

JOÃO PAULO PIERONI

**LIMITES AO EFETIVO A LONGAMENTO E MELHORA
DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL E SUAS
RELAÇÕES COM A POLÍTICA MONETÁRIA**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

**PUC/SP
SÃO PAULO
2009**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

JOÃO PAULO PIERONI

**LIMITES AO EFETIVO A LONGAMENTO E MELHORA
DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL E SUAS
RELAÇÕES COM A POLÍTICA MONETÁRIA**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob orientação da Prof.^a Doutora Patrícia Helena Cunha

**PUC/SP
SÃO PAULO
2009**

*Aos meu pais, Oscar e Evani, pelo exemplo de vida.
Aos meus irmãos, Fabrizio e Angela, pelo apoio incondicional.
À Ana, pelo amor e carinho.*

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, professora Patrícia Helena Cunha, por toda competência, dedicação e paciência com que conduziu os rumos deste trabalho. Particularmente, em momentos de angústia que ocorrem na elaboração do trabalho científico, suas palavras de incentivo e confiança foram fundamentais para a continuidade da dissertação. Aos professores Carlos Eduardo Carvalho e João Machado Borges Neto, da PUC/SP, pelas valiosas contribuições dadas na qualificação desse trabalho. Para a querida Sônia Petrohilos, secretária do Programa, que sempre nos alegrou com seu sorriso e presteza.

Para Andrea Luchesi, Vinícius Lauar e Talita Ribeiro, grandes amigos que fiz no Mestrado. Tivemos uma convivência especial, com grande aprendizado e boas risadas. Não esquecerei dias inteiros, felizes, na biblioteca pela presença dessas pessoas. Ao amigo André Carvalho, pelos debates que enriqueceram minha formação.

Para os colegas da Clearing de Ativos da BM&F/BOVESPA, local que me instigou a pesquisar sobre dívida pública e política monetária. Em especial, agradeço à Viviane Basso, Edison Vendramelli, Juliana Gonçalves e Maria Claudia Oliveira, por todo o apoio e estima. Para os amigos do BNDES, Luciana Capanema, Leandro Gomes, José Oswaldo Barros e Carla Reis, pelo estímulo e compreensão na etapa final da dissertação. Aos companheiros de república, Victor Pires, Alberto Ronchi e Daniel Chiari pela amizade.

À Capes, que financiou os primeiros 12 meses dessa pesquisa.

Por fim, e mais importante, a Deus por tudo.

RESUMO

A estabilização de preços ocorrida no Brasil a partir de 1994, após um longo período marcado pela volatilidade macroeconômica, parecia ser condição suficiente para o alongamento e melhora do perfil da dívida pública mobiliária interna (DPMFi) do país. Entretanto, a despeito de alguns avanços, a composição da dívida continua a ser de curto prazo e com elevada participação de títulos indexados a taxa de juros. O objetivo desta dissertação é apontar os fatores estruturais que continuam inibindo o efetivo alongamento e melhora do perfil da DPMFi no país. Para isso, são apresentadas as características dos mercados primário e secundário de títulos públicos e sua estreita relação com a política monetária, por meio da estrutura a termo da taxa de juros. Enfatiza-se que o formato dessa estrutura, em conjunto com a baixa liquidez do mercado secundário, dificultam a demanda por títulos mais longos. Questiona-se os benefícios dos pequenos avanços no alongamento da dívida em relação aos elevados custos financeiros impostos por essa estratégia. A partir da análise descritiva dos leilões primários de títulos públicos e das relações entre política monetária e administração da dívida pública no Brasil, após 1999, constata-se que os esforços realizados para ampliar os prazos e melhorar a exposição da dívida brasileira são, em grande parte, eliminados por eventuais crises de confiança, internas e/ou externas. Conclui-se que enquanto forem mantidos, entre outros fatores, os títulos pós-fixados indexados a taxas de juros, o incentivo à cultura de curto prazo dos agentes financeiros e o elevado nível das taxas de juros, haverá limites para o efetivo alongamento e melhora do perfil da dívida pública no país.

Palavras-chave: alongamento da dívida pública, política monetária, taxa de juros, cultura de curto prazo.

ABSTRACT

The price stabilization that occurred in Brazil since 1994, after a long period of macroeconomic volatility, seemed to be sufficient to extend the terms and improve the internal public debt compound from the country. However, in spite of some advances, the debt compound is still in short term and with high participation of interest index bonds. The aim of this work is to show structural factors that still inhibits the effective extension and improvement of the internal public debt. In order to achieve this goal, some characteristic of primary and secondary market of public bonds and its close relation to the monetary policy through yield curve are shown. It emphasizes that the structure format of this curve, together with low liquidity on secondary market, makes it difficult for the long term bonds demand. It discusses the small benefits of the improvement of the debt extension in relation to the high financial costs given by this strategy. From the descriptive analyses of primary auction of public bonds and the relation between monetary policy and the public debt administration in Brazil, after 1999, we can see that the efforts made to extend the term and improve the exposure of the brazilian debt are, in great part, removed from eventual internal or external uncertain crisis. The work concludes that as long as the interest index bonds, the incentive to short term culture of the agents and the high level of interest rates were maintained, there will be limits to effective extension and improvement the compound of the internal public debt in Brazil.

Keywords: extension of public debt, monetary policy, interest rates, short term culture.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Curva de rendimento “típica”.....	7
Gráfico 2: Evolução do perfil da dívida pública (1995-2000)	32
Gráfico 3: Evolução da DPMFi entre 1995 e 1999	33
Gráfico 4: Evolução das taxa real de juros no Brasil	38
Gráfico 5: Comparação entre taxas de juros nominais em países selecionados.....	38
Gráfico 6: Evolução da DPMFi (em R\$ bilhões)	44
Gráfico 7: Evolução da relação Dívida Pública/PIB	44
Gráfico 8: Percentual dos títulos da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) em poder do mercado	45
Gráfico 9: Operações definitivas (intra e extragrupo) - Média diária no mês.....	46
Gráfico 10: Operações compromissadas (intra e extragrupo) - Média diária no mês...	46
Gráfico 11: Títulos mais negociados em operações definitivas no mercado secundário, extragrupo (outubro de 2007).	48
Gráfico 12: Reservas bancárias (1994 a 2002).....	56
Gráfico 13: Taxa Selic e a evolução da participação da LFT na composição da dívida67	
Gráfico 14: Emissão de títulos da DPMFi.....	67
Gráfico 15: Pagamento de Juros da Dívida Interna (acumulado de 12 meses).....	68
Gráfico 16: Evolução do prazo médio total das emissões da DPMFi	70
Gráfico 17: ETTJ (DI x Pré 252 dias): comparação dos anos de 2004 e 2005	73
Gráfico 18: ETTJ (DI x Pré 252 dias): comparação dos anos de 2006 e 2008	73

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Principais títulos da DPMFi.....	31
Quadro 2: Medidas para estímulo ao mercado primário.....	40
Quadro 3: Medidas para estímulo ao mercado secundário	40

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Crescimento da DPMFi entre 1980 e 1989	26
Tabela 2: Estoque por títulos da DPMFi em outubro de 2007	47
Tabela 3: Mercados eletrônicos - volume de operações definitivas no mercado secundário (em R\$ mil)	49
Tabela 4: Composição da DPMFi em poder do público	54
Tabela 5: Posições do Tesouro Nacional e Banco Central em dólar em 2006.....	55
Tabela 6: Custo médio da DPMFi	58
Tabela 7: Período de incerteza no mercado - 2001	59
Tabela 8: Leilões primários de LTNs	60
Tabela 9: Período de incerteza no mercado - 2002	61
Tabela 10: Leilões primários de LTNs	61
Tabela 11: Período de incerteza no mercado - 2004	62
Tabela 12: Leilões primários de LTNs	62
Tabela 13: Período de incerteza no mercado – 2008.....	64
Tabela 14: Leilões primários de LTNs	64
Tabela 15: Evolução do perfil da DPMFi.....	69
Tabela 16: Prazo médio das emissões de títulos da DPMFi.....	70

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. CONCEITOS FUNDAMENTAIS: POLÍTICA MONETÁRIA E DÍVIDA PÚBLICA	5
1.1 Mecanismos de transmissão da política monetária.....	5
1.2 Dívida pública: características e conceitos.....	9
1.3 Operacionalidade da política monetária: mercado aberto e sua relação com a dívida pública	12
1.4 Modelos de administração de dívida pública	16
1.4.1 <i>Composição ótima da dívida pública</i>	16
1.4.2 <i>Dinamização do mercado de títulos públicos e a teoria da microestrutura de mercado</i>	19
1.5 Por que desenvolver o mercado de dívida pública?	21
1.5.1 <i>O modelo do mercado de dívida pública nos Estados Unidos</i>	22
2. CARACTERÍSTICAS DO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS E DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL	24
2.1 Títulos públicos e política monetária no período pré-estabilização	25
2.1.1 <i>Breve histórico do mercado de títulos públicos no Brasil</i>	25
2.1.2 <i>Transmissão da política monetária no Brasil pré-estabilidade de preços</i>	28
2.2 Plano Real: dívida pública e operação da política monetária.....	30
(1994 a 2000).....	30
2.3.1 <i>A curva benchmark no Brasil e o fenômeno da “LFT sintética”</i>	34
2.3.2 <i>Operações de mercado aberto e eficácia da política monetária no Brasil</i> ...	36
2.4. Medidas para desenvolver o mercado de títulos públicos a partir de 1999.....	39
2.5. Panorama dos mercados de dívida pública no Brasil no período 2000 a 2009 ...	43
2.5.1 <i>Mercado primário</i>	43
2.5.2 <i>Mercado secundário</i>	45
3. LIMITES AO EFETIVO ALONGAMENTO E MELHORA DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL.....	50
3.1 Coordenação entre política monetária e mercado de títulos públicos	50
3.1.1 <i>Exemplos de falta de coordenação de políticas: operações de swap</i>	53
3.1.2 <i>Exemplos de falta de coordenação de políticas: mercado de reservas bancárias</i>	55
3.2 Limites ao efetivo alongamento da DPMFi no Brasil	57
3.2.1 <i>Papel do mercado secundário e da ETTJ</i>	71
3.2.2 <i>Debate sobre as dificuldades apresentadas para alongar e melhorar o perfil da dívida pública</i>	74
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	78
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	80
Anexo	85

INTRODUÇÃO

As relações entre política monetária e dívida pública no Brasil sempre foram objeto de controversas discussões. O histórico de elevadas taxas de inflação no país sempre dificultou o alongamento da dívida pública e a melhoria de seu perfil. A criação do mercado de títulos públicos, promovido pelas reformas do sistema financeiro nacional na década de 1960, foram realizadas em conjunto com um instrumento inovador, a correção monetária. Embora de grande importância para garantir a demanda por papéis públicos, a correção monetária inviabilizava uma estrutura de dívida mais longa no país.

A partir da implantação do Plano Real em 1994, com redução significativa das taxas de inflação no país e aumento do horizonte temporal dos agentes, previa-se uma melhora dos aspectos da dívida pública no país. No entanto, a despeito de avanços importantes, após 15 anos da estabilização, grande parcela da dívida pública brasileira permanece composta por títulos pós-fixados indexados a taxa de juros (36% do total da dívida em janeiro de 2009) e o prazo médio de maturação da dívida ainda é relativamente baixo (41 meses no mesmo período).

Na última década o Tesouro Nacional brasileiro tem realizado uma estratégia de alongar e melhorar o perfil da dívida pública no país, buscando emitir papéis prefixados (LTN e NTN-F) e com base em índice de preços (NTN-B e NTN-C) em substituição aos papéis indexados à taxa de juros (LFT). Os resultados destas tentativas parecem ocorrer de forma cíclica e limitada: em períodos de redução da taxa Selic, há avanços na melhora da composição da dívida pública, mas que são parcialmente (ou totalmente) perdidos em períodos de incertezas no mercado, no qual autoridade monetária eleva a taxa de juros da economia e a demanda de mercado por LFTs volta a crescer. Além disso, questiona-se os custos, em termos de juros pagos, impostos por essa estratégia.

Neste sentido, esta dissertação possui o objetivo principal de apresentar as relações entre política monetária e dívida pública no Brasil, buscando identificar os limites ao efetivo alongamento e melhoria do perfil da dívida pública no país, especialmente a partir da implantação do regime de metas de inflação no país em 1999. A pergunta que se procura responder é por que, mesmo com a estabilização monetária e

um mercado financeiro desenvolvido para padrões de países emergentes, a estrutura de dívida brasileira ainda é concentrada em títulos pós-fixados e de curto prazo?

É importante definir o que é entendido neste trabalho como alongamento e melhora do perfil da dívida pública do país. O alongamento da dívida é considerado como a expansão do prazo médio de vencimento dos títulos que reduzam o risco de rolagem da dívida. Neste conceito, o aumento dos prazos de maturidade da dívida por meio da emissão de LFTs não é inserido, pois a variação do valor da dívida pode ocorrer diariamente, decorrente das alterações na taxa básica de juros da economia. A melhora do perfil, por sua vez, é definida como a redução da participação das LFTs na composição da dívida e o consequente aumento dos títulos prefixados e indexados a índices de preços, que permitem uma gestão da dívida e uma política monetária mais eficiente.

Além de ser umas das principais fontes de financiamento do Estado, a dívida pública também possui outras importantes atribuições. Em geral, por serem considerados livres de risco de pagamento, os títulos públicos fornecem a referência básica da estrutura a termo de juros, importante *benchmark*¹ para o mercado privado e para a tomada de decisões de política monetária. Entretanto, no Brasil, não é atribuído aos papéis públicos este papel sinalizador do mercado, dado as características da dívida pública brasileira, em especial a concentração em ativos de curto prazo e a baixa liquidez do mercado secundário.

A existência de liquidez no mercado secundário de títulos públicos é relevante para garantir que instituições poderão comprar e vender títulos já emitidos com agilidade, atraindo investidores para os papéis públicos e permitindo ao Tesouro rolar a dívida com mais facilidade. Ao mesmo tempo, a autoridade monetária atua diariamente no mercado por meio de operações compromissadas lastreadas em papéis públicos, que afetam tanto o mercado de reservas bancárias quanto o mercado secundário de títulos públicos. Nota-se, assim, a importante relação existente entre o mercado de títulos públicos e a política monetária. Esta mútua dependência pode criar problemas de coordenação de políticas entre a administração da dívida pública e a gestão da política monetária.

¹ *Benchmark* é o termo que significa referência de um ou mais ativos em relação a outros.

Neste sentido, também é objetivo intermediário deste trabalho ressaltar os avanços e dificuldades envolvidos no processo de desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos no país, ainda pequeno e de baixa liquidez. Busca-se avaliar a extensão das diversas medidas tomadas pelo Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil a partir de 1999 para dinamizar este mercado, como a criação de mercados eletrônicos de registro e compensação de títulos públicos e o incentivo ao aumento do volume de negociações.

Desta forma, o trabalho está dividido em três capítulos, além desta introdução:

O primeiro capítulo possui a finalidade de expor os conceitos teóricos e a literatura que aborda o mercado de dívida pública e a atuação da política monetária. São apresentados os mecanismos de transmissão da política monetária, em especial a estrutura a termo de juros, elo de ligação entre o mercado de títulos e a política monetária. Os instrumentos de operacionalidade da política monetária são explicados, com especial ênfase sobre as operações de *open-market* e o mercado de reservas bancárias. Também são discutidos os conceitos básicos relacionados a dívida pública e os principais modelos envolvidas na administração e dinamização do mercado de títulos públicos.

O capítulo seguinte direciona a discussão para o caso brasileiro, na qual são abordadas em perspectiva histórica as características da economia brasileira, do mercado monetário e de dívida pública, que enfraquecem alguns mecanismos de transmissão monetária. Como será argumentado, estas características históricas são fundamentais para o entendimento dos limites ao efetivo alongamento da dívida pública no país. A partir destas particularidades, mostra-se como o mercado financeiro utiliza as taxas dos mercados futuros de juros como *benchmark* do mercado, em detrimento à curva de juros dos títulos públicos. A seguir, são enumeradas as medidas tomadas pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central na tentativa de alongar e melhorar o perfil da dívida pública brasileira a partir de 1999.

O terceiro e último capítulo analisa de forma detalhada os limites ao efetivo alongamento e melhora do perfil da dívida pública no país. Inicialmente, aponta exemplos de baixa coordenação entre a administração da dívida pública e a gestão da política monetária. Questiona-se os custos financeiros da estratégia promovida pelo Tesouro Nacional. A partir da seleção de quatro períodos de incerteza no mercado internacional e/ou nacional após 1999, são analisados as alterações nos leilões primários

do principal título responsável pela melhora do perfil da dívida, a LTN. Os resultados comuns encontrados para os períodos - redução no prazo médio das emissões, elevação das taxas de juros cobradas e cancelamento de leilões, constatam como os esforços do Tesouro Nacional em alongar e melhorar o perfil da dívida são perdidos por eventuais crises financeiras e busca-se realizar um debate sobre os fatores presentes na economia brasileira que inibem esta estratégia. Por último, são apresentadas as considerações finais do trabalho.

