeiro é totalmente dolarizado ...".

"O nosso problema é o mesmo problema dos países que não fizeram a transição bem sucedida, e ainda têm o dólar na sua economia.... Eles têm que desdolarizar, ... nós temos que desLFTizar ...".

"A LFT é uma herança do período de inflação alta e altamente volátil. Por isso, trata-se de um instrumental totalmente inadequado para o momento que vivemos Tem segmentos do mercado que acham que isso foi um achado, então ... porque abrir mão? Olha, até pode ser verdade em momentos de crise, mas nota só o que ela faz ... ela incorpora todo o movimento de taxa de juros de curto prazo aos papéis longos ... é um problema e tem que acabar".

"Não existe espaço para a LFT num país onde a inflação é baixa e as taxas de juros nominais deveriam ser baixas ...".

"Juros altos são reflexo de uma política monetária ineficiente, em parte isso acontece por causa das LFTs Elas já foram importantes, mas tá na hora de mudar Não há dúvida de que a LFT é um dos instrumentos que causa a ineficiência da política monetária, ... com a LFT não há perda de capital ... tudo bem, não é o único problema, mas se você aumenta o juro, o fato é que você não diminui a riqueza das pessoas ... que é um dos efeitos adicionais que a política monetária tem em outros países ...".

"Sem inflação, a LFT passa a ser uma distorção que torna a política monetária ineficaz ...".

Diante do problema que as LFTs representam atualmente, os entrevistados afirmam que existe espaço para eliminá-las, trata-se de uma discussão que deve ponderar custos versus benefícios. As citações a seguir ilustram essa discussão:

"A questão de substituição das LFTs é muito complexa, mas simulações, dentro de hipóteses plausíveis, apontam para um custo de 1% do PIB para reduzir o estoque de LFT pela metade em 2 anos ... [logo], não custa muito, custa menos do que custou *ex post* a substituição das cambiais ... o momento parece propício para iniciar esse processo".

"É possível forçar a mão e acabar com a LFT, porém os custos envolvidos nesse momento não compensam".

"A eliminação das LFTs é uma decisão que deve ponderar custos e benefícios".

"Acelerar o processo de diminuição das LFTs implica em aceitar certos custos na forma de juros mais altos nos papéis que o Tesouro Nacional deseja colocar no mercado".

A.3.2. Mudança do perfil da dívida pública

Em relação a mudanças no perfil da dívida pública, os entrevistados apontaram como relevantes as discussões sobre (i) o alongamento da dívida, sobretudo com o uso de papéis indexados a índices de preço, (ii) a necessidade de se ampliar a parcela de títulos prefixados, (iii) o problema da *duration* da dívida, inclusive o fato de ser este um problema maior do que o alongamento em si e, finalmente, (iv) o prêmio de risco e, portanto, os custos para se concluir a mudança do atual perfil da dívida.

Os entrevistados enfatizaram a importância da utilização de papéis indexados a índices de preço no alongamento da dívida e na ampliação do seu prazo médio. São exemplos dos comentários feitos pelos entrevistados a respeito deste assunto:

"A transição é gradual e já está acontecendo, ... o Governo vai testando o mercado e vai alongando ... e nesse processo, os títulos indexados a índices de preço têm tido papel importante".

"Papéis indexados a índices de preço são importantes no alongamento da dívida ...".

"Instrumentos indexados a índices de preço devem ser utilizados para alongar [um] pedaço substancial da dívida, ... inclusive eu acho que [o Governo] devia ser bem mais agressivo no alongamento via índices de preço ...".

"O mercado demanda papéis tanto em IGPM, quanto em IPCA. Logo, [o Governo] tem que emitir títulos indexados em IGPM e IPCA, os dois ... porque com índice de preço você consegue alongar muito a curva, muito mesmo ..., e com taxa de juros real muito mais baixas do que as taxas que hoje estão sendo utilizadas ...".

"... como aumentar a parcela de prefixado hoje diminui o prazo médio da dívida, deve-se compensar [o encurtamento] com a emissão de papéis indexados a índices de preço ...".

Sobre o uso de papéis indexados a índices de preço, os entrevistados acreditam, inclusive, que o Governo deveria ser ainda mais agressivo no alongamento dos prazos, como pode ser percebido nas citações a seguir:

"Papéis de curto prazo indexados ao IPCA não tem função e, portanto, o custo de alongamento desse papel é pequeno vis a vis a segmentação que se alcançaria ...".

