2026
TEXTO PARA DISCUSSÃO

ipea

DÍVIDA PÚBLICA: O LIMIAR DE MUDANÇAS?

Francisco Luiz C. Lopreato

ipea

2026
TEXTO PARA DISCUSSÃO
Brasília, janeiro de 2015

DÍVIDA PÚBLICA: O LIMIAR DE MUDANÇAS?[1]

Francisco Luiz C. Lopreato[2]

1. Originalmente publicado no livro *Presente e Futuro do desenvolvimento brasileiro* (capítulo 7).
2. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). Pesquisador visitante no Programa Nacional de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea. *E-mail*: <lopreato@eco.unicamp.br>.

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República
Ministro Marcelo Côrtes Neri

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Sergei Suarez Dillon Soares

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Rogério Boueri Miranda

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto
Carlos Henrique Leite Corseuil

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Renato Coelho Baumann das Neves

Chefe de Gabinete
Bernardo Abreu de Medeiros

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2015

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1.Brasil. 2.Aspectos Econômicos. 3.Aspectos Sociais. I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: E62; H63

SUMÁRIO

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO 7

2 GESTÃO DA DÍVIDA: ASPECTOS TEÓRICOS 8

3 INSTITUCIONALIDADE E GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA 15

4 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: EXPERIÊNCIA BRASILEIRA
DO PLANO REAL AO FINAL DO GOVERNO LULA.....20

5 O LIMIAR DE MUDANÇAS NA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA..... 30

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS..... 36

REFERÊNCIAS 38

SINOPSE

A proposta é discutir a dinâmica da dívida pública e propor a realização de mudanças institucionais com o objetivo de eliminar a lógica de curto prazo dominante no mercado financeiro brasileiro. A queda da taxa de juros abriu espaço para aprofundar as alterações recentes da estrutura da dívida e eliminar os traços remanescentes do período de alta inflação.

Palavras-chave: dívida pública; finanças públicas; setor público.

ABSTRACT

The proposal is to discuss the dynamics of public debt and propose to carry out institutional changes in order to eliminate short-term logic dominant in the Brazilian financial market. The fall in real interest rates gave way to deepen recent changes in debt structure and eliminate the remaining traces of the period of high inflation.

Keywords: public debt; public finance; public sector.

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste texto é analisar a dinâmica recente da dívida pública brasileira e discutir o ponto de vista de que a plena superação dos traços do período de alta inflação está atrelada à alteração da lógica de curto prazo dominante no mercado financeiro brasileiro. Certamente, a atual situação da dívida pública não pode ser comparada à existente na década de 1980 nem mesmo a que prevaleceu na primeira década pós-estabilização, mas persistem sintomas do tempo em que o elevado risco e a volatilidade da taxa de juros restringiam a maturidade da dívida e sustentavam a alta participação dos títulos indexados à taxa de juros flutuante.

A queda e a menor volatilidade da taxa de juros real criaram a oportunidade de aprofundar as mudanças ocorridas na dívida pública durante a última década e de atacar a cultura do curto prazo do mercado financeiro brasileiro – herança do período de alta inflação –, responsável por limitar o processo de alongamento da dívida e a redução do peso dos títulos indexados à taxa de juros flutuante (Letras Financeiras do Tesouro – LFTs).

A condição oferecida aos aplicadores de resgatar diariamente as aplicações condiciona a estrutura ativa das instituições financeiras e força a manutenção de alta parcela de títulos de curto prazo atrelados a juros flutuantes, como meio de evitar o descasamento de prazos e atender a demanda potencial de resgates.

O texto defende a proposta de que é necessário realizar reformas institucionais capazes de alongar o perfil das aplicações financeiras e minimizar o culto à liquidez, com rentabilidade assegurada. Assim, as instituições financeiras teriam condições de alongar a estrutura de seus ativos e abandonar a dependência de carregamento de LFTs ou de outras aplicações que cumpram caráter semelhante.

Este trabalho está estruturado do seguinte modo. A primeira seção aborda aspectos teóricos, mostrando a mudança da política de gestão da dívida de acordo com a perspectiva da visão macroeconômica dominante. De instrumento de defesa da estabilidade, na visão de Tobin, assumiu outro caráter na concepção da nova síntese neoclássica. O problema da gestão da dívida ganhou dimensão própria, como peça à parte da política monetária e mesmo da política fiscal, com a tarefa de garantir o menor custo de longo prazo no pagamento das obrigações financeiras a um grau prudente de risco.

A segunda seção mostra como a gestão da dívida brasileira, consistente com as alterações no plano teórico, deixou de ser vista como mero instrumento caudatário de outras políticas e, seguindo a tendência mundial, alterou a institucionalidade em busca de autonomia e de condições de minimizar custo e risco.

A terceira seção analisa a experiência brasileira desde o Plano Real até o governo de Luiz Inácio Lula da Silva e defende que, apesar das diferenças que marcaram o período, observa-se a continuidade de traços da dinâmica característicos da fase de alta inflação. A presença de títulos LFTs e a baixa maturidade continuam como marcas indeléveis da trajetória da dívida brasileira e garantem aos carregadores dos títulos alta rentabilidade, liquidez e baixo risco.

A análise da seção final aborda a proposta de mudanças institucionais como meio de abrir caminho à continuidade das alterações recentes na estrutura da dívida pública brasileira e eliminar os entraves existentes para a forte redução das LFTs e ampliação da maturidade.

2 GESTÃO DA DÍVIDA: ASPECTOS TEÓRICOS

A gestão da dívida pública, até os anos 1990, não era vista como questão macroeconômica com lugar próprio, independente de outras políticas, mas como uma extensão da política monetária e fiscal. A discussão sobre os objetivos da administração da dívida pública relacionava-se aos problemas de política macroeconômica e envolvia a análise de diferentes aspectos considerados nas escolas teóricas do pensamento econômico.

A política de administração da dívida pública sofreu, durante longo tempo, influência decisiva da visão da velha síntese neoclássica. O texto de Tobin (1993) serviu de referência teórica fundamental e colocou a gestão da dívida pública primariamente como ferramenta da política macroeconômica de estabilização, voltada para garantir níveis de inflação e emprego satisfatórios, com equilíbrio do balanço de pagamentos, por meio de um *mix* adequado de política fiscal e monetária.

A política de gestão da dívida pública, como instrumento de defesa da estabilidade macroeconômica, na visão de Tobin, não se distingue, de modo claro, da política monetária, pois o Tesouro e o Banco Central estão, em um sentido amplo, engajados na gestão da

dívida e ambos têm o poder de influenciar o seu aspecto geral.[1] A questão, a partir deste ponto de vista, não pode ser dividida a ponto de se colocar, de um lado, o controle monetário e, de outro, o carregamento da dívida. O Banco Central, ao tomar as decisões de política monetária e fixar a taxa de redesconto e o montante das reservas bancárias, interfere na composição e no custo da dívida pública, bem como no modelo ótimo de administração da dívida pública, atrelado diretamente à definição dos instrumentos usados na defesa dos objetivos da política de estabilização.

A escolha dos instrumentos de política econômica pode levar o governo a usar a colocação de dívida para criar *funding*[2] aos empréstimos das agências oficiais de crédito e influenciar, por meio da oferta de ativos com rentabilidade em condições de competir com o capital real, a taxa de retorno do capital, sinalizando qual o patamar de rentabilidade esperada da economia.[3]

1. Como demonstra Tobin (1993, p. 149): "Distinções semânticas e especializações institucionais não devem obscurecer a indivisibilidade essencial do problema. As autoridades monetárias do *Federal Reserve* não podem tomar decisões sensatas sobre a demanda de títulos da dívida, ou sobre outros instrumentos que controlam, sem levar em conta as ações do Tesouro em relação à oferta de dívida de longo prazo. Nem pode o Tesouro, independentemente dos seus objectivos de gestão da dívida, persegui-los com inteligência, sem considerar o montante dos juros da dívida que o Federal Reserve vai deixar pendente" (tradução nossa).
No original: "*Semantic distinctions and institutional specializations should not be permitted to obscure the essential indivisibility of the problem. The monetary authorities at the Federal Reserve cannot make sensible decisions about demand debt, or about the other instruments they control, without taking into account the Treasury's actions regarding the supply of long debt. Neither can the Treasury, whatever its debt management objectives pursue them intelligently, without considering how much interest-bearing debt the Federal Reserve will leave outstanding*".

2. De acordo com Tobin (1993, p. 171): "Os instrumentos de dívida do governo para servir aos propósitos úteis que servem hoje poderiam ser emitidos para financiar as atividades de empréstimo dos intermediários financeiros do governo. Se maior volume de recursos for necessário, o Federal Reserve poderia, por exemplo, monetizar as obrigações das agências de crédito do governo" (tradução nossa).
No original: "*Government debt instruments to serve the useful purposes they serve today could be issued to finance the lending activities of government financial intermediaries. If more demand debt were needed, for example, the Federal Reserve could monetize the obligations of government lending agencies*".

3. De acordo com Tobin (p. 150): "O curso da atividade econômica depende da diferença entre duas taxas de retorno sobre a propriedade de capital. Uma delas é a produtividade marginal esperada do capital, determinada pela tecnologia, oferta de fatores e expectativas sobre a economia. Isso não pode ser controlada pelos gestores da moeda e da dívida pública, exceto no sentido indireto de que, se de alguma forma conseguirem controlar a economia eles controlam todas as grandezas econômicas. A segunda taxa de retorno sobre o capital próprio é aquele no qual o público estaria disposto a manter o estoque de capital existente, de modo que as autoridades monetárias e de gestão da dívida podem esperar influenciar por meio de mudanças nas condições de oferta, rendimentos e tipos de dívidas que competem com o capital real para ocupar um lugar nas carteiras e nos balanços das unidades econômicas" (tradução nossa).
No original: "*The course of economic activity depends on the difference between two rates of return on ownership of capital. One is the anticipated marginal productivity of capital, determined by technology, factor supplies, and expectations about the economy. This cannot be controlled by the managers of money and public debt, except in the indirect sense that if they somehow successfully control the economy they control all economic magnitudes. The second rate of return on capital equity is that at which the public would be willing to hold the existing stock of capital, which the monetary and debt authorities may hope to influence through changing supplies and yields and debts that compete with real capital for place in the portfolios and balance sheets of economic units*".

A delimitação das ações e do grau desejado de controle monetário permite delinear o critério de gestão da dívida capaz de gerar o impacto econômico com menor custo para o Tesouro.[4] A busca por reduzir o custo requer *expertise* na administração da dívida em lidar com tarefas variadas, como promover alterações no arcabouço institucional e na maturidade da dívida, usar títulos indexados à inflação e mudar os limites de carregamento de títulos públicos, que, no entender de Tobin, deveriam estar concentradas em uma única agência, de preferência, o Banco Central. A autoridade monetária, ao interferir na escolha da política de estabilização e no método de gestão da dívida, é capaz de influenciar, por meio da colocação de títulos curtos, a maturidade e o poder da dívida sobre a expansão monetária, bem como a atuação do sistema bancário, visto que cresce a parcela dos títulos substitutos próximos das reservas líquidas livres.