1. CONCEITOS FUNDAMENTAIS: POLÍTICA MONETÁRIA E DÍVIDA PÚBLICA

1.1 Mecanismos de transmissão da política monetária

A política monetária sempre foi um tema controverso na discussão entre as diversas correntes do pensamento econômico e entre os formuladores de política econômica. O debate aborda desde as questões dos objetivos da política monetária (entre eles, o conhecido *trade-off* entre inflação e desemprego), os efeitos de longo prazo sobre a economia real, a eficácia dos mecanismos de transmissão e sinalização para o restante da economia e até a melhor forma de operação pelos Bancos Centrais.

A maioria das correntes teóricas aceita que a política monetária pode ter efeitos sobre a inflação e o nível de produto da economia², havendo debates sobre a duração deste efeito (curto e longo prazo) e sua intensidade. Mesmo a importância dos mecanismos pelo qual os efeitos da política monetária se propagam é, até hoje, bastante discutível, já que estes não são diretos e normalmente levam um período relativamente longo para ocorrer. Logo, é importante questionar: como a fixação de uma simples taxa de juros pelo Banco Central afeta as decisões de consumo e investimento dos agentes, com a consequente redução ou aumento da demanda agregada da economia?

Com o objetivo de responder a questão, Mishkin (1995) aponta quatro principais canais de transmissão da política monetária: i) taxa de juros; ii) câmbio; iii) crédito; iv) preço dos ativos. O canal da taxa de juros foi sistematizado pelo modelo IS-LM, no qual uma redução da oferta monetária, mantendo uma demanda por moeda constante, elevaria a taxa de juros. O aumento do custo do capital teria efeitos negativos sobre os gastos com investimentos e sobre as decisões de consumo das famílias, como a compra de bens duráveis e imóveis. Como consequência, haveria uma redução da demanda agregada da economia.

A mensuração e ênfase da transmissão dos efeitos da política monetária via taxa de câmbio é mais recente, e tem se tornado cada vez mais relevante na medida da maior integração entre as economias nacionais. Quando um país possui taxa de câmbio

² Entre as correntes teóricas, os autores novos-clássicos são os únicos que questionam se há, mesmo no curto prazo, influência da política monetária sobre o nível de produto e emprego.

flutuante, a variação ocorre de acordo com a oferta e demanda de moeda estrangeira. Se a taxa de juros do país se eleva, há um estímulo para a entrada de capitais externos devido ao maior diferencial de taxas de juros internas e externas. Embora o mercado de capitais seja imperfeito (com títulos heterogêneos de maior e menor risco), os juros são determinantes para a entrada ou não dessas aplicações. O aumento da taxa de juros provocaria um excesso de moeda estrangeira, apreciando a taxa de câmbio.

De uma forma geral, a valorização da moeda doméstica reduz a competitividade dos produtos nacionais no mercado internacional, provocando uma redução das exportações. Ao mesmo tempo, incentiva a compra de bens importados que aumentam a concorrência interna, provocando um efeito de contenção e/ou redução nos preços. O resultado de uma apreciação cambial para o conjunto da economia pode, portanto, variar, de acordo com a grandeza dos efeitos: i) contração sobre o crescimento econômico e; ii) redução das pressões inflacionárias. Os efeitos esperados de uma depreciação cambial são opostos.

Outro relevante canal de transmissão da política monetária é o canal de crédito. Bernanke & Gertler (1995) enfatizam que há dois mecanismos de transmissão que devem ser considerados: mecanismo de empréstimo bancário e mecanismo de balanço. O mecanismo de empréstimo bancário considera que um aumento da taxa de juros pelo Banco Central elevaria as taxas cobradas no mercado interbancário e, por consequência, nas demais taxas da economia, tornando mais escassa a oferta de crédito. Esta redução afetaria, em grande medida, as pequenas empresas que, em geral, não possuem acesso a outras fontes de financiamento. Haveria uma contração nos investimentos de maior prazo de maturação, como em máquinas e equipamentos. Por fim, o consumo das famílias seria igualmente afetado, dado o aumento das taxas cobradas pelos financiamentos de bens duráveis e imóveis.

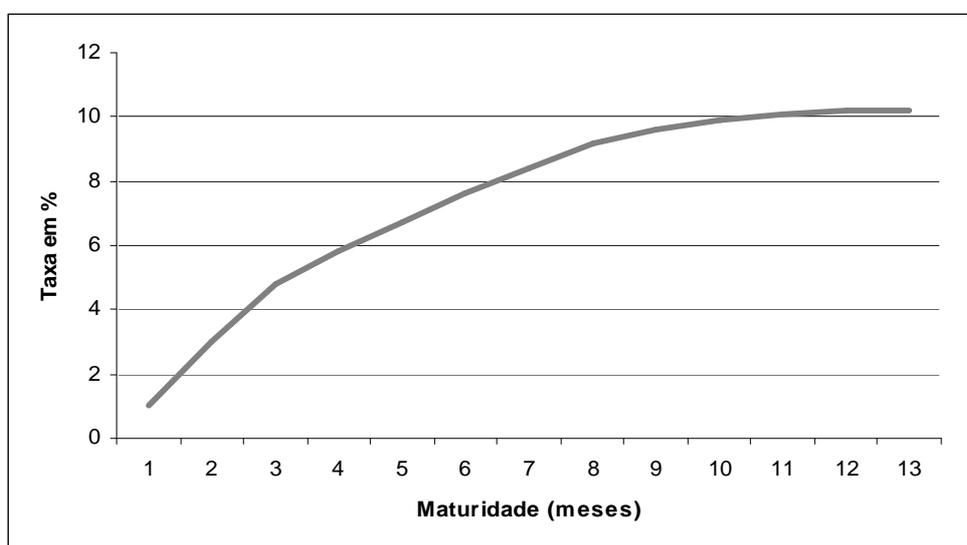
O mecanismo de balanço, por sua vez, ocorre sobre os tomadores de empréstimos. Quando há uma alteração na política monetária ela afeta, além do mercado de taxa de juros, a posição financeira dos tomadores de empréstimos. De forma direta, aumentos na taxa de juros levam ao crescimento dos gastos dos tomadores com juros, reduzindo seu fluxo de caixa e tornando mais frágil sua posição financeira. Ao mesmo tempo, elevações no nível da taxa de juros são associadas a reduções no preço de mercado dos ativos, o que influenciaria de forma negativa o valor da carteira destes agentes. O resultado agregado desses fatores é uma provável redução de novos

investimentos, com impactos desfavoráveis sobre a demanda agregada (BERNANKE & GERTLER, 1995).

É importante ressaltar que esta dissertação discutirá, em especial, o quarto canal de transmissão: a variação no valor dos ativos decorrente da ação da política monetária. A relevância atribuída a este mecanismo é resultado do fato dele relacionar a política monetária à dívida pública, por meio da estrutura a termo da taxa de juros, refletida nas taxas de rendimento dos títulos públicos. A curva de rendimento ou *yield curve* procura demonstrar a relação entre taxas de juros ao longo dos diferentes períodos de maturidade dos títulos.

Segundo Carvalho *et al* (2001), a curva de rendimento não é derivada de nenhuma teoria em particular, sendo apenas um fato observável na maioria dos países. Para construir uma curva de rendimentos é necessário que os papéis sejam relativamente homogêneos e, por isso, as referências normalmente utilizadas para a construção da curva são os títulos públicos. Seu formato mais típico, em especial nos países desenvolvidos, é uma curva ascendente, indicando uma relação positiva entre taxa de juros e prazos mais elevados.

Gráfico 1: Curva de rendimento “típica”



Fonte: Elaboração do autor.

Os maiores riscos embutidos em contratos longos justificam taxas de juros mais elevadas para estes papéis. Quanto mais extenso for o prazo, maior o risco de variações na taxa básica de juros provocarem perdas aos seus detentores. Porém, deve ser ressaltado que as taxas de juros de longo prazo são determinadas pelas sequências de

taxas de juros de curto prazo, bem como pelas suas expectativas de variação. Sendo assim, as alterações ocorrem primeiro nas taxas de curto prazo e posteriormente naquelas de prazo mais elevado.

Como exemplo, se a autoridade monetária decide elevar a taxa de juros de curto prazo, ela espera influenciar todo o conjunto de taxas da economia, aumentando aquelas de curto e de longo prazo. O inverso ocorre quando o Banco Central procurar reduzir a taxa de juros. A curva de rendimento expressa, portanto, um importante mecanismo de transmissão da política monetária.

Entretanto, há um componente importante a ser considerado: as expectativas dos agentes em relação à evolução da taxa de juros. A explicação mais antiga sobre as flutuações nas taxas de juros da economia é baseada na chamada Teoria das Expectativas da Estrutura a Termo da Taxa de Juros. Segundo Romer (2006), esta abordagem é baseada na hipótese de que a taxa de juros de longo prazo é formada por uma média das taxas de juros de curto prazo esperadas para o futuro mais um prêmio de risco invariante no tempo.

Há diversos trabalhos na literatura que discutem a efetividade ou não desta hipótese³. Apesar deste debate, é relevante ter em mente que as expectativas dos agentes podem alterar de forma significativa os formatos da estrutura a termo de juros e levar a resultados controversos. Romer (2006) afirma que seria intuitivo imaginar que uma política contracionista de elevação das taxas de juros de curto prazo no período corrente reduziria as taxas de longo prazo, já que haveria uma expectativa de redução da taxa de inflação no futuro. Entretanto, os trabalhos empíricos [Cook e Hahn (1989) e Kuttner (2001)] não corroboraram esta afirmação. Os autores sugerem uma relação positiva entre variações nas taxas de curto e longo prazo.

Embora haja controvérsias em relação aos efeitos das alterações nas taxas de curto prazo sobre a estrutura a termo de juros, é importante ressaltar que a variação dos preços dos ativos pode ter importantes implicações sobre o consumo e o investimento dos agentes.

³ Ver, por exemplo, os trabalhos: CAIRNS, A. J. G., **Interest Rate Models: An Introduction**. Princeton University Press, 2004. CWIK, P. F., The inverted yield curve and the economic downturn. **New Perspectives on Political Economy**, Volume 1, Number 1, 2005, pp. 1-37.

Em relação ao consumo, um aumento na taxa de juros reduz o valor de todos ativos financeiros e, ao diminuir a riqueza, os detentores destes títulos tendem a consumir menos. Da forma inversa, uma redução na taxa de juros deve provocar um aumento na riqueza dos agentes e, conseqüentemente, no consumo da economia. Estas relações são conhecidas na literatura como efeito riqueza.

Para os investimentos, pode-se utilizar o q de Tobin para avaliar os efeitos das alterações na taxa de juros sobre o nível de inversões no setor real da economia. Segundo Tobin (1969), o q é o valor de mercado das firmas (medido pelo seu valor acionário) dividido pelo custo de reposição dos bens de capital. Uma produção lucrativa (acima de seu valor de mercado) é dada pelo q maior que 1, e as empresas podem expandir sua produção e os investimentos. A transmissão da política monetária ocorreria via o valor das ações das empresas. Por exemplo, um aumento na taxa de juros torna os títulos públicos e de renda fixa mais atrativos, reduzindo a demanda por ações negociadas na bolsa e, por conseqüência o q de Tobin das firmas. A elevação dos juros também sinaliza uma provável desaceleração da economia, reforçando a queda no valor das ações. A diminuição do valor de mercado das empresas afetaria negativamente os investimentos e conseqüentemente o produto.

A importância dos mecanismos de transmissão citados depende das características e do grau de desenvolvimento dos mercados financeiros em cada país. Em particular, o efeito sobre o valor dos ativos, ou do “ q de Tobin” é mais elevado nos países que possuem um mercado de capitais relevante e desenvolvido.

1.2 Dívida pública: características e conceitos

O estudo do mercado de dívida pública envolve diversos aspectos da política econômica. Por um lado, a discussão sobre dívida é um problema das finanças públicas, isto é da política fiscal, e a preocupação do gestor seria a de minimizar o custo da dívida pública. Por outro, o mercado de títulos influencia de forma significativa a transmissão dos efeitos da política monetária, podendo ser mais ou menos expressivo de acordo com as características da dívida (liquidez, perfil e prazo de maturação dos títulos). É desejável então que haja uma coordenação entre as duas políticas (ANDIMA, 2003).

A emissão de títulos tem um papel importante no financiamento do Estado, em conjunto com a tributação e a emissão monetária, sendo um instrumento bastante flexível dada a possibilidade de introdução no mercado de títulos de diferentes prazos e formas de remuneração.

Com a colocação de títulos públicos em mercado, o governo oferece incentivos para os agentes privados transferirem riqueza para o Estado, atendendo diferentes interesses dos investidores em termos de prazo e rendimento. Dependendo da maturidade e forma de remuneração, os títulos podem atender tanto as necessidades mais imediatas dos bancos ou instituições financeiras, como aquelas de prazo mais longo, demandado pelos investidores institucionais (fundos de pensão e entidades de previdência).

Os principais agentes econômicos que formam, em conjunto, o mercado de títulos públicos, são o governo, ofertante dos títulos, e os bancos, corretoras e investidores institucionais, que constituem a demanda por títulos públicos. A participação dos clientes institucionais é importante em termos de alongamento da dívida pública pois buscam, em sua maioria, títulos de longo prazo cujo valores estejam indexados a algum índice de preços.

A dívida pública possui um aspecto estratégico na formação de mercados de papéis privados. Por serem livres de risco de crédito, os títulos públicos podem fornecer o *benchmark* para os títulos privados via curva de rendimentos. Como afirma Andima (2003):

A experiência histórica de praticamente todos os países desenvolvidos ou dotados de sistemas financeiros mais modernos e avançados mostra que a implantação de um mercado de títulos da dívida pública foi condição *sine qua non* para a emergência de mercados privados. Segmentos de títulos públicos amplos e diferenciados permitem a definição de curvas de rendimento capazes de viabilizar a precificação de papéis privados, servindo-lhes de referência como parâmetros de risco de crédito nulo. Adicionalmente, se os títulos públicos tiverem liquidez suficiente, podem servir como instrumento de *hedge* para os papéis privados (ANDIMA, 2003, p.13).

A emissão primária de títulos da dívida pública por parte do órgão gestor da dívida pública ou da autoridade monetária, normalmente por meio de leilões formais de títulos, caracteriza o chamado mercado primário, sendo os bancos seus principais participantes. Os bancos, ao negociarem os títulos já emitidos entre as próprias

instituições financeiras e outros agentes em mercados organizados, criam o chamado mercado secundário de títulos públicos. Como será discutido na próxima seção, a dinamização deste mercado é fundamental para aumentar a liquidez dos títulos e reduzir o custo da dívida pública sobre a sociedade, bem como para aumentar a eficiência da política monetária.

Da mesma forma que os demais ativos financeiros, na aquisição de títulos públicos deve ser considerado diversas características da relação risco/retorno. Os títulos públicos possuem uma característica especial de serem, quando denominados em moeda local, isentos do risco de crédito. Os papéis tem plena garantia do Tesouro e, em última instância, do Estado (ANDIMA, 2003).

Mas há outros riscos a serem considerados. O risco de mercado é definido como a possibilidade de haver uma oscilação adversa nos preços do papel entre a data de aquisição e uma data futura em decorrência de fatores como política monetária, variação das expectativas ou choques externos. Este pode ser considerado o principal risco embutido nos títulos públicos, especialmente nos prefixados e naqueles com maior prazo de maturação. Política monetárias contracionistas podem influenciar negativamente os títulos prefixados, pois o ganho futuro destes papéis já emitidos seria menor que o nível corrente da taxa de juros.

O risco de liquidez, por sua vez, é similar ao de mercado, com a característica de ser influenciado por fatores relacionados aos movimentos de oferta dos papéis. Enquanto os fatores que interferem no risco de mercado são considerados “sistêmicos”, os fatores que afetam a liquidez partem dos detentores de papéis ao tentar vendê-los. Os títulos públicos tem um alto potencial de liquidez dado o tamanho do mercado e homogeneidade entre os papéis públicos, mas, em muitos casos, o perfil da demanda e a cultura de mercado podem interferir na negociabilidade dos títulos. O conjunto de riscos não diversificáveis embutidos na aquisição de títulos públicos é chamado, por Garcia e Salomão (2005), de “risco sistêmico”⁴.

É importante ressaltar a diferença entre dois termos bastante utilizados no mercado de dívida pública: maturidade e duração (ou *duration*) do título. A maturidade se refere ao efetivo prazo de vencimento do papel, no qual o principal será pago aos

⁴ Para os autores, é necessário compreender o risco sistêmico da dívida pública brasileira para traçar ações visando o efetivo alongamento e melhora do perfil da dívida no país. Esta posição será objeto de discussão no terceiro capítulo deste trabalho.

detentores dos títulos. A duração do papel, entretanto, é definida como o período médio de ajuste no preço do título decorrente de variações na taxa de juros.