"Papéis indexados a preço são por definição *hedge* contra inflação, contra tendências de inflação no longo prazo e, portanto, são instrumentos adequados para alongar a dívida pública ... é o instrumental mais adequado para fazer isso".

"Os títulos indexados ao IPCA deveriam ser emitidos com prazos mais longos dos que os atuais 1 ou 2 anos ... porque não vejo necessidade, ... e nem uma função para esse tipo de título no mercado ...".

A necessidade de prefixação da dívida também foi apontada como um aspecto importante da discussão sobre a formação da estrutura a termo da taxa de juros. Os trechos a seguir ilustram esse ponto:

"Para ter a curva a termo você tem que jogar com o aumento da proporção de prefixados ...".

"... o Brasil tem condição de ter alguma coisa prefixada Eu acho que já tem algum espaço para prefixado, ... nós temos que paulatinamente ir substituindo as LFTs, que são exatamente [os instrumentos] que causam maior distorção ...".

Outro aspecto importante de ser ressaltado foi a discussão sobre a necessidade de se aumentar o *duration* da dívida pública. Para alguns entrevistados, o problema representado pela curta *duration* da dívida é até mais fundamental do que o alongamento em si com base em instrumentos inadequados. A seguir, algumas passagens sobre essa discussão:

"Existe um papel no mercado brasileiro, a LFT, que tem maturidade razoavelmente alta, ... e o que estamos propondo é trocar esse papel por LTN de maturidade menor, porque o problema não é a maturidade mais a *duration* ...".

"Você pode [inclusive] dizer que o Governo está abusando das LFTs, ... lançando [LFTs] de longo prazo. Tudo isso para iludir o investidor estrangeiro de que a maturidade da dívida é maior do que fato ela é, ... e ela é de 1 dia, ... porque na crise o Governo recompra tudo ... é artificialismo ... você não resolve o problema da *duration* ...".

"Acho que existe um trabalho que pode ser feito sim [pelo Governo], ... e uma parte disso é vender papéis com algum *duration*, ... mostrar que isso pode ser bom; ... ainda que os bancos não tenham muito estímulo para fazer isso ...".

"Tem se vendido papel pré, mas sair de LFT para um papel de 90/180 dias é bom, mas não é nada revolucionário... é uma *duration* muito curto ...".

Assim como já mencionado no item 6.3.1, os entrevistados vislumbram a possibilidade de eliminação das LFTs do mercado; ou seja, que a sua não emissão futura é sobretudo uma questão de preço que precisa ser ponderada pelo Governo. A mesma idéia é compartilhada pelos entrevistados no que tange as demais modificações no perfil atual da dívida pública, seja o seu alongamento e/ou prefixação. Os comentários a seguir reforçam a idéia de que existem custos para concretizar a mudança do perfil da dívida que devem ser ponderados e discutidos frente aos benefícios que se pode obter com tal mudança:

"Tentar alongar e acelerar o processo de desLFTizar muito rápido vai resultar num custo muito alto, ... você vai pagar um preço ...".

"Vender papel pré de 2 anos num volume muito grande vai resultar no pagamento de um prêmio que pode ser muito alto ...".

"Não dá para inundar o mercado agora de papel longo, você vai pagar um prêmio de risco suicida ...".

"Acho que a demanda para o mercado longo e prefixado é uma questão de preço, embora as opiniões possam divergir ...".

"Apesar das condições macroeconômicas terem evoluído, existe ainda um prêmio positivo sobre as LFTs que o Tesouro precisa estar disposto a pagar para trocar os papéis ...".

"A discussão de aceleração do processo de alongamento e prefixação da dívida passa atualmente por uma decisão do Tesouro em incorrer em custos de dívida mais altos no futuro ...".

"Acelerar o processo de diminuição das LFTs implica aceitar certos custos na forma de juros mais altos nos papéis que o Tesouro deseja colocar no mercado".

"Qualquer discussão sobre alterações no perfil atual da dívida pública vai implicar em custos que precisam ser ponderados e discutidos claramente, diante dos seus benefícios ...".

A.3.3. *Administração da dívida pública*

De uma forma geral os entrevistados consideram que o Governo tem evoluído na gestão da dívida. Nesse sentido, reconhecem que o Tesouro tem trabalhado ativamente para melhorar o perfil da dívida pública, conforme os trechos a seguir:

"O Tesouro tem se empenhado para alterar o perfil da dívida ...".