A discussão proposta por Tobin teve desdobramentos em outras perspectivas teóricas. Os novos clássicos abriram o caminho para a revisão do papel da gestão da dívida pública e de sua interação com a política econômica. Sargent e Wallace (1981; 1993) veem a dívida pública como reflexo da coordenação entre as políticas fiscal e monetária e da decisão de como financiar o *deficit* (*seignorage* ou títulos) em condições de dominância fiscal. A tentativa de reduzir o custo de financiamento em um primeiro momento, de modo a dar espaço à expansão fiscal, acaba por provocar o crescimento da dívida e o aperto futuro da política monetária. O crescente custo de carregamento da dívida, sem alterações da política fiscal a fim de garantir *superavit* primários, irá provocar, na fase seguinte, a ampliação da *seigniorage*, com reflexo na inflação.

A política monetária, na visão dos autores, não é suficiente para evitar a inflação caso persista a dominância fiscal e a gestão da dívida pública não deve ser vista como meio de procrastinar o ajuste fiscal (Togo, 2007). A discussão sugere reforçar a coordenação das políticas fiscal e monetária, evitar a situação de dominância fiscal e buscar a independência da gestão da dívida pública. A proposta nega a visão anterior de pensar a gestão da dívida pública como parte integrante da política de estabilização; ao contrário, a coloca como elemento com identidade própria, descolada da política de estabilização.

4. Segundo Tobin (1993, p. 176): "Na ausência de critérios mais importantes, a preferência poderá ser dada aos métodos de controle monetário que minimizem os custos de longo prazo da dívida pública federal para o Tesouro" (tradução nossa). No original: "*In the absence of more important criteria, preference could be given to methods of monetary control that minimize the long-run costs of the federal debt to the Treasury*".

Os novos clássicos, além da questão proposta por Sargent e Wallace, sustentaram pontos que ganharam expressiva força analítica. A ideia de equivalência ricardiana conquistou relevância no debate ao defender que o montante e a composição da dívida não importam. Os agentes, diante da expansão dos gastos públicos, irão se prevenir contra a cobrança de novos impostos no futuro e cortar gastos, elevando a poupança e mantendo constante o consumo. Ou seja, a política fiscal não é expansionista e o problema da dívida pública é irrelevante, visto que, independentemente de sua composição, os agentes escolhem o portfólio adequado e mantêm o consumo constante.

Barro (1999) discute o caso em que há incertezas e não prevalece a equivalência ricardiana. O objetivo central da gestão ótima da dívida é evitar mudanças expressivas do *deficit* e da dívida, de modo a não tornar necessário obter níveis de tributação que gerem distorções à atividade econômica (*tax smoothing*). O governo pode recorrer ao *deficit* e à dívida, de forma temporária, em um momento de recessão, para manter os tributos relativamente estáveis, e pagar o excesso de dívida quando ocorrer a recuperação da receita.[5] Como não valem as regras de equivalência ricardiana, a escolha entre financiar o gasto com novos impostos ou dívida pública é relevante. Porém, não importa na análise a característica da dívida (de curto ou longo prazo, tipo de título, interna ou externa), pois a opção dos agentes, racionais, irá resultar em custos semelhantes de dívida pública.

A escolha da maturidade da dívida pública é amplamente discutida no campo da teoria macroeconômica. A análise é proposta inicialmente no rastro da crítica novo clássica à política de gasto expansionista e às ações discricionárias geradoras de movimentos inesperados e de problemas de inconsistência intertemporal (Leong, 1999; Calvo e Guidotti, 1990). Além disso, ganhou espaço a análise do custo da dívida em condições adversas de refinanciamento. Missale e Blanchard (1991), com o olhar centrado na questão da consistência intertemporal, trabalham com a hipótese

5. Barro (1999, p. 283) adverte: "A política de pagar a ampliação dos gastos públicos com a emissão de dívida só funciona se o gasto extra é temporário. Se a expansão do setor público for permanente, então o financiamento do *deficit* significa que os impostos deverão ser elevados ainda mais no futuro – em parte, para pagar o aumento dos gastos públicos e em parte para financiar a dívida extra. Assim, a resposta adequada para uma expansão permanente do setor público é o aumento correspondente das receitas fiscais" (tradução nossa).
No original: "*The policy of paying for added public spending with debt issue works only if the extra spending is temporary. If the expansion of the public sector is permanent, then deficit finance means that taxes must be raised even more in the future – partly to pay for the added government expenditure and partly to finance the extra debt. Thus, the proper response to a permanent expansion of the public sector is a corresponding rise in tax revenues*".

de que, depois de certo patamar, a relação entre volume e maturidade da dívida é inversa. O governo, com dívida nominal elevada, é tentado a facilitar a alta de preços para reduzir o custo de carregamento. Entretanto, no caso de a autoridade estar comprometida com o controle inflacionário, a tendência é minimizar o ganho potencial com a inflação por meio da redução da maturidade da dívida. Se a dívida não for elevada, é possível escolher a maturidade mais conveniente, que, no plano teórico, é vista como de longo prazo e com estoques menos concentrados em datas específicas. A melhor distribuição dos vencimentos permite que a dívida, em momentos de crise, esteja menos sujeita a riscos e a movimentos constantes de renegociação a preços elevados (Giavazzi e Pagano, 1990; Alesina, Fran e Tabellini, 1990).

O debate sobre a maturidade da dívida envolve outras questões. A instabilidade política é vista como um fator que eleva a expectativa de inflação e provoca alterações na estrutura da dívida. Os gestores, em resposta à pressão do mercado por aumento da taxa de juros, ampliam a venda de títulos de curto prazo na tentativa de evitar a elevação do custo de rolagem da dívida. A independência do Banco Central, por sua vez, é percebida como a afirmação do comprometimento em controlar a inflação e evitar a inconsistência intertemporal. De acordo com Falcetti e Missale (2002) e Missale (2012), esta configuração institucional dá credibilidade à atuação da autoridade monetária e não requer, como é defendido por diferentes analistas (Campbell e Shiller, 1996; Shen, 1995; Price,1997), a colocação de títulos indexados à inflação, à dívida externa ou de curto prazo, como meio de reduzir o custo de rolagem da dívida e contornar a leniência no controle dos preços. O Banco Central poderia, então, se beneficiar do lançamento de títulos em valores nominais, possivelmente, de longa maturação e reduzir o custo da dívida.

Missale (2012) volta a defender a maturidade da dívida, mesmo em tempo de crise, como elemento-chave na vulnerabilidade fiscal do governo. O autor defende, enfaticamente, a dívida longa, com títulos nominais ou indexados, e chama a atenção para o fato de que o atual consenso da estratégia de gestão da dívida, concentrada na relação custo-risco, ao concentrar em demasia o foco na minimização do custo, pode induzir os gestores a uma estratégia errada: abrir mão da dívida longa, em favor de uma dívida curta, com reflexo negativo na vulnerabilidade fiscal do governo.

A discussão sobre o desenho institucional avança com a liberalização das finanças e o domínio do arcabouço teórico convencional, baseado no consenso entre novos clássicos e novos keynesianos. Neste arranjo macroeconômico, conhecido como a nova

síntese neoclássica (Woodford, 2009), a política monetária, por meio da taxa de juros, tornou-se responsável por ajustar o produto efetivo ao produto potencial, enquanto o objetivo da política fiscal voltou-se para assegurar a sustentabilidade da dívida pública e apoiar a ação da autoridade monetária no combate à inflação.

A mudança no plano teórico refletiu-se no tratamento da administração da dívida pública. O objetivo primário passou a ser o de assegurar fácil acesso ao mercado e o menor custo possível de longo prazo no pagamento das obrigações financeiras, consistente com um grau prudente de risco. A estratégia centrada na relação custo-risco constituiu o pilar do modelo de gestão baseado em micro fundamentos e deu lugar a alterações do arranjo institucional (IMF e World Bank, 2001). A administração da dívida pública passou a ser de responsabilidade de um órgão autônomo (Debt Management Office – DMO), por vezes independente, mas sujeito às diretrizes emanadas do Ministério da Fazenda (MF). A principal característica da mudança institucional, condizente com a visão convencional dominante, é a separação entre a gestão da dívida e política fiscal, de um lado, e, de outro, a política monetária, conduzida pelo Banco Central independente, com o órgão de gestão da dívida atuando profissionalmente, de acordo com as regras de mercado, visando dar liquidez e transparência aos títulos públicos (Blommestein e Hubig, 2012).

Além disso, o modelo institucional proposto defende a clara separação funcional entre a gestão da dívida e a política fiscal. O papel do gestor é buscar o menor custo de rolagem da dívida e cabe à estratégia da política fiscal definir o montante aceitável da dívida pública, a partir da fixação do valor do *superavit* primário necessário para garantir o ajuste fiscal intertemporal e dar suporte à ação da política monetária de combate à inflação.

O modelo de gestão da dívida, apesar das especificidades de cada nação, convergiu para os parâmetros delineados em *Guidelines for Public Debt Management* (IMF e World Bank, 2001; 2003), que define como objetivo básico: "Para garantir que as necessidades de financiamento do governo e suas obrigações de pagamento são atendidas com o menor custo possível a médio e longo prazo, consistente com um grau prudente de risco" (tradução nossa).[6] O manual define ainda a forma de interação com as políticas monetária e fiscal, as condições de transparência e *accountability*, o modelo institucional, a estratégia,

6. No original: "*to ensure that the government's financing needs and its payment obligations are met at the lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk*".

a avaliação de custo e risco e o cuidado com o desenvolvimento e eficácia do mercado de títulos públicos. Wheeler (2004) aprofunda a análise e consolida o padrão de gerenciamento da dívida pública vigente ao defender o *asset and liability management* (ALM) como arcabouço básico de gestão da dívida e discutir os riscos envolvidos, os ganhos com o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, além de descrever as inter-relações e conflitos entre a gestão da dívida e as políticas fiscal e monetária.

A convergência, no plano institucional e no objetivo básico de gerenciamento da dívida, não anulou as divergências impostas pelas condições próprias de cada nação. Nos países centrais, prevalece o perfil da dívida com maturidade mais longa e estrutura lastreada em títulos prefixados, bem como a presença relevante de títulos indexados a índices de preços. Nos países em desenvolvimento, em especial na América Latina, a instabilidade macroeconômica, característica comum durante longo período, resultou no encurtamento da dívida e, por vezes, na presença de títulos indexados à taxa de juros básicos da economia, como meio de reduzir o custo de rolagem da dívida (Turner, 2002; 2003). Por sua vez, a recente crise mundial colocou em xeque o tripé convencional da nova síntese neoclássica, como também abriu o debate sobre o arranjo institucional e a gestão da dívida pública nas condições de alta instabilidade financeira e vulnerabilidade fiscal, sobretudo de países europeus.