É interessante utilizar um título pós-fixado indexado a taxa de juros como exemplo: um papel com vencimento em 15/10/2011 possui a maturidade definida por esta data, pois nela será pago o principal do título. Por outro lado, por ser atrelado a taxa de juros, que pode sofrer variações diariamente, a duração desses títulos é praticamente zero - ou de menos de 1 dia (ANDIMA, 2003 e GARCIA e SALOMÃO, 2005).

1.3 Operacionalidade da política monetária: mercado aberto e sua relação com a dívida pública

A presente seção abordará a operacionalidade da política monetária, com ênfase especial no funcionamento do mercado de reservas bancárias e na atuação da autoridade monetária nas operações diárias de gerência de liquidez do sistema econômico. O objetivo é tornar claro como ocorre o relacionamento entre o mercado de títulos públicos e a política monetária.

Diferentemente do que é afirmado nos diversos manuais de economia monetária, os bancos centrais não procuram (e não conseguem) controlar a quantidade de moeda na economia. A execução da política monetária visa guiar e estabilizar a taxa de juros de curto prazo. Esta é a principal variável operacional na qual os bancos centrais procuram afetar as expectativas dos agentes. A quantidade de moeda não poderia ser controlada pela autoridade monetária devido, basicamente, à endogeneidade da base monetária criada pelos bancos comerciais⁵ (TORRES, 1999). Vale ressaltar que o constante avanço das inovações financeiras também reforçam a dificuldade de estabelecimento de qualquer meta monetária.

Os bancos centrais procuram sinalizar ao mercado a trajetória desejável da taxa básica de juros por meio de intervenções no mercado ou divulgando metas para as variáveis operacionais que possam guiar as expectativas dos agentes (TORRES, 1999).

A maioria das intervenções do banco central ocorre no mercado de reservas bancárias, destinado à negociação de reservas entre os bancos e entre estes e o banco

⁵ A questão da exogeneidade ou endogeneidade da base monetária é bastante controversa na literatura econômica. Para uma discussão interessante ver Mollo (1997) e Silva (1991).

central. Assim como os correntistas possuem contas nos bancos comerciais, as instituições financeiras possuem uma conta reserva no banco central utilizada para receber débitos e créditos de outras instituições financeiras, da autoridade fiscal e do próprio banco central. Ao afetar estas contas, o banco central interfere no chamado mercado de reservas bancárias.

Em geral, de forma diária, a autoridade monetária injeta ou retira reservas do mercado buscando ajustar a liquidez do sistema monetário, para que a taxa de juros cobrada pelos bancos em suas transações entre si fique próxima à taxa definida pelo banco central (CARVALHO *et al*, 2001).

Para efetivar o controle sobre a taxa de juros de curto prazo, os bancos centrais utilizam três principais instrumentos para operacionalização da política monetária: os recolhimentos compulsórios, as operações de redesconto e assistência à liquidez, e as operações de mercado aberto.

Os recolhimentos compulsórios são depósitos em reservas bancárias que os bancos são obrigados a manter no banco central. Eles são calculadas sobre um percentual dos depósitos e, em geral, os bancos devem cumprir uma obrigação média de saldos diários na conta de depósito. Entre as principais funções do recolhimento compulsório estão o fornecimento de liquidez ao sistema bancário, o controle do crédito aos bancos e a estabilização da demanda por reservas bancárias. O banco central pode aumentar o percentual dos depósitos bancários com o objetivo de reduzir o volume de reservas do mercado e, assim, elevar a taxa de juros.

As operações de assistência à liquidez são empréstimos na forma de créditos em reservas bancárias concedidos pelo banco central aos bancos. O principal objetivo deste instrumento é funcionar como uma espécie de seguro para as instituições financeiras na solução de eventuais problemas de caixa, normalmente ao final do dia. Por isso mesmo, este instrumento é demandado pelos bancos de forma individual. As principais operações de assistência à liquidez são realizadas através de operações de redesconto, nas quais o banco central desconta títulos elegíveis (em geral, títulos públicos) da instituição a uma taxa previamente definida, oferecendo crédito na conta de reservas bancárias do banco tomador. O banco central pode afetar a demanda por estas operações

elevando a taxa de redesconto, isto é, tornando-a punitiva, ou reduzindo a taxa de redesconto dos títulos elegíveis⁶.

O terceiro instrumento utilizado pelas autoridades monetárias são as operações de mercado aberto. Estas operações são as mais utilizadas pelos bancos centrais na gerência da liquidez e na sinalização da taxa de juros de curto prazo. E para efeitos deste trabalho, são aquelas nas quais o relacionamento com a dívida pública se mostra mais relevante e serão discutidas com maiores detalhes no caso brasileiro.

Nas operações de mercado aberto o banco central intervém diariamente por meio de operações compromissadas, constituídas em leilões informais⁷, também chamados na literatura internacional de *go-arounds*. Estes leilões podem ser de títulos ou de dinheiro. O objetivo destas operações é amortecer as variações na taxa de juros, além de manter a liquidez do sistema em níveis desejáveis. Para a gerência da liquidez as operações mais utilizadas são os leilões informais de dinheiro, que possuem o seguinte mecanismo: a partir do informe do leilão ativo no banco central, os bancos lançam suas ofertas a determinadas taxas que podem ser aceitas ou não, de acordo com a sinalização de taxa de juros desejada pela autoridade monetária. Ao divulgar o resultado do leilão, o banco central afeta o volume de reservas bancárias do sistema, realizando a gerência diária da liquidez e fornecendo informações sobre as expectativas de taxas de juros.

As operações compromissadas normalmente são lastreadas em títulos públicos, os quais servem de garantias para as transações. Daí decorre a estreita relação entre a política monetária e a dívida pública: para serem aceitos pelo mercado estes títulos devem possuir baixo risco e um mercado secundário organizado, pré-requisitos para alcançarem uma alta liquidez. É importante ressaltar que por serem operações com compromissos de volta - *repurchase agreement* (venda com compromisso de recompra e compra com compromisso de revenda), a posse dos títulos não é alterada, e a taxa de juros negociada independe dos juros embutidos nos títulos entregues como garantia. Nesta operação, a taxa de juros significa o custo de captação do dinheiro.

⁶ Operações de assistência a liquidez também pode ser feitas por meio de crédito rotativo, na forma de reservas bancárias, concedido pela autoridade monetária aos bancos. Neste caso, os bancos oferecem garantias para a operação, limitadas pelo passível exigível da instituição financeira calculado pelo banco central (CARVALHO, *et al*, 2001).

⁷ Os leilões informais são utilizados para doar ou tomar dinheiro em operações de gerência diária da liquidez, e são anunciados minutos antes do anúncio da proposta por parte da autoridade monetária. A duração do leilão é curta, raramente ultrapassando uma hora entre seu anúncio e a divulgação dos resultados. Por outro lado, os leilões formais caracterizam-se pelo fato de serem anunciados com razoável antecedência (mínimo de um dia) e por serem sempre operações definitivas de títulos públicos.

Como afirma em diversos artigos instituições como o FMI (Fundo Monetário Internacional) e o Banco Mundial, “um mercado monetário ativo é um pré-requisito para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos” (FMI e BANCO MUNDIAL, 2001, p. 8), pois as operações no mercado aberto podem contribuir para o aumento de liquidez e para redução do risco de mercado das negociações com títulos públicos.

Entretanto, podem existir objetivos conflitantes entre a administração da dívida pública e a política monetária. Se as operações das instituições financeiras com o banco central forem em volume elevado e de forma contínua, de modo que os bancos as utilizem como principal meio de zeragem de suas posições⁸, o desenvolvimento do mercado de dinheiro e de títulos públicos no país é prejudicado, pois os bancos operarão menos entre si. A autoridade monetária deve então manter um nível de reservas que incentive a zeragem das posições das instituições financeiras entre seus pares, contribuindo com o desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos (FMI e BANCO MUNDIAL, 2001).

Da mesma forma, não é recomendável que o banco central utilize operações definitivas de títulos para gerência da liquidez do sistema, pois estas operações não permitem ao mercado distinguir os movimentos de política monetária daqueles utilizados para financiar a dívida pública. Outro motivo que reforça a utilização de operações compromissadas para operação diária da política monetária é evitar o eventual conflito entre os objetivos da administração da dívida pública e da autoridade monetária. Enquanto a primeira tem a finalidade de minimizar a taxa de juros paga pelos títulos, a segunda utiliza as altas taxas de juros para conter pressões inflacionárias, sua principal meta. Para evitar divergências, o banco central utiliza leilões informais de operações compromissadas que não afetam a taxa de juros cobradas pelos títulos.

Segundo Torres (1999), a tendência internacional é a utilização cada vez maior das operações de mercado aberto, especialmente pela sua elevada eficácia na gerência da liquidez. Com exceção dos bancos centrais do Japão e da Inglaterra, a maioria dos países utiliza as operações compromissadas com títulos públicos, garantindo um mercado cativo para esses papéis. Este também é o principal instrumento de política

⁸ Zeragem das posições financeiras se refere a compatibilização de débitos e créditos da instituição no período de um dia, vendendo dinheiro (a outras instituições ou para a autoridade monetária) quando a posição for superavitária ou emprestando das mesmas quando for deficitária. Ao final do período as contas das instituições ficam zeradas.

monetária operado pelo Banco Central do Brasil, embora pelos motivos que serão apresentados no capítulo seguinte, o desenvolvimento do mercado secundário destes títulos ainda seja pequeno no país.

1.4 Modelos de administração de dívida pública

Segundo Arida (2006), embora a literatura internacional tenha creditado grande importância à estabilização da carga tributária (*tax smoothing*) como objetivo da administração da dívida pública, esta tem se concentrado em três outros objetivos: i) minimizar risco de refinanciamento; ii) reduzir o custo esperado da dívida sem incorrer em riscos excessivos; e iii) melhorar o bem-estar da sociedade, suprimindo lacunas do mercado (ARIDA, 2006, pág. 234).

O risco de refinanciamento é aquele no qual, em um momento de deterioração das expectativas, os prêmios de risco exigidos pelo mercado para absorver parcelas de dívida em instrumentos tradicionais, como títulos pré e pós-fixados, se tornam muito elevados. A autoridade fiscal, ao aceitar pagar estes prêmios, aumenta o custo futuro da dívida, e sinaliza uma deterioração do risco de crédito do emissor, o que eleva novamente o risco de refinanciamento.

A minimização do custo da dívida sem aumentar sobremaneira os riscos é sempre um dos principais objetivos da administração da dívida pública. Os modelos de composição ótima da dívida pública discutidos à frente, exemplificam bem o *trade-off* existente entre as duas variáveis - custo e risco.

Por fim, a melhora do bem-estar da sociedade, suprimindo lacunas de mercado foi comentada em seção anterior; a emissão de títulos públicos de longo prazo em uma economia com pouco histórico neste tipo de aplicação, estimula o surgimento e o desenvolvimento de um mercado com títulos de prazo mais elevado, criando condições para o alongamento de prazos da dívida privada (ARIDA, 2006).

1.4.1 Composição ótima da dívida pública

O objetivo dos administradores da dívida pública é minimizar os custos da dívida, melhorar seu perfil e incentivar o alongamento de seus prazos. No entanto, há

riscos, especialmente de credibilidade, não desprezíveis nesta política. A estratégia de composição ótima busca balancear os custos e riscos da estrutura da dívida pública. A aplicação de modelos que a utilizem como ferramenta auxiliar na administração da dívida é recomendada pelas instituições financeiras internacionais (FMI e Banco Mundial)⁹, e o Tesouro Nacional do Brasil também vem desenvolvendo ações neste sentido.

O objetivo desta subseção é apresentar de forma breve os principais pontos da estratégia de composição ótima no gerenciamento da dívida pública. Não há preocupação de demonstrar em termos formais a estrutura destes modelos, limitando-se a expor os argumentos que lhe oferecem sustentação.

Antes, no entanto, é importante apresentar o debate a respeito da importância da administração da dívida pública para a economia. Teóricos da chamada equivalência ricardiana, como Robert Barro, sustentam que a dívida pública seria irrelevante para incentivar a demanda agregada. Considerando um modelo de agente representativo, a restrição orçamentária das famílias é dada pelo valor presente do consumo, que não pode ser maior que a riqueza inicial mais o valor presente das rendas futuras do trabalho. Da mesma forma, a restrição do governo é dada pela suposição do equilíbrio orçamentário ao longo dos períodos.

O governo pode decidir emitir títulos para se financiar, reduzindo os impostos com o objetivo de incentivar o consumo em um primeiro período. Entretanto, as famílias sabem que esta redução de tributos deverá ser financiada por um aumento futuro na carga tributária. Como o consumo depende da riqueza futura estimada, as famílias não irão alterá-lo, poupando uma parte para o futuro aumento dos impostos.

Neste exemplo o setor privado aumenta sua poupança, enquanto a do setor público é reduzida no primeiro período. Na fase seguinte, o governo eleva os tributos, aumentando sua poupança, enquanto a do setor privado diminui. O efeito líquido desta política é que as decisões de consumo dos agentes não se modificam, e a renda da sociedade é mantida inalterada. A equivalência ricardiana possui então, como principal

⁹ Ver Guideline for Public Debt Management (2001), publicado pelo Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial.

conclusão, a irrelevância dos déficits públicos como meio de alterar a alocação de recursos da economia¹⁰.

Este resultado não é, todavia, realista em uma economia capitalista na qual a presença de fatores como incerteza, distorções tributárias e assimetria de informações são recorrentes. Estes são elementos que sustentam a importância da preocupação com os efeitos do perfil e duração da dívida pública sobre a demanda agregada da economia. Conforme o Plano Anual de Financiamento da Dívida de 2007¹¹, elaborado pelo Tesouro Nacional brasileiro, a composição da dívida é importante não só pelas razões de minimização do custo esperado de seu serviço (juros), mas também por razões de credibilidade, sinalização, minimização da volatilidade orçamentária, aumento da liquidez e da informação disponível no mercado.

Com relação à volatilidade da situação orçamentária, a dívida pública teria a função de amortecer as variações na carga tributária ao longo do tempo, o que poderia garantir a consistência intertemporal das decisões dos agentes econômicos. Nesse sentido, “os governos deveriam ter baixa tolerância a estruturas de passivo arriscadas e o objetivo primário do gestor da dívida seria obter uma estrutura de carteira que minimizasse o risco de flutuações no custo da dívida que ocasionem flutuações na tributação” (STN, 2007, p. 38).

Os modelos de composição ótima da dívida, portanto, buscam contemplar de forma eficiente os dois principais objetivos dos gestores da dívida pública - minimização dos custos e manutenção de níveis prudentes de riscos - por meio de estratégias alocativas entre os diferentes tipos de títulos públicos, de acordo com as condições econômicas vigentes.

¹⁰ A formalização dos argumentos e críticas da equivalência ricardiana pode ser encontrada em Romer, David. **Advanced Macroeconomics**. Third edition. McGraw-Hill Irwin, 2006.

¹¹ Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp. Acesso em 28 de out. de 2008.

1.4.2 Dinamização do mercado de títulos públicos e a teoria da microestrutura de mercado¹²

Como demonstrado em seções anteriores deste capítulo, diversas são as razões para incentivar o desenvolvimento do mercado de títulos públicos de um país, em especial, o papel de referência que os títulos cumprem em relação a outros ativos privados e a melhoria da eficácia da política monetária na transmissão dos movimentos da taxa de juros. Embora o debate, em geral, seja concentrado em questões macroeconômicas, diversos aspectos da chamada microestrutura de mercado devem ser considerados no desenvolvimento do mercado de títulos públicos.

Problemas como assimetria de informações, comportamento dos *dealers*, características dos títulos, frequência das ofertas públicas, transparência de mercado, formação de preços adequada e grau de liquidez são alguns dos tópicos abordados pela teoria da microestrutura de mercado, os quais esta seção pretende brevemente apresentar. Ressalta-se que esta abordagem forneceu embasamento substancial para as medidas tomadas pelo Banco Central do Brasil e pela Secretaria do Tesouro Nacional no sentido de alongar a dívida pública e desenvolver o mercado de títulos públicos no país¹³.

Segundo O'Hara (1995) e Calamia (1999) *apud* Silva (2004), a microestrutura de mercado estuda os efeitos da estrutura de mercado e os mecanismos de negociação sobre o processo de formação de preços dos ativos. A teoria assumiu importância significativa nos anos 1980 ao incorporar o custo da assimetria de informações nos preços, e, na última década, as consecutivas crises financeiras destacaram o problema da regulamentação dos mercados.

Segundo esta abordagem, o processo de formação de preços e a criação de liquidez nos mercados financeiros dependem da estrutura institucional e das regras que regem as negociações. A idéia básica é realizar reformas (institucionais e de negócios) que reduzam os custos de transação, fornecendo mais transparência e liquidez ao

¹² Para uma análise detalhada da teoria da microestrutura de mercado ver SILVA, Ana L.P. Liquidez e Microestrutura do Mercado de Títulos Públicos no Brasil. Programa de Pós-graduação em Economia Política PUC/SP: Dissertação de Mestrado em Economia, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2004, 118p.