"Administração da dívida pública mais profissional e a separação da gestão da dívida pública da gestão da política monetária, trouxeram benefícios ... porque o Tesouro tem o seus interesses específicos e o BC tem os seus, e não necessariamente esses interesses são convergentes no curto prazo, embora a médio/longo prazo sejam ... ou deviam ser ...".

No entanto, foi observado que o próprio Tesouro não tem muitos incentivos, pelo menos do ponto de vista do custo da mudança, e que isso poderia ser um impeditivo para o alongamento e a prefixação da dívida:

"O Tesouro tem incentivos para ficar no curto prazo, porque ele vislumbra a probabilidade, num horizonte de curto/médio prazo, da taxa cair ..., e nesse cenário, não só existe um prêmio a ser pago pelo alongamento, mas a possibilidade do custo da dívida ser menor num horizonte relativamente curto E é normal que ele pense assim, ... se a gente tivesse lá a gente pensaria na mesma coisa".

"... [o Tesouro] parte do princípio do seguinte, ... ele fala caramba ... essa taxa de juros real é muito alta ... a probabilidade dessa taxa cair é muito maior do que subir, então por que eu vou alongar agora? ... As coisa são muito interligadas, ... e evidentemente, você como tomador fica no curto prazo, pois espera que a taxa caia ... e você, como doador, quer alongar para fixar um determinado patamar de juros, ou pelo menos deveria, ... mas não é o que acontece".

O ultimo aspecto identificado junto aos entrevistados sobre a administração da dívida pública é a opinião de que, mesmo agindo ativamente, o Governo deve enxergar que há limites para na sua atuação junto ao mercado:

"Eliminar a LFT exige do Governo balancear entre instrumentos prefixados e índice de preço para evitar o encurtamento da dívida ...".

"Insistência do Governo em fazer a transição com prefixado distorce os preços dos papéis ... e é por isso que eu acho que tem que ter uma transição. O Governo está fazendo a transição insistindo muito no prefixado ... eu acho que tudo bem, mas tem limite para isso ..., a não ser que você queira distorcer muito o preço Não tem sentido dois papeis idênticos do Governo pagarem prêmios diferentes, e isso é transitório ... tem que ser transitório ...".

A.3.4. *Instrumentos alternativos*

Finalmente, algumas sugestões para instrumentos alternativos foram feitas pelos entrevistados, de forma a incorporar na oferta pública, títulos com algum estímulo ao alongamento e à prefixação de posições.

De forma geral, os entrevistados acreditam que papéis com alguma forma de remuneração flutuante, porém distinta daquela proporcionada pelas atuais LFTs, e corrigidas em prazos maiores seriam aceitas com maior facilidade pela demanda:

"Papéis com remuneração variável ou flutuante são mais fáceis de vender do que uma LTN longa ... inclusive porque o Tesouro não teria o receio de vendê-los num cenário em que ele também espera a queda dos juros ...".

"Alongar a dívida é mais fácil com instrumentos flutuantes ... é muito difícil alongar a dívida em prefixado ... vai demorar muito tempo ... ou vai custar muito caro".

"Papéis reajustados em prazos maiores são melhores porque aumentam a sensibilidade da dívida pública à taxa de juros ...".

"A introdução do título indexado aos juros com reajuste em períodos maiores poderia ser feito qualquer momento ..., não vejo nenhuma contra indicação fazer essa espécie de LFT alongada ...".

"Uma alternativa intermediária para substituição das LFTs é colocar títulos com reajuste em prazos de 1, 2, ou mais anos ... Ou seja, você substitui as LFTs, não por prefixados, porque o prefixado você só vai conseguir pouco no início dada a volatilidade da inflação brasileira ainda que ainda é grande; mas por papéis como a Libor de 1 ano ... um pré de 1 ano do Governo que seria reajustado a cada ano ..., ou um pré de dois anos que seria reajustado a cada dois anos, etc."

"É viável pensar na idéia de transformar a LFT de *duration* zero, ou 1, num papel de *duration* 30, 60, 90 dias ... que é um papel de juros flutuantes".