O elevado risco soberano e a incerteza sobre o comportamento futuro da taxa de juros interferiram nas relações entre gestão da dívida e as políticas monetária e fiscal. Blommestein e Turner (2012) e Turner (2011) discutem os problemas colocados pela possível situação de dominância fiscal provocada pela crise mundial. Apesar de nada ter se alterado formalmente, a crise provocou o uso de política monetária não convencional e obscureceu a separação entre a gestão da dívida pública e a política monetária, criando conflitos entre as duas instâncias. Os autores defendem que, mesmo sem consenso, é preciso repensar o modelo de gestão da dívida pública, visto que o foco microeconômico pode entrar em conflito com considerações de caráter mais geral. Blommestein e Hubig (2012) reforçam a visão de que é preciso rever o atual modelo de atuação, com a política de gestão da dívida incorporando em suas decisões o atual quadro de crise e as implicações sobre o sistema financeiro e o *mix* de política econômica.

3 INSTITUCIONALIDADE E GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

A gestão da dívida pública está estreitamente marcada pelas características institucionais responsáveis por delinear o modelo operacional e as relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. O desenho vigente depende, de um lado, da realidade dos momentos históricos do país. O processo de desenvolvimento e a situação macroeconômica estabelecem os parâmetros gerais de atuação dos formuladores de política. A complexidade do mercado de títulos e a estabilidade econômica influenciam a decisão de escolher a espécie de título apropriada a cada momento, bem como a maturidade e as condições da dívida para atender a necessidade de financiamento público. Por outro lado, o arcabouço institucional é definido, em algum grau, tendo como referência o paradigma teórico usado na determinação do papel dívida pública no interior das relações entre a política monetária e política fiscal ou, mais especificamente, das atribuições do Banco Central e do Tesouro Nacional. A partir do momento em que a atuação da política fiscal e monetária é definida com base em outro referencial teórico, o quadro institucional perde funcionalidade e entra em pauta a questão de alterar o modelo vigente a fim de adaptá-lo às novas circunstâncias. No caso brasileiro, as reformas do Programa de Ação Econômica do Governo (Paeg) buscaram retomar a capacidade de financiamento e o poder de o setor público expandir o gasto e sustentar o crescimento. A reconstrução das condições de financiamento permitiu ao Estado ampliar o investimento das empresas públicas e praticar uma política fiscal ativa, por meio de amplo conjunto de isenções e incentivos fiscais em favor da acumulação interna das empresas, da rentabilidade de setores econômicos prioritários e da política de desenvolvimento regional (Lopreato, 2013).

A gestão da dívida pública, nesse arranjo macroeconômico, colocou-se como instrumento da política de estabilização, aproximando-se da proposta defendida por Tobin (1993). A criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), com correção monetária *a posteriori*, e o desenvolvimento das operações de mercado aberto lastreadas em títulos públicos impulsionaram a dívida pública e a colocaram como alternativa relevante de financiamento do setor público.

O modelo institucional trouxe condições peculiares de gestão da dívida pública. Nas relações com o mercado, as regras existentes criaram espaço cativo para a colocação de títulos públicos, ao determinar o direcionamento de parcela das aplicações dos

fundos de investimentos e das reservas bancárias compulsórias. Além disso, coube às instituições financeiras a responsabilidade de carregamento dos títulos públicos, que, no financiamento de suas posições ativas, teriam de captar recursos junto ao público. A adoção da chamada carta de recompra e da zeragem automática buscou minimizar o risco de carregamento dos títulos públicos. A norma prática estabeleceu o compromisso informal de que as instituições não teriam perdas com esta ação. O governo assegurava implicitamente que a rentabilidade dos títulos cobriria o custo de captação dos recursos no mercado atrelado às taxas do *overnight*. Nos momentos de *stress* no mercado, quando o aumento dos juros provocava o descasamento entre a rentabilidade das carteiras e as taxas do *over* usadas na remuneração dos recursos captados em mercado, o Banco Central do Brasil (BCB) trocava a carteira de títulos e reestabelecia a calma nos mercados.

As relações entre o Tesouro Nacional e o BCB também assumiram características particulares. O modelo de gestão da dívida pública acompanhou, de perto, as regras aceitas no plano teórico de atuar como coadjuvante da ação do Estado na política de defesa do crescimento. A dívida pública cumpria duplo papel: instrumento de controle da expansão monetária e responsável por garantir o financiamento do gasto público na política de estabilização. Neste plano, diferenciava-se pouco de outras experiências internacionais. O elemento peculiar talvez possa ser atribuído à dimensão política. O regime militar, mesmo sem fechar o Congresso, retirou dos parlamentares o poder de manipular o orçamento e esvaziou parcela relevante de suas atribuições, ao mesmo tempo em que criou um orçamento paralelo, controlado pelas autoridades monetárias, responsável por realizar políticas de fomento a diferentes setores e gastos fiscais à revelia do Congresso.[7]

A Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971, reforçou a hipertrofia do Poder Executivo em matéria financeira. As autoridades monetárias, com autorização do Conselho Monetário Nacional (CMN), eram responsáveis por administrar a dívida pública e podiam lançar títulos, em nome do Tesouro Nacional, independentemente de estimativas e fixação das respectivas receitas e despesas no orçamento anual. As operações autorizadas incluíam: *i)* os títulos usados no giro e encargos da dívida e no financiamento das operações de crédito autorizadas em lei para equilíbrio

7. O orçamento monetário incorporou os fundos e programas existentes no Banco Central do Brasil (BCB); os gastos com o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR); o Programa de Garantia de Preços Mínimos; o Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro); a conta petróleo e os subsídios diretos ao trigo e aos programas de açúcar e álcool, encargos de dívida externa, entre outros.

da execução orçamentária anual; *ii)* a emissão dos títulos para a execução da política monetária; e *iii)* a autorização, ao ministro da Fazenda, de usar a disponibilidade do Tesouro Nacional no BCB com a finalidade de nivelar a conta que registra o giro da dívida pública e, no caso de a conta do Tesouro ser deficitária, o Banco Central podia subscrever diretamente títulos do Tesouro em valor equivalente (Oliveira, 1986).

O BCB, na prática, ganhou autorização para lançar títulos públicos com o objetivo de realizar política monetária, rolar o principal e os encargos da dívida pública e cobrir os *deficit* orçamentários, sem consulta ao Poder Legislativo e sem estar preso a limites de expansão da dívida. O arranjo institucional, ao misturar contas de caráter financeiro e fiscal no orçamento monetário, tornou nebulosa a separação entre as políticas monetária e fiscal no manejo da política de sustentação do crescimento e consagrou o poder das autoridades monetárias de autorizar gastos.

A crise dos anos 1980 desarticulou o modelo de intervenção estatal e escancarou a fragilidade do setor público. A alta inflação e o fim do regime militar explicitaram a urgência de mudar o relacionamento entre o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Banco do Brasil. A reforma institucional, promovida no período 1986-1987, procurou eliminar os traços do autoritarismo e dar transparência às contas públicas, de modo a ampliar a abrangência do orçamento fiscal e a força do Poder Legislativo. Ademais, ganhou apelo a preocupação de controlar os gastos fiscais e a oferta de moeda, apontados, na visão convencional, como cruciais no combate à inflação (Biasoto Jr., 1994).

O movimento de reforma desenvolveu-se em três frentes. A primeira tratou de congelar a conta movimento. O Banco do Brasil, com o fim do nivelamento automático das reservas, a transferência do caixa único do Tesouro para o Banco Central e as dotações específicas para a cobertura das ações como agente do Tesouro, perdeu o papel de autoridade monetária e sua atuação passou a estar enquadrada nos limites de qualquer instituição bancária.

A segunda atribuiu o caráter de autoridade clássica ao Banco Central, ao promover a unificação orçamentária e eliminar as características de instituição de fomento até então existentes. Os fundos e programas passaram ao controle do Tesouro Nacional e o Orçamento Geral da União (OGU) incorporou as contas fiscais, antes atreladas ao orçamento monetário, e os encargos da dívida pública. O Banco Central

perdeu ainda a prerrogativa, atribuída pela Lei Complementar nº 12/1971, de lançar títulos da dívida pública com o objetivo de rolar o principal e encargos da dívida e de financiar as suas operações ativas. O OGU criou um anexo de operações de crédito, com os programas financiados com recursos do Banco do Brasil e do Banco Central (Orçamento das Operações Oficiais de Crédito).

A terceira frente estabeleceu novas condições de gestão dos gastos, além de instrumentos de monitoramento fiscal e financeiro no âmbito da União. A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) tornou-se responsável pelo planejamento, pela coordenação e pelo controle financeiro do governo central e assumiu – por ser o órgão zelador do cumprimento das diretrizes de política fiscal –, a tarefa de elaborar e executar a política de dívida mobiliária federal, fiscalizar os governos subnacionais e acompanhar o desempenho das empresas estatais.

As novas regras alteraram as bases do modelo anterior. O Banco do Brasil transformou-se em banco comercial tradicional, a STN colocou-se como o órgão responsável por gerir a execução financeira e definir o volume de títulos públicos necessários ao financiamento da União e o Banco Central assumiu o papel de autoridade monetária clássica, com o relacionamento permanente com o Tesouro Nacional definido por sua atribuição de efetuar, como instrumento de política monetária, a compra e venda de títulos públicos federais e receber os depósitos das disponibilidades de caixa da União.

O novo arranjo institucional definiu um estatuto formal à gestão da dívida pública. O MF assumiu a tarefa de supervisionar e controlar a colocação e o resgate de títulos públicos, cabendo à STN definir as condições de colocação dos papéis. O Banco Central, como agente exclusivo do Tesouro, ficou responsável pela execução financeira dos serviços da dívida (Decreto nº 94.443 de 12 de junho de 1987). Por sua vez, o resultado da política fiscal e a rolagem da dívida ainda não incorporada ao orçamento tornaram-se os elementos determinantes do volume de emissões primárias do Tesouro. O Banco Central perdeu a prerrogativa de emitir títulos em nome do Tesouro para a cobertura de seus gastos. A instituição, no entanto, manteve o direito de operar a política monetária com a emissão de papéis próprios e a possibilidade de financiar o Tesouro continuou a existir.[8]

8. O BCB lançou em 1986 as Letras do Banco Central (LBCs), títulos indexados à taxa do *overnight*, posteriormente substituídos pelas LFTs, emitidos pelo Tesouro, com características iguais. O BCB, para efeito de política monetária, passou a emitir os Bônus do Banco Central (BBCs).

O Banco Central conservou a autorização de comprar títulos de emissão primária no caso de a colocação de papéis junto ao público não cobrir as necessidades de financiamento público. Na Constituição de 1988, a norma mudou novamente e restringiu a referida compra direta do Tesouro até o montante equivalente ao principal dos títulos a vencer em sua carteira, ou seja, em termos legais a autoridade monetária passou a não poder mais financiar a expansão de gasto público (Pedras, 2009).[9,10]

As alterações institucionais ganharam outro impulso com a crise cambial de 1999. O colapso do arranjo macroeconômico com âncora cambial levou o governo a redefinir a política econômica, optando por adotar o modelo canônico, baseado em meta de inflação, câmbio flutuante e geração de *superavit* primários capazes de garantir as condições de sustentabilidade da dívida pública. O novo modelo de política econômica, acompanhando o movimento delineado em outras economias ao redor do mundo, definiu a separação de responsabilidades. A autoridade monetária, agindo como órgão independente, passou a usar a taxa de juros no combate à inflação, deixando por conta da política fiscal a tarefa de gerar os *superavit* primários compatíveis com a condição de solvência da dívida pública. O compromisso com a sustentabilidade da dívida negou o espaço que a velha síntese neoclássica atribuía à política fiscal e a relegou ao papel de ancorar as variáveis câmbio e juros e evitar mudanças conjunturais bruscas.