¹³ Em 1999, as duas instituições anunciaram 21 medidas para dinamizar os mercados primário e secundário de dívida pública. Estas medidas, bem como suas consequências, são apresentadas no próximo capítulo.

mercado. Estas características fornecem maiores informações aos participantes, permitindo a melhora na formação de preços dos títulos (SILVA, 2004).

O acesso à informação é um ponto fundamental na teoria da microestrutura de mercado. Toda análise é concentrada na formação de preços sob condições de assimetrias de informação. Por isso é relevante discutir algumas características das negociações - se elas ocorrem em mercados contínuos ou periódicos, se o leilões são eletrônicos ou viva voz, se há um grande ou pequeno número de *dealers* que participam das negociações – que são particularidades fortemente relacionadas à disseminação de informações. Em geral, a utilização de pregão eletrônico ao invés de viva voz em mercados contínuos, tornam o acesso à informação mais igualitário entre os participantes, implicando em maior eficiência na formação do preço de mercado.

Entretanto, como afirma Dattels (1995), a escolha da estrutura adequada para negociação dos títulos é condicionada pela realidade institucional de cada mercado, não existindo um padrão único para os diferentes países.

Examinar as vantagens e desvantagens de cada estrutura de mercado não necessariamente nos leva à conclusão definitiva sobre a superioridade de uma estrutura sobre a outra. Isto nos remete ao fato que a determinação de uma estrutura de mercado eficiente deve ser desenvolvida com base em suas características institucionais (DATTELS, 1995, p. 9).

A heterogeneidade dos investidores de títulos públicos, com diferentes horizontes para a aplicação, aversão aos riscos e motivos para transação, pode ajudar a promover maior liquidez no mercado. Da mesma forma, essa característica contribui para a redução da variabilidade do volume em períodos pouco líquidos, quando o número de operações dos investidores de curto prazo pode ser, pelo menos em parte, compensado pelos investidores de longo prazo (FMI e BANCO MUNDIAL, 2001). Os investidores estrangeiros também são importantes para a demanda dos títulos de renda fixa, embora eles sejam mais sensíveis ao risco, isto é, mais voláteis em períodos de maior instabilidade.

É igualmente necessária uma infraestrutura para negociação dos papéis em mercados organizados de balcão e/ou eletrônico, bem como um regime regulatório que forneça segurança e transparência para as operações.

Mas como quantificar se em um mercado a informação é muito assimétrica? Uma das medidas clássicas é observar o *bid-ask-spread*, a diferença entre o preço de oferta de compra e o preço de oferta de venda do título. Quanto maior esta diferença, mais as expectativas dos participantes do mercado são díspares e, portanto, mais elevada é a assimetria de informações. Diversos estudos entre os países tentam comparar o *bid-ask-spread* dos títulos públicos e seus diferentes prazos de maturidade, inclusive para o Brasil¹⁴.

1.5 Por que desenvolver o mercado de dívida pública?

Uma razão básica para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos seria a possibilidade de financiar déficits fiscais de forma menos onerosa. Até o início dos anos 1980, a maioria dos países periféricos utilizava a expansão da dívida externa ou da emissão monetária como formas de cobrir os déficits públicos. Entretanto, após os planos de estabilidade, a alternativa mais viável tornou-se a emissão de títulos públicos, que não provocam pressões sobre os preços. Ademais, o desenvolvimento local deste mercado permite a esterilização das grandes entradas de capital externo, bastante relevantes para as economias emergentes a partir da década de 1990 (TURNER, 2002).

O desenvolvimento do mercado de dívida pública pode contribuir para modificar o formato da curva de rendimento, aproximando-a daquela que é considerada típica em economias desenvolvidas (maior maturidade, maior taxa). Esta alteração aumenta a eficácia da política monetária e permite ao setor privado ter um conjunto de taxas de juros que reflitam os custos de oportunidade das aplicações de diferentes prazos de maturação. Estas informações também podem melhorar a eficiência na tomada de decisões de investimento por parte dos empresários. De forma diferente, as empresas teriam pouco incentivo a investir em projetos de longo prazo, como afirma Turner (2002):

If bonds markets do not exist, for instance, firms may have to finance the acquisition of long-term assets by incurring short-term debt. As a result, their investment policies may be biased in a favour of short-term projects and away from entrepreneurial ventures (TURNER, 2002, p. 2).

¹⁴ Para o caso brasileiro ver SÁ JÚNIOR (2006).

Por último, é importante ressaltar que a operação da política monetária é fortemente auxiliada pelo desenvolvimento deste mercado. O bom funcionamento do mercado de títulos públicos é essencial para amortecer os efeitos da política monetária, realizada basicamente no mercado de reservas bancárias, com operações compromissadas lastreadas nestes títulos.

1.5.1 O modelo do mercado de dívida pública nos Estados Unidos

Na experiência internacional, existem algumas características comuns ao conjunto de países que lograram êxito no alongamento da dívida pública e na dinamização interna destes mercados em seus respectivos países. Entre eles destaca-se o mercado norte-americano de títulos da dívida pública, considerado o mais organizado e líquido do mundo. Por isso, as características deste mercado tendem a ser referências para países que buscam reforçar seus mercados domésticos, com objetivo de ampliar sua eficiência e liquidez (ANDIMA, 2003).

Entre as principais características do mercado de títulos públicos dos Estados Unidos está a busca pela padronização dos papéis de forma a aumentar a possibilidade de substituição entre eles e, assim, elevar a liquidez. A concentração em poucos vencimentos também facilita a liquidez e a construção mais adequada da curva de rendimento.

Os títulos do Tesouro norte-americano se diferenciam basicamente por sua maturidade, formando três grupos: as letras (*bills*), papéis de curto prazo com maturidade máxima de um ano; as notas (*notes*), de maturidade intermediária, entre um e dez anos; e os bônus (*bonds*), de longa maturidade, superior a dez anos. O risco de crédito destes papéis é nulo, pois são garantidos pelo tesouro norte-americano. Por possuírem um grande mercado secundário, o risco de liquidez também é baixo, mesmo para papéis de maior prazo de maturidade. O único risco que pode ser atribuído a estes títulos é o risco de mercado, relativo a possíveis variações no preço de revenda. Por estas características, os títulos norte-americanos são itens de reserva de valor, substitutos próximos da moeda corrente, especialmente as letras do Tesouro (ANDIMA, 2003).

O alto grau de liquidez dos títulos do Tesouro é garantido pela existência de um grande e eficiente mercado secundário, cujas operações são realizadas, de forma paradoxal, em mercados de balcão¹⁵. Nos últimos anos, diversas medidas vêm sendo tomadas para assegurar a fluidez das transações e especialmente a liquidez das mesmas no mercado norte-americano. Segundo Andima (2003), as inovações se dividem em três grupos, com os seguintes objetivos: reduzir custos, aumentar a possibilidade de substituição entre diferentes grupos de papéis e diversificar os tipos de utilização do título, de modo a ampliar sua atratividade.

Para o primeiro objetivo, reduzir custos, as iniciativas se concentraram nas melhorias nos sistemas de informação, registro e compensação das transações. Já o aumento da substitubilidade entre títulos do Tesouro foi conseguido por meio das medidas de concentração das maturidades dos papéis. Por último, com o objetivo de diversificar a utilização dos títulos, o Tesouro norte-americano inovou na criação dos chamados *strips* (*Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*). Os *strips* permitem que o principal e o cupom de títulos de longo prazo (acima de dez anos) possam ser negociados em separados e, até mesmo, combinados de uma nova forma, gerando papéis com prazo e retorno diferentes dos originais.

Foram tomadas iniciativas para aumentar o número de participantes do mercado, com a adequação dos títulos do Tesouro a novas demandas dos investidores (especialmente dos investidores institucionais). Operações conhecidas como *short*, que se constitui no aluguel e venda de títulos para reposição posterior foram implantados, além do desenvolvimento das operações de recompra (*repo*). Por último, a implementação de mercados futuros e de opções de títulos públicos permitiu a utilização desses papéis em estratégias de proteção e diversificação dos investimentos (ANDIMA, 2003).

Algumas destas medidas também foram implementadas ou incentivadas pelos administradores da dívida pública brasileira, especialmente a partir de 1999, levando em consideração as diferenças no grau de desenvolvimento do mercado de títulos públicos brasileiro e norte-americano.

¹⁵ Justifica-se o aparente paradoxo pois é aceito na literatura da microestrutura de mercado que mercados organizados em câmaras de registro e compensação de operações são mais eficientes e transparentes que os mercados organizados de balcão. Porém, não há um relação de superioridade entre uma forma e outra, devendo ser considerado os aspectos institucionais de cada economia.

2. CARACTERÍSTICAS DO MERCADO DE TÍTULOS PÚBLICOS E DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL

O objetivo deste capítulo é direcionar a discussão para o caso brasileiro, apresentando as particularidades do mercado de títulos públicos e da política monetária do país que as diferenciam dos aspectos teóricos discutidos no primeiro capítulo. Em especial, será apresentada as características da dívida pública brasileira - elevada e de curto prazo, o pequeno desenvolvimento do mercado secundário e as medidas divulgadas a partir de 1999 para incentivar o desenvolvimento dos mercados de títulos públicos no país. Em termos de política monetária, serão discutidos a operação e transmissão de seus efeitos nos períodos de elevada inflação e no início do Plano Real, bem como aspectos da estrutura a termo de juros no Brasil. A partir deste retrato será possível chegar a discussão do objeto desta dissertação: as dificuldades para o efetivo alongamento e melhora do perfil da dívida pública no país e suas relações com a política monetária.

Uma das grandes dificuldades para uma política efetiva de alongamento e melhora do perfil da dívida pública no Brasil é a chamada “cultura de curto prazo” (ou de *overnight*) do mercado financeiro. Este termo - que será bastante discutido neste trabalho - é entendido como a cultura dos agentes financeiros em aplicar em títulos de curto prazo (em geral, com duração de um dia) em detrimento de ativos mais longos, dado os incentivos promovidos pelas elevadas taxas de juros e o reduzido risco destas operações. Cria-se assim, um teto mínimo de ganho para os agentes que dificulta a colocação e aceitação de títulos de maior duração (*duration*).

Os incentivos para a formação desta cultura foram iniciados no período de elevada inflação, com a criação da correção monetária diária das perdas inflacionárias. Os títulos com esta característica foram considerados fundamentais para evitar a fuga completa dos agentes da moeda nacional, como ocorreu em outros países latino-americanos. Naquela ocasião, seus benefícios era bem superiores aos custos. Entretanto, após a estabilização monetária em 1994, esperava-se uma redução significativa ou até mesmo o fim dos títulos indexados a taxa de juros (hoje chamados de LFTs), o que não

ocorreu. A participação destes papéis ainda corresponde a 36% da composição da dívida pública brasileira, segundo dados do Tesouro Nacional em janeiro de 2009¹⁶.

A seção seguinte apresenta um histórico da evolução do mercado de títulos públicos no Brasil e busca entender como se formou sua estrutura no país, a criação e o contexto em que foram originados os títulos e suas relações com a política monetária no período pré-estabilização. Posteriormente, discute-se as mudanças neste mercado ocorridas a partir da implementação do Plano Real. Por fim, são descritas as medidas anunciadas visando o desenvolvimento do mercado de dívida pública no Brasil e um breve panorama dos mercados primário e secundário de títulos públicos no país é apresentado.

2.1 Títulos públicos e política monetária no período pré-estabilização

2.1.1 Breve histórico do mercado de títulos públicos no Brasil

Até o início dos anos 1960 o mercado de títulos públicos no Brasil era praticamente inexistente. Em um período de aceleração inflacionária, os títulos que ainda não possuíam correção monetária eram pouco atrativos para os investidores. Foi apenas com o PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo), instituído em 1964, que o governo buscou, pela primeira vez, tomar ações efetivas para o desenvolvimento do mercado de capitais e do mercado de títulos públicos federais. Neste contexto foi realizada a reforma do Sistema Financeiro Nacional, com a criação do Banco Central, em 1967, e uma fórmula para correção dos valores dos títulos públicos, a partir da emissão das ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional).

Entretanto, a tentativa de criar um mercado secundário de títulos foi frustrada, uma vez os títulos com prazos superiores a um ano não possuíam demanda, deixando o mercado secundário com pouca liquidez. Além disso, como afirma Loureiro e Barbosa (2003), “o mercado de títulos funcionava basicamente para atender as subscrições compulsórias e voluntárias e cobrir os déficits do Tesouro” (LOUREIRO e BARBOSA, 2003, p.10).

¹⁶ Estes pontos serão amplamente discutidos no terceiro capítulo deste trabalho.

Com o objetivo de utilizar os títulos públicos também para as operações de política monetária no mercado aberto, foi criada em 1970 as LTNs (Letras do Tesouro Nacional), títulos prefixados de prazo inferior ao das ORTNs e que se mostravam mais apropriados para a execução desta política. Neste mesmo período, o Banco Central autorizou a utilização de operações compromissadas para regular a liquidez diária do mercado. A criação da LTN institucionalizou, de forma efetiva, o mercado aberto no Brasil, além de alguns mecanismos de intermediação financeira.

Com a chamada crise da dívida externa nos anos 1980 criou-se a expectativa de maxidesvalorização do câmbio, reduzindo a demanda por LTN e aumentando a busca por ORTNs cambiais. De fato, ocorreram duas maxidesvalorizações neste período: em 1981 e 1983. Após estes eventos, em uma tentativa de reduzir a exposição de bancos e empresas ao câmbio, o governo assumiu a dívida externa do setor privado, transformando-a em dívida interna. Este fator elevou significativamente a dívida pública interna brasileira (DPMFi)¹⁷, como pode-se observar da tabela 1 abaixo.

Tabela 1: Crescimento da DPMFi entre 1980 e 1989

Ano	DPMFi/PIB	Taxa de crescimento	
		Nominal	Real
1980	5,12	62,72	-22,60
1981	7,32	264,22	88,61
1982	11,01	154,62	27,50
1983	13,70	223,52	4,02
1984	14,29	254,90	9,57
1985	16,56	346,11	33,17
1986	20,85	175,00	66,62
1987	27,63	648,68	45,14
1988	35,15	802,84	-20,63
1989	31,78	1949,16	8,83

Fonte: Loureiro e Barbosa (2003). Elaboração do autor.

Em 1986, na edição do Plano Cruzado, o Banco Central foi autorizado a lançar títulos de sua responsabilidade, as Letras do Banco Central (LBCs), as quais possuíam prazo máximo de um ano e rendimento definido pela taxa média de financiamento dos títulos públicos registrados no Selic (taxa *overnight*), substituindo os papéis de correção monetária, como as ORTNs.

¹⁷ A DPMFi se refere ao total de títulos públicos (exceto do Banco Central) em poder do público, emitidos internamente.

Neste mesmo ano o Banco Central deixou de emitir títulos e as LBCs foram substituídas pelas LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), criadas pelo Tesouro Nacional com as mesmas características da primeira. O objetivo principal da LFT era o de reduzir o risco de refinanciamento da dívida pública, conforme os principais objetivos da dívida pública definidos por Arida (2006). As LFTs cumpriam este papel pois protegiam os detentores de riqueza na eventualidade de uma mudança nos prêmios de risco e também protegiam o Tesouro caso esta alteração não se concretizasse.

As características de incerteza sobre o ambiente econômico brasileiro - inflação alta e grandes desequilíbrios macroeconômicos - elevaram a taxa básica de juros e, conseqüentemente, as taxas pagas pelos títulos públicos, que se transformaram em parcela importante das aplicações dos investidores. Isto implicou na forte dependência do governo em financiar suas posições por meio do *open-market*, reduzindo a possibilidade de desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos.

No anos 1990, o Plano Collor foi considerado um marco na história da administração da dívida pública brasileira. Uma das finalidades do plano era reduzir a dependência que a política monetária possuía em relação aos ativos financeiros líquidos do mercado, em especial, com os títulos públicos de curto prazo. Para isso foi realizado o confisco de 80% dos haveres financeiros que ficaram congelados no Banco Central, rendendo uma taxa abaixo da taxa de juros da economia. Estas medidas permitiram, de forma compulsória, o alongamento da dívida pública brasileira, elevando a participação dos títulos prefixados na composição da dívida, porém com forte redução da quantidade de títulos em poder do público (LOUREIRO e BARBOSA, 2003).

O aumento das pressões inflacionárias desestimulou o interesse por títulos prefixados, gerando novos problemas para o governo na rolagem da dívida. O Tesouro criou então as Notas do Tesouro Nacional (NTN), títulos mistos que pagavam um percentual fixo mais a variação de algum indicador econômico (IGP-M, correção cambial ou TR - Taxa Referencial). O ambiente macroeconômico de instabilidade criado em conjunto com a crise política que resultou no *impeachment* de Collor, aumentou ainda mais o prêmio de risco exigido pelos investidores para compra dos títulos brasileiros. Ao final de 1993, já no governo de Itamar Franco, é criada a URV (Unidade Real de Valor), que serviu de indexador da economia no início da implantação do Plano Real.

