

Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta para discussão

Área 2: Macroeconomia, Desenvolvimento e Economia do Setor Público

JEL nº H63, E43, E63

Carlos Kawall Leal Ferreira

Economista-chefe do Citibank e Professor Titular do Programa de Pós Graduação em Economia Política da PUC/SP

Murilo Robotton Filho

Superintendente Executivo da Tesouraria do Citibank, Professor da BM&F e Economista pela FAAP

Adriana Beltrão Dupita

Economista do Citibank, Professora da UNIP e mestra em Economia pela London School of Economics

Resumo

Este artigo busca discutir uma possível estratégia para o alongamento da dívida pública brasileira, frente às especificidades da política monetária e da estrutura do mercado de dívida do país. Para tanto, analisa-se o perfil da dívida pública interna, que apresenta uma considerável concentração em instrumentos pós-fixados indexados à taxa de curto prazo. Outra particularidade do mercado brasileiro é a capilaridade de tomadores finais para a dívida pré-fixada emitida pelo governo, ficando os títulos pré-fixados normalmente nas mãos de agentes cuja exposição ao risco pré-fixado é regulada por modelos de gestão de risco (apresentado brevemente neste trabalho). A partir desta análise, propõe-se uma estratégia gradual e coordenada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. O primeiro alongaria gradualmente o prazo dos títulos pré-fixados oferecidos ao mercado, enquanto o Banco Central promoveria uma queda gradual porém mais acentuada da taxa de juros básica real da economia, buscando a médio prazo situá-la em níveis internacionais. O sucesso desta estratégia estaria condicionado, entre outros fatores, à credibilidade e independência da autoridade monetária, à manutenção de uma política fiscal austera, à continuidade do ajuste do balanço de pagamentos e a uma coordenação adequada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central na implementação desta política.

Palavras-chave: política monetária; dívida pública; juros *overnight*, estrutura a termo de juros

Abstract

This paper discusses a possible strategy to lengthen the tenor of the Brazilian debt instruments, given the specificities of the monetary policy and of the local credit market. The starting point for this discussion consists of an analysis of the profile of Brazil's public domestic debt (very concentrated in short-tenored, floating-rate instruments) and of the structure of holders of such debt instruments. The absence of final holders of fixed-rate public bonds, combined to the occurrence of an inverted term structure of future interest rates in Brazil, have driven the failure of previous attempts at lengthening the tenor of public debt. Based on this analysis, we propose a gradual strategy, according to which the National Treasury would gradually increase the tenors of the fixed rate bonds supplied to the market. At the same time, the Central Bank would reduce the target overnight rate (Selic), seeking to drive it to international levels in the medium run. The success of this strategy is conditioned on the credibility and independence of the monetary authority, on an austere fiscal policy, on the maintenance of a competitive exchange rate, and on the coordination between the National Treasury and the Central Bank in the implementation of these policies.

Key words: monetary policy; public debt management; overnight interest rate; term structure of interest rates

Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta para discussão

A condução da política monetária é certamente tema de debate permanente no contexto de economias desenvolvidas e dos chamados mercados emergentes. No Brasil, contudo, a discussão sobre a política monetária se manteve durante muito tempo distante do debate internacional, dada a forte instabilidade das taxas de juros nominais/reais e dos agregados monetários no período de inflação alta, a qual não abria espaço para que a política monetária cumprisse suas atribuições clássicas.

Esta impossibilidade se derivava, primariamente, da concentração dos haveres financeiros no curtíssimo prazo, criando a chamada “moeda indexada”, legado do período de inflação elevada. Neste contexto, elevações de juros perdem seu papel clássico de gerar uma desvalorização da riqueza privada, já que a concentração no curto prazo faz com que os ativos do setor privado incorporem rapidamente a alta dos juros em sua remuneração. Ao mesmo tempo, o ambiente de hiperinflação e as surpresas da política macroeconômica não forneciam estímulos para a criação de condições para um perfil saudável para o financiamento da dívida pública, à época girada no *overnight* praticamente em sua totalidade¹. De um lado, a possibilidade de elevação dos juros (ao menos em termos nominais) frente a uma trajetória de alta da inflação trazia riscos de fortes perdas patrimoniais para instituições financeiras que detivessem títulos pré-fixados. De outro, os sucessivos planos econômicos com “truques” mais ou menos explícitos voltados para a desvalorização da dívida pública reforçaram a preferência por ativos de curtíssimo prazo, frente ao risco de crédito elevado associado à dívida pública. Assim, a estrutura do período de hiperinflação inviabilizava tanto a atuação da política monetária como qualquer movimento no perfil da dívida pública que pudesse criar condições para a superação deste quadro.

Após o Plano Real, passamos inicialmente por uma política monetária endógena no bojo de um regime de câmbio fixo, no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso. A deterioração paulatina das contas externas e a ausência de uma política fiscal sustentável acabaram por ditar o fim do regime de câmbio fixo, em um contexto de fortes choques externos. Com a desvalorização cambial de janeiro de 1999 e a adoção do regime de metas de inflação em meados do mesmo ano, o Brasil avançou pela primeira vez em sua história para uma posição de ter uma política monetária no “estado da arte” internacional. No pós-Real, ainda, a estabilidade de preços permitiu um avanço fundamental, ao viabilizar o surgimento de uma curva futura da taxa de juros (com negociação em bolsa), embora ainda predominantemente de curto prazo (de seis meses a dois anos, tipicamente) e instável, tendo em vista o contexto conturbado marcado por forte volatilidade cambial causada pelos sucessivos “choques externos”.

Do ponto de vista institucional, a credibilidade conferida às reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom), instituído em junho de 1996, fez com que o Banco Central tivesse sua autonomia decisória quanto à política monetária mantida ao longo dos últimos oito anos, atravessando inclusive uma transição político-eleitoral delicada em 2002/2003. A política monetária no Brasil após a implantação do regime de metas de inflação adquiriu um marco institucional que inclusive virou referência para outros países emergentes. Falta apenas um passo importante para que seja completado: a formalização em lei da autonomia operacional do Banco Central.

Os avanços no campo da gestão da política monetária ganharam consistência com a disciplina fiscal introduzida a partir de 1999, com a definição de metas para o superávit primário condizentes com a tentativa de estabilizar a relação entre a dívida líquida do setor público e o PIB. A política fiscal austera ganhou o apoio da lei de responsabilidade fiscal, em 2000, sendo também crucial o comprometimento do

¹ A respeito da política monetária antes do Plano Real, ver: Bodin de Moraes (1990), Carvalho (1992), Ferreira (1990), Giambiagi (1989), Mendonça de Barros (1993) e Pastore (1991), dentre outros.

governo Lula com a austeridade fiscal, mostrando que esta se tornou um valor aceito pelas principais forças políticas do país.

No governo Lula, ainda, o Banco Central liderou um bem sucedido processo de desinflação, que levou a inflação anual de um pico de 17% para pouco mais de 5% em cerca de um ano. A transição suave dos membros da antiga diretoria para a nova diretoria, que manteve os parâmetros técnicos de condução da política monetária, foi um pilar indispensável da recuperação de credibilidade do Brasil sob o novo governo, que vem sendo coroada após 18 meses por sinais cada vez mais consistentes de recuperação da atividade econômica, após três anos de crescimento econômico médio em torno de 1% ao ano.

Exatamente por ter se consolidado a percepção de que a austeridade fiscal e monetária passou a ser uma característica perene da condução da política econômica no Brasil, criam-se as condições para um passo além. Este artigo pretende discutir um possível formato de condução da política monetária e gestão da dívida pública que vise a superar, no médio prazo (um a três anos), a concentração excessiva da dívida pública brasileira em títulos de curto prazo e predominantemente ligados a taxas flutuantes.

No ambiente atual, a política monetária ainda não conta com um canal de transmissão ideal sobre o nível de atividade, já que persiste o efeito positivo sobre a renda quando há elevação dos juros nominais, sem que haja a desejada desvalorização da riqueza privada. Ainda, ao operar em um contexto de endividamento público elevado e concentrado no curto prazo, políticas de elevação da taxa de juros acabam por ter efeitos não-convencionais e indesejados sobre os preços de ativos financeiros (como a taxa de câmbio ou a estrutura a termo da taxa de juros), podendo por exemplo exacerbar expectativas inflacionárias ou mesmo produzir um “aperto” monetário indesejado, como será discutido adiante.

O nível historicamente elevado da taxa de juros real de curtíssimo prazo (*overnight*-Selic ou CDI), que sustenta a preferência dos investidores por ativos financeiros com juros flutuantes, implica um comportamento anômalo (se comparado a economias maduras) da inclinação da curva a termo da taxa de juros, que no Brasil vem se configurando horizontal ou invertida na recuperação (quando há queda dos juros básicos) e positivamente inclinada na desaceleração (quando os juros básicos estão estáveis ou em elevação).

Assim, a despeito dos notáveis avanços obtidos ao longo dos últimos anos na gestão macroeconômica e no aparato institucional que cerca as políticas monetária e fiscal, pouco progresso foi obtido em termos de melhorar o perfil do endividamento público e o mecanismo de transmissão da política monetária. Para economistas um pouco mais velhos, é frustrante observar que ainda nos deparamos com limites à gestão monetária – efeito riqueza inexistente, concentração da dívida pública no curto prazo, necessidade recorrente de recompras de títulos públicos – que nos lembram do período pré-Real.