A mudança do arranjo macroeconômico provocou alterações institucionais visando adequar a praxe brasileira à proposta básica dos organismos internacionais (IMF e World Bank, 2001; Wheeler, 2004). O movimento, de um lado, retirou do BCB o que restava de seu papel de gestor da dívida e, de outro, consolidou a distinção funcional entre o manejo da política fiscal e a gestão da dívida pública.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (2000), por sua vez, proibiu a autoridade monetária de emitir títulos com objetivo de fazer política monetária e determinou que

9. Segundo o Decreto-Lei nº 2.376, de 25 de novembro de 1987: "se o Tesouro Nacional não fizer colocação de títulos junto ao público, em valor equivalente ao montante dos que forem resgatados, o Banco Central do Brasil poderá subscrever a parcela não colocada".

10. O BCB continuou como responsável pelas operações de dívida externa e mantinha em sua carteira títulos do Tesouro Nacional para fazer frente a estes encargos. Com a renegociação no âmbito do Plano Brady, promoveu-se um ajuste de contas. O Tesouro Nacional emitiu os bônus correspondentes ao valor da dívida renegociada e houve a transferência para o Tesouro Nacional do passivo externo assumido em nome da União, com a consequente liquidação dos títulos federais usados como contrapartida da dívida.

as operações compromissadas e definitivas, a partir de 2002, passariam a ser realizadas unicamente com títulos do Tesouro Nacional em carteira do Banco Central. A instituição deixou também de atuar como órgão responsável pelas emissões de títulos da dívida externa, transferindo a atribuição à STN (Rocha, 2009), de modo que o Tesouro Nacional centralizou todas as decisões de gerenciamento da dívida pública federal. O modelo institucional aproximou-se da experiência internacional, defendida pelos organismos multilaterais, alicerçada no conceito de DMO, que consagra a separação funcional entre a gestão da dívida pública, a cargo da STN, da condução da política fiscal no âmbito do MF.

O órgão gestor é responsável por apresentar a estratégia de administração da dívida e perseguir as diretrizes delineadas no Plano Anual de Financiamento (PAF). O enfoque usual, definido fundamentalmente no plano microeconômico, parte do princípio de que a tarefa essencial é minimizar os custos de financiamento de longo prazo e preservar níveis prudentes de risco, ajustando a estrutura e o perfil da dívida à situação macroeconômica e à condição específica de mercado.

4 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA: EXPERIÊNCIA BRASILEIRA DO PLANO REAL AO FINAL DO GOVERNO LULA

O modelo de gestão da dívida brasileira, em termos institucionais, aproximou-se do desenho proposto pelas agências internacionais de tratar separadamente a política monetária, a política fiscal e a administração da dívida pública e de eliminar os resquícios de uso da dívida como instrumento de política de sustentação do crescimento.

A STN passou a gerenciar o conjunto da dívida pública (interna e externa), ganhou *expertise* no manejo das operações de colocação e resgate dos títulos e adotou estratégia de gestão direcionada a alongar o perfil da dívida e a ampliar a participação dos títulos prefixados e indexados à inflação, condizente com a prática internacional.

A clareza na definição dos objetivos da política de gestão da dívida teve de conviver com a situação de instabilidade macroeconômica vigente durante parte considerável do período que se estende do lançamento do Plano Real até o final do governo de Luiz Inácio Lula da Silva e não se logrou eliminar traços essenciais típicos do processo de gestão da dívida do período de alta inflação.

Não se quer dizer com isto que não houve mudanças e avanços, nem que o quadro do final da era Lula fosse igual ao da fase de aguda instabilidade. A situação atual deixou para trás o tempo em que praticamente todo o estoque da dívida girava no *overnight* e havia risco de não rolagem dos títulos. A incerteza radical dos anos 1980 eliminava o raio de manobra das autoridades e as obrigava a oferecer a rentabilidade reclamada pelo mercado para alcançar o montante de financiamento desejado pelo setor público. O mesmo se pode dizer dos anos da crise da Ásia e da Rússia e das fortes oscilações decorrentes da quebra do regime de âncora cambial em 1999 ou da transição do governo Fernando Henrique Cardoso para Lula. O melhor desempenho da economia após 2006 trouxe alterações significativas na maturidade e na composição da dívida pública, com a perda de participação dos títulos indexados a juros e câmbio e a expansão dos títulos prefixados e indexados à inflação, sem, no entanto, mexer na essência da dinâmica da dívida pública. Pode-se dizer que as diferenças de comportamento da dívida entre 1994 e 2010 ocorreram muito mais em função das mudanças da conjuntura econômica que propriamente de alterações do seu *modus operandi.*

Discute-se, a seguir, essa questão considerando três momentos: *i)* o período de âncora cambial (1994-1999); *ii)* a fase de instabilidade após a adoção do tripé convencional de política macroeconômica (1999-2005); e *iii)* o período posterior de Lula, com a economia mais estável e mudanças na forma de atuação estatal. O texto sinaliza, primeiro, as diferenças entre estas fases e, depois, destaca os traços de continuidade da dinâmica da gestão da dívida.

4.1 Diferenças que marcaram os três momentos: fatos estilizados

A relevância das mudanças institucionais não pode ser desconsiderada. A STN ganhou *expertise* e adotou modelos microeconômicos no manejo da dívida federal, mas os determinantes fundamentais de seu comportamento estão presos ao arranjo macroeconômico e à situação particular de cada momento.

O período inicial do Plano Real usou a dívida pública como espaço de valorização do capital necessário ao financiamento do balanço de pagamentos. O crescente *deficit* em transações correntes exigia a presença de um rol de ativos em condições de atrair os recursos para sua cobertura e o juro real elevado cumpria a tarefa de remunerar o capital e de garantir a trajetória do câmbio.

O comportamento da dívida pública no período pouco se diferenciou da fase anterior. O giro deixou de ocorrer totalmente no *overnight*, mas a incerteza continuou a sustentar a emissão de títulos de curto prazo e indexados ao Selic – 79,1% em julho de 1994. A situação só veio a se alterar quando se configurou o quadro de queda sustentada da taxa de juros. Os títulos Selic perderam atratividade e alcançaram o índice mais baixo de participação no total da dívida – 14,6% em janeiro de 1995. Os títulos prefixados, com maturidade de até dois anos, ocuparam este espaço, o que parecia indicar sensíveis mudanças, com dinâmica próxima a dos mercados avançados.

As crises da Ásia, Rússia e brasileira alteraram rapidamente esse quadro. Os gestores, diante do risco de rolagem da dívida, sancionaram a demanda por títulos indexados a câmbio e a juros. O *stress* no mercado e a ameaça de contágio do restante da economia eliminaram os ganhos e a gestão da dívida reviveu a incerteza do período de alta inflação, com a soma dos títulos Selic e cambiais alcançando 90,1% da dívida total ao final de 1998 (tabela 1).

A mudança do regime macroeconômico acalmou o mercado e permitiu a retomada da estratégia de longo prazo. Os títulos prefixados e indexados a índices de preços, paulatinamente, ganharam espaço, o que permitiu algum alongamento no perfil da dívida, sem, no entanto, alterar as características usuais de baixa maturidade e alta concentração em títulos indexados a juros e câmbio.

O movimento da dívida revela que a estratégia proposta nos PAFs da dívida pública só alcançou êxito relativo em anos de conjuntura favorável, quando, graças aos juros em queda, o mercado aceitava títulos mais longos e prefixados ou indexados à inflação, confiantes de que, em caso de flutuações significativas de juros ou câmbio, seriam socorridos e poderiam rever as suas posições (Lopreato, 2008; Franco, 2006).

TABELA 1
Títulos públicos federais – participação por indexador

	1996	1997	1998
Total (R$ bilhões)	176.211	255.509	414.901
Câmbio	9,4	15,4	21,0
TR	7,9	8,0	5,4
IGP-M	1,8	0,3	0,3
Over/Selic	18,6	34,8	69,1

(Continua)

(Continuação)

	1996	1997	1998
Prefixado	61,0	40,9	3,5
TJLP	1,4	0,6	0,2
TBF	0,0	0,0	0,5
IGP-DI	0,0	0,0	0,1
Total	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Fonte: BCB – Relatório Anual do Banco Central – 1999.

O comportamento da dívida no período de 1999 a 2004, apesar dos avanços em relação à fase turbulenta das crises internacionais, continuou atrelado, fundamentalmente, à instabilidade macroeconômica. A crise cambial e a eleição de Luiz Inácio Lula da Silva levaram os agentes a ancorarem as aplicações em títulos indexados ao câmbio e a juros, mudando de posição, na margem, a intervalos curtos, em caso de oportunidades de ganhos, sem, no entanto, alterar significativamente o perfil da dívida. Os títulos Selic e cambiais, somados, sustentaram participação superior a 70% ao longo de todo o período, beirando, em alguns momentos, os 80%. Além disso, não houve tendência de alongamento da dívida. Em 1999, a concentração de títulos a vencer em até dois anos alcançava 78,2%. Nos anos seguintes, ocorreu um movimento de queda, rapidamente revertido com a incerteza na transição de governo, voltando a apresentar a composição semelhante à anterior (tabela 2).

TABELA 2
Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após *swap* cambial)

Indicadores	Dez./ 1999	Jul./ 2000	Dez./ 2000	Jul./ 2001	Dez./ 2001	Jul./ 2002	Dez./ 2002	Jul./ 2003	Dez./ 2003	Jul./ 2004	Dez./ 2004
Estoque de DPMFi	441,41	495,22	510,70	597,28	624,08	674,40	623,19	689,99	731,43	759,20	810,26
Prazo médio	27,13	29,02	29,85	35,69	34,97	32,58	33,24	31,21	31,37	29,85	28,13
Porcentagem a vencer até 1 ano	54,94	49,91	44,04	29,48	27,74	39,10	41,06	33,39	35,34	41,89	46,08
Porcentagem a vencer de 1 a 2 anos	23,26	15,33	12,38	20,13	23,50	17,88	17,16	17,16	25,63	27,13	28,06
Composição do estoque (em %)											
Prefixados	9,00	13,86	14,76	10,16	7,82	7,67	2,19	6,31	12,51	15,13	20,09
Selic	57,02	54,34	52,24	51,53	52,79	44,45	46,21	50,92	50,08	53,77	52,41
Câmbio	22,82	20,75	22,27	27,76	28,61	37,05	37,00	28,44	22,06	14,11	9,88
Índice de preços	5,58	5,61	5,94	6,70	6,99	8,97	12,54	12,37	13,55	15,12	14,90
TR e outros	5,83	5,45	4,78	3,86	3,79	1,86	2,06	1,97	1,79	1,86	2,72

Fonte: BCB – Nota para a Imprensa Mercado Aberto, dezembro de 2012.