2.1.2 Transmissão da política monetária no Brasil pré-estabilidade de preços

A economia brasileira passou por períodos de inflação crônica e elevada, especialmente na década de 1980 e início dos anos 1990. O aumento contínuo e acentuado dos preços gerou um grande número de adaptações na vida econômica do país, as quais reduziram em grande medida a eficácia da política monetária. No caso do Brasil, três alterações foram fundamentais para evitar o colapso da economia, como afirma Lopes (1997):

i) A taxa de câmbio foi vinculada ao índice de preço;

ii) Houve a introdução de mecanismos sofisticados de indexação financeira, especialmente a taxa *overnight* para os títulos da dívida pública. Como esta taxa passou a ser a sinalizadora do mercado, “a duração de todos os instrumentos da dívida convergiu para zero” (LOPES, pág. 6, 1997);

iii) Por último, o sistema bancário tornou-se fortemente dependente das receitas advindas das altas taxas de inflação, tornando reduzida a importante função de alavancagem dos bancos.

Estas características diferenciavam, e até mesmo inviabilizavam, a transmissão da política monetária em sua forma clássica apresentada no primeiro capítulo. Em economias com inflação elevada, o canal da taxa de juros perde eficácia, pois a comparação entre a eficiência marginal do capital e a taxa real de juros é prejudicada pela volatilidade da inflação. Na medida em que a inflação é reduzida, a volatilidade frequentemente diminui e o canal da taxa de juros se torna mais eficiente.

A indexação da dívida pública brasileira à taxa de juros do *overnight*, em um contexto de inflação elevada, foi um dos principais fatores que inviabilizaram o desenvolvimento de uma estrutura de dívida de longo prazo no país. A introdução da indexação tornava ambíguo o efeito das políticas monetárias: um aumento da taxa de juros com objetivo de reduzir a demanda da economia, provocava, ao mesmo tempo, o aumento da riqueza disponível para os detentores de títulos indexados. Dado o grande volume destes papéis, os efeitos da política monetária podiam ser contrários aos pretendidos (LOPES, 1997).

Como ressaltado no primeiro capítulo, o canal do valor os ativos se configura como um dos mais relevantes para a transmissão da política monetária. A parcela expressiva de títulos públicos indexados a taxa de juros - e toda a cadeia de produtos financeiros derivados da taxa de juros - praticamente elimina os efeitos deste canal, forçando a política monetária a atuar de forma mais contracionista do que poderia, visando atingir seu objetivo por meio dos mecanismos de transmissão restantes.

Com relação ao canal de crédito pode-se dizer que os empréstimos de longo prazo eram raros neste período. Ao obterem lucros através das receitas relacionadas à inflação, os bancos possuíam poucos incentivos a assumir grandes riscos em empréstimos de longo prazo. Variações na taxa de juros teriam então pouca eficácia sobre o reduzido volume de crédito no país.

Da mesma forma, a transmissão dos efeitos da política monetária por meio do canal da taxa de câmbio era comprometida. A economia brasileira ainda era pouco integrada ao mercados internacionais e a inflação, elevada e volátil, reduzia a atração de capitais externos. Ademais, não era permitido a aquisição de títulos por parte de estrangeiros neste período.

Pode-se afirmar, assim, que os mecanismos de transmissão da política monetária perdem eficácia em economias com índices de preços elevados e voláteis. Durante toda a década de 1980 e início dos anos 1990, a autoridade monetária no Brasil não podia utilizar as clássicas formas de transmissão e sinalização da taxa de juros para a economia. Havia, portanto, uma espécie de passividade da política monetária neste período.

A condição necessária (mas que se mostrou não suficiente) para que esta política pudesse operar de forma mais eficaz era a estabilização de preços, com a consequente redução da volatilidade das taxas de inflação. A partir da implantação do Plano Real em 1994, esta característica passa a existir no país, abrindo a possibilidade da política monetária atuar de forma mais ativa e eficiente.

2.2 Plano Real: dívida pública e operação da política monetária (1994 a 2000)

No Brasil, o Tesouro Nacional (TN) é o responsável legal pela administração da dívida pública e, desde 2002, após a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), emite os títulos da dívida de forma exclusiva. Até este período, o Banco Central também realizava emissões primárias de títulos.

De acordo com a definição do Tesouro Nacional, a dívida mobiliária do governo é constituída pelo total dos títulos públicos federais em mercado, o que corresponde ao somatório dos papéis de emissão do próprio Tesouro e do Banco Central. Este trabalho não abordará as questões de dívida externa, tendo como foco exclusivamente a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi). Em janeiro de 2009, a DPMFi correspondia a mais de 90% da dívida pública total do país.

A dívida pública brasileira é constituída, basicamente, por seis diferentes títulos públicos, que representam cerca de 99% de todo o estoque de títulos da DPMFi. São eles¹⁸:

¹⁸ As características detalhadas destes títulos, bem como sua base legal, se encontram em anexo.

Quadro 1: Principais títulos da DPMFi

Título	Cupom	Maturidade	Frequência de emissões
Letras Financeiras do Tesouro (LFT)	preço par atualizado diariamente pela Selic	média de 44 meses	semanal
Letras do Tesouro Nacional (LTN)	deságio sobre valor nominal	6, 12 e 24 meses	semanal
Notas do Tesouro Nacional (NTN-F)	deságio sobre valor nominal com cupom semestral. Cupon são destacáveis (strips)	3, 5 e 10 anos	mensal
Notas do Tesouro Nacional (NTN-C)	preço par atualizado mensalmente pelo IGP-M com cupom cambial	11, 15 e 25 anos	não emitido a partir de 2005
Notas do Tesouro Nacional (NTN-B)	preço par atualizado pelo IPCA com cupom semestral	3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos	quinzenal
Notas do Tesouro Nacional (NTN-D)	preço par atualizado pela taxa de câmbio R\$/US\$ com cupom semestral	6 meses a 6 anos	não emitido a partir de 2003

Fonte: Banco Central do Brasil. Relatório Mensal da Dívida Pública Federal, maio 2007.

Com a estabilização monetária o Brasil finalmente teria condições, após décadas de instabilidade macroeconômica, de alongar a dívida e melhorar o seu perfil. Ao mesmo tempo, a operação da política monetária se aproximaria àquela realizada nos países desenvolvidos, melhorando sua eficiência e eficácia sobre as variáveis econômicas. Embora com diversos avanços, os custos do processo de estabilização e as extensas crises internacionais não permitiram que este cenário benigno pudesse ocorrer de forma integral nos primeiros anos do Plano Real, entre 1994 a 1999.

A política monetária foi bastante no início do Plano Real, com o objetivo principal de impedir que prováveis aumento no consumo decorrentes da estabilização monetária pressionassem a demanda agregada. Naquele momento, qualquer aceleração dos preços poderia minar a credibilidade da política implementada e, conseqüentemente, todos os esforços realizados até o momento.

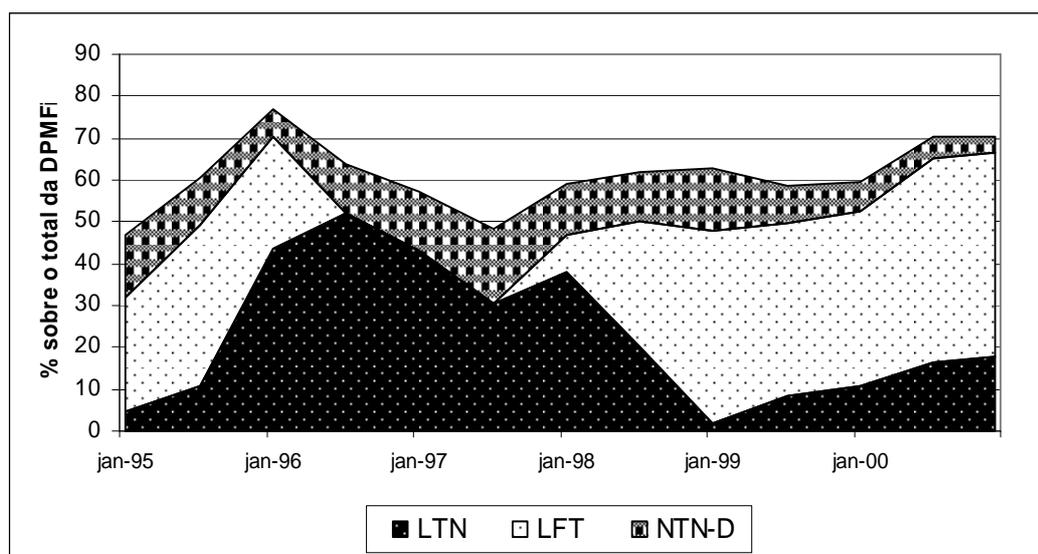
Um dos pilares do plano foi o estabelecimento da âncora cambial, buscando guiar as expectativas dos agentes e reduzir o impacto de pressões inflacionárias que

pu dessem ocorrer por meio do câmbio. Neste regime, a taxa de câmbio permaneceu com variações mínimas, em intervalos definidos pelo governo. A partir de 1997, as sucessivas crises internacionais (asiática e russa) obrigaram o governo a elevar as taxas de juros para sustentar o regime cambial e manter a atração de capitais externos.

Com relação a administração da dívida pública, adotou-se uma estratégia de tentar melhorar o perfil da dívida, ampliando prazos e a participação dos papéis prefixados. Entre os anos de 1995 e 1996, o Tesouro Nacional conseguiu substituir de forma integral as LFTs por LTNs, devido à redução dos juros nominais e reais ao longo deste período, em especial em 1996, o que fez o mercado demandar títulos prefixados. Segundo Loureiro & Barbosa (pág. 23, 2003) em dezembro de 1996, cerca de 50% da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) era composta por estes papéis.

Porém, a crise asiática a partir de outubro de 1997, provocou uma reversão das expectativas e a interrupção do processo de melhoria do perfil da dívida pública. Com o agravamento da crise internacional, os agentes passaram a rejeitar os papéis prefixados e a exigir LFTs e a emissão de NTN-D, títulos indexados ao câmbio. Desta forma, o Tesouro Nacional reduziu os prazos das LTNs e, posteriormente, abandonou sua emissão, e as LFTs passaram a ser, novamente, o principal título nos leilões do Tesouro, assumindo o participação de quase 54% da DPMFi no final de 1998 como pode ser observado pelo gráfico 2.

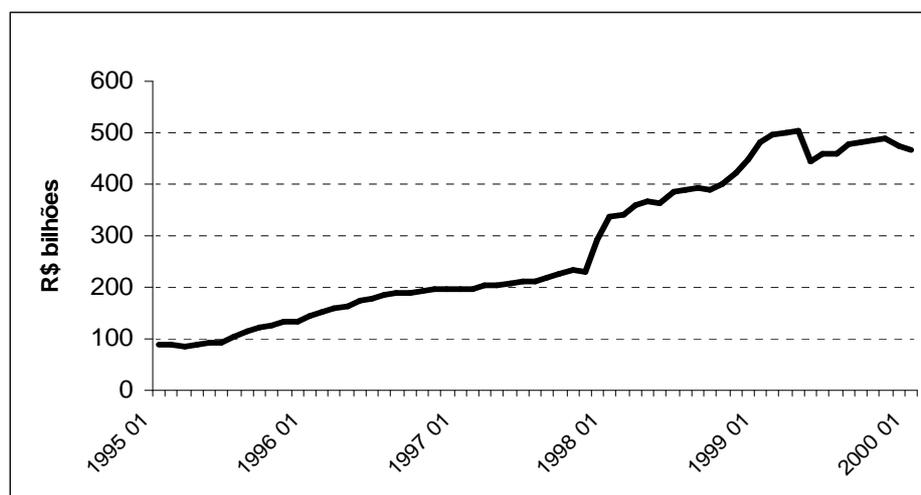
Gráfico 2: Evolução do perfil da dívida pública (1995-2000)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Com este perfil, a dívida brasileira passou a estar fortemente sujeita à variações na taxa de juros fixadas pelo Banco Central. O impacto elevado no volume da DPMFi do aumento da taxa Selic durante as crises asiática e russa - entre agosto de 1997 e outubro de 1998 a Selic foi elevada de 20% para 42% a.a, enquanto o volume da DPMFi aumentou 84% no mesmo período – pode ser observado no gráfico 3 abaixo. Com a deterioração das contas externas e as reduzidas reservas internacionais do país, a qual colocavam em dúvida a capacidade do governo em manter a taxa de câmbio nos limites estabelecidos pelas bandas cambiais, criou-se a expectativa de desvalorização da moeda nacional. Rapidamente os papéis pós-fixados indexados a taxa de câmbio e os indexados a taxa de juros foram demandados, aumentando a participação destes títulos na composição da dívida pública brasileira (gráfico 2).

Gráfico 3: Evolução da DPMFi entre 1995 e 1999



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Após a efetiva desvalorização do Real, em janeiro de 1999, grande parcela da dívida brasileira permaneceu de perfil predominantemente pós-fixado e de curto prazo, situação que veio a ser relativamente alterada apenas a partir de 2002. Importante observar que o aumento expressivo da relação entre dívida pública/PIB após a implantação do Plano Real foi fortemente relacionado à desvalorização do câmbio e às constantes elevações na taxa de juros, as quais afetavam a parcela pós-fixada da dívida pública brasileira¹⁹.

¹⁹ Além destes fatores, Goldfajn (2002) identifica outros dois que contribuíram para o aumento da relação dívida/PIB no período: (i) o reconhecimento de cerca de 10% do PIB em dívidas não explicitadas (chamados “esqueletos”); (ii) superávits primários insuficientes do setor público antes de 1998.

2.3 Características do mercado brasileiro: curva de rendimento e operações de mercado aberto

2.3.1 A curva benchmark no Brasil e o fenômeno da “LFT sintética”

O volume de operações definitivas com títulos públicos é bastante reduzido no Brasil. A baixa liquidez dificulta a viabilização de uma estrutura a termo de juros baseada nos títulos públicos. Além de pequeno, o mercado secundário brasileiro de papéis públicos possui uma particularidade em especial: a grande maioria das operações definitivas com LTNs são acompanhadas por uma operação de *hedge* ou proteção no mercado futuro de DI da BM&FBOVESPA, tornando a operação como um todo similar à uma LFT. O mercado apelidou este tipo de operação como a “LFT sintética” (SÁ JÚNIOR, 2006).

Este tipo de proteção possui o objetivo de transformar os títulos prefixados em pós-fixados, vinculados à variação da taxa de juros dada pelas expectativas do mercado. É como se, com a redução da emissão de LFT por parte do Tesouro e ínfimo volume transacionado destes papéis no mercado secundário, o mercado tenha encontrado uma solução, por iniciativa própria, para manter os títulos vinculados à taxa de juros. A cultura de curto prazo dos agentes econômicos no Brasil pode ser considerada como uma das principais responsáveis pelo volume expressivo dessas operações. Ademais, a grande liquidez dos contratos futuros de DI (Depósitos Interfinanceiros) em relação aos títulos públicos também contribui sobremaneira para o sucesso da LFT sintética.

Ainda de forma informal, a utilização de derivativos em conjunto com os títulos da dívida pública não é uma característica exclusiva do Brasil. O que merece destaque é a frequência com que esta venda casada ocorre no país: estima-se que cerca de 90% das operações com papéis prefixados (LTNs e NTN-Fs) sejam vinculadas à uma operação de *hedge*. Neste contexto, há um debate - ainda pouco abordado no meio acadêmico - a respeito dos prejuízos ou não para a eficácia da política monetária e administração da dívida pública desta característica do mercado brasileiro.

Segundo o FMI e Banco Mundial (2001), a existência de mercados futuros, *swaps* e opções, que buscam proteger os investidores do risco de alterações na taxa de juros, podem melhorar a liquidez e o volume transacionado no mercado secundário de

títulos públicos. As entidades, no entanto, discordam da utilização destes mercados como sinalizadores (*benchmark*) para a política econômica, em substituição à curva de juros dos títulos públicos.

Para Moura (2007), este tipo de operação possui ao menos duas consequências favoráveis: a formação de preços dos títulos prefixados é transferida para o mercado futuro, mais líquido e, portanto, mais eficiente na convergência das expectativas; a LFT sintética desloca o risco de alteração na política monetária (variações na taxa de juros) sobre o preço do título para o próprio mercado privado, risco este anteriormente bancado pelo Tesouro, beneficiando a administração da dívida pública.

Por outro lado, para os críticos dessas operações, a política monetária perde eficácia ao não possuir uma curva de juros dada pelos títulos públicos. A LFT sintética também prejudicaria a liquidez no mercado secundário de títulos públicos, ao garantir ao investidor uma proteção certa.