A proposta feita neste trabalho destaca que as limitações para a melhora do perfil do endividamento público enfrentadas hoje derivam muito mais de características anômalas da estrutura do mercado de dívida pública no Brasil -- ainda heranças do período de inflação elevada e de contextos passados de ausência de disciplina fiscal -- do que de problemas ligados à credibilidade da *atual* política macroeconômica. Estas características, que mantêm a preferência por aplicações financeiras de curtíssimo prazo, acabam por abortar políticas de melhora do perfil do endividamento público.

Entende-se que neste momento tanto o Banco Central como o Tesouro Nacional gozam de credibilidade suficiente para buscar uma transição para uma nova forma de administração da taxa de juros de curtíssimo prazo (*over*-Selic) e da política de dívida pública, como será explorado nos próximos tópicos. De um lado, o Banco Central buscaria gradualmente (de um a dois anos) reduzir o patamar real da taxa de juros básica, com sua atuação sobre o nível de atividade e inflação sendo determinada pelo comportamento das taxas de juros de médio e longo prazos (inicialmente, a taxa de juros de 180 a 360 dias). Buscar-se-ia inicialmente garantir um diferencial entre as taxas nominais de juros do *overnight* e de

médio e longo prazos no intervalo de 3 a 5 pontos percentuais. A médio prazo, buscar-se-ia situar a taxa de juros básica em um patamar compatível com níveis internacionais (entre 0 a 3% em termos reais).

De outro, o Tesouro Nacional alongaria também de modo gradual a dívida interna com base na criação de um mercado de investidores para papéis pré-fixados de médio e longo prazos (contando também com a possibilidade de uso de títulos indexados a índices de preços). A emissão de títulos pré-fixados em prazos gradualmente mais elevados é parte fundamental da estratégia, já que sustentaria o diferencial positivo entre as taxas de curto e médio/longo prazos, criando um custo de oportunidade relevante para o investidor se manter em investimentos remunerados pela taxa de curtíssimo prazo (CDI).

Ao criar de forma consistente um mercado para títulos públicos de médio e longo prazos, construindo uma curva de taxa de juros que fosse positivamente inclinada em relação aos prazos, esta estratégia permitiria que a política monetária operasse no sentido clássico. A proposta aqui feita não vai na direção de pregar mudanças no “mix” da política macroeconômica, mas sim busca uma reforma de características “microeconômicas” – envolvendo sobretudo o mercado de dívida pública –, embora com importantes e delicadas conexões com a execução da política macroeconômica. Neste sentido, seu sucesso requeriria manter o tripé básico da política econômica atual: o regime de metas de inflação, a austeridade fiscal (com superávits primários no patamar atual) e o câmbio flutuante.

1. O perfil da dívida pública e a concentração em ativos pós-fixados de curto prazo

Ao lado das dificuldades para garantir uma trajetória descendente ou mesmo de estabilidade para a relação entre a dívida líquida do setor público e o produto interno bruto (DLSP/PIB), que apresentou alta contínua de 1994 a 2003, houve progressos ainda menores quanto aos objetivos de melhora no perfil da dívida pública interna, tanto em relação a prazos como quanto à sua exposição ao risco da taxa de juros básica². Os limites ao processo de alongamento e melhora do perfil da dívida pública foram novamente lembrados a partir do mês de maio de 2004, quando expectativas de elevação dos juros nos EUA e a alta dos preços internacionais do petróleo novamente ditaram um forte ajuste de preços no mercado de dívida pré-fixada, levando à necessidade de recompras de títulos por parte do Tesouro Nacional e forte queda na emissão líquida de papéis naquele mês.

Com a redução da volatilidade dos mercados financeiros domésticos e internacionais a partir de junho de 2004, o Tesouro Nacional retomou a emissão de títulos pré-fixados, mas com significativa redução no prazo das emissões. Esta situação é frustrante, dado que os problemas enfrentados no mercado da dívida pública, com impacto no patamar de juros reais, parecem derivar menos dos fundamentos econômicos e mais das características *sui generis* do mercado de dívida pública no Brasil, como procuraremos argumentar neste trabalho.

2. Política monetária e preços de ativos: o efeito da dívida pública elevada e concentrada no curto prazo

Frente à frustração das expectativas de queda mais acentuada da taxa de juros básica este ano, explicada sobretudo pelo recuo mais lento que o esperado da inflação, muitos críticos do regime de metas de inflação têm sugerido a elevação da meta central. Para outros, a saída seria utilizar a margem de flexibilidade do atual regime para aceitar um índice de inflação acima do ponto central da meta de 2004 (5,5%), entendendo que a natureza da alta acima do esperado na inflação está sobretudo na elevação dos preços das *commodities* internacionais, que deveriam ser consideradas como “choque de oferta”. Ainda,

² Como será discutido à frente, a melhoria das contas externas propiciou forte redução na exposição cambial do governo (*swaps* e títulos cambiais). A exposição cambial, contudo, crescentemente feita via derivativos (*swaps*), não se relaciona mais com a dívida pública em senso estrito, sendo muito mais um instrumento auxiliar de administração da política cambial.

para muitos seria oportuno considerar a adoção de uma meta permanente, apurada em termos anuais (últimos doze meses) e não mais no ano-calendário (cf. Gleizer, 2004).

Estas propostas referem-se a ajustes na administração do sistema de metas ou a formas de flexibilização do regime ligadas ao que se chama na literatura econômica como “cláusulas de escape”, em geral medidas que visam ajustar ou mudar os parâmetros do sistema de modo a não punir excessivamente o nível de atividade econômica. No Brasil, a adoção de metas “ajustadas” e a própria revisão de metas foram implementadas nos últimos anos sem afetar a credibilidade do regime de metas³.

Este debate, no entanto, limita-se à administração do regime de metas de inflação com relação aos *preços correntes*, ou seja, a inflação de bens e serviços captada ao nível do consumidor. A literatura econômica destaca, mesmo antes da adoção de regimes de metas de inflação, a necessidade de se considerar também a interação da política monetária com os *preços de ativos*. Este foi o sentido, por exemplo, da preocupação com a “exuberância irracional” nos mercados acionários ao final da década passada, expressa pelo presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan.

A título de exemplo, há na literatura econômica recente uma preocupação com a compatibilidade entre política monetária administrada por metas de inflação e a prevenção de ciclos de preços de ativos (“bolhas financeiras”), frente às inúmeras crises financeiras lideradas por expansão do crédito verificadas nos anos 80 e 90, em contexto de taxas de inflação baixas. O Banco Central poderia relutar em elevar juros para “furar” uma bolha de preços de ativos caso a inflação de preços correntes estivesse de acordo com as metas (ver Borio e Lowe, 2002).

No caso do Brasil, a reduzida dimensão do crédito ao setor privado frente ao PIB torna tais preocupações menos urgentes. O mesmo não se pode dizer da instabilidade financeira potencial associada à dívida pública, um problema a ser considerado na gestão da política monetária. Em trabalho recente, Olivier Blanchard, do Massachusetts Institute of Technology (MIT), analisou exatamente este tema: o regime de metas da inflação no Brasil sob a presença de uma dívida pública elevada. No modelo econométrico utilizado pelo autor, “...a elevação da taxa real de juros também aumenta a probabilidade de ‘default’ na dívida, [com] o efeito podendo ser o de fazer a dívida pública doméstica menos atraente, conduzindo a uma desvalorização real [do câmbio]” (Blanchard, 2004)⁴.

O estudo de Blanchard confirma a percepção de quem observa o comportamento dos nossos mercados financeiros. Decisões de elevação ou manutenção dos juros, sobretudo não antecipadas, são freqüentemente acompanhadas de alta do dólar e do risco-país. Já a queda na taxa de juros é em geral acompanhada de otimismo, com queda no risco-país e apreciação do câmbio. É evidente que este comportamento é condicionado pela credibilidade da política monetária: cortes de juros que fossem vistos como excessivos frente à inflação esperada seriam provavelmente acompanhados de piora nos mercados e de alta nos juros futuros, tomando o movimento ineficaz para alongar a dívida pública e para estimular o nível de atividade.

Mas a observação dos mercados e as conclusões de Blanchard chamam atenção para a necessidade de se incorporar a gestão do estoque da dívida interna nas decisões da política monetária e na avaliação do grau de eficácia e flexibilidade que o Banco Central tem na condução dessa política.

³ Não é objeto deste trabalho a discussão sobre a meta da política monetária, mas os autores entendem que a mudança da meta para 2005 seria inadequada, embora simpatizem com a idéia de uma meta permanente medida em períodos móveis de 12 meses.

⁴ O trabalho de Blanchard recebeu comentário do Diretor de Assuntos Especiais do Banco Central do Brasil, Eduardo Loyo (2004). Loyo reconhece a plausibilidade e relevância da hipótese teórica levantada por Blanchard sobre a relação entre juros, risco de crédito, moeda e inflação, mas considera menos convincente o argumento de que esta relação se aplica ao caso brasileiro de 2002/2003 (analisado por Blanchard), por conta das evidências que sugerem a relevância da demanda agregada como canal de transmissão da política monetária para a inflação, e pela discutível escolha da Selic como representativa de remuneração de ativo sem risco, feita pela análise empírica apresentada por Blanchard.