Os sinais de mudança a partir de 2005 são mais expressivos. A recuperação econômica, marcada por menor instabilidade, expansão do produto interno bruto (PIB) e redução dos juros e da relação dívida/PIB, influenciou o perfil da dívida e a estratégia de gestão da dívida alcançou crescente sucesso. Observam-se três movimentos: *i)* a tendência crônica de valorização cambial levou os títulos indexados ao câmbio a perderam expressão, mesmo no momento agudo da crise de 2008; *ii)* a menor volatilidade dos juros, com orientação de baixa, implicou queda do peso dos títulos Selic e expansão dos prefixados e indexados à inflação, cada um deles com peso próximo a um terço do valor da dívida; e *iii)* o desempenho estável da economia favoreceu a elevação da maturidade da dívida, mas, ainda assim, os títulos a vencer em até dois anos alcançaram patamar próximo a 50% (tabela 3).

TABELA 3
Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após *swap* cambial)

Indicadores	Jul./ 2005	Dez./ 2005	Jul./ 2006	Dez./ 2006	Jul./ 2007	Dez./ 2007	Jul./ 2008	Dez./ 2008	Jul./ 2009	Dez./ 2009	Jul./ 2010	Dez./ 2010
Estoque de DPMFi	915,67	979,66	1.013,93	1.093,50	1.171,12	1.224,87	1.204,40	1.264,82	1.349,89	1.398,42	1.509,12	1.603,94
Prazo médio	27,57	27,37	29,95	31,06	35,59	36,47	41,33	39,34	40,97	40,39	41,22	40,28
Porcentagem a vencer até 1 ano	44,15	41,64	41,20	35,67	33,72	30,15%	25,24	27,30	28,27	24,81	29,16	24,21
Porcentagem a vencer de 1 a 2 anos	26,14	25,86	23,99	25,40	21,05	22,59%	25,28	24,11	21,13	23,08	18,07	21,89
Composição do estoque (em %)												
Prefixados	22,37	27,86	30,36	36,13	36,32	37,31	30,88	32,19	30,06	33,71	34,13	37,93
Selic	57,32	53,30	46,95	40,23	38,90	36,63	39,66	33,63	39,85	35,77	34,24	32,53
Câmbio	4,15	1,16	-1,44	-1,10	-2,49	-2,29	-2,07	3,26	0,80	0,70	0,65	0,57
Índice de preços	13,70	15,53	21,91	22,54	24,91	26,26	29,47	29,34	27,88	28,61	29,91	28,14
TR e outros	2,47	2,14	2,23	2,21	2,36	2,09	2,05	1,58	1,42	1,20	1,07	0,84

Fonte: BCB – Nota para a Imprensa Mercado Aberto, dezembro de 2012.

O que é novo é o movimento consistente de melhoria do perfil da dívida. As oscilações são mais brandas e se incorporou de vez a busca por ampliar a maturidade e a presença dos títulos prefixados e indexados à inflação. A nova situação não deixa dúvidas de que se atingiu outra etapa. O fato de a gestão da dívida não mais ocupar a posição de mera caudatária do mercado alargou o raio de ação para alcançar a meta traçada de evolução da dívida pública e deixou para trás os riscos de insustentabilidade da dívida. Porém, os avanços não conseguiram eliminar características marcantes do período de alta inflação que até hoje influenciam a gestão da dívida pública.

4.2 A continuidade de velhos traços

A superação da crônica instabilidade macroeconômica permitiu deixar para trás a rolagem do total da dívida no *overnight* e o risco de fuga dos títulos, mas, mesmo depois de transcorrido longo período pós-estabilização, elementos essenciais da lógica anterior continuam presentes. Os inquestionáveis avanços não escondem o fato de que até o fim do governo Lula a dinâmica da dívida pública manteve-se presa a velhos traços herdados do período de alta inflação e resistiu em abandonar a sólida posição montada em operações de curto prazo.

O elemento de mais destaque da dinâmica da dívida talvez esteja na sustentação de elevada taxa de juros real antes e durante todo o período em que Henrique Meirelles esteve à frente do Banco Central. A alta rentabilidade e o baixo risco tornaram a aplicação em títulos da dívida pública altamente vantajosa. Os agentes atrelados às aplicações de renda fixa, parte preponderante dos fundos de investimentos, fundos de pensão e fundos de previdência privada, atendiam as suas expectativas de ganho e risco com a compra de títulos públicos e tinham pouco interesse em buscar alternativas. A diversificação de portfólio, presente nos grandes fundos de pensão, basicamente de empresas estatais e nos fundos mais agressivos, não se tornou a norma. O ganho com outras aplicações, em geral, não compensava o risco da operação. O mais fácil era a escolha do portfólio tradicional, preso aos títulos públicos, com rentabilidade elevada, suficiente para atender a demanda dos aplicadores e não colocar em risco o valor da riqueza.

A alta e volátil taxa de juros levou os agentes a concentrarem as aplicações no curto prazo, o que tornou a baixa maturidade outro traço perene da dívida pública. A estabilidade inflacionária e o melhor desempenho macroeconômico posterior a 2006 não vieram acompanhados de mudanças voltadas a pôr fim à lógica de curto prazo das aplicações financeiras. Os agentes, sobretudo os fundos de investimentos e tesouraria dos bancos, pouco alteraram a disposição de sustentarem investimentos de alta liquidez. A crescente participação dos títulos indexados a índices de preços, bem aceitos pelos fundos de pensão e investidores internacionais, e as mudanças tributárias penalizando as aplicações curtas não evitaram a alta participação dos títulos a vencer em até dois anos ao final do governo Lula.

A estrutura dos fundos de investimentos continuou próxima à vigente na fase de alta inflação. A falta de alteração das regras de aplicação no mercado financeiro, com exceção da cobrança diferenciada do Imposto de Renda (IR), acabou por perenizar a

possibilidade de aplicações de curto prazo, com saques diários. A chance de dispor dos recursos e de reavaliar o portfólio a qualquer momento compensava o pagamento de impostos mais elevados pelo fato de optar por não alongar os investimentos.

Os fundos de investimentos buscaram responder ao perfil do aplicador, mais ou menos agressivo, sem privilegiar os instrumentos com prazos rígidos de vencimento. Os fundos de previdência privada, criados como aplicação de maturidade longa, tiveram deturpadas as suas características. O direito de sacar o ganho a cada sessenta dias, mesmo sacrificando o benefício fiscal, eliminou parte de sua especificidade e colocou este ativo como alternativa próxima à dos outros fundos bancários, usados como investimentos de curto prazo, com o giro dos recursos no primeiro ano alcançando elevada parcela dos valores ingressantes. Os títulos privados tiveram de respeitar a regra de saque diário e se atrelarem ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) para terem condições semelhantes aos títulos públicos e concorrerem com os fundos tradicionais.

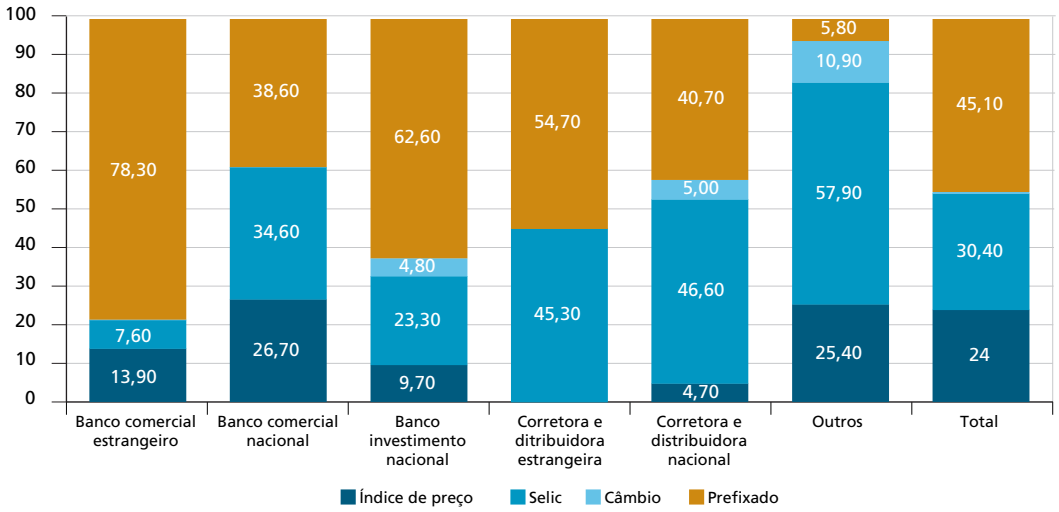
A lógica dominante no mercado brasileiro condicionou a estrutura de ativos das instituições financeiras, compelidas a manter em carteira um alto volume de títulos de curto prazo. Em parte, para atender a incerteza própria do comportamento de mercado e, outra parcela, como meio de sustentar o *turn over* das aplicações garantido pelos saques diários. Ou seja, a possibilidade de saque a qualquer tempo condiciona a composição do ativo e requer o carregamento de títulos de curto prazo para evitar o descasamento das posições ativas e passivas. O resultado é a presença ainda marcante, apesar da situação econômica mais estável, da participação dos títulos a vencer em até dois anos, definindo a baixa maturidade como característica da trajetória da dívida pública.

A relevância das LFTs é outra marca perene da gestão da dívida. Os títulos indexados aos juros básicos da economia nasceram no rastro do repique inflacionário provocado pelo fracasso do Plano Cruzado. A brusca elevação da taxa de juros, em nome da garantia de rolagem da dívida, colocou em risco a posição ativa das instituições financeiras que haviam constituído as suas carteiras com a perspectiva de continuidade da baixa inflação. O meio de evitar a crise foi trocar os títulos em posse dos bancos pelas LBCs, de emissão do Banco Central, indexadas à taxa de juros básica.

Os novos títulos, substituídos posteriormente pelas LFTs de emissão do Tesouro Nacional, atendiam aos interesses do mercado e passaram a ancorar a gestão da dívida. Isto deu ao Banco Central liberdade de elevar os juros sem colocar em risco a solvência

dos agentes financeiros. Os carregadores da dívida, por sua vez, nos momentos de incerteza, ampliavam a demanda por estes títulos em busca de segurança na reprodução da riqueza financeira. O peso das LFTs na estrutura da dívida pública, associado à prática de rígida política monetária, respondia pela valorização do montante da poupança financeira e permitia a travessia do período de turbulência sem colocar em risco a situação ativa das instituições, beneficiadas com a alta dos juros, à custa, no entanto, da eficácia da política monetária.