"... outra alternativa é construir LTN de 28 dias, e outros títulos múltiplos dessa LTN cuja remuneração reflete esses títulos ..., papéis com uma remuneração que difere da aplicação em prefixado puro. A idéia é a seguinte; você cria um papel líquido que o Tesouro se compromete a colocar toda semana, num certo volume ..., na minha cabeça esse papel é uma LTN de 28 dias Aí eu construo títulos que são múltiplos desse papel ... por exemplo, eu construo uma LTN de 280 dias ... uma LTN variável ... cuja remuneração são os diferentes papéis de 28 dias em cada período. No primeiro período de 28 dias ela tem a remuneração da LTN de 28 dias que foi leiloadada nesse mesmo período, ... no outro período ele teria a remuneração da outra LTN 28 que foi negociada no período subsequente e assim sucessivamente Ou seja, a taxa de juros desse papel novo seria corrigida de 28 em 28 dias. ... É claro que você poderia imaginar papéis de outros prazos, mas a verdade é que essa LTN de 280 dias seria diferente de comprar uma LTN de 280 dias prefixada pura ...".

A.4. Dinâmica para modificação do perfil da dívida pública

Ao tratar de aspectos relacionados à dinâmica para modificação do perfil da dívida pública, os entrevistados apontaram para temas relacionados ao (1) gradualismo característico do processo de alongamento e prefixação da dívida pública, (2) à necessidade de se contar com horizontes adequados de trabalho, sobretudo para administrar a transição de forma adequada, (3) à atuação do Governo, inclusive dando sugestões para que este direcione suas políticas e, finalmente, (4) à importância do estado de confiança dos participantes do mercado frente às políticas implementadas.

A.4.1. *Gradualismo*

Apesar das diferentes opiniões, foi possível identificar um certo consenso entre os entrevistados de que a formação da estrutura a termo da taxa de juros, assim como o alongamento e a prefixação dos títulos públicos, trata-se de um processo gradual, de "indução na margem", que não pode contar com "mágicas" e nem "artificialismos". Neste sentido, toda e qualquer política que vise acelerar o processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros deve ser testada, e não compulsória.

Os trechos a seguir exemplificam essa visão gradualista do processo de indução para a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros no mercado de dívida pública brasileiro:

"Prefixar e alongar [a dívida pública] é um processo de indução na margem, ... não adianta numa determinada data a não emissão de LFT, por exemplo ...".

"Apesar de existirem idéias distintas, concorda-se que se trata de um processo gradual, ... que tem que ser baseado nos fundamentos, e que não pode ter artificialismos ...".

"... eu acho que é um processo indução ..., não é uma coisa que você chega e impõe ..., do tipo o novo Governo chega no dia 1º de Janeiro e diz que a partir de hoje só se emite prefixado longo ...".

"A indução da formação de uma estrutura a termo de juros é um processo que depende de vários aspectos. Acho que não é uma coisa que se possa fazer assim da noite pro dia, mas também o Governo não pode ficar simplesmente deixando acontecer por si só ...".

"Não existe uma solução mágica em matéria de dívida pública ... a solução vai ser um pouco disso, um pouco do outro, até você conseguir Porque o problema de ser o CDI o benchmark continuará durante muito tempo, ... [pelo menos] até a memória das pessoas mudar ...".

A.4.2. *Timing*

Sobre o timing adequado para se implementar algum tipo de estratégia para induzir a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros, os entrevistados apontam dois aspectos importantes. O primeiro no sentido de que a economia brasileira passa por um momento que permite pensar em

evoluir na direção da formação de uma estrutura a termo convencional, e o segundo aspecto ressalta que qualquer tentativa mais agressiva, por parte do Governo, deveria contar com um horizonte de trabalho maior do que um ano.

Quanto ao momento favorável da economia brasileira podem ser citados os seguintes comentários:

"Acho que a economia brasileira encontra-se numa situação que permite a formação de uma estrutura a termo convencional ..., especificamente no que diz respeito ao alongamento da dívida pública ...".

"Não existem pressões inflacionárias no câmbio ou commodities em vista, ... atualmente os fundamentos são muito grandes, o que significa que no momento nós temos condição de baixar a taxa real de curto prazo, e caminhar para a construção de uma curva de juros normal ...".

Por outro lado, os trechos seguintes ilustram a necessidade de se trabalhar com horizontes de trabalho maiores do que um ano:

"Seria melhor ter mais agressividade na implementação de qualquer estratégia de alongamento e prefixação quando existir a perspectiva de mais 4 anos de Governo pela frente, ... porque obviamente essa transição vai ter que ser administrada ...".

"Não há perspectiva para uma curva de juros positivamente inclinada já no ano de 2006, talvez no final do ano que vem ... até porque o juro vai cair de forma gradual ... a não ser que o Banco Central derrube a taxa de juros muito rapidamente, coisa que eu acho que eles não vão fazer ...".