Indo um passo adiante, é também necessário incorporar à análise a questão do *alongamento e composição* da dívida pública. Comparações internacionais mostram que a dívida pública no Brasil não é extremamente elevada como proporção do PIB, mas certamente apresenta uma combinação *sui generis* em termos de seu prazo médio e excessiva dependência de papéis pós-fixados.

O prazo médio da dívida pública competitiva nunca superou 36 meses desde o Plano Real. E, desde 1999, a parcela da dívida pública pré-fixada ou indexada a índices de preços nunca superou os níveis alcançados em maio último (cerca de 31% do total), que correm o risco de reversão nos próximos meses.

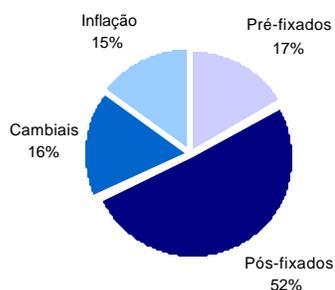
Alongar os prazos da dívida pública mobiliária utilizando títulos pré-fixados e indexados à inflação é a recomendação de nove entre dez analistas econômicos (ver, entre trabalhos recentes, Missale e Giavazzi (2003)). O problema é *como* implementar esta estratégia em um contexto em que a demanda final por títulos com estas características (especialmente títulos pré-fixados) é muito limitada, ao mesmo tempo em que a política monetária opera com uma curva de taxa de juros com inclinação não-convencional que pune estratégias de alongamento da dívida.

Como será abordado nos itens a seguir, não se proporá nenhuma mudança nos pilares básicos da política macroeconômica implementada com sucesso desde 1999 (câmbio flutuante, regime de metas de inflação, responsabilidade fiscal). Nem há proposições que alterem o regime de metas de inflação tal como hoje ele é operacionalizado. O que se busca é discutir um formato de condução da política monetária e do endividamento público que possa, de forma consistente, abrir espaço para um processo de melhora do perfil da dívida pública. Isto permitiria, a nosso ver, que os *preços dos ativos* (no caso, os preços dos títulos da dívida pública) deixassem gradualmente de ser um fator perturbador do mecanismo de transmissão da política monetária sobre os *preços correntes*.

3. A estrutura do mercado de dívida pública no Brasil

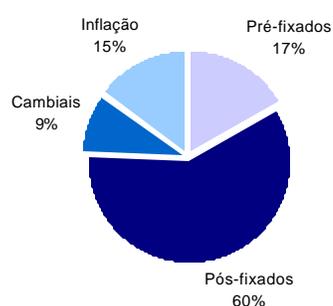
Os gráficos 1 e 2 abaixo mostram a fotografia do estoque da dívida mobiliária federal em poder do mercado no Brasil, desagregada em quatro grupos, a depender do indexador: a dívida indexada à taxa “*overnight-Selic*” (LFTs), dívida pré-fixada (LTNs e NTN-Fs), dívida atrelada a índices de preços (NTN-Bs e NTN-Cs) e dívida com correção cambial (neste caso, incorporando títulos públicos como as NTN-Ds e NBC-E/Fs e operações de *swaps* cambiais realizadas pelo Banco Central).

Gráfico 1. Dívida mobiliária federal – exposição por indexador (com swap, % total, maio/2004)



Fonte: Banco Central

Gráfico 2. Dívida mobiliária federal – exposição por indexador (sem swap, % total, maio/2004)



Fonte: Banco Central

A contabilização feita no gráfico 1 considera os derivativos cambiais como se fossem dívida, para refletir o grau de exposição da dívida pública à taxa de câmbio. Mas como os derivativos não são instrumentos de dívida, sua participação é contabilizada pelo Banco Central mediante redução no estoque de dívida pós-

fixada, uma vez que na emissão do *swap* o BC recebe a taxa de juros interbancários (CDI) e paga um fluxo equivalente à taxa de câmbio. Se excluídos os *swaps* do estoque da dívida interna, a parcela de títulos públicos atrelados a taxas flutuantes seria ainda maior (gráfico 2), dado que reflete melhor a estrutura final de tomadores da dívida pública interna.

Seria necessário ainda somar a estes títulos públicos detidos pelo mercado o total das operações compromissadas do Banco Central, que se situava em torno de R\$ 85 bilhões ao final de maio de 2004, correspondendo a cerca de 10% do estoque da dívida pública mobiliária em poder do público. Esta adição tenderia a elevar ainda mais a participação dos ativos ligados à taxa do *overnight* ou CDI no portfólio de fundos de investimento e bancos.

A forte concentração da dívida pública em títulos pós-fixados – em detrimento de títulos pré-fixados e atrelados à inflação – é percebida, como já destacado, como um fator de risco para a dinâmica da dívida pública, sendo um dos fatores de peso a explicar baixos patamares de *rating* e níveis altos de risco-país.

A demanda majoritária por papéis pós-fixados vem dos fundos de investimento. Isto decorre do fato de possuímos um indexador na economia brasileira – a taxa interbancária, ou CDI – que baliza a grande maioria dos ativos e passivos de investidores, empresas e bancos. Assim, a indústria de fundos no Brasil possui grande parcela de seus ativos referenciados ao CDI. Como argumentado anteriormente, o uso do CDI como indexador diário é reflexo de dois fatores básicos: a) os momentos de inflação elevadíssima e instável, que encurtava os horizontes dos aplicadores, elevando o risco de perda associado a aplicações pré-fixadas e b) os sucessivos “calotes” da dívida pública a partir dos anos 80, atrelados a manipulação da correção monetária e planos econômicos, até a edição do Plano Real. Vale lembrar que mesmo em 2002 a rolagem da dívida pública foi problematizada pelo temor de que o novo governo lançasse mão de algum expediente de renegociação da dívida pública.

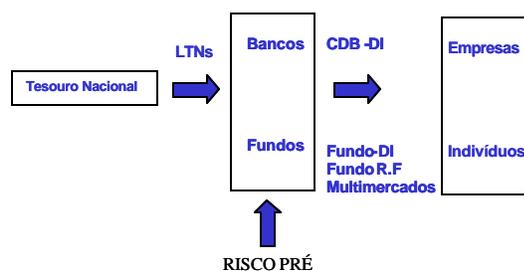
Contudo, os títulos pós-fixados tendem a ser preferidos mesmo em um contexto em que os riscos em a) e b) sejam baixos, como no período 2003/2004. Como procuraremos desenvolver adiante, esta preferência ocorre em função do alto custo de oportunidade, para o investidor, de assumir riscos em aplicações referidas a títulos pré-fixados, em função da elevada taxa de juros real básica (*over-SELIC* ou CDI).

Uma vez que a preferência do investidor brasileiro se dá majoritariamente por ativos indexados ao CDI, notadamente via fundos de investimento DI, a demanda por títulos pré-fixados é sobretudo oriunda de fundos de investimento RF (que investem em ativos pré-fixados), bancos e fundos de investimento alavancados (fundos multimercados ou *hedge funds* estrangeiros). A demanda por parte destes investidores se dá sobretudo em contextos de expectativa de corte da taxa de juros, o que leva bancos e investidores alavancados a demandarem títulos pré-fixados em busca de ganhos de capital. Muitas vezes a demanda de títulos pré-fixados por parte de fundos mútuos tradicionais (RF) não é uma demanda “pré” legítima, pois em geral são convertidos em taxas flutuantes via derivativos.

O diagrama 1 sintetiza a estrutura peculiar do mercado de títulos públicos pré-fixados no Brasil. O Tesouro Nacional vende os títulos pré-fixados (LTNs, e mais recentemente NTN-Fs) aos bancos e fundos. Mas estes vendem aos clientes (bancos e empresas) sobretudo depósitos e cotas de fundos indexados ao CDI (CDBs e Fundos-DI). Há uma parcela relevante da indústria de fundos representada pelos Fundos RF, que operam com títulos pré-fixados, mas cuja carteira acaba concentrando-se em prazos curtos.

Assim, grande parte do chamado “risco-pré” fica concentrado nos bancos e fundos alavancados. Não sendo tomadores finais, estes agentes compram os papéis sobretudo visando a ganhos de capital, sendo submetidos a modelos de gestão de risco sofisticados (do tipo *Value at Risk* – VAR, como será detalhado a seguir). A concentração excessiva do mercado de pré-fixado junto a estes agentes cria dificuldades para políticas de alongamento da dívida pública.

Diagrama 1. Estrutura do mercado Pré



Fonte: Citigroup

É importante destacar que a evolução recente do mercado de dívida pública tem mostrado duas tendências positivas: em primeiro lugar, criou-se um mercado cativo para títulos atrelados a índices de preços junto a tomadores finais, de médio e longo prazo. A expectativa de crescimento de planos de aposentadoria complementar, inclusive no setor público, deverá contribuir para manter a demanda por títulos indexados à inflação por parte deste tipo de investidor. Em segundo lugar, é digno de nota que o Tesouro Nacional em 2003 teve êxito na emissão de papéis pré-fixados com vencimento em 2008, ultrapassando portanto o mandato do atual governo e mostrando a confiança do investidor com os pilares básicos da política econômica.