GRÁFICO 1
Composição da carteira de títulos públicos por indexador carteira própria (dez./2008)
(Em %)

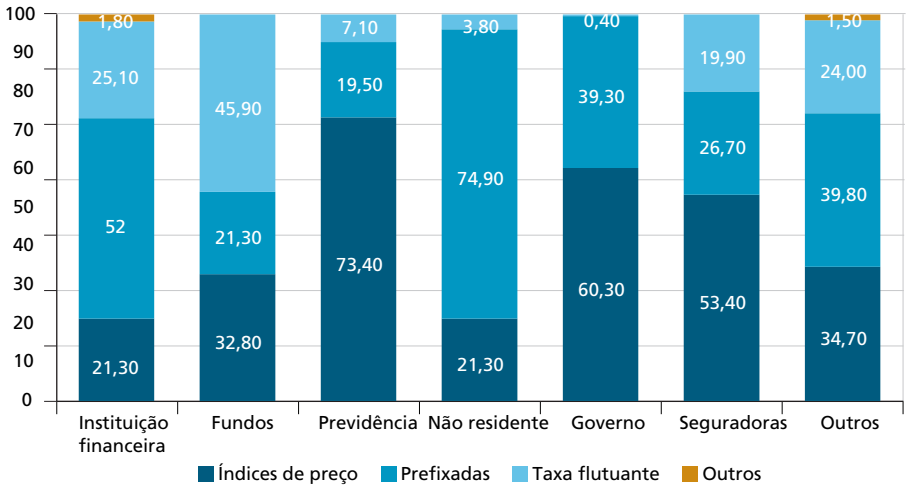


Fonte: BCB.

O uso das LFTs facilitou a convivência do Banco Central e dos detentores da dívida com a instabilidade gerada pela volatilidade dos juros. O gráfico 1, reproduzido de Bittencourt (2009), deixa claro como as LFTs nos momentos de incerteza, como o final de 2008, assumem papel de destaque nas aplicações das tesourarias dos bancos nacionais, corretoras e outros agentes.

A decisão de reformar a economia mantendo a política de juros elevados transformou a estrutura da dívida pública com expressiva participação de títulos Selic, de *duration zero*, em peculiaridade da economia brasileira. A imbricação das políticas monetária e fiscal intensificou o mecanismo de transmissão entre a política de juros e o custo de financiamento da dívida e o converteu em relevante fator de determinação do resultado das contas públicas.

GRÁFICO 2
Composição da carteira de títulos públicos por detentor (março/2013)
(Em %)



Fonte: STN-Relatório Mensal da Dívida Pública Federal – Brasília, março de 2013.

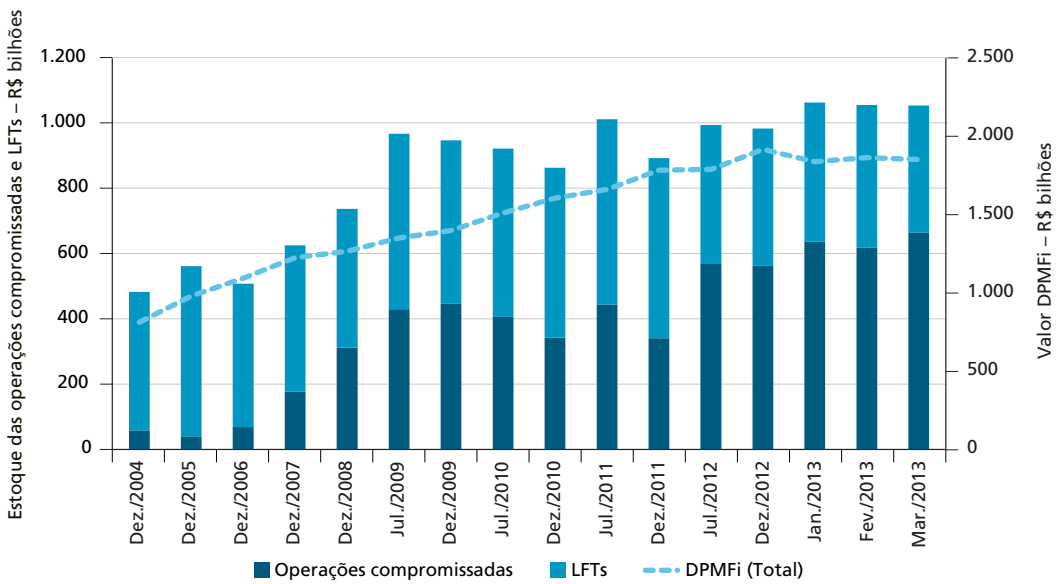
A política de troca e recompra de títulos, prática usual nos modelos de gestão baseados na proposição de custo *versus* risco, ajudou a tornar perene a lógica vigente. Alterações da política monetária provocam movimentos de ajuste de portfólio, facilitados pela baixa maturidade da dívida. O Tesouro Nacional, diante do risco de *stress* no mercado, propicia a troca ou recompra dos títulos. Assim, os detentores dos títulos conseguem, em curto período, rever a posição e evitar perdas no carregamento dos títulos. Ou seja, tudo se passa como se houvesse um seguro permanente em favor dos intermediários e depositantes nos momentos de *stress*.

O movimento *marked friendly* é reforçado pela atuação do BCB no manejo das operações compromissadas. A prática, usualmente aceita, ganhou traços peculiares no cenário brasileiro. A autoridade monetária, quando se depara com liquidez excessiva do mercado monetário – seja por fluxo de capital externo e compra de divisas, redução dos depósitos compulsórios e decisão da instituição bancária de não ofertar crédito e reter os recursos em caixa seja por resgate de títulos do Tesouro Nacional ou por opção dos agentes de não renovarem o montante da dívida a vencer – atua por meio de operações compromissadas, com a venda de títulos de sua carteira para recompra em data pactuada.

O uso das operações compromissadas deu a essa prática ares semelhantes ao observado na fase em que toda a riqueza financeira girava no *overnight*, uma vez que os saldos ociosos estão aplicados a curto prazo e a remuneração atrelada à taxa Selic, isto é, a ação permite valorizar o excesso de liquidez com juros equivalentes aos dos ganhos dos título público de longo prazo (Selic).

O mecanismo ganhou destaque no período recente. As operações compromissadas alcançaram no triênio 2004/2006, em média, cerca de 6% do valor da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), mas, a partir de 2007, observa-se expressivo aumento. A expansão coincide com a ampliação das reservas internacionais e a crise mundial de 2008. O fluxo de divisas levou a autoridade monetária a entrar no mercado enxugando o excesso de liquidez. Por sua vez, o Banco Central, em resposta à crise, reduziu os depósitos compulsórios do sistema bancário na tentativa de sustentar o crédito, mas as instituições, diante do cenário incerto, elevaram a preferência pela liquidez e buscaram refúgio nas operações compromissadas, cujo montante atingiu R$ 530,4 bilhões em janeiro de 2010, equivalente a 39,1% da DPMFi. No caso de se somar a este valor o volume de LFTs na mesma data (R$ 517,2 bilhões), pode-se ver que 77,3% da dívida mobiliária interna giraram no mercado com taxas Selic, revelando traços semelhantes à de outros momentos da economia brasileira, com os agentes tendo a garantia de ancorar a liquidez em títulos públicos e de valorizar a poupança financeira com taxa de longo prazo (gráfico 3).

GRÁFICO 3
Evolução da DPMFi, operações compromissadas e LFTs



Fonte: BCB – Relatório de Mercado Aberto.

A superação do momento agudo da crise levou à queda das operações compromissadas até o final de 2011. O movimento, embora parcialmente compensado pelo aumento das LFTs, provocou a queda do montante remunerado pela Selic, que passou a responder por 42,6% da DPMFi.

A ação agressiva de redução do peso das LFTs na estrutura da dívida pública, iniciada em 2012, foi acompanhada do crescimento das operações compromissadas, que atingiram R$ 692 bilhões em abril de 2013 e ocuparam o espaço deixado pelos indexados à Selic. Desse modo, a estratégia dos agentes em manter operações de curto prazo, atreladas à taxa básica de juros, não sofreu descontinuidade.[11] Ou seja, os avanços inegáveis na gestão da dívida pública não foram suficientes, até o momento, para anular o traço distintivo da economia brasileira, alimentado desde a fase de alta inflação, de os investidores alcançarem, simultaneamente, baixo risco e liquidez, com ganhos no *overnight* semelhante ao dos títulos de longo prazo.

A dominância da lógica do curto prazo no mercado de títulos da dívida pública refletiu-se no comportamento do mercado privado e no financiamento da economia. Os títulos públicos ditaram os parâmetros de maturidade e rentabilidade das aplicações. Isto inibiu o florescimento de títulos privados com maturidade longa capaz de atender a demanda de financiamento de diferentes áreas. A perspectiva de que os juros reais mantenham-se em patamar mais baixo gestou a possibilidade de crescimento deste mercado. Porém, o sucesso em criar novos instrumentos financeiros de longo prazo está diretamente relacionado a alterações no trato da dívida pública, visto que os parâmetros de rentabilidade e maturidade dos títulos públicos balizam as diretrizes do mercado privado.

5 O LIMIAR DE MUDANÇAS NA GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

A gestão da dívida pública vive a perspectiva de mudanças na realidade vigente até hoje. O início do processo ocorreu com a alteração da regra de remuneração da caderneta de poupança. O ganho anterior – de 6,17% + TR (taxa referencial), livre de IR – determinava um piso para os juros. A eventual fixação da Selic abaixo deste valor

11. A soma das operações compromissadas (R$ 692,0 bilhões) e LFTs (R$ 396,1 bilhões) em abril de 2013 alcançaram 43,3% da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi).

(em torno de 8,5%) traria alterações na escala das aplicações, privilegiando a poupança, cujos recursos são destinados ao financiamento do mercado imobiliário, em detrimento de posições alternativas.

A decisão de remunerar os novos depósitos de poupança com 70% da Selic, no caso de ela ser menor ou igual a 8,5%, retirou a restrição até então existente e abriu espaço à redução dos juros básicos da economia. Em outubro de 2012, a Selic atingiu 7,25% e o BCB iniciou outro ciclo de alta em abril de 2013. Não obstante, o movimento recente aponta a perspectiva de mudanças da velha ordem. A taxa de juros básica deve oscilar de acordo com as decisões de política monetária, mas caso não ocorra a retomada do modelo de juros reais elevados e voláteis, abre-se a oportunidade de pensar o futuro em um cenário de juros próximo ao padrão internacional.

A queda do nível da taxa de juros real é decisiva porque se constitui em fator de referência à taxa de rentabilidade do conjunto da economia. A menor atratividade dos títulos públicos leva os aplicadores a buscarem alternativas e coloca a chance de rever as condições de financiamento e de gestão da dívida, contribuindo para eliminar resquícios do período de alta inflação.

O caminhar das mudanças é, por sua própria natureza, lento, visto que requer alterações institucionais e mudanças de convenções arraigadas. Porém, estão postas as condições para avançar. O menor apelo das aplicações de curto prazo em títulos públicos pode alterar o financiamento de diferentes setores da economia. A poupança financeira, na procura por rentabilidade, deverá diversificar o portfólio e buscar aplicações de longo prazo, em favor, por exemplo, da indústria ou das áreas de infraestrutura. O movimento provocou o aumento do volume e da escala das emissões privadas de longo prazo, entretanto, as dimensões ainda são pequenas. O desafio é criar ativos seguros e atraentes, capazes de atender a demanda dos fundos de investimento, fundos de pensão e dos recursos da previdência privada aberta – Plano Gerador de Benefícios Livres (PGBL) e Vida Gerador de Benefícios Livres (VGBL) –, preocupados em reverter o cenário de queda de rentabilidade observado em 2013.[12]

12. Por exemplo, está em fase final de discussão na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a criação de novo instrumento financeiro: o fundo de debêntures de infraestrutura, com características semelhantes aos dos fundos imobiliários e, talvez, com mais poder de atração de novos aplicadores.