As características apontadas para o mercado de títulos públicos prefixados dificultam a utilização deste instrumento como balizador para a estrutura a termo de taxas de juros (ETTJ). Por este motivo, o mercado passou a utilizar, por convenção, instrumentos mais líquidos como *benchmark* das taxas futuras de juros, entre eles, o contrato swap DI contra taxa prefixada.

A taxa DI é a taxa média das operações interbancárias de empréstimo por um dia, apuradas pela CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos). A taxa DI em um dia t é definida como a média ponderada das taxas às quais foram efetuadas operações interbancárias neste mercado e calculada a partir de uma base de 252 dias úteis por ano.

O contrato swap DI contra taxa prefixada com vencimento em uma data futura é um derivativo que no dia corrente é negociado a preço zero, mas que tem o preço de referência dado pelo valor esperado sob a medida neutra ao risco de 100 mil reais, descontado pela taxa livre de risco, nesse caso o DI de um dia.

De fato, esse contrato apresenta características similares a um título *zero-coupon*, isto é, papéis que fazem um único pagamento em uma data futura conhecida como a data de vencimento do título, como ocorre com as LTNs. Além disso, como estes contratos são registrados e contam com garantias dadas pela BM&FBOVESPA, é possível considerá-los livres de risco.

2.3.2 Operações de mercado aberto e eficácia da política monetária no Brasil

Como abordado em seções anteriores, economias com inflação elevada e forte instabilidade econômica dificultam os canais de transmissão da política monetária. O Plano Real proporcionou uma chance da política monetária brasileira atuar de forma mais eficiente. Entretanto, pode-se observar que algumas características do período de alta inflação permaneceram, mesmo após o controle do nível de preços.

Entre estas heranças está a cultura das instituições monetárias e financeiras em ativos de curto prazo, em especial nos títulos indexados à taxa de juros Selic. Por meio dos títulos pós-fixados (LFTs) ou através dos mecanismos de proteção de títulos prefixados (“LFT sintética”), o mercado anula qualquer possibilidade de atuação de um dos principais canais de transmissão da política monetária: o efeito riqueza. Como a presença de LFTs e os produtos financeiros baseados na taxa de juros reduzem a eficácia da política monetária?

Consideremos uma economia na qual os títulos existentes sejam de longo prazo e com taxas fixas. Uma elevação na taxa básica de juros, reduziria o valor de mercado desses ativos e, conseqüentemente, a riqueza dos agentes detentores dos papéis. Com uma riqueza menor, o consumo é reduzido: a variação na política monetária teria alcançado o objetivo desejado.

Entretanto, como argumenta Pastore (2006), na presença de títulos indexados a taxa de juros como as LFTs, o efeito riqueza desaparece pois aumentos na taxa básica de juros elevam os rendimentos destes papéis exatamente na mesma proporção, eliminando o impacto sobre o preço do título e sobre a riqueza de seus detentores. No caso do Brasil, como a participação da dívida pública é grande como proporção do PIB, há uma perda significativa da eficácia da política monetária na presença de uma alta parcela indexada da dívida pública, exigindo da autoridade monetária contrações nos juros mais elevados para que outros canais de transmissão da política monetária sejam ativados (PASTORE, 2006). É importante observar como esta situação é similar a atuação da política monetária no período de alta inflação, apresentado por Lopes (1997). E os motivos para essa constatação parecem ser claros: a continuidade de parcela

expressiva de títulos indexados a taxa de juros e a grande preferência do mercado por estas aplicações.

Mesmo nas operações diárias de gerência da liquidez, esta característica contribui para a baixa eficácia dos instrumentos. No Brasil, assim como na grande maioria dos países desenvolvidos, são utilizadas as operações compromissadas (*repurchase agreement*) na atuação do banco central no mercado de reservas bancárias. Dado um cenário de elevação nas taxas de juros, o que ocorreria com estas operações?

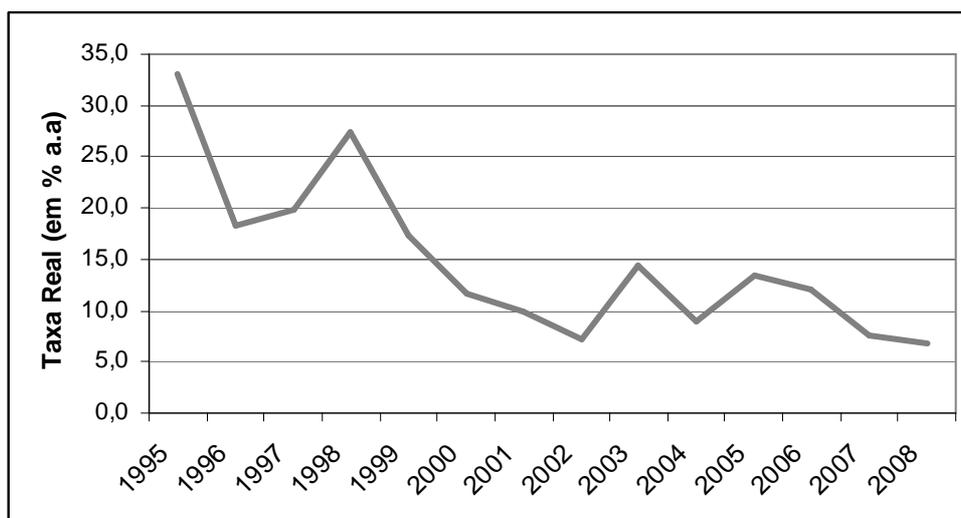
Como o banco central opera no mercado aberto a taxas próximas à Selic, a alta nos juros não reduziria a demanda por reservas bancárias por parte das instituições financeiras. Os bancos estariam protegidos pelas operações compromissadas ou pelos papéis pós-fixados. A elevação da taxa de juros apenas possui efeitos quando este afeta a demanda por crédito por parte do setor privado ou que levam os bancos a racionarem o crédito em função do aumento do risco. Nota-se, então que a política monetária atua somente sobre esta última parcela, o que justificaria, em parte, os elevados níveis de taxa de juros no Brasil²⁰ (NAKANO, 2007).

A alta taxa de juros também é característica estrutural da economia brasileira. Desde a implantação do Plano Real os juros no país tem se mantido como um dos mais elevados entre todas as nações do mundo. Não há a intenção de discutir o debate sobre os motivos dos juros elevados no país, mas apenas constatar esta afirmação. Como será discutido no próximo capítulo, este fato representa mais uma dificuldade para o alongamento e melhora do perfil da dívida pública brasileira.

Há uma tendência de redução na taxa real de juros no Brasil a partir da estabilização monetária, que é interrompida regularmente em períodos de incerteza no mercado, como entre 1997 e 1999 (crises asiática, russa e brasileira) e 2002 e 2003 (incerteza pré-eleitoral), indicadas no gráfico 4. Mesmo com essa trajetória de queda, o país continua com uma das taxas de juros nominais mais elevadas do mundo como atesta a gráfico 5, que apresenta uma comparação entre a taxa brasileira e a de demais países, emergentes e desenvolvidos.

²⁰ As razões para as elevadas taxas de juros no Brasil são objeto de intenso debate. Ver Holland (2006), Oureiro *et al* (2007) e Arida, Bacha e Resende (2003).

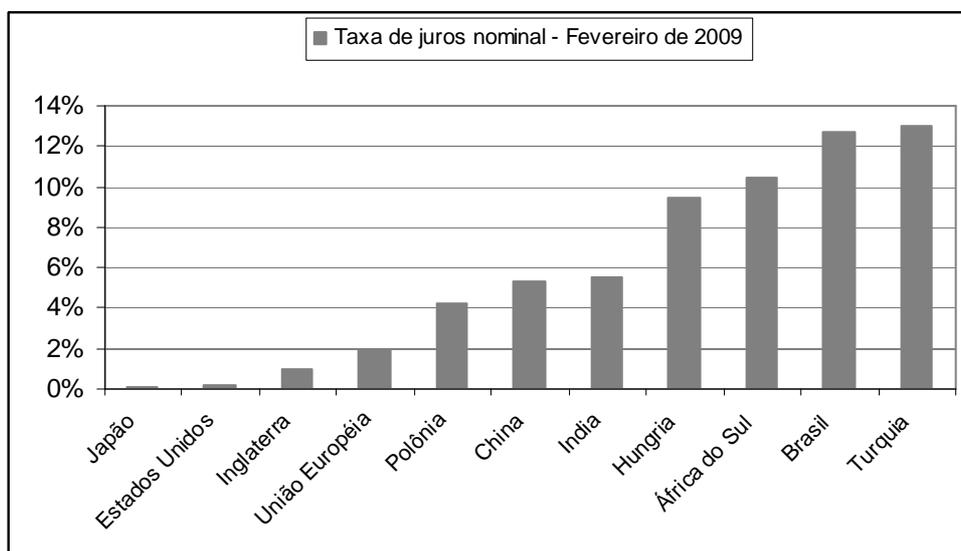
Gráfico 4: Evolução das taxa real de juros no Brasil



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE. Elaboração do autor.

Obs: A taxa real de juros foi calculada como a média da taxa de juros Selic/Overnight no ano menos o IPCA.

Gráfico 5: Comparação entre taxas de juros nominais em países selecionados



Fonte: Fundo Monetário Internacional. Elaboração do autor.

Obs: Taxa da União Européia definida pelo Banco Central Europeu.

2.4. Medidas para desenvolver o mercado de títulos públicos a partir de 1999

No início de 1999 foi constituído um grupo de trabalho composto por membros do Tesouro Nacional e da Diretoria de Política Monetária do Banco Central com o objetivo de propor medidas para aperfeiçoar e desenvolver o mercado (primário e secundário) de títulos públicos no Brasil. Em um esforço de melhorar a coordenação entre ambas instituições, o grupo deveria identificar os entraves para elevar o volume de negociação dos papéis, aprimorar os mecanismos existentes e propor novos instrumentos. Em novembro do mesmo ano, o grupo divulgou 21 medidas que deveriam ser implementadas de forma gradual pelas instituições.

O diagnóstico realizado pelo grupo de trabalho apontou os seguintes problemas: no mercado primário, o excesso de ofertas de títulos públicos reduzia a necessidade de as instituições financeiras recorrerem ao mercado aberto. O grande número de vencimentos prejudica a formação de preços e diminui a liquidez dos papéis. No mercado secundário, o principal ponto apontado foi a previsibilidade da taxa *overnight*, que reduzia sistematicamente o volume de negócios no mercado de reservas bancárias (STN e BACEN, 1999).

A partir desta análise, mudanças nas emissões e prazos dos títulos foram propostas com objetivo de concentrar os vencimentos e inserir a data-base para emissões e pagamento de cupom, procurando tornar mais homogêneo cada tipo de papel. Em conjunto com o plano anunciado, o Tesouro buscou colocar papéis de longo prazo na tentativa de consolidar a estrutura a termo de juros no Brasil. Da mesma forma, o pacote visava reduzir a parcela indexada à taxa de juros e ao câmbio da dívida pública, aumentando a participação dos papéis prefixados.

O relacionamento com a política monetária também teria um papel importante: no mínimo quatro medidas buscavam utilizar as operações no mercado aberto como forma de incentivar o desenvolvimento do mercado de títulos. Houve uma consolidação das normas vigentes sobre as operações definitivas e compromissadas envolvendo títulos de renda fixa, além da introdução de novas regras operacionais (BACEN, 2002). Ademais, mudanças nas normas das ofertas primárias, como a programação prévia e divulgação dos resultados dos leilões competitivos, e as melhorias nos sistemas de

informação, procuravam conceber maior transparência para as operações com títulos públicos.

Importante ressaltar que o embasamento teórico do diagnóstico e das medidas anunciadas possuem forte correlação com a teoria da microestrutura de mercado, apresentada no primeiro capítulo do trabalho. Fatores como a maior concentração dos vencimentos dos papéis, aumento da previsibilidade das ações da autoridade fiscal e melhorias de transparência e agilidade nas negociações são sugeridos pelos teóricos da microestrutura de mercado (O'HARA, 1995 e CALAMIA, 1999 *apud* SILVA 2004).

Em síntese, podemos resumir as 21 medidas apresentadas, utilizando as Notas Técnicas do Tesouro Nacional e do Banco Central. O anúncio das medidas não significou necessariamente sua implementação. Desta forma, buscou-se avaliar quais medidas foram implementadas, quais o foram de forma parcial e ainda aquelas que não foram efetivadas. O status de cada um das medidas foi baseado em Sobreira (2002) e atualizadas pelo autor.

Quadro 2: Medidas para estímulo ao mercado primário

Medidas	Status
1) Divulgação prévia, pelo Tesouro Nacional, de cronograma de emissões de títulos a serem colocados por ofertas públicas.	Implementada
2) Ofertas públicas de títulos de prazo longo, com rentabilidade prefixada, após o recebimento de pleito das instituições financeiras contendo proposta firme de compra.	Implementada
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (1999) e Sobrera (2002). Elaboração do autor.	

Quadro 3: Medidas para estímulo ao mercado secundário

Medidas	Status
1) Redução do número de vencimentos dos títulos públicos em circulação, maior concentração de vencimento dos títulos com rentabilidade prefixada e diminuição da frequência de ofertas públicas.	Semi-implementada
2) Lançamento de títulos longos com rentabilidade prefixada e simultânea oferta competitiva de opção de venda ("Put").	Não implementada
3) Realização periódica de "go-around" de compra ou venda de títulos públicos.	Semi-implementada

Cont.	Medidas	Status
4)	Compra e venda final de títulos curtos em complementação aos “go-around” de reservas bancárias realizados pelo Banco Central.	Não implementada
5)	Realização, pelo Tesouro Nacional, de leilões regulares e predefinidos de compra de títulos públicos.	Não implementada
6)	Criação de títulos cambiais sem pagamentos intermediários de juros (“zero-coupon bond”).	Não implementada
7)	Permitir a negociação em separado do principal e dos cupons (“strips”) dos títulos cambiais com prazo inferior a 5 anos.	Implementada
8)	Lançamento de títulos no SELIC, com liquidação em D+1.	Não implementada
9)	Estímulo ao aumento da transparência na negociação de títulos públicos no mercado secundário, mediante, por exemplo, a utilização de sistema eletrônico.	Implementada
10)	Facilidades para as instituições financeiras assumirem posições vendidas (“short”).	Implementada
11)	“Go-around” de títulos prefixados com compromisso de recompra (“reverse repo”) para as instituições “dealers” cobrirem posições vendidas (“short”).	Implementada
12)	Divulgação diária, pela ANDIMA, de preços dos títulos com rentabilidade prefixada e cambiais em circulação.	Implementada
13)	Desenvolvimento de sistema para registro no SELIC das operações a termo com títulos federais.	Implementada
14)	Flexibilizar o limite de alavancagem nas operações com títulos públicos federais.	Implementada
15)	Incentivo para as Bolsas criarem mercado derivativo das opções de venda lançadas pelo Banco Central.	Não implementada
16)	Oscilação da taxa “overnight” ao redor da meta para a Taxa SELIC.	Não implementada
17)	Alteração do processo de seleção dos “dealers” do Banco Central, de modo a privilegiar a capacidade de serem “market-makers”.	Implementada
18)	Reuniões periódicas do Banco Central e do Tesouro Nacional com os “dealers”; com as agências de “rating”; e com os clientes finais (fundos de pensão, seguradoras e outros investidores institucionais) e associações de classe.	Implementada
19)	Divulgação periódica de Nota para a Imprensa, contendo informações e comentários sobre o mercado de títulos públicos e as condições de liquidez.	Implementada

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Sobrera (2002). Elaboração do autor.

Algumas medidas mais recentes têm sido tomadas pelo TN a partir de 2003 com objetivos similares às aquelas de 1999. Entretanto, a ênfase neste novo conjunto é para o aumento da participação dos investidores estrangeiros, por meio de redução de tributos e facilidade de acesso ao mercado financeiro brasileiro. Segundo Pedras (2007), as principais medidas podem ser resumidas abaixo:

- Novo Sistema de *Dealers*: com objetivo de acentuar o papel de *market-makers* dos *dealers*, uma ação conjunta entre o Tesouro Nacional e o Bacen estipulou novas regras para seleção de *dealers*, bem como a criação da categoria de *dealers* especialistas, para atuar (e dinamizar) o mercado secundário. Assim, o grupo de *dealers* primários passou a ser composto por 12 instituições atuando nas emissões primárias e operações no mercado monetário. Para o grupo de *dealers* especialistas, passaram a ser selecionadas 10 instituições para atuar no mercado secundário de títulos públicos;
- Criação de novos índices de renda fixa: servirão como referência comparativa à rentabilidade dos fundos de investimento;
- Criação da conta investimento: esta conta isentava da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF²¹ as transferências de recursos de um investimento financeiro para outro, e tinha como objetivos: (i) oferecer tratamento semelhante ao que é dado aos fundos de investimento para as demais aplicações; (ii) aumentar a competição na indústria de fundos de investimento; (iii) aumentar liquidez no mercado secundário; e (iv) auxiliar a diversificação da base de investidores;
- Tributação Decrescente para Aplicações Financeiras: oferece tratamento diferenciado para as aplicações de curto, médio e longo prazos, incentivando estes últimos, tanto para os investimentos em renda fixa quanto em renda variável;
- Planos de Previdência: possibilita a criação de novos planos de benefícios de caráter previdenciário e de seguro de vida com cláusula de sobrevivência sob um regime de tributação baseado em alíquotas decrescentes, para incentivar o alongamento da maturação das poupanças previdenciárias;

²¹ A CPMF acabou sendo extinta em 31 de dezembro de 2007.