Contudo, estes dois movimentos não são suficientes para reverter o quadro de ainda amplo predomínio de títulos pós-fixados e de operações compromissadas, de um lado, e de inexistência de uma ampla demanda final por títulos pré-fixados, de outro, características que representam o “calcanhar de Aquiles” da estrutura da nossa dívida pública.

4. O “risco-pré” de mercado e o limite das políticas de alongamento da dívida pública

Como visto, boa parte dos investidores que carregam títulos pré-fixados no Brasil (bancos e fundos alavancados) têm, inclusive por determinação da supervisão bancária, instrumentos de gestão de risco sofisticados. A exposição de risco em títulos pré-fixados é medida por modelos do tipo VAR (*value at risk*), definido a seguir.

“O VAR sintetiza a maior (ou pior) perda esperada dentro de determinado período de tempo e intervalo de confiança” (Jorion (1999), p. 18).

De maneira mais formal, os agentes mensuram o tamanho de suas posições por variações de sensibilidade a 1 ponto percentual do ativo analisado. Analisando-se a volatilidade esperada deste ativo, tendo como base o tempo e intervalo de confiança selecionado, pode se obter o VAR. A determinação do VAR poderia portanto ser sintetizada pela seguinte fórmula:

$$\text{VAR} = \text{Fator de sensibilidade (FS)} \times \text{volatilidade esperada}, \text{ onde:}$$

- *Fator de sensibilidade (FS)*: é o valor monetário da perda observada para a variação de um ponto-base no retorno (*yield*) do ativo. Para um mesmo montante de ativos, o FS é tanto maior quanto maior o prazo do ativo, ou seja, a exposição a títulos mais longos tende a acarretar maiores perdas em momentos de volatilidade.

- *Volatilidade esperada*: é determinada a partir da volatilidade observada no retorno do ativo (pontos-base) em um determinado intervalo de tempo e dentro de um intervalo de confiança selecionado.

Partindo de um ponto inicial em que o volume de títulos pré-fixados no mercado é baixo, o componente de FS é baixo quando comparado ao limite de risco das instituições financeiras e investidores, o que estimula a demanda por tais ativos quando há expectativa de queda da taxa de juros. Em um contexto de otimismo no mercado, a volatilidade observada (e esperada) tende a ser reduzida, mantendo o VAR em níveis baixos e permitindo a elevação da colocação de títulos pré-fixados, com prazos maiores.

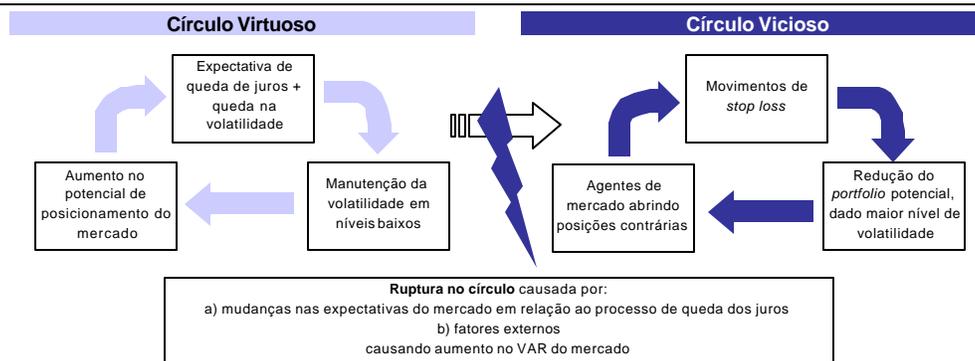
Para um investidor final, o ganho de investir em uma aplicação pré-fixada é o custo de oportunidade de aplicar em outras alternativas de renda fixa ou renda variável. Para um banco ou fundo agressivo, que não são tomadores finais, o ganho é dado pela diferença entre o rendimento do ativo e o custo de financiá-lo (“carregar” ou *carry*), representado no Brasil pela taxa CDI. O ganho se materializa quando há queda na taxa de longo prazo (elevando o preço do ativo), desde que se gere um ganho de capital frente ao custo do financiamento. Inversamente, há sempre perda se há uma elevação na taxa de longo prazo (fazendo cair o preço do ativo), à qual se soma o custo do financiamento.

Em um mercado *bull* (“otimista”), em que há expectativa de alta de preço de ativos (ou seja, de queda dos juros), os bancos e investidores alavancados tendem a elevar a posse de ativos pré-fixados. Se partem de um ponto inicial em que a posse de ativos pré-fixados é pequena (como, por exemplo, era o caso no início de 2003), há espaço para um aumento da demanda “pré”. Na medida em que esta demanda cresce, a curva da taxa de juros vai ficando menos vertical, já que as taxas de prazos gradualmente mais longos declinam. Isso aumenta o apetite de bancos e investidores alavancados por instrumentos de prazos mais longos, por terem taxas maiores, ampliando as possibilidades de ganho. Assim, o processo de alongamento de prazo da dívida pré-fixada vai avançando.

Mas este processo acaba tendo um limite na ausência de tomadores finais. Quando a exposição ao risco pré do mercado se aproxima dos limites ditados pelos modelos de gestão de risco, a demanda por estes papéis tende a diminuir, sem que os títulos pré-fixados tenham alcançado participação expressiva na dívida frente aos papéis pós-fixados. E com o risco “pré” do mercado já elevado, qualquer motivo de *stress* sobre os preços, elevando a volatilidade, dita a necessidade de fortes ajustes nas carteiras.

Nestes momentos de *stress*, a inexistência de uma demanda líquida adicional por títulos pré-fixados acaba se traduzindo em movimentos de limitação de perdas (*stop loss*), com efeitos pronunciados sobre as taxas do mercado futuro. Ainda, parte do mercado pode aproveitar para assumir posições passivas (“tomadas”) em pré, intensificando o ajuste. Invariavelmente, o Tesouro Nacional ou o Banco Central acabam se rendendo à necessidade de recomprar títulos do mercado como forma de preservar sua liquidez e garantir a rolagem da dívida pública. O diagrama 2 sintetiza as duas situações de mercado descritas acima.

Diagrama 2. Círculo vicioso e círculo virtuoso no mercado de dívida pública



5. Experiências de alongamento da dívida pública após o Plano Real

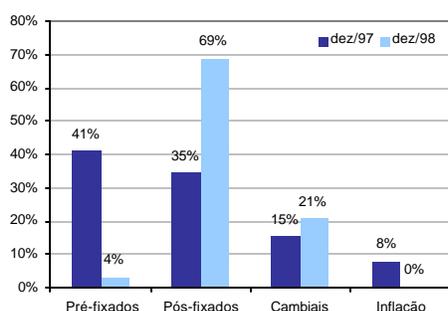
A dinâmica descrita acima permite entender as limitações existentes para tentativas anteriores de elevar o prazo médio da dívida pública a partir do Plano Real. Comentamos a seguir três períodos em que as estratégias de alongamento acabaram mostrando-se frustradas: 1996/1997, 2000/2002 e 2003/2004.

- *1996/97: títulos pré-fixados (de curto prazo) perdem espaço com aperto monetário*

Em 1996 e 1997, a composição da dívida pública interna indicava o predomínio de títulos pré-fixados (gráfico 3), mas sobretudo de curto prazo. À época, o Banco Central ainda emitia títulos públicos (possibilidade atualmente vedada pela Lei de Responsabilidade Fiscal), levando-o a administrar a liquidez do mercado monetário via BBCs (Bônus do Banco Central) de curtíssimo prazo (tipicamente três meses). Assim, embora houvesse uma participação elevada de títulos pré-fixados, o prazo médio da dívida como um todo não passava de 6 meses, gerando elevadas necessidades de refinanciamento em prazos curtos. Nos termos da “demanda pré” explicada acima, a parcela elevada de títulos pré-fixados era viabilizada pelo prazo extremamente curto dos papéis, o que reduzia o risco das posições de bancos.

Com a crise asiática, contudo, houve forte elevação dos juros de curto prazo, determinando grandes prejuízos aos detentores dos papéis pré-fixados. Ainda, as necessidades muito elevadas de rolagem mensal da dívida interna (dado o seu perfil de curtíssimo prazo), na ausência de uma política de austeridade fiscal⁵, conduziram a uma crescente desconfiança quanto à solvência da dívida pública brasileira, um fator decisivo para a crise cambial de 1998/1999, notadamente após a crise russa e a quebra do LTCM (*hedge fund* americano) em agosto/setembro de 1998.