O processo parece apontar a oportunidade de trocar os títulos indexados à taxa de juros (LFTs) e ampliar a maturidade da dívida. O desejo de reduzir o peso das LFTs esteve sempre presente nos PAFs e, recentemente, ocorreram avanços significativos. Não obstante, a questão continua como tema do processo de desindexação da economia. O que há de diferente é a condição palpável de reduzir ou mesmo eliminar as LFTs. O elemento mais visível é o incentivo a trocar estes títulos por outros nos momentos de queda dos juros. O fator de destaque, no entanto, está no entendimento aceito, mesmo com a alta recente da Selic, de que não devem ocorrer mudanças bruscas e instabilidade da taxa de juros.

O atual momento da gestão da política monetária tem implicações relevantes. O fim (ou a pequena participação) das LFTs não tira graus de liberdade do BCB. As alterações de juros da política de combate à inflação não representam risco à carteira de títulos das instituições financeiras.[13] Além disso, os juros baixos e a menor rentabilidade eliminam parte do próprio sentido de o setor privado recorrer às LFTs e, talvez, venha a se confirmar a profecia de que estes títulos morreriam de morte natural com a redução do patamar de juros.

O Tesouro Nacional, a partir de 2012, adotou movimento deliberado de troca dos títulos indexados à Selic: *i)* resgatou, por determinação do CMN, R$ 61 bilhões de LFTs de fundos extramercados das autarquias e empresas estatais e forçou a migração para outros títulos; *ii)* realizou a troca de LFTs, no valor de R$ 44,1 bilhões, da carteira do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS); *iii)* está em negociação com os fundos de previdência abertos (PGBL e VGBL) a troca das LFTs, no valor aproximado de R$ 24 bilhões, por títulos prefixados ou indexados a índices de preços no prazo a ser acordado, com o intuito de reduzir as aplicações atreladas aos juros básicos, estimadas atualmente em 60% do patrimônio, até alcançar, após um período de transição, o teto de 20% de participação dos ativos remunerados à taxa de juros de um dia; e *iv)* há negociações com os fundos de investimentos e outras aplicações de renda fixa, visando à migração de títulos indexados à Selic para outros prefixados ou indexados a índices de preços.

13. Não se quer dizer com isso que não pode acarretar alguma perda. O propósito é traçar um paralelo com momentos anteriores em que as alterações da taxa de juros eram bruscas e colocavam em risco as instituições.

O resgate de títulos Selic pode ainda avançar em curto período. O montante a vencer até 2015 alcança 77,3% do total em mercado e, no caso de não ocorrer volume significativo de novas emissões, surge a oportunidade de reduzir bastante a participação destes títulos na composição da dívida.[14] A atual conjuntura de elevação dos juros (2013) colocou entraves a este processo, com as instituições recompondo o portfólio e ampliando a busca por títulos indexados aos juros. Porém, a reversão do ciclo de alta, sem a deterioração das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), permitirá retomar o movimento de redução das LFTs.

A barreira para se atingir esse objetivo depende da superação da lógica das aplicações de curto prazo presente na cultura financeira brasileira. A relevância dos títulos atrelados à taxa Selic é a contraface deste traço característico, reflexo do período em que a incerteza não permitia o alongamento da dívida e as LFTs colocavam-se como o meio de ancorar as expectativas do mercado e evitar o risco de carregamento da carteira em condições de alta variação da taxa de juros (Arida, 2006; Resende, 2006).

O avanço da participação dos títulos prefixados e indexados a índices de preços na composição da dívida pública ocorreu, até o momento, sem o abandono da cultura de aplicações de curto prazo e rentabilidade equivalente a de juros de longo prazo. Como se comentou antes, a possibilidade de resgates diários nos fundos de investimentos e nos títulos privados atrelados ao CDI, assim como a exigência de permanência mínima de apenas sessenta dias nos planos de previdência privada, define a configuração da estrutura passiva das instituições financeiras. O risco de descasamento entre estrutura ativa e passiva limita a chance de alongamento da dívida pública e a redução significativa das LFTs. As instituições financeiras, comprometidas com um passivo de curto prazo, precisam carregar uma carteira consistente com a condição de prazo e de rentabilidade da composição do passivo.

O sucesso na proposta de redução expressiva das LFTs e de alongamento da dívida pública está diretamente relacionado a mudanças na regulamentação dos fundos, eliminando a condição de o aplicador dispor de liquidez e rentabilidade.

14. O total de títulos do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) em mercado alcançou R$ 388,7 bilhões em março de 2013, sendo que neste ano vencem R$ 87,4 bilhões e nos dois próximos anos vencem, respectivamente, R$ 107,1 bilhões e R$ 106,3 bilhões, ou seja, 77,3% dos vencimentos ocorrem até 2015.

A redução simples das LFTs, mantido o direito de resgate diário da indústria de fundos, coloca a questão de como responder à demanda das instituições por títulos com marcação a mercado diária. A exigência do mercado de ter em carteira algum instrumento capaz de cumprir este papel cria barreiras para ir além do que se conseguiu na gestão da dívida pública (Franco, 2006).

A revisão das regras de regulamentação do mercado financeiro requer a eliminação da cultura do curto prazo, característica herdada do período de alta inflação. As medidas devem focar no alongamento da estrutura passiva das instituições financeiras, sobretudo da indústria de fundos. A possibilidade de captar recursos menos voláteis permite rever a estrutura ativa das instituições, com reflexos, no momento seguinte, na maturidade da dívida pública.

O delineamento básico é simples. Os fundos de resgate diário continuariam a existir, sujeitos, no entanto, a uma combinação de menor rentabilidade e maior tributação a fim de desestimular este tipo de aplicação. A reformulação envolveria também a constituição de uma família de fundos, definidos por prazos distintos de aplicação, sujeitos a rentabilidade e tributação diferenciadas, consistente com o tempo de abandono da liquidez e perda de rendimento no caso de retirada fora do prazo contratado.

Além disso, é preciso alterar as condições de captação e aplicação de outros agentes relevantes no carregamento da dívida pública. Os investidores em fundos de previdência privada deveriam estar sujeitos a regras mais rígidas de retirada e penalidades em caso de não respeitar o tempo contratado. O fato de coibir a alta rotatividade atualmente existente nos aportes realizados abre a chance de endurecer as normas de aplicação das reservas e fazer valer o caráter de investimento de longo prazo. Os fundos de pensão, por sua vez, por serem demandantes relevantes de títulos públicos, em parte LFTs, merecem atenção. A volatilidade do lado das captações é menor e a razão da resistência em alongar a carteira, mesmo diante da queda e menor oscilação da Selic, está em boa medida presa à dificuldade de abandonar o comportamento tradicional de carregar carteira de baixa maturidade e atrelada a títulos públicos, sobretudo os de menor porte que primam por uma atuação conservadora.[15]

15. O BCB adotou, em janeiro de 2013, a Resolução nº 4.176, disciplinando a aplicação dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização e das entidades abertas de previdência complementar, que tem, como um dos objetivos, ampliar a maturidade das aplicações.

O alongamento da estrutura passiva dos diferentes agentes é condição necessária, embora não suficiente, para reduzir o peso das LFTs e ampliar a maturidade dos títulos públicos, aproximando a estrutura vigente no país a das economias maduras. A estratégia mais agressiva, adotada em 2012, de reduzir os títulos atrelados à Selic, sem, no entanto, alterar as regras de aplicações financeiras, levou as instituições a buscarem meios semelhantes capazes de cumprir a tarefa de marcação a mercado diária, de modo a não correr o risco de descasar a estrutura ativa e passiva.

As operações compromissadas atendem a esse propósito. Não há dúvida de que são eficazes ao objetivo de alcançar a meta Selic, mas a forte expansão recente não pode ser explicada apenas por razões de política monetária. A tese aqui proposta é de que as instituições trocaram o ganho das LFTs por juros da Selic diária e preservaram comportamento semelhante ao anterior: garantem proteção e o privilégio de obter no curto prazo rendimento igual ao de longo.

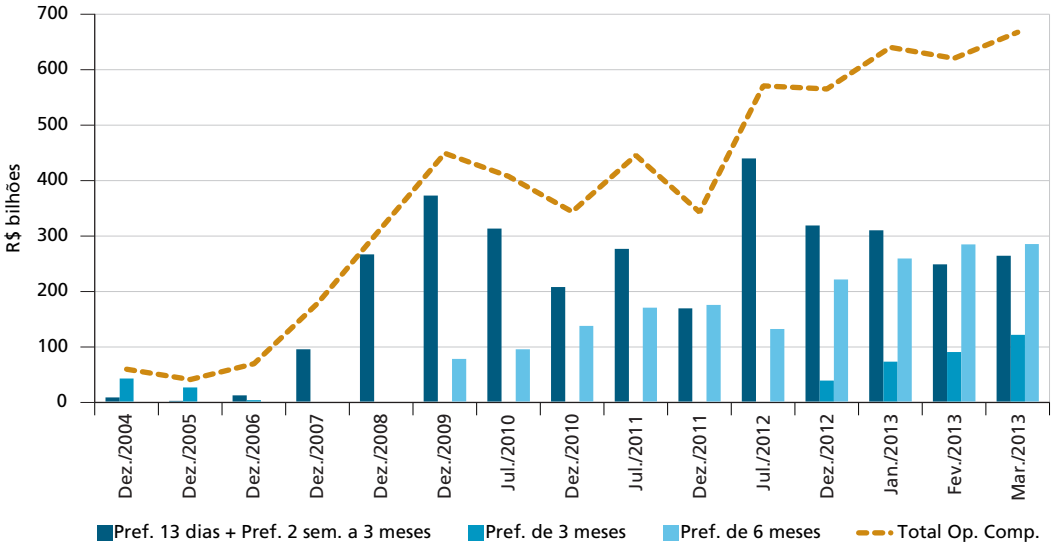
O nível atual de operações compromissadas é de R$ 692,0 bilhões (abril 2013), representando 37,4% da DPMFi e 15,7% do PIB. O elevado montante, distante do que se observou em outros momentos, contrapõe as ações do BCB e dos gestores da dívida: enquanto o Tesouro Nacional tem buscado reduzir o montante de LFTs, o movimento da autoridade monetária reproduz a característica própria da rolagem da dívida ancorada na Selic.[16]

A preocupação do BCB é com a gestão monetária e o empenho é estimular as instituições a saírem das operações do *overnight* e mudar o CDI como taxa referencial do mercado. A opção da autoridade monetária é alongar o prazo das operações compromissadas e, desde o último trimestre de 2012, ofereceu condições atrativas, com mais custo para o Tesouro, nas colocações de 90 dias e 180 dias, operando com títulos prefixados. O resultado até o momento é promissor e indica que ocorreu o afastamento do *overnight* de parte expressiva das operações (gráfico 4). Talvez, seja um passo relevante no processo de desindexação da economia, a partir da criação de uma taxa referencial prefixada de noventa dias como esboço de um futuro juro interbancário em condições de desestimular o uso do CDI como referência dos contratos no mercado financeiro e indexador da economia.