- Abertura do mercado de capitais para estrangeiros;
- Isenção dos investidores não-residentes de Imposto de Renda sobre investimentos em títulos públicos;
- Criação da Clearing de Ativos da BM&FBOVESPA e da Plataforma de Negociação Cetip.

2.5. Panorama dos mercados de dívida pública no Brasil no período 2000 a 2009

2.5.1 Mercado primário

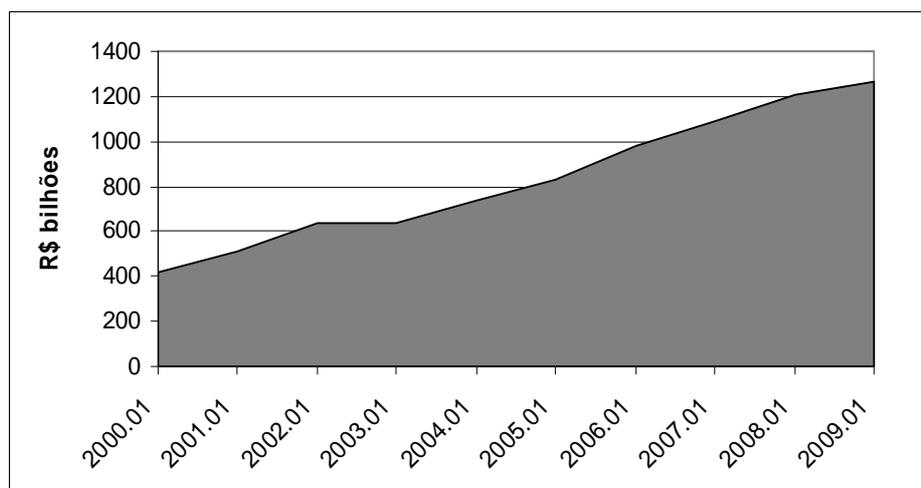
O objetivo desta seção é apresentar a evolução da dívida pública no país, a partir da edição das medidas divulgadas em 1999, enfatizando aspectos relativos ao volume, composição, prazo e maturidade. Busca-se fazer uma breve apresentação da situação do mercado primário e secundário de títulos públicos, para, no capítulo seguinte, ressaltar os limites existentes ao efetivo alongamento e melhora do perfil da dívida pública, bem como da dinamização do mercado secundário de papéis públicos.

A análise será focada na DPMFi e o período abrangido pela apresentação será do início de 2000 a janeiro de 2009, após a desvalorização da moeda, da adoção do regime de metas de inflação e das medidas anunciadas para incentivar os mercados primário e secundário de títulos públicos.

Embora algumas das medidas anunciadas ainda não foram ou o foram parcialmente implementadas, elas representam um marco importante na forma de atuação do Tesouro Nacional e do Banco Central no Brasil.

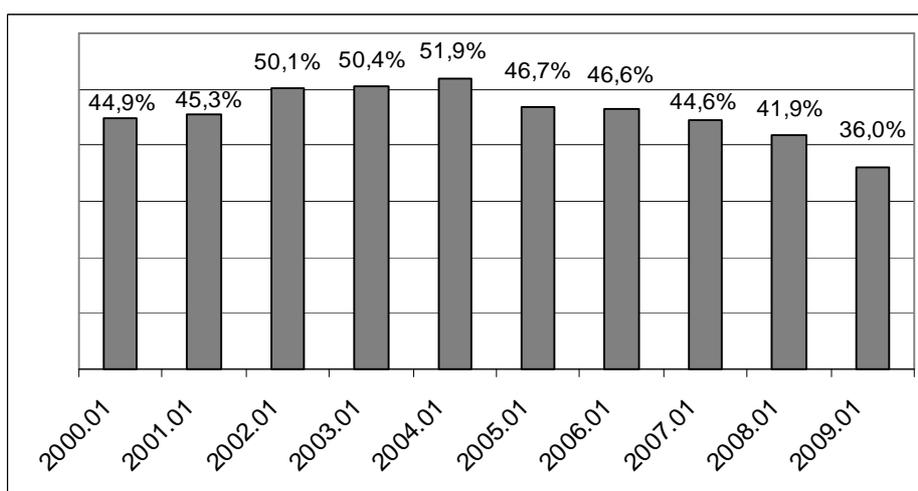
A DPMFi apresentou elevação significativa a partir do ano 2000, saindo de um patamar de menos R\$ 500 bilhões para aproximadamente R\$ 1,2 trilhão em 2008, um aumento de 130% no em termos nominais no período (gráfico 6). Mesmo com o crescimento da DPMFi, a relação dívida pública sobre o PIB vem sendo reduzida, como pode ser atestada pelo gráfico 7. Este resultado é consequência da manutenção e cumprimento das metas de superávit primário do governo (acima de 4,25% do PIB desde 2002) e, principalmente, do crescimento mais acelerado do PIB desde 2003.

Gráfico 6: Evolução da DPMFi (em R\$ bilhões)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

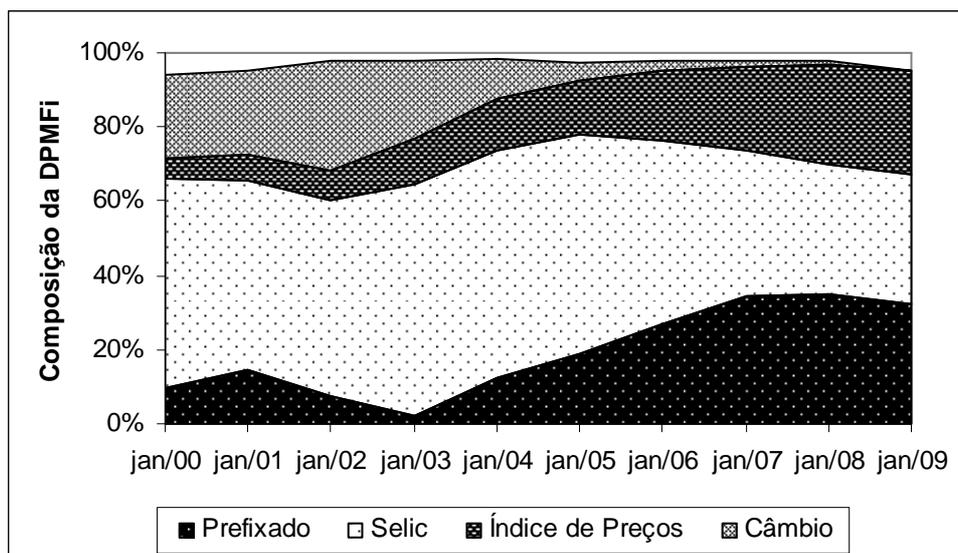
Gráfico 7: Evolução da relação Dívida Pública/PIB



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

A composição da dívida pública brasileira é apresentada no gráfico 8. Embora tenha ocorrido uma redução no período, a maior participação ainda é dos títulos pós-fixados (36%) da DPMFi. Observa-se também um expressivo crescimento dos papéis prefixados e indexados à índices de preços, indicando uma melhora no perfil da dívida brasileira. Entretanto, há significativa volatilidade na participação dos papéis de acordo com as condições favoráveis ou não do mercado.

Gráfico 8: Percentual dos títulos da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) em poder do mercado



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

2.5.2 Mercado secundário

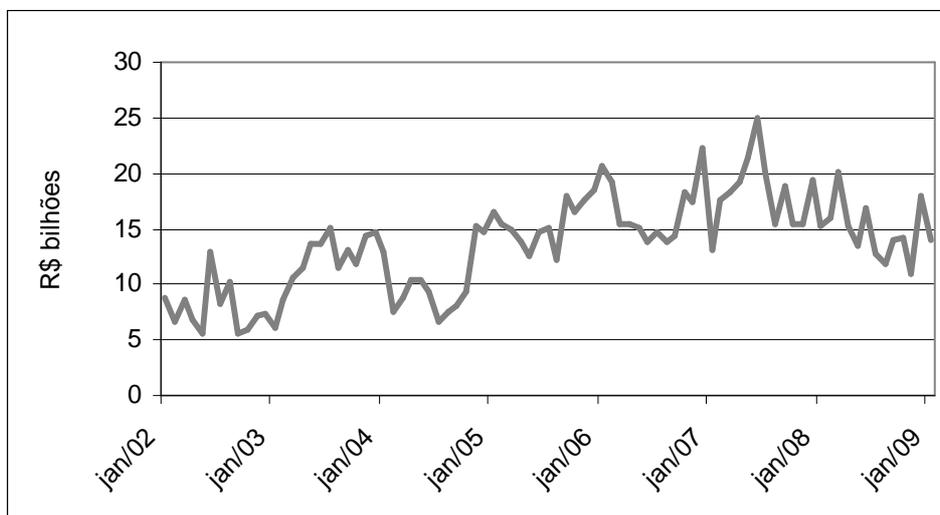
O Brasil possui, em termos de regras e instituições, um mercado financeiro bastante desenvolvido e diversificado para padrões de países em desenvolvimento. No entanto, essas condições não asseguraram ao país um mercado secundário de títulos públicos também desenvolvido. Ao contrário, esse mercado é pequeno e possui baixa liquidez: a despeito de todas medidas tomadas pelo TN e pelo Bacen para incentivar o mercado secundário, as operações de compra e venda definitiva de títulos permanece em níveis similares a 2002, isto é, com negociações entre 10 e 15 bilhões como apresentado pelo gráfico 9. Este valor representa menos de 0,5% do estoque da DPMFi considerando apenas operações extra grupo²² (tabela 2 abaixo). Este valor é bastante baixo, mesmo se comparado a países em desenvolvimento como o México, no qual o giro diário da dívida está em 4% de seu estoque (AGÊNCIA ESTADO, 2007).

Por outro lado, as operações compromissadas têm apresentado uma elevação significativa no volume transacionado, alcançando cifras acima de R\$ 400 bilhões em negociações diárias (gráfico 10). Nestas operações, o título é oferecido apenas como a

²² Operações intra-grupo são aquelas que ocorrem entre instituições de um mesmo conglomerado financeiro. Por exemplo, um transação entre o Banco Itaú e a Itaú Corretora é considerada uma operação intra-grupo. Na mesma lógica, operações extra-grupo são aquelas realizadas entre diferentes conglomerados financeiros.

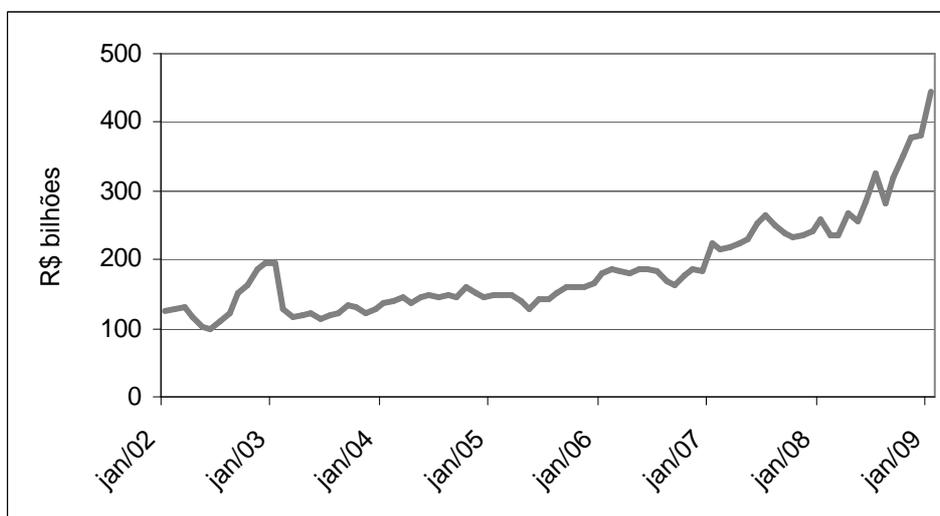
garantia de um empréstimo em dinheiro, cujo preço é baseado nas taxas diárias (Selic, CDI e DI).

Gráfico 9: Operações definitivas (intra e extragrupo) - Média diária no mês



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

Gráfico 10: Operações compromissadas (intra e extragrupo) - Média diária no mês



Fonte: Banco Central do Brasil Elaboração própria

A baixa liquidez das operações definitivas no mercado secundário torna-se ainda mais latente quando são comparados as negociações entre os diferentes papéis. As LTNs são os títulos com maior liquidez no mercado (acima de 1% do estoque da DPMFi), em conjunto com as NTN-Bs e NTN-Fs. Os papéis pós-fixados, por sua vez, possuem liquidez extremamente reduzida (abaixo de 0,9%). Tal fato se deve as

características deste títulos, indexados à taxa de juros e com *duration* praticamente diário, independentemente do prazo de maturidade.

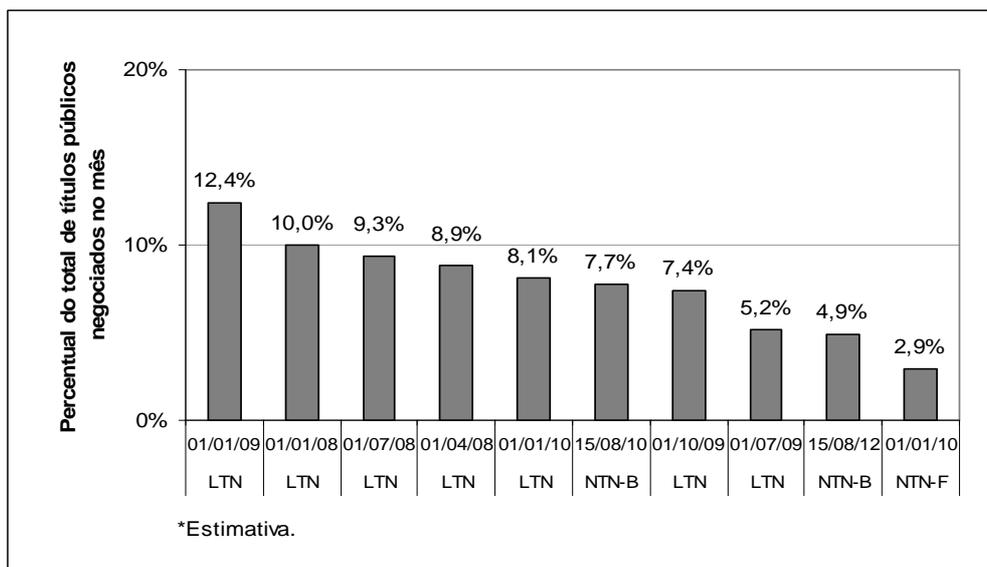
Tabela 2: Estoque por títulos da DPMFi em outubro de 2007

Título	Estoque da DPMFI		Negociação de títulos em operações definitivas - extragrupo	
			MERCADO TOTAL	
	Volume de estoque (R\$ mi)	% do título/ total	Volume médio diário (R\$ mi) - Outubro 2007	% Giro Diário
	(B)	(C)	(D)	(E = D / B)
LTN	295.260	25%	3.343	1,13%
LFT	424.715	37%	386	0,09%
NTN-B	235.642	20%	1.097	0,47%
NTN-C	63.957	5%	14	0,02%
NTN-F	126.580	11%	512	0,40%
Outros	13.358	1%	1	0,01%
Total	1.159.512	100%	5.353	0,46%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração própria.

Além da maioria das operações serem realizadas com LTNs e NTNBS, há uma concentração significativa entre títulos mais negociados de acordo com o prazo de vencimento. Em geral, as LTNs com vencimento mais próximo concentram cerca de 50% de todas negociações realizadas no mercado secundário, como pode ser observado pelo gráfico 11 abaixo. Ao todo, os dez títulos mais transacionados abrangem 77% de todo mercado, demonstrando um mercado pequeno, concentrado e de baixa liquidez para a grande maioria dos papéis.

Gráfico 11: Títulos mais negociados em operações definitivas no mercado secundário, extragrupo (outubro de 2007).



Fonte: Dados disponibilizados pela Câmara de Ativos da BM&FBOVESPA. Elaboração do autor.

A grande maioria das operações realizadas no mercado secundário ocorrem no mercado de balcão, no qual as instituições negociam por telefone o título e as taxas e registram no sistema Selic. Este sistema, embora semelhante ao que ocorre em diversos outros países, apresenta algumas desvantagens do ponto de vista da eficiência do mercado: a formação de preços não é ideal, já que a negociação ocorre de forma bilateral, e há uma menor transparência nas operações.