Gráfico 3. Composição da dívida mobiliária federal por indexador (% total) – final de 1997 e 1998



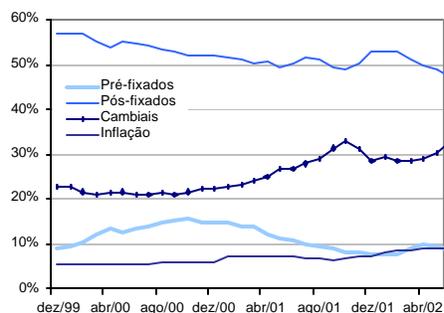
Fonte: Banco Central

A forte elevação da taxa de juros do final de 1997 até meados de 1999 e o risco cambial existente levaram a que o Tesouro Nacional e Banco Central rolassem a dívida pública crescentemente por intermédio de títulos pós-fixados e com correção cambial (estes, sobretudo até o final de 1998), que cresceram dramaticamente suas participações relativas no estoque da dívida, com o virtual desaparecimento dos títulos pré-fixados.

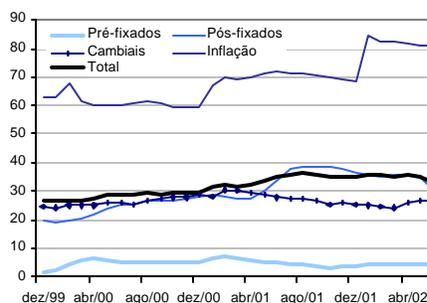
- *2000/2002: predominância de títulos pós-fixados e a introdução da “marcação a mercado”*

Após a flutuação do câmbio e a adoção de um rígido programa de estabilização fiscal, iniciou-se a partir de meados de 1999 a tentativa de alongamento do prazo médio da dívida interna, a partir da rolagem dos vencimentos com o uso de papéis pré-fixados, mas também recorrendo à emissão de títulos pós-fixados de longo prazo (até cinco anos). A estratégia do Tesouro visava à redução do risco de refinanciamento da dívida interna, por meio de uma menor concentração de vencimentos (gráficos 4 e 5).

⁵ Ver, a respeito, Giambiagi (2002).

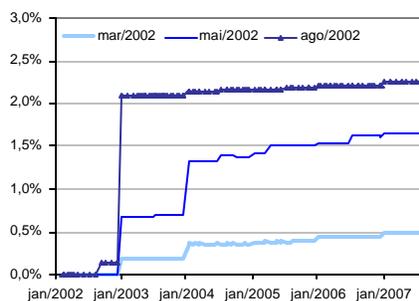
Gráfico 4. Composição da dívida mobiliária federal por indexador (%) – dez/1999 a mai/2002


Fonte: Banco Central

Gráfico 5. Prazo médio dos títulos públicos federais (meses) – dez/1999 a mai/2002


Fonte: Banco Central

Esta estratégia garantiu uma paulatina elevação no prazo médio da dívida interna, que alcançou seu ponto máximo em agosto de 2001, com 36 meses. Tal estratégia, entretanto, mostrou sua face perversa na “crise da marcação a mercado” a partir de maio de 2002. Nos meses anteriores, a alta concentração de títulos pós-fixados de longo prazo na carteira dos fundos de investimento acabou por determinar uma elevação no prêmio de risco (deságio) de negociação das LFTs no mercado secundário (ver gráfico 6), que chegou a superar 2%. Com este movimento de preços desfavorável e frente a perdas acumuladas expressivas em alguns fundos quando da determinação do Banco Central para o início da marcação a mercado, houve saques maciços dos investidores de fundos mútuos, com a grande parte dos recursos migrando para passivos bancários (poupança e CDB).

Gráfico 6. Deságios das LFT's em 2002


Fonte: Citigroup

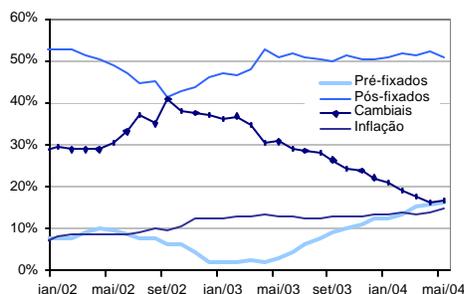
A crise da indústria de fundos em 2002 foi agravada pelas desconfianças geradas pela transição eleitoral, que praticamente paralisou a colocação de títulos públicos federais entre junho e setembro. Entre o final dos meses de maio e agosto de 2002 os fundos de investimento em renda fixa perderam 8,7% de seu patrimônio, passando de R\$ 360 bilhões para R\$ 316 bilhões, recuperando-se após maciças compras de títulos públicos pelo Banco Central.

Passada a incerteza quanto ao compromisso do novo governo com políticas econômicas responsáveis, o mercado de dívida pública normalizou-se, mas deixando um ensinamento: buscar o alongamento de prazos da dívida pública com base em uma parcela considerável de títulos pós-fixados mostrou-se também uma estratégia sujeita a riscos, frente a uma indústria de fundos de investimento com liquidez diária.

- 2003/2004: inclinação da curva de juros limita espaço para ampliação dos títulos pré-fixados

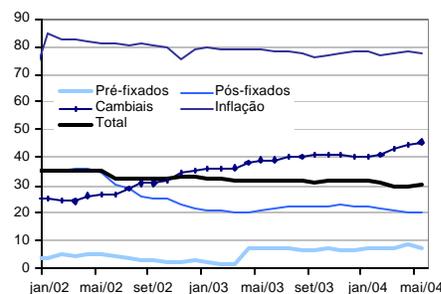
No período 2003/2004 novamente foi empreendida política voltada para o alongamento da dívida interna, com a tentativa de aumentar a parcela de papéis pré-fixados e com esforço para redução da parcela da dívida interna atrelada à taxa de câmbio. Vale observar que até maio de 2004, esta política contabilizou progressos notáveis (ver gráficos 7 e 8), com o aumento da parcela da dívida interna relativa a títulos pré-fixados (com prazos de emissão de até quatro anos), além da continuidade da elevação dos títulos indexados à inflação. Do lado negativo, registra-se a política do Tesouro Nacional de voltar a emitir títulos pós-fixados de longo prazo, apesar dos riscos apontados pela experiência de 2002 quanto a este tipo de estratégia.

Gráfico 7. Composição da dívida mobiliária federal por indexador (%) – jan/2002 a mai/2004



Fonte: Banco Central

Gráfico 8. Prazo médio dos títulos públicos federais (meses) – jan/2002 a mai/2004

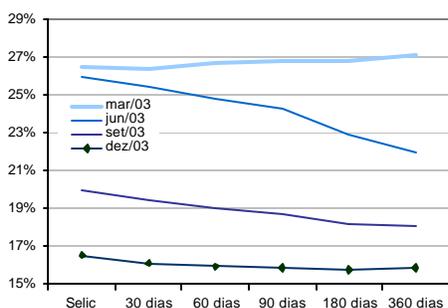


Fonte: Banco Central

Os limites da estratégia de alongamento iniciada em 2003 – notadamente a emissão crescente de títulos pré-fixados de prazos mais longos – passaram a ser verificados a partir de abril/maio de 2004. O aumento da volatilidade dos mercados internacional e doméstico, puxado pela mudança de expectativas quanto ao comportamento da política monetária nos EUA, implicou elevação do risco-Brasil e depreciação moderada do dólar.

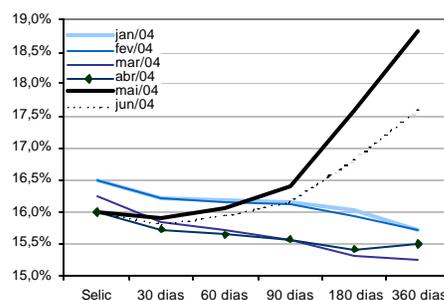
Até então, a política de alongamento da dívida via emissão de títulos pré-fixados havia sido estimulada pelo otimismo propiciado pela perspectiva de queda da inflação e de redução da taxa básica de juros, a partir de junho de 2003. Como pode ser observado no gráfico 9, isso gerou um movimento de paulatina queda no patamar da curva futura da taxa de juros. Assim, observou-se a partir de abril de 2003 uma curva de taxa de juros invertida ou horizontal, expressão dos níveis ainda elevados da taxa básica (*over-Selic*) em termos nominais e da expectativa de queda dos juros nominais e reais no futuro.

Gráfico 9. Curva de juros no mercado futuro – 2003 (% aa)



Fonte: Banco Central

Gráfico 10. Curva de juros no mercado futuro – 2004 (% aa)



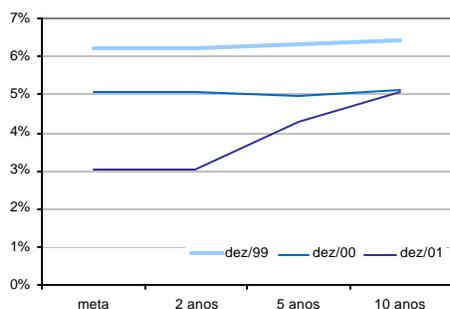
Fonte: Banco Central

No momento inicial de implementação desta estratégia, partiu-se de uma situação em que a participação dos títulos públicos pré-fixados era extremamente baixa no estoque da dívida interna, atingindo apenas 2,2% do total (indicando um nível reduzido de risco “pré” no mercado). Nestas circunstâncias, o apetite por papéis pré-fixados por parte de bancos e investidores alavancados era substancial, viabilizando rapidamente o alongamento de prazos. Vale chamar atenção, no entanto, para o fato de que na ausência de carregamento destes papéis por investidores finais, os papéis eram financiados pelo custo da taxa Selic (ou CDI). Isto implicava freqüentemente um carregamento (*carry*) negativo e portanto prejuízos para a instituição, já que uma curva de juros invertida sinaliza uma taxa de juros no longo prazo (que indica a remuneração dos papéis) mais baixa que a taxa Selic (que representa o custo do carregamento para investidores que não sejam tomadores finais). A aposta de bancos e investidores, desta forma, era de que o ganho de capital pela queda das taxas longas superaria o custo de carregamento negativo.