A.4.3. Atuação do Governo

Quanto à atuação do Governo, as opiniões dos entrevistados diferem quanto ao grau de atuação das autoridades para acelerar o processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros e, portanto do alongamento e prefixação da dívida pública.

Para alguns entrevistados, o Governo deve agir diretamente e ativamente na administração da dívida pública, trabalhando para acelerar o processo. Por outro lado, outros consideram que o Governo deve trabalhar nas reformas necessárias e nos fundamentos econômicos, sem

necessidade de mudanças significativas do lado da oferta, de forma que o processo de alongamento e prefixação se dê de forma natural.

Existe um consenso, contudo, de que qualquer política deve ter explicitado algum tipo de relação custo versus benefício.

Os trechos a seguir ilustram as posições em favor de uma postura mais ativa do Governo:

"Embora não tenha nenhuma medida heróica, o Governo pode gerar certas rupturas, certas mudanças para induzir o processo de formação da estrutura a termo ...".

"Este é um processo que incorpora questões institucionais e conjunturais, e que, portanto, exige uma atitude pró-ativa do Tesouro e do Banco Central ...".

A posição de que o Governo deve trabalhar sem muita intervenção, para que o processo ocorra naturalmente, pode ser ilustrada pelas passagens a seguir:

"O processo de alongamento e prefixação da dívida pública vai acontecer naturalmente ... eu não tenho dúvida ...".

"... o alongamento e a prefixação da dívida pública (ou a diminuição da parcela de LFT) vai ser alcançado ao longo do tempo".

"O Governo, Tesouro e Banco Central, tem uma atuação muito limitada para acelerar, ou impor o processo de formação da curva de juros ao mercado, ... eu tenho uma visão de que isso vai ser feito via mercado, ... até porque eu acho que qualquer coisa impositiva não cabe mais no Brasil".

"Essa discussão remete em última instância aos fundamentos da economia de uma maneira ampla (econômicos, políticos e financeiros) que compõem uma análise de risco de longo prazo ...".

"Tem que se agir nos fundamentos para fazer essa transição ... até porque o quanto que você pode conseguir e como você pode conseguir, ... através de que instrumentos, ... através de uma administração ativa da dívida pública ... é uma questão sem resposta ...".

De qualquer forma, os entrevistados concordam que qualquer política deve explicitar e considerar custos e benefícios. Os trechos a seguir apontam para essa discussão:

"É preciso sempre ponderar os custos e benefício de uma política ...".

"... nem sempre atender os desejos do mercado, [ou] da maior parte da demanda, em prol da minimização do custo da sua dívida, coincide com seus objetivos de longo prazo ...".

"... não existe tal coisa do Banco Central [ser] obrigado a colocar esses ou aqueles títulos ..., em momentos de crise, claro ... acontecem certas coisas em que ele se vê obrigado a atender certas exigências do momento, ... mas quando falamos de por exemplo, dava para colocar títulos mais longos? ... dava, ... é só uma questão de taxa. Sempre existe uma taxa que o mercado aceita os títulos, e você tem que julgar se esse diferencial de taxa, se é que existe, compensa vis a vis seus objetivos de longo prazo ... não tem almoço grátis, tudo o que você quer fazer tem seus custos e benefícios ... e você tem que julgar isso, de forma clara ...".

"Vender papel pré de 2 anos, num volume muito grande vai resultar no pagamento de um prêmio que pode ser muito alto ... é claro que aí você pode considerar que vai ter uma espécie de seguro, porque você começa a ter *duration* na dívida, a política monetária fica mais poderosa, e talvez os juros não precisem ser tão altos para derrubar a inflação ... tem que avaliar e discutir de forma clara quais são os custos, mas também quais são os benefícios ...".

Outro aspecto citado pelos entrevistados, a respeito da atuação do Governo para acelerar o processo, está associado à sua persuasão junto aos participantes do mercado, no sentido de formatar produtos de varejo que estimulem o alongamento e a prefixação, sem a necessidade de vislumbrar concessões especiais.