As medidas anunciadas pelo TN e Bacen tinham o objetivo de incentivar a criação de mercados eletrônicos de negociação de títulos públicos. No Brasil há duas plataformas de negociação de títulos públicos, Sisbex e Cetip. O Sisbex é um sistema eletrônico operado pela BM&FBOVESPA por meio da Clearing de Ativos. A Clearing, criada em 2004, é uma câmara de registro e compensação na qual a bolsa é contraparte central garantidora de todas as operações, eliminando o risco de pagamento das operações. São negociadas operações definitivas e compromissadas. As ofertas são apresentadas a todos os participantes do mercado, contribuindo para a melhor formação de preços. O menor risco das operações e a formação de preços mais adequada são requisitos importantes para a dinamização do mercado de títulos, conforme a teoria da microestrutura de mercado.

A Cetip opera um mercado eletrônico no qual se negociam operações definitivas com títulos públicos. É uma câmara de compensação e liquidação, porém não atua como contraparte garantidora das operações.

No entanto, a participação dos mercados eletrônicos no volume de negociações ainda é bastante incipiente no Brasil. Após quatro anos de implantação, o Sisbex e a Cetip em conjunto representam menos de 5% de volume de operações definitivas no mercado secundário.

Tabela 3: Mercados eletrônicos - volume de operações definitivas no mercado secundário (em R\$ mil)

Período	SISBEX*	CetipNET	SELIC/BALCÃO
ago/06	778.521	-	10.681.185
dez/06	322.098	44.136	15.956.424
set/07	309.238	35.720	10.922.226

Fonte: Extraído de Vaz, 2o.Seminário Internacional de Renda Fixa em mercado de Balcão, 2007.

*compreendem operações de compra e venda definitivas à vista e termo de leilão

3. LIMITES AO EFETIVO ALONGAMENTO E MELHORA DO PERFIL DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

3.1 Coordenação entre política monetária e mercado de títulos públicos

Arranjos institucionais e operacionais para coordenação da política monetária e administração da dívida pública têm papel central na estabilização da economia e no desenvolvimento do mercado financeiro, especialmente nos países em desenvolvimento (SUNDARARAJAN *et al*, 1997). A coordenação de políticas é crucial pois pode haver conflitos entre os objetivos das autoridades monetária e fiscal, requerendo uma articulação entre as ações de ambas instituições.

Em geral, a coordenação de políticas econômicas é dificultada em países em transição, nos quais o mercado financeiro é pouco desenvolvido, sendo comum a utilização de instrumentos da dívida pública para conduzir a política monetária. Neste trabalho se defende que o Brasil não pertence ao grupo de países no qual o mercado financeiro seja pouco desenvolvido e, do ponto de vista de instituições, o desenho institucional do país está entre os mais avançados, segundo o FMI e o Banco Mundial. Por que, então, o país não consegue coordenar suas políticas no sentido de melhorar o perfil da dívida pública e aumentar a eficácia da política monetária é o tema da qual se dedica esta seção.

Segundo Sundarajan *et al* (1997), há três diferentes tipos de arranjos operacionais para condução da política monetária e administração da dívida pública, verificado nos países pesquisados. O primeiro se refere a utilização do mercado primário tanto para política monetária como para administração da dívida, por meio de diferentes instrumentos. Este modelo é conhecido como *mesmo mercado-diferentes instrumentos*. Por exemplo, títulos do banco central para condução da política monetária e títulos do tesouro para gestão da dívida pública. O segundo arranjo utiliza o mercado primário para novas emissões de títulos públicos (gestão da dívida) e o mercado secundário (via *open-market*) para condução diária da política monetária. Como usa títulos públicos em ambos mercados, este modelo é conhecido como *diferentes mercados-mesmo instrumento*. Por último, é possível utilizar as emissões de títulos públicos no mercado primário tanto para administração da dívida quanto para política monetária. Neste

modelo, o mercado secundário é pouco desenvolvido, e é chamado de *mesmo mercado-mesmo instrumento* (SUNDARARAJAN *et al* 1997).

Estes diferentes arranjos estão presentes nos países dado as características e grau de desenvolvimento dos mercados financeiros. Não há uma hierarquia sobre qual modelo seria melhor que os demais. O mais comum entre os países desenvolvidos da OCDE é o segundo modelo, *diferentes mercados-mesmo instrumento*. No Brasil, este também é o arranjo vigente na política monetária e administração da dívida pública, ao contrário do que ocorre na maioria dos países em transição.

Entretanto, no Brasil, após a estabilização monetária, conflitos existentes entre a atuação do Tesouro Nacional e do Banco Central têm ficado latentes. Especialmente após a adoção do regime de metas de inflação em 1999, diversas tentativas de melhora significativa no perfil da dívida do país foram abortadas devido à sobreposição da atuação do Banco Central em períodos de crises externas e internas (FERREIRA *et al*, 2004).

Estratégia de atuação do Tesouro Nacional

A estratégia do Tesouro Nacional nos últimos anos pode ser resumida nos seguintes termos, presente no Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal (DPF) de 2008.

- Alongamento do prazo médio da DPF, principalmente por meio do aumento do prazo médio dos títulos emitidos em oferta pública;
- Redução do percentual da DPF vincendo em 12 meses, o que contribui para reduzir o risco de refinanciamento;
- Substituição gradual dos títulos remunerados pela taxa Selic e pela variação cambial por títulos com rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços, que, entre outros aspectos, diminui a volatilidade dos vencimentos da DPF;
- Incentivo ao desenvolvimento das estruturas a termo de taxas de juros para títulos públicos federais nos mercados interno e externo; e
- Ampliação da base de investidores.

As diretrizes adotadas para os diferentes títulos públicos são:

- Títulos prefixados: ênfase nesses títulos, focando-se no alongamento gradual dos prazos médios de emissão. As LTN apresentarão pontos de referência com prazos de 6, 12 e 24 meses e as NTN-F terão vencimentos de 3, 5 e 10 anos;
- Títulos indexados à taxa Selic: resgate líquido e manutenção de seu prazo médio de emissão;
- Títulos indexados a índices de preços: emissão exclusiva de NTN-B, com a manutenção dos prazos existentes em 2006 (3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos). Poderão ser introduzidas novas datas de vencimento objetivando a adequação à estrutura de *benchmarks*. Não se contempla a emissão de NTN-C;
- Títulos cambiais: a exemplo do que vem ocorrendo desde 2003, não haverá emissão de NTN-D.

Estratégia de atuação do Banco Central

Desde 1999, após a crise cambial, o Brasil adotou o regime de metas de inflação. O principal objetivo da adoção desse modelo é o foco na estabilidade de preços, sendo que o seu sucesso está condicionado a convergência da inflação às metas previamente estabelecidas.

O regime de metas de inflação é amplamente caracterizado por Mishkin (2000) pela existência dos seguintes elementos:

- Anúncio público de metas quantitativas para inflação;
- Comprometimento institucional com a estabilidade dos preços, sendo este seu principal objetivo, estando os demais subordinados a ele;
- Exigência de maior transparência na condução da política monetária por meio de comunicação com os agentes e o mercado sobre os planos, objetivos e decisões da autoridade monetária;
- Responsabilidade crescente do Banco Central no alcance das metas inflacionárias objetivadas.

No Brasil essas características são explicitadas²³. O Banco Central do país possui um grau elevado de independência operacional, mesmo que não formal. O regime cambial é flexível e o único instrumento utilizado pelo Bacen para conter a inflação é a fixação da taxa básica de juros da economia, a taxa Selic.

A maior (senão a única) preocupação do Banco Central do Brasil nos últimos anos, de acordo com as premissas deste regime, é com a estabilidade de preços. Desta forma, a atuação do Bacen direciona seu instrumento apenas para um objetivo, agindo, em geral, de forma isolada e independente da gestão da dívida pública. A edição conjunta das medidas tomadas para incentivar o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, em 1999, mostra como o Tesouro e o Banco Central podem trabalhar de forma cooperativa. No entanto, considerando os objetivos distintos da atuação das instituições listados acima, é possível enumerar alguns exemplos de falta de coordenação de políticas econômicas no país nos últimos anos, que ocorrem especialmente nos períodos de maior incerteza no mercado interno e/ou externo.

3.1.1 Exemplos de falta de coordenação de políticas: operações de swap

Um dos instrumentos nos quais o Banco Central pode atuar no mercado são as operações de swap²⁴. Em março de 2006, o Bacen vendeu diversos contratos de swaps reversos, em que assume posição passiva em juros e ativa em câmbio, buscando atenuar a elevada valorização do real perante o dólar. Nestas operações, a autoridade monetária amplia a exposição de títulos à taxa de juros. Entretanto, as operações do Tesouro Nacional atuavam no sentido oposto, de não renovar a dívida vinculada à taxa Selic.

Como pode ser observado na tabela abaixo, a exposição de títulos públicos vinculados à taxa Selic, sem operações de swap, representavam, em março de 2006, 46% do total da DPMFi. Ao acrescentar os swaps reversos, a exposição subia para 50% da dívida. Vale lembrar que essa troca de fluxos de caixa não necessariamente altera o

²³ Para uma apresentação das principais características do regime de metas de inflação no Brasil, ver BOGDANSKI, J., TOMBINI, A., WERLANG, S., Implementing inflation targeting in Brazil. **Texto para Discussão 1**. Banco Central do Brasil, 2000. A atuação recente do Banco Central pode ser encontrada nos Relatórios de Inflação publicados quadrimestralmente pela instituição.

²⁴ Operações de swap são aquelas de troca de um índice por outro. Entre diversos exemplos, pode-se citar a troca de uma taxa prefixada por CDI ou, como no caso do Bacen, troca de títulos atrelados a taxa de juros por títulos cambiais.

tamanho da dívida, mas afeta a exposição ao risco, mostrando que o trabalho do TN é neutralizado pela atuação do Banco Central, embora ambos considerem a Selic um indicador perverso para títulos públicos.

A falta de coordenação é explicitada pelo próprio Secretário do Tesouro Nacional à época, Joaquim Levy: *"É verdade que a contrapartida do 'swap' reverso tem sido compromissos ligados à Selic. Essa é uma decisão autônoma do Banco Central. Ele tem feito isso de maneira autônoma, não é uma coisa coordenada com a dívida pública e eu não tenho exatamente o que comentar"* (Valor Econômico, 13 de março de 2006).

Tabela 4: Composição da DPMFi em poder do público

Mês	Selic			Câmbio		
	Sem swap (A)	Com swap (B)	Saldo (A-B)	Sem swap (A)	Com swap (B)	Saldo (A-B)
jan/02	53%	53%	0%	29%	29%	0%
jul/02	53%	44%	9%	28%	37%	-9%
jan/03	62%	47%	15%	21%	36%	-15%
jul/03	66%	51%	16%	13%	28%	-16%
jan/04	61%	51%	10%	11%	21%	-10%
jul/04	60%	54%	6%	8%	14%	-6%
jan/05	59%	56%	3%	5%	8%	-3%
jul/05	56%	55%	1%	4%	5%	-1%
jan/06	49%	53%	-3%	3%	-1%	3%
fev/06	47%	51%	-4%	2%	-1%	4%
mar/06	46%	50%	-4%	2%	-2%	4%
abr/06	46%	50%	-4%	2%	-2%	4%
mai/06	44%	48%	-4%	3%	-2%	4%
jun/06	43%	46%	-4%	2%	-1%	4%
jul/06	43%	47%	-4%	2%	-1%	4%
jan/07	39%	41%	-2%	1%	-1%	2%
jul/07	35%	39%	-4%	1%	-2%	4%
jan/08	35%	38%	-3%	1%	-2%	3%
jul/08	37%	40%	-3%	1%	-2%	3%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Como afirma a reportagem do Valor Econômico (2006), um problema adicional é o descasamento entre os vencimentos dos swaps leiloados pelo Bacen com os vencimentos de instrumentos cambiais emitidos anteriormente. Tal descoordenação levou o BC a assumir posições opostas - vendidas e compradas - entre os meses de março e maio de 2006. Se houvesse coordenação, no mínimo em termos de datas, a

atuação das instituições ficaria mais transparente e espelharia com clareza uma legítima intenção do BC de tornar a dívida menos vulnerável à oscilação do dólar.

Tabela 5: Posições do Tesouro Nacional e Banco Central em dólar em 2006

Período	Posição Tesouro/BC (US\$ mil)	
	Vendido	Comprado
15/mar/06	16.000	-
20/mar/06	-	77.000
2/mai/06	920.000	-
19/mai/06	-	82.000

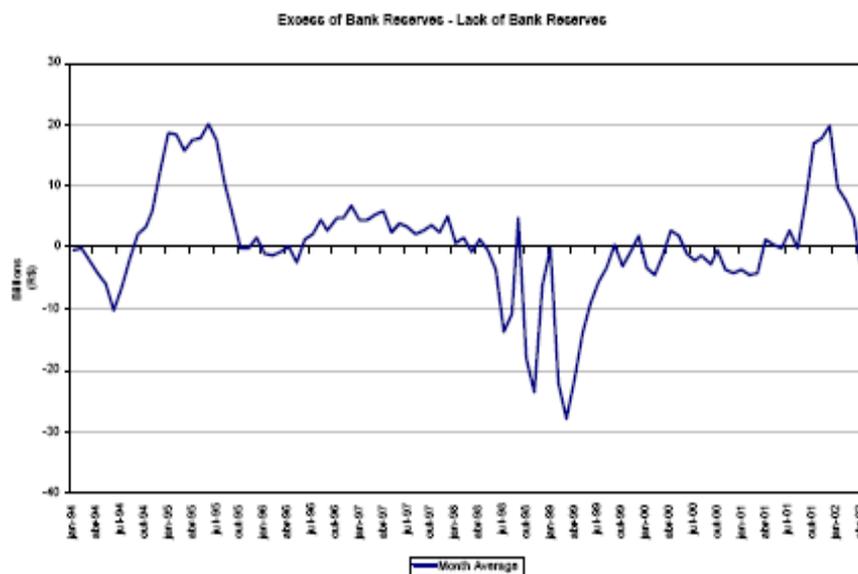
Fonte: Valor Econômico (2006). Elaboração do autor.

3.1.2 Exemplos de falta de coordenação de políticas: mercado de reservas bancárias

O mercado de reservas bancárias representa um dos principais elos de ligação entre a administração da dívida pública e a política monetária. O Banco Central atua no mercado de reservas bancárias diariamente, com objetivo de reduzir as flutuações da taxa de juros básica da economia. Entretanto, em períodos de incertezas, este mercado pode dificultar a rolagem da dívida pública no país, como ocorreu no período pré-eleitoral de 2002, explicitado por Garcia (2002).

O gráfico 12 apresenta a média mensal de falta (valores positivos) ou excesso (valores negativos) de liquidez nas reservas bancárias. A partir do final de 2001, houve um aumento da liquidez do sistema, com a curva de reservas bancárias se reduzindo em direção a valores negativos (última parte do gráfico). Isto ocorreu, basicamente, pelo receio dos bancos em comprar títulos públicos dado o risco de *default* da dívida pelo presidente eleito. Ou seja, os bancos preferiram não comprar novos títulos e manter seus empréstimos por meios das operações diárias, nas quais se pagavam taxas pouco inferiores a de títulos com maturidade superior. O valor dos títulos públicos emitidos poderia ser afetado pela condução (talvez heterodoxa) da política monetária da nova administração (GARCIA, 2002).

Gráfico 12: Reservas bancárias (1994 a 2002)



Neste caso, “*debt management becomes a case of monetary policy*” (Garcia 2002, pág. 27). O Tesouro e o Banco Central tentaram diversas alternativas, como aumentar a diferença entre as taxas das emissões primárias (leilões) e das taxas do *open-market*, porém sem sucesso. O Banco Central então interveio fortemente no mercado aberto suprindo o mercado de recursos remunerados de forma diária, o que refletiu em uma redução dos prazos médios da dívida pública.

O que ocorre no Brasil, de fato, é que não se distinguem as taxas de juros formadas no mercado de reservas bancárias daquelas que remuneram os títulos públicos. Ambas possuem uma taxa de referência comum, a taxa Selic, e bancos e instituições financeiras baseiam suas carteiras de forma a terem uma margem sobre a taxa básica que cubra os riscos e possíveis inadimplências. Como as taxas pagas pelos títulos de longo prazo do Brasil são pouco superiores a taxa Selic, não há incentivos para o alongamento da dívida pública, pois os bancos receberiam uma pequena margem em relação aos custos de carregamento envolvidos na compra de títulos de elevada maturidade (FIGUEIREDO e MEGALE, 2006).

Uma segunda consequência desta anomalia do mercado brasileiro é apresentada por Nakano (2006). Para operacionalizar a política monetária o Banco Central interfere no mercado comprando e vendendo títulos públicos com referência na taxa Selic, estabelecendo um piso para as taxas de juros pagas pelos títulos da dívida pública. Assim, o Tesouro Nacional é obrigado a emitir títulos que remunerem, no mínimo, a

taxa Selic e o Banco Central não pode fixar uma taxa de juros abaixo daquela fixada pelo Tesouro Nacional porque