A dinâmica deste processo – queda de juros em um contexto da curva de juros horizontal ou negativa -- é atípica quando comparada ao que se verifica em economias maduras. Nestas, a curva de juros é, em condições normais, positivamente inclinada em relação aos prazos. Sua inclinação tem comportamento anticíclico, como pode se depreender no caso da economia dos EUA pela leitura dos gráficos 11 e 12. No gráfico 11, vê-se que ao final de 1999 e 2000, frente ao elevado crescimento econômico e aumento da inflação, a curva a termo da taxa de juros ficou praticamente horizontal, frente ao forte aperto monetário (a taxa do *fed funds* chegou a 6,50% em 2000). Nestas circunstâncias (auge cíclico), a expectativa de recuo da inflação no futuro limita a alta da taxa de juros de longo prazo (10 anos).

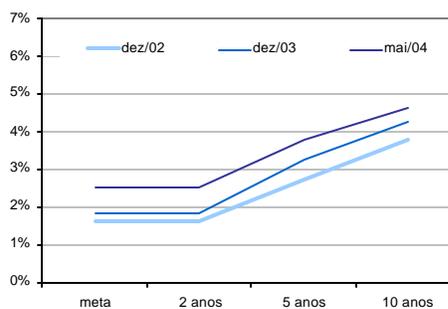
Neste contexto, uma curva de juros horizontal gera para o investidor em renda fixa a expectativa de queda da inflação e do próprio patamar da curva de juros no futuro, sinalizando portanto a possibilidade de ganhos de capital na curva de taxa de juros, o que mantém a preferência por aplicações em prazos longos. Com a desaceleração da economia a partir de 2001, agravada pelo ataque terrorista de 11 de setembro do mesmo ano, a curva de juros passou a ter inclinação positiva a partir da redução da taxa de juros básica.

Gráfico 11. EUA - Curva de juros no mercado futuro – 1999/2001 (% aa)



Fonte: Bloomberg

Gráfico 12. EUA - Curva de juros no mercado futuro – 2002/2004 (% aa)



Fonte: Bloomberg

Já no gráfico 12 vê-se o período de desaceleração e recuperação (descenso cíclico) da economia americana (2002 a maio de 2004). Mesmo com a taxa de juros excepcionalmente baixa, a curva de juros desloca-se para baixo quando ocorre queda da taxa dos *fed funds*, mas mantém uma inclinação positiva frente à expectativa de que haverá recuperação da economia e eventual aumento da inflação.

Neste contexto, a expectativa de alta da taxa de juros atua desfavoravelmente à posse de ativos de renda fixa, ao implicar risco de perda de capital. Mas em uma economia como os EUA isso não gera uma fuga em massa para ativos de prazo mais curto, já que o diferencial entre a taxa de juros longa e da taxa de curtíssimo prazo é fortemente punitiva, desincentivando o encurtamento. Isto faz com que a base de investidores de renda fixa seja mais estável, não reagindo às oscilações no valor de mercado de seus investimentos e buscando um horizonte de ganho de longo prazo.

No Brasil, ao contrário, a atipicidade da curva de juros – invertida em momentos de queda de juros e recuperação econômica – é fator inibidor de estratégias de alongamento da dívida interna. Nos momentos iniciais da estratégia, a inversão da curva é um sinal de otimismo com a queda dos juros no futuro, em geral partindo de níveis iniciais elevados, com os bancos e investidores alavancados realizando ganhos de capital com a queda dos juros longos. Ao longo do tempo, contudo, a inclinação invertida ou horizontal torna o carregamento dos papéis longos crescentemente oneroso, ao mesmo tempo em que o risco pré do mercado vai-se elevando, tal como definido pelos modelos de VAR.

O contraste entre a dinâmica de ajuste dos mercados brasileiro e americano a movimentos na curva de juros evidencia a importância de uma base sólida de tomadores finais de títulos pré-fixados. Sua inexistência no Brasil se dá pelo alto custo de oportunidade de abrir mão de ativos vinculados ao CDI. Se por algum motivo (choque externo, crise política, alta inesperada da inflação) houver uma elevação dos juros longos, o investidor terá perda em suas aplicações. Este risco reforça a atratividade de ativos indexados ao CDI, uma vez que estes têm historicamente apresentado rendimentos reais extremamente elevados considerando serem ativos de curtíssimo prazo.

A partir desta análise, entendemos que a recente dificuldade de alongamento da dívida pública, ao contrário de momentos anteriores, foi causada primordialmente pelos chamados “fatores técnicos de mercado” – os limites para o risco pré do mercado e a anomalia da inclinação da curva de juros no Brasil, que tende a ter comportamento pró-cíclico: invertida ou horizontal nos períodos de recuperação e queda de juros, inclinando-se abruptamente quando há risco de alta da taxa juros, ao contrário do verificado nos EUA, por exemplo.

No gráfico 13 mostramos como o risco pré do mercado foi elevando-se entre 2003 (quando era quase zero) e início de 2004. Como já abordado, o fator de sensibilidade (FS) indica qual o potencial de perda do mercado em posições pré-fixadas (títulos e derivativos) para cada aumento de um ponto base nas taxas de juros incidentes nos contratos futuros. Ao final de abril de 2004 este risco estava em patamar historicamente elevado, alcançando R\$ 5 milhões/ponto base – ou seja, o mercado perderia R\$ 5 milhões para cada elevação de 0,01 ponto percentual na curva da taxa de juros.

Gráfico 13. Evolução do “risco-pré”¹ em 2003 e 2004 (em R\$ mil)

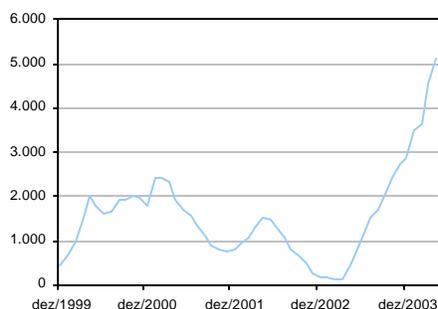
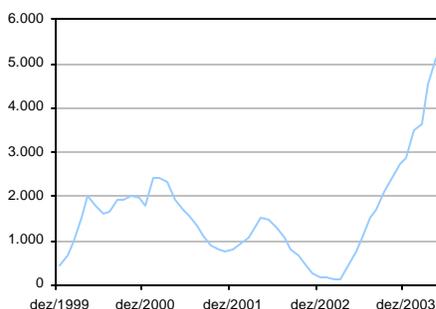


Gráfico 14. Swap360 dias: volatilidade e taxas



1/ Perdas causadas por uma elevação de 1 ponto-base na taxa básica de juros, medidas em milhares de reais.

Fonte: Citigroup

Fonte: Citigroup

Nestes níveis, a percepção, no entanto, era que o nível de VAR de mercado então observado estaria já próximo dos níveis máximos tolerados pelo mercado. Com a volatilidade observada a partir de maio (ver gráfico 14), em um contexto de FS já elevado, houve um abrupto aumento nos níveis de VAR⁶.

⁶ Até abril de 2004, a volatilidade esperada no mercado de ativos pré-fixados era de cerca de 28 pontos-base. Com um FS de R\$ 5 milhões, o VAR de mercado seria de R\$ 140 mil. A partir de maio, o nível de volatilidade subiu para 45 pontos-base, implicando um VAR de R\$ 225 mil, ou seja, 60,7% maior. Em decorrência deste salto no VAR, são acionados movimentos de *stop loss* em instituições próximas do limite máximo de risco.

Movimentos de *stop loss* e redução do portfólio em ativos e derivativos pré-fixados levaram, portanto, a um forte ajuste nos patamares de preços, fazendo virtualmente desaparecer a demanda líquida por haveres pré-fixados no mercado para prazos mais longos. Em maio de 2004, as taxas de juros mais longas tiveram aumentos de cerca de 200 pontos-base, o que teria gerado perdas de cerca de R\$ 1 bilhão para os detentores de ativos pré, frente ao elevado nível de risco de mercado (fator de sensibilidade).

Como consequência, a curva de taxa de juros adquiriu uma inclinação fortemente positiva. Este movimento de inclinação da curva ocorreu em um ambiente perverso, como expressão sobretudo da aversão a risco de bancos e investidores, reduzindo fortemente a demanda por ativos pré-fixados e novamente abortando o processo de melhora da estrutura da dívida interna. Como em outros momentos da história da administração de nossa dívida pública, o resultado foi a necessidade do Tesouro Nacional lançar mão da recompra de títulos para reduzir o *risco de mercado*. E como verificado em 2002 (embora em menor escala), isto novamente levantou entre investidores estrangeiros o temor de *risco de crédito* da dívida pública.