"Não é preciso vislumbrar nenhum tipo de concessão específica para os bancos e suas tesourarias, por exemplo, sinceramente não vejo como isso aconteceria ... o que eu vejo é que está aumentando muito o crédito sobre o PIB, e que, portanto, os bancos [privados] estão diminuindo a quantidade de títulos públicos na carteira porque o que banco sabe fazer é emprestar ... pra você ganhar dinheiro com título público você monta um fundo, não precisa de um banco ... não precisa ter uma estrutura de banco pra ter isso ... é muito mais barato montar um hedge fund e para os bancos tem que se avançar nisso, no incentivo ao crédito ...".

"... inclusive as tesourarias de banco diminuíram muito, se você olhar nos últimos anos houve uma diminuição expressiva dos títulos públicos nas tesourarias dos bancos privados ... e eu não vejo porque haveria de se fazer alguma concessão ...".

"De fato no Brasil criou-se uma espécie de cultura do CDI, e acho que o mercado aqui ainda não chegou ao ponto de precificar direito o valor da curva para o investidor de varejo, ... talvez o Governo pudesse dar um empurrãozinho nesse sentido, mas não é muito fácil ...".

"O Governo poderia chamar os bancos para conversar e discutir a possibilidade de ofertar produtos de varejo distintos dos atuais fundos de renda fixa, com taxas de médio prazo, mas não tão evidente fazer isso, porque o investidor que não é profissional olha a curva invertida e opta por ficar no curto prazo ...".

Finalmente, alguns entrevistados apontaram para a importância do Governo analisar o que aconteceu em outros países em situação similar a do Brasil, como por exemplo, o México, a Polônia, e Israel, tirando lições para direcionar sua atuação.

"... é um problema que você tem que analisar outros países, ver o que eles fizeram, que instrumentos usaram, que tipos de regulação ou tributação deram certo e que tipos deram errado, por que houve reversões? ... etc."

"A análise de países como México, Polônia e Israel é importante porque são países que saíram de uma situação não muito diferente e desenvolveram uma estrutura a termo para a dívida pública ...".

"Polônia, México e Israel não tinham estrutura a termo interna há 10 anos ... logo, é possível fazer a transição, e esses países têm algo a ensinar ...".

A.4.4. *Confiança dos mercados*

Ainda sobre a dinâmica de modificação do perfil da dívida e da formação da estrutura a termo da taxa de juros, identificou-se junto aos entrevistados um alto grau de importância atribuído ao estado de confiança do mercado, e de seus participantes, nesse processo.

Essa idéia pode ser percebida a partir das citações a abaixo:

"O processo envolve participantes de mercado e, portanto, depende do seu estado de confiança e de suas convenções ...".

"... é preciso ter demanda, e demanda vai ter na medida que esta sente que o período de calote vai desaparecendo ...".

"Não tem milagre para ser feito em matéria de dívida pública, pois grande tendência não é dada pelo administrador da dívida pública, ... a grande tendência é dada pela confiança, pelas taxas de juro praticadas, pela consistência de política macroeconômica".

"O processo de alongamento e prefixação por parte da demanda só acontece num ambiente em que se confia na sustentação de uma taxa de juros mais baixa, na solidez de uma política macroeconômica que faça sentido e na administração da dívida pública".

A.5. Regulação e Tributação

Ao tratar da regulação, os entrevistados enfatizaram o uso da tributação com uma estratégia importante no processo de formação da estrutura a termo da taxa de juro, bem como do alongamento e prefixação da dívida pública.

O trecho a seguir ilustra que a regulação por parte do Governo deve agir no sentido de reduzir os desincentivos existentes no mercado de dívida pública:

"... eu acho que a regulação pode fazer alguma coisa, e a postura dos reguladores deve ser no fundo a de reduzir os desincentivos para o alongamento; por exemplo, a estratégia vencedora de qualquer gestor de recurso de fundo de pensão é comprar título público que paga uma taxa real muito alta, ... então numa situação desse tipo eu acho que a regulação tem um papel ativo importante para incentivar o alongamento ...".

Nesse sentido, os entrevistados apontara a tributação como um dos aspectos mais importantes dessa discussão:

"Eu acho que a questão tributária pode ajudar ... na verdade eu acho que isso o Governo já fez ... está fazendo ...".

"Uma coisa que você poderia fazer era usar o IOF, botar um IOF muito penalizador pros fundos no curto prazo, poderia colocar prazo mínimo, por exemplo o prazo mínimo do CDB não é mais 30 agora é 60 ... sei lá... só que o mercado desenvolve alguns mecanismos muito criativos, e que se o mercado não tiver maduro não adianta ...