16. O atual patamar das operações compromissadas supera o observado em outros períodos. Em dezembro de 2004, alcançou 7,2% da DPMFi e 3% do produto interno bruto (PIB) e, em dezembro de 2006, atingiu 6,2% da DPMFi e 2,9% do PIB.

A ação é correta no sentido de atacar um dos pilares da indexação diária. Não obstante, resta ao BCB enfrentar o desafio de reduzir o estoque de operações compromissadas. A questão maior é separar os mercados monetário e de títulos públicos. A remuneração do excesso de liquidez com taxa não equivalente à de títulos de longo prazo complementa o esforço dos gestores da dívida de alongar a dívida e reduzir a influência das LFTs.

GRÁFICO 4
Saldo líquido e prazo a decorrer das operações compromissadas (2004-2013)



Fonte: BCB – Relatório de Mercado Aberto.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A queda da taxa de juros real e a estabilidade econômica constituem pressupostos básicos para alcançar uma estrutura madura da dívida pública, apoiada em títulos prefixados e indexados à inflação, com maturidade longa. O mercado, sem a crença de não ser atingido por mudanças bruscas da situação econômica, não se aventura a sair do curto prazo nem a ampliar o crédito de longo prazo. A política de redução da taxa de juros, adotada em 2012, abriu a perspectiva de superar os resquícios da fase de alta inflação ainda presentes na dinâmica da dívida pública.

A estabilização trouxe mudanças significativas na gestão da dívida pública. O processo de administração seguiu os passos do movimento internacional. A gestão da dívida passou a ser tarefa exclusiva da STN, organizada como órgão autônomo, preocupada em alcançar o menor custo ponderado pelo risco. A estratégia obteve sucesso na expansão dos títulos prefixados e indexados a índices de preços e cresceu a maturidade da dívida. Além disso, as regras institucionais explicitaram as relações entre Tesouro Nacional e BCB e coibiram o financiamento do gasto público pela autoridade monetária.

Os avanços deixaram para trás a rolagem do estoque da dívida no curtíssimo prazo e o fato de quase toda a dívida ser atrelada a títulos indexados a juros e câmbio, mas os ganhos estão próximos ao limite e o aprofundamento das mudanças requer passos adicionais capazes de alterar a realidade atual.

A dinâmica vigente no mercado financeiro, com parte expressiva das captações baseada em cláusula de resgate diário, oferece risco às instituições financeiras caso busquem alongar as aplicações ativas. Os potenciais resgates diários e a obrigação de marcação a mercado resultam no carregamento de títulos Selic ou de meios alternativos, como as operações compromissadas, para não expor a instituição ao risco de liquidez. Assim, não surpreende a tendência recente de expansão das operações compromissadas acompanhando o movimento de queda de participação das LFTs na estrutura da dívida pública, sobretudo, no quadro atual de incertezas.

O processo revela evidente descompasso entre a ação do BCB e a estratégia do Tesouro Nacional e prolonga a possibilidade de as instituições carregarem alta parcela da dívida atrelada ao juro diário. A busca por ganhos adicionais requer ir além dos movimentos de gestão da dívida e promover mudanças institucionais visando alterar a estrutura de aplicações do mercado financeiro brasileiro, principalmente da indústria de fundos, centrada na lógica do curto prazo. A criação de uma família de fundos de investimentos e de regras de aplicação nos fundos de pensão e de previdência privada com prazos bem definidos e ganhos diferenciados, a partir de condições de rentabilidade e tributação distintas, pode alongar o horizonte das aplicações e dar mais previsibilidade às instituições na composição do ativo. Isto cria a condição para o aceite de títulos públicos de maior maturidade e o abandono do uso das LFTs ou de formas alternativas de sustentar a marcação a mercado, necessária para atender a demanda de saques diários. O que se espera é que o mercado brasileiro passe a atuar de modo

semelhante ao de outras economias, em que as oscilações de preços, com eventuais perdas, são administradas pelos gestores da dívida por meio dos mecanismos de troca e recompra de títulos, de modo a evitar alto *stress* no mercado.

A alteração institucional coloca-se em linha com a vontade do BCB de alongar as operações compromissadas e abandonar o CDI como índice de referência de avaliação das carteiras, como parte do esforço de acabar com a indexação do mercado monetário e de alcançar melhor efetividade da política monetária no combate à inflação. O interesse em reforçar o poder da política monetária torna factível a proposta de dar fim à cultura do curto prazo e abrir espaço à redução (eliminação) das LFTs, bem como devolver as operações compromissadas ao seu uso corriqueiro de instrumento de controle da liquidez. Certamente, a alteração do modelo atual precisa ser construída em acordo com o mercado, com soluções de alongamento não abruptas ou a penalização de agentes e investidores, mas sem abrir mão de avançar na política de gestão da dívida pública.

REFERÊNCIAS

ALESINA, A., FRAN, A.; TABELLINI, G. Public confidence and debt management: a model and a case study of Italy. *In*: DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (Eds.). **Public debt management**: theory and history. Cambridge: CEPR; Cambridge University Press, 1990. p. 94-124.

ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). **Mercado de capitais e dívida pública***:* tributação, indexação e alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

BARRO, R. Notes on optimal debt management. **Journal of applied economics**, Buenos Aires, v. 2, n. 2, p. 281-289, Nov. 1999.

BIASOTO JR., G. **A questão fiscal no contexto de crise do pacto de desenvolvimento**. 1994. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1994.

BITTENCOURT, J. L. A base de investidores da dívida pública federal no Brasil. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

BLOMMESTEIN, H. J.; HUBIG, A. **Is the standard micro portfolio approach to sovereign debt management still appropriate?** Basle: BIS, May 2012. (BIS Papers, n. 65).

BLOMMESTEIN, H. J; TURNER, P. **Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability**. Basle: BIS, May 2012. (BIS Papers, n. 65).

CALVO, G. C.; GUIDOTTI, P. E. Indexation and maturity of government bonds: an explanatory model. *In*: DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (Ed.). **Public debt management**: theory and history. Cambridge: CEPR; Cambridge University Press, 1990. p. 52-82.

FALCETTI, E.; MISSALE, A. Public debt indexation and denomination with an independent central bank. **European Economic Review**, v. 46, n. 10, p. 1825-1850, 2002.

FRANCO, G. H. B. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). **Mercado de capitais e dívida pública***:* tributação, indexação e alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Confidence crises and public debt management. *In*: DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (Eds.). **Public debt management**: theory and history. Cambridge: CEPR; Cambridge University Press, 1990. p. 125-152.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND; WORLD BANK. **Guidelines for public debt management**. Washington, Mar. 2001.

_____. **Guidelines for public debt management**. Washington, Dec. 2003.

LEONG, D. **Debt management**: theory and practice. London: Treasury, Apr. 1999. (Occasional Paper, n. 10).

LOPREATO, F. L. C. **Problemas de gestão da dívida pública brasileira**. Campinas: IE; Unicamp, 2008. (Texto para Discussão, n. 139).

_____. **Caminhos da política fiscal do Brasil**. São Paulo: Editora UNESP, 2013.

MISSALE, A. **Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities**. Basle: BIS, May 2012. (BIS Papers, n. 65).

OLIVEIRA, J. C. **Reordenamento financeiro do governo federal**: implicações da Lei Complementar nº 12. Brasília: Editora UnB, 1986. (Texto para Discussão).

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

PRICE, R. **The rationale and design of inflation**: indexed bonds. Washington: IMF, Jan. 1997. (Working Paper, n. 12).

RESENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. *In*: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Orgs.). **Mercado de capitais e dívida pública**: tributação, indexação e alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

ROCHA, K. L Estrutura institucional e eventos recentes na administração da dívida pública federal. *In*: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Orgs.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Quarterly Review**, Minnesota, v. 5, n. 3, 1981.

_____. Reaganomics and credibility. *In*: _____. **Rational expectations and inflation**. New York: Harper Collins College Publisher, 1993.

SHEN, P. Benefits and limitations of inflation indexed treasury bonds. **Economic review**, Kansas City, v. 3, 1995.

TOBIN, J. **An essay on principles of debt management**. New Haven: Cowles Foundation for Research, 1993. (Cowles Foundation Paper, n. 195). Reprinted from Fiscal and Debt Management Policies, Commission on Money and Credit, 1963. Disponível em: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p01b/p0195.pdf>.

TURNER, Philip. **Fiscal dominance and the long-term interest rate**. Financial Markets Group, London School of Economics. Special Paper n. 199, 2011. Disponível em: <www2.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/home.aspx>.

TOGO, E. **Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies**: an analytical framework. Washington: World Bank, Sept. 2007. (Policy Research Working Paper, n. 4.369).

TURNER, P. **Bond markets in emerging economies**: an overview of policy issues. Basle: BIS, June 2002. (BIS Papers, n. 11).

_____. **Bond market development**: what are the policy issues? Basle: BIS, 2003.

WHEELER, G. **Sound practice in government debt management**. Washington: World Bank, 2004.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. **American economic journal**: macroeconomics, v. 1, n. 1, p. 267-279, Jan. 2009.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

CAMPBELL, J. H.; SHILLER, R. J. **A scorecard for government debt**. Cambridge: NBER, May 1996. (Working Paper, n. 5.587).

CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; SCHMUKLER, S. Government bonds in domestic and foreign currency: the role of macroeconomic and institutional factors. **Review of international economics**, v. 15, n. 2, p. 370-413, May 2007.

MISSALE, A.; BLANCHARD, O. **The debt burden and debt maturity**. Cambridge: NBER, Dec. 1991. (Working Paper, n. 3.944).

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Everson da Silva Moura
Reginaldo da Silva Domingos

Revisão
Ângela Pereira da Silva de Oliveira
Clícia Silveira Rodrigues
Idalina Barbara de Castro
Leonardo Moreira Vallejo
Marcelo Araujo de Sales Aguiar
Marco Aurélio Dias Pires
Olavo Mesquita de Carvalho
Regina Marta de Aguiar
Bárbara Seixas Arreguy Pimentel (estagiária)
Tauãnara Monteiro Ribeiro da Silva (estagiária)

Editoração
Bernar José Vieira
Cristiano Ferreira de Araújo
Daniella Silva Nogueira
Danilo Leite de Macedo Tavares
Diego André Souza Santos
Jeovah Herculano Szervinsk Junior
Leonardo Hideki Higa

Capa
Luís Cláudio Cardoso da Silva

Projeto Gráfico
Renato Rodrigues Bueno

The manuscripts in languages other than Portuguese published herein have not been proofread.

Livraria do Ipea

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.
70076-900 – Brasília – DF
Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em adobe garamond pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 bold condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Brasília-DF

Logotipo/slogan de governo removido em observancia ao disposto no art. 40 da Lei n 9.504/1997

Missão do Ipea
Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ISSN 1415-4765

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Secretaria de Assuntos Estratégicos