A inclinação positiva assumida pela curva de juros a partir de maio de 2004 refletiu inicialmente muito mais o prêmio de risco cobrado pelos investidores para adquirir papéis pré-fixados do que a expectativa de alta da inflação e juros. Mas a consequência sobre a economia é negativa na medida em que os juros mais longos acabam encarecendo o custo do crédito. E nessas circunstâncias, o Banco Central perde graus de controle sobre a política monetária na medida em que ocorre um “aperto monetário” não induzido pela sua política, com o BC tendo limites para atuar e reduzir tal prêmio de risco, já que reflete mais o *stress* do mercado do que circunstâncias ligadas à política monetária.

A única maneira eficiente de evitar que movimentos como estes ocorram seria ampliar a base de investidores finais (pessoas físicas e jurídicas não-financeiras) que, por não serem submetidos à lógica de modelos de gestão de risco e trabalharem com um horizonte de longo prazo, não reduziriam abruptamente sua demanda por ativos pré. Se isto ocorresse, haveria também um efeito benéfico em termos de aumento do VAR potencial do mercado via menor volatilidade de preços.

6. Mudando o modelo de atuação: redução do patamar real da taxa básica de juros e alongamento da dívida pré-fixada

A análise acima buscou chamar atenção que no passado (1996/1997, 2000/2002), tentativas de mudar a composição e alongar prazos da dívida interna esbarraram em políticas macroeconômicas inconsistentes e/ou no temor de descontinuidade política. Mas já no último caso analisado (2003/2004), a resposta para os limites da política de melhora do perfil da dívida pública estaria mais na atípica estrutura do mercado da dívida pública no Brasil, ao lado de uma pouco convencional curva de taxa de juros.

A proposta deste trabalho seria buscar uma transição para um novo formato de gestão da taxa de juros de curto prazo, em consonância com o processo de gestão e melhora de perfil da dívida pública. O Banco Central sinalizaria aos agentes econômicos um processo gradual de redução do patamar real da taxa de juros básica, ao mesmo tempo dando ênfase à atuação da política monetária através dos níveis reais das taxas de juros médias e longas (inicialmente, 180 ou 360 dias).

Em outras palavras, sinalizaria a intenção de buscar uma curva de taxa de juros futura com inclinação positiva, em que a taxa de juros básica teria um patamar real mais baixo que o atual. Isso significaria buscar, inicialmente, uma diferença entre a taxa básica de juros e o *swap* de 360 dias no intervalo de 300 e 500 pontos-base⁷. Ao longo do tempo, na medida em que houvesse um gradativo alongamento dos prazos de colocação da dívida pública pré-fixada, o diferencial de juros acima seria válido com relação à

⁷ A referência aqui é a um diferencial observado em circunstâncias de estabilidade dos juros, podendo naturalmente ser reduzido em um contexto de aperto monetário.

taxa Selic e taxas de prazos mais longos. Como objetivo final, ter-se-ia uma taxa de curtíssimo prazo em níveis internacionais (0 a 3% em termos reais).

O objetivo da política monetária de controlar a inflação estaria preservado neste sistema, mesmo com uma taxa de juros *overnight* mais reduzida. De fato, o Banco Central já reconhece a importância maior da taxa de juros futura como indutora da atividade econômica, ao utilizá-la como principal variável explicativa em seu modelo para o hiato do produto⁸, parte do sistema de modelos estruturais utilizados para referenciar a política de metas de inflação. Se é a estrutura a termo (mais que a própria taxa Selic) a variável mais relevante para controlar a demanda e atingir os objetivos da política monetária, como parece ser demonstrado pela história recente, é razoável supor que existe uma combinação de estratégia de gerenciamento da dívida pública e de decisão de política monetária que provavelmente exercerá um efeito similar sobre a inflação, sem necessidade de manter a taxa Selic em um patamar real tão elevado.

O Tesouro Nacional, por sua vez, anunciaria a intenção de gradualmente ampliar a oferta de títulos pré-fixados de prazos mais longos (partindo de um a dois anos), incentivando os investidores a dar preferência a aplicações referenciadas a estes títulos, que ganhariam em atratividade frente a aplicações referidas ao CDI. A indústria de fundos poderia lançar produtos de prateleira ligados a papéis de prazo mais longo, com o Tesouro Nacional podendo manejar a oferta de títulos pré-fixados inclusive usando operações de trocas de títulos pós-fixados, se necessário. A migração dos investimentos seria facilitada pela introdução da conta investimento (programada para 1º de outubro de 2004), que isenta de CPMF a migração entre investimentos.

7. Riscos e pré-condições da proposta

A proposta feita acima não representa, a nosso ver, um “ovo de Colombo” que permitiria gerar uma rápida queda do juro real e garantir um crescimento econômico mais expressivo. Não se vincula, assim, a propostas que carregam o rótulo de “desenvolvimentistas”, por pregarem menos austeridade nas políticas fiscal e monetária para garantir um crescimento acelerado da economia brasileira. Tampouco filia-se a propostas que entendem ser possível trabalhar com juros reais mais baixos a partir de uma política cambial que desvalorize o real.

Mais precisamente, o sentido da proposta é que se possa alcançar no Brasil uma estrutura da dívida pública mais de acordo com o “livro texto” – com predomínio de títulos pré-fixados – e uma política monetária que também possa atuar sobre o estoque de riqueza, desvalorizando-o quando há alta de juros, ao contrário do que ocorre no momento atual. Assim, embora tenha evidentes implicações no tocante à condução da política macroeconômica, a proposta não representa uma crítica a ela. Seria mais propriamente rotulada como uma reforma microeconômica envolvendo o mercado de dívida pública.

Há dois riscos neste movimento. O primeiro e mais óbvio risco ocorreria caso agentes e mercados financeiros interpretassem esta nova política como um sinal de tolerância do Banco Central com um patamar de inflação mais alto, inconsistente com o regime de metas de inflação. Neste caso, haveria uma conseqüente alta das taxas de juros de médio e longo prazos, inviabilizando o movimento de alongamento da dívida via títulos pré-fixados e, adicionalmente, elevando o custo do crédito ao setor privado. Inseguros quanto à política de juros, os investidores poderiam ainda buscar alternativas de aplicação em ativos reais (dólar, imóveis), piorando ainda mais o quadro e criando dificuldades adicionais para a rolagem da dívida pública.

⁸ No Relatório de Inflação de junho de 2002 (pp. 121-122), o Banco Central apresenta uma nova especificação do modelo que mensura o impacto da taxa de juros sobre a atividade econômica, combinando as duas principais variáveis utilizadas anteriormente – taxa Selic e inclinação da curva de juros futuros (ambas consideradas em termos reais e em suas defasagens) – em apenas uma, representada pela taxa do *swap* pré-DI de 180 dias (descontada a inflação). Na nova especificação, o modelo consegue explicar melhor o desempenho do hiato do produto, que por sua vez é uma das variáveis explicativas do modelo usado pelo BC para projetar a taxa de inflação sob diferentes cenários. A relação entre a estrutura a termo dos juros (em particular, das taxas de *swap* de 180 e 360 dias) e a atividade econômica, via crédito, é também estabelecida em nota apresentada no Relatório de Inflação de setembro de 2003 (pp. 123-127).

O risco simétrico seria que o processo fosse bem sucedido, mas em excesso. No caso, a sinalização poderia conduzir a uma euforia dos investidores, que elevariam apostas na queda de juros ao longo de toda a curva de juros, derrubando seu patamar. Isso acabaria tendo efeito expansionista excessivo sobre a atividade econômica, elevando expectativas inflacionárias. Daí a necessidade de que haja um processo de transição gradual para esta nova abordagem, com sinalização transparente para o investidor.

Neste segundo caso, o risco de forte queda nas taxas de juros de longo prazo seria naturalmente reduzido pelo alongamento da dívida pública a ser conduzido pelo Tesouro Nacional já que, ao colocar títulos pré-fixados de modo crescente, o Tesouro atuaria como sustentador destas taxas. Bancos e investidores alavancados também teriam maior apetite em “carregar” papéis pré-fixados, na medida em que o custo de financiamento (com uma curva de juros positivamente inclinada) seria positivo (ou seja, inferior ao rendimento dos títulos pré-fixados).

O processo de alongamento, neste caso, não ficaria limitado às posições de bancos e investidores alavancados, já que haveria um incentivo para que os investidores de fundos deslocassem parte de seus recursos para investimentos (sobretudo via fundos) ligados a títulos pré-fixados, como ocorre praticamente no mundo todo. Permanecer em fundos ligados à taxa do CDI seria opção crescentemente penalizada pela estrutura a termo da taxa de juros, com estas aplicações ficando mais atreladas à gestão de fluxo de caixa de curto prazo de empresas e famílias.

Os riscos acima descritos levam à necessidade de explicitar as pré-condições que julgamos necessárias para o êxito da proposta.