"Aspectos regulatórios são muitos relevantes nessa discussão. Acho que vale a pena citar logo de cara aspectos tributários; você tem imposto na fonte, a tributação é sobre o ganho nominal, e isso tem algum peso tb Porque se a tributação é sobre ganho nominal e você tem um título indexado, e há um problema qualquer e a inflação sobe, o seu ganho real ex post vai ser menor porque um pedaço do ganho num título indexado, que em tese deveria te proteger, vai ser comido pelo imposto; então tem coisas assim desse gênero que precisam ser consideradas...".

Por outro lado, os entrevistados também atentam para o fato de que a regulação, seja via tributação, seja por outras formas, tem limitações. Os trechos a seguir ilustram essas idéias:

"Impostos como o IOF podem ajudar Porém, trata-se mais de um processo, ... de forma que esses instrumentos não resolvem o problema porque o mercado não está

maduro.... Tem esse IOF de curto prazo, tem esses instrumentos que te ajudam um pouquinho mas, ... é mais um processo de indução mesmo do que qualquer outra coisa".

"Poderia se imaginar, por exemplo, um mínimo de tantos por cento em títulos de determinado prazo, só que essas regras de no mínimo alguma coisa nunca funcionaram direito no Brasil. ... Por exemplo, ... uma coisa típica, ... o balancete dos fundos e dos bancos é fechado uma vez por mês, ... então o que normalmente acontece é que naquela data você se enquadra, nos outros dias você operar como lhe for mais conveniente, ... a não ser que você faça um acompanhamento diário ... mas isso é um custo muito grande, ... acaba sendo inviável."

"O put implícito não registrado, os acordos de recompra, é um problema que a regulação dificilmente pode resolver O acordo de recompra não registrado é o pior dos mundos porque o regulador, ou no caso o cotista, ou o associado do plano de previdência, ele não sabe ... ele não tem como conhecer a real estrutura dos ativos e do passivo, dependendo do lado, dessa instituição, desses fundos Aliás, quando o Banco Central proibiu o acordo de recompra, esses acordos passaram a ser feitos de boca, verbalmente, ... então não está muito claro pra mim que a regulação possa resolver alguns aspectos importantes".

A.6. Riscos associados à implementação de modificações do perfil da dívida pública e ao processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros

Ao discutir os eventuais riscos associados à implementação de uma estratégia para modificar o perfil da dívida pública, e acelerar o processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros, os entrevistados citaram que o atual momento é de (1) baixo risco político, embora este ainda exista, porém conta com algum (2) risco de desequilíbrio macroeconômico, sobretudo quanto à possibilidade de ocorrência de dominância fiscal, e (3) riscos microeconômicos, normalmente restritos à persistente não existência de demanda, ou à introdução de componentes adicionais de incerteza em um mercado já bastante tencionado.

A.6.1. *Risco político*

No que diz respeito ao risco político, os entrevistados afirmaram que atualmente este risco existe, porém é baixo. De forma que este somente seria crível na medida em que os dirigentes se

mostrassem inclinados a soluções compulsórias e/ou que comprometesse a estabilidade conquistada até o momento.

Os trechos a seguir ilustram essas idéias:

"Existir [risco político], existe ... os dois candidatos [à presidência em 2007] serão um do PSDB e o outro o próprio Lula Quanto aos dois principais candidatos eu não vejo risco, mas existe um terceiro candidato nas pesquisas, que ainda não é [candidato] mas poderá ser o Garotinho, que tem um conjunto de políticas que é o oposto daquilo que o mercado espera. Mais ainda, ... de vez em quando ele fala que quer reestruturar a dívida, de vez em quando ele não fala nada ... então eu não sei ... por outro lado, mesmo que ele não faça isso, a política dele é o oposto daquilo que deve ser feito. Então eu vejo um risco político sim, mas é um risco que hoje é bem menor do que já foi no passado recente ...".

"O maior risco na minha opinião é um Governo que tente fazer as coisas na canetada; ... ou seja, derrubar a taxa do overnight para 5%, sem ter tomado outras medidas Você vai bater de frente se fizer isso porque vai gerar uma demanda tal num primeiro momento que acho que a oferta não vai dar conta ..., e se você não tiver um fiscal para contrair um pouco [a demanda], você vai bater no muro a 120 por hora, e vai bater mesmo ...".