Manutenção da austeridade fiscal - Os benefícios de uma política de alongamento da dívida pública com melhora em sua composição seriam verificados a médio e longo prazos, ao reduzir o risco-país e reforçar a solvência da dívida pública, contribuindo para a redução do risco-país e do próprio patamar médio da taxa de juros real. Mas isto só será viável se ao mesmo tempo houver uma clara reafirmação de que o objetivo da mudança não é viabilizar uma redução a curto prazo do superávit primário, frente a possíveis ganhos com o custo de financiamento da dívida pública. Estes ganhos não tendem a ocorrer a curto prazo, já que haveria inicialmente um custo maior (prêmio) para a colocação de títulos pré-fixados mais longos, compensado pela gradativa queda no custo do financiamento da dívida pós-fixada com a redução da taxa Selic. O surgimento de eventuais ganhos no custo de rolagem da dívida pública deveriam ser usados, nos anos iniciais, para reforçar a tendência de declínio da relação DLSP/PIB, criando um círculo virtuoso de credibilidade.

Metas de inflação e autonomia do BC -A manutenção do regime de metas de inflação é outro pilar de credibilidade absolutamente necessário para o êxito desta nova estratégia. Somente a credibilidade da política monetária nos moldes atuais é que permitiria que o processo gradual de redução real da taxa básica de juros não fosse acompanhada de elevação nas expectativas inflacionárias e nos juros médios e longos. Como já destacado na introdução deste trabalho, a credibilidade obtida pela atual equipe do Banco Central, após um difícil processo de desinflação no bojo de uma transição política, intitularia esta instituição a *liderar* a mudança aqui sugerida na implementação da política monetária.

Tal liderança também se explica pela dependência do sucesso desta estratégia da atuação técnica do Banco Central no sentido de coordenar as expectativas dos agentes. Igualmente importante é a “sintonia fina” deste processo, acompanhando a sensibilidade da atividade econômica e inflação ao patamar e inclinação observados na curva de taxa de juros futura, na ausência de um longo histórico prévio a este respeito. Acreditamos que nos últimos anos o Banco Central credenciou-se tecnicamente a conduzir este processo, pelo investimento feito em pesquisa e recursos humanos na gestão do regime de metas de inflação.

Por fim, entendemos que esta política serviria para reforçar a proposta de concessão de autonomia operacional ao Banco Central, evitando que, tal como em 2002, o financiamento da dívida pública seja contaminado pela incerteza eleitoral.

Coordenação com o Tesouro - Embora em tese caberia ao BC a liderança deste processo, é importante destacar que o sucesso da proposta dependeria também da atuação do Tesouro Nacional no sentido de buscar o alongamento da estrutura da dívida interna via títulos pré-fixados. Como em outros países desenvolvidos e emergentes, isso implicaria gradualmente colocar títulos pré-fixados pagando taxas acima da taxa básica de juros. O Tesouro não poderia, neste contexto, voltar a emitir títulos pós-fixados mais longos (os quais teriam menor custo), sob pena de incorrer nos mesmos problemas vistos em 2002, o que levaria ao fracasso da estratégia.

Preservação do ajuste externo e do regime de câmbio flutuante – O patamar historicamente desvalorizado do câmbio real no Brasil também tende a beneficiar esta proposta, na medida em que reduz os riscos de fortes desvalorizações nominais no câmbio, as quais têm efeito nocivo sobre as expectativas inflacionárias. Assim, nossa proposta seria coerente com a política em curso de recompor reservas internacionais e de reduzir a exposição do governo a passivos cambiais domésticos.

Vale destacar que políticas cambiais alternativas com base em controles de capitais, visando a um câmbio fixo administrado, seriam incompatíveis com a estratégia aqui proposta, por levarem ao aumento do risco-país e à introdução do risco cambial na estrutura da taxa de juros⁹.

Estímulos fiscais ao alongamento de aplicações financeiras – A imprensa tem noticiado debates internos no governo quanto à possibilidade de se reduzir o imposto de renda incidente sobre aplicações financeiras de prazo mais longo, como mecanismo de incentivo ao alongamento de prazos. Entendemos que esta medida vai na direção desejada, mas que não necessariamente garantiria por si só o desenvolvimento de um mercado de investidores finais para títulos pré-fixados, na ausência de uma curva de juros a termo positivamente inclinada e que “punisse” o investidor de curto prazo com juros reais reduzidos. Assim, benefícios tributários ao alongamento poderiam complementar nossa proposta – auxiliando no processo de sinalizar aos investidores os benefícios de investir em prazos mais longos –, mas não são substitutos perfeitos à proposta aqui feita.

8. Comentários finais

A estrutura atual de refinanciamento da dívida pública é um dos pontos a ser enfrentado em uma agenda do crescimento, coerente com os progressos institucionais nos campos monetário e fiscal experimentados desde a implantação do Plano Real e que continuaram no atual governo. Ao longo dos últimos dez anos, tivemos progressos pequenos ou quase nulos em termos de melhorar o perfil da dívida pública, em grande parte explicados pela falta de políticas macroeconômicas inconsistentes (ou frente à expectativa de adoção de políticas inconsistentes).

O contexto atual mostra que o mercado de dívida pública pode enfrentar crises não ligadas à deterioração dos fundamentos, explicadas tão somente por uma estrutura de mercado atípica que não suporta níveis de volatilidade um pouco mais elevados. Esta estrutura de mercado é ainda um resquício do período de inflação elevada e, portanto, condizente com políticas econômicas heterodoxas, que reforçavam invariavelmente a preferência por ativos líquidos de curtíssimo prazo, quer por medo de alta da inflação, quer por medo de um novo “plano”, “truque” ou calote.

⁹ Entende-se que políticas de controles de capital têm inúmeros outros efeitos indesejáveis sobre a economia; apenas destacou-se aqui os efeitos relativos ao tema do artigo.

A consequência deste quadro é fortemente negativa para o *rating* soberano do Brasil e para a percepção de investidores do setor real ou financeiro. Nas comparações internacionais, acabamos sendo penalizados e colocados em patamar inferior até em relação a países que eventualmente têm instituições fiscais e monetárias menos sólidas.

O atual governo, ao mostrar comprometimento com a manutenção do regime de metas de inflação, da austeridade fiscal e do regime de câmbio flutuante, reduziu a percepção de riscos eleitorais ou de transição política no futuro. A atual diretoria do Banco Central, por sua vez, reafirmou a credibilidade da política monetária com base em metas de inflação. Assim, estariam dadas, a nosso ver, as condições para avançar em um novo formato de manejo da taxa básica de juros, buscando a mudança da estrutura do mercado de dívida pública e a melhora do perfil desta dívida.

Este trabalho não é contraditório com visões que atribuem os altos patamares dos juros reais no Brasil a políticas econômicas passadas e/ou a “riscos jurisdicionais”. Não será de uma “penada” que os juros reais cairão no Brasil e nem a proposta acima se propõe a isto. Reformas macroeconômicas que garantam a sustentabilidade fiscal a médio e longo prazos (notadamente na previdência social), e reformas microeconômicas que aumentem a eficiência da economia e elevem a oferta potencial, são fundamentais para que se possa alcançar taxas de crescimento econômico mais elevadas.

A proposta aqui feita é, assim, de mais uma reforma que vai na direção de aumentar a eficiência dos mercados (no caso, do mercado de dívida pública). O desenvolvimento deste mercado, ao lado da construção de uma curva de taxa de juros de médio e longo prazos, seria um passo importante na direção de aprofundar o próprio mercado de capitais no Brasil.

Referências bibliográficas

Banco Central do Brasil. Relatório de Inflação. Junho/2002 e Setembro/2003.

Bodin de Moraes, Pedro (1990). "A Condução da Política Monetária durante o Plano Cruzado". Revista de Economia Política, 10, 2(38), abr/jun, p. 33-52.

Blanchard, Olivier. (2004), "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil" – MIT/NBER

Carvalho, Carlos E. (1992). "Liquidez e Choques Antiinflacionários". In: Batista Jr., P. N. e Belluzzo, L. G. M. (orgs.), A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional. São Paulo, Paz e Terra, p.126-203

Ferreira, C.K.L (1990). "Política monetária ativa e consistência fiscal: a experiência de 1988/89" Texto de Discussão, IESP/FUNDAP, no1., ano V, março

Giambiagi, Fábio (1989). "A Política Monetária de um Plano de Estabilização: Uma Agenda para Reflexão". Rio de Janeiro, IPEA, Texto para Discussão 177, nov., 18 p.

Giambiagi, Fábio (2002) "Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso – 1995/2002" Textos para Discussão, BNDES, no.93

Gleizer, Daniel (2004) "Ainda sobre o aperfeiçoamento do regime de metas" Valor Econômico, 21 de junho, p. A11

Jorion, Philippe (1999). "*Value at Risk* - A nova fonte de referência para o controle do risco de Mercado". BM&F.

Loyo, Eduardo (2004). Comment on Olivier Blanchard's "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil". Mimeo.

Mendonça de Barros, Luiz C. (1993). "A moeda indexada: uma experiência brasileira". Campinas, IE/Unicamp, Economia e Sociedade, 2, p. 3-24.

Missale, A e Giavazzi, F (2003)– *Public Debt Management in Brazil*, Università de Milano, NBER, Junho.

Pastore, Affonso C. (1991). "A Reforma Monetária do Plano Collor". In: Faro (org.) *Plano Collor: Avaliação e Perspectivas*. Revista Brasileira de Economia, v. 44, edição especial, jan., p.157-174.