"A iminência de um candidato que prega um calote na dívida poderia ser um risco e desencadearia uma situação de crise, ... [mas] isso não pode ser uma situação de normalidade ... a cada eleição presidencial um candidato vir com essa novidade ... aí é outra conversa Então, supondo uma situação de normalidade, eu não vejo risco na estratégia de troca, acho até que ela pode ser bem sucedida ...".

A.6.2. *Risco macroeconômico*

Em diversos trechos os entrevistados apontaram para a necessidade de se executar um plano para melhorar o ajuste fiscal via corte de gastos, na realidade é praticamente consenso no mercado que este aspecto da política macroeconômica não pode ser negligenciado de forma alguma.

Nesse sentido, o maior risco de desequilíbrio macroeconômico, dada a manutenção do atual equilíbrio externo, na opinião dos entrevistados, é o risco de dominância fiscal. A citação abaixo ilustra bem essa discussão:

"Existe risco de dominância fiscal se não houver austeridade fiscal Porque nada disso funciona no país, se nós não tivermos austeridade fiscal ... por isso esse tripé é tão importante. O Brasil é obviamente um país [que conta] com uma possibilidade de ter dominância fiscal enorme, ... então você não pode brincar com isso. ... Essa é uma área que você não pode deixar, porque senão a efetividade da política monetária desaparece, e aí não tem jeito ...".

A.6.3. *Risco microeconômico*

Sobre os riscos microeconômicos, os entrevistados citaram a ausência de demanda específica, com posições longas e prefixadas, para os instrumentos públicos, a possível introdução de novas fontes de incerteza e a possível reação de agentes específicos, como os riscos mais prováveis diante de uma estratégia de alongamento e prefixação que acelere o processo de formação da estrutura a termo da taxa de juros.

As citações a seguir exemplificam aspectos da discussão relacionados ao risco de ausência de demanda:

"Eu não vejo grandes riscos no processo de aceleração do alongamento, ... o pior que pode acontecer é você ofertar um título que não tenha demanda, ... aí você volta a ofertar os antigos. Isso é o pior que pode acontecer: ... olha criamos um títulos que não tem demanda, é tão enrolado que ninguém entendeu, ninguém quer..., então paciência ... aí eu volto a ofertar o que já estou ofertando hoje, o que significaria ir na direção certa embora numa velocidade alguém daquela que todo mundo gostaria ...".

"No mercado de juros faltam atores que assumam o risco de taxa de juros de longo prazo, vis a vis taxa de juros de curto prazo ... esse é o risco ... não viabilizar o desenvolvimento desses atores ...".

"Esse prêmio [nos títulos prefixados] é o que justifica o mercado assumir uma posição comprada em papéis longos e vendida em papéis curtos ... justamente a posição contrária do que o Tesouro faz hoje Então, em primeiro lugar, o Tesouro vai ter que estar disposto a pagar esse prêmio, em segundo lugar é preciso que o setor privado gradualmente assuma esse risco, ou seja, por um prêmio qualquer, ele [o setor privado] assume uma posição comprada em papéis longos e vendida em papéis curtos, em prazos curtos ... você tem que ter sempre os dois lados ... e o risco é não conseguir incentivar a formação da posição oposta do Tesouro ...".

Por outro lado, alguns entrevistados apontam para o perigo de se introduzir novas incertezas com a implementação de estratégias para acelerar o processo de alongamento. São exemplos dessa idéia:

"... fazer algo é muito perigoso ..., é introduzir num sistema que tem um grau de risco e incerteza muito grandes, mais riscos e mais incerteza ... essa é uma visão punitiva ...".

"... tem essas idéias da operação twist, aí [outro diz] não, segura 3 meses e deixa o over solto ... eu acho que são coisas muito perigosas.... Esse já é um ambiente tensionado, que tem alto grau de risco e incerteza ... você tem que tomar o cuidado para não distorcer ainda mais o mercado".

Finalmente, sobre a possibilidade de reação de alguns participantes do mercado:

"É verdade que a tesouraria de um banco não tem alternativa diante da oferta de títulos públicos, porém existem consequências como a possibilidade de ampliação de crédito e, portanto, da criação de uma demanda fora do padrão ...".

"... dependendo do que for feito, os aplicadores dos fundos podem sacar seus recursos ... é enganoso pensar que os agentes não reagem ... eles reagem, e o Governo tem que estar atento para esse risco ...".

"... [diante] de uma possibilidade de descasamento de passivos e ativos, os bancos podem escolher começar a transferir esse risco para seus clientes ... é claro que os agentes vão reagir diante de uma situação de incerteza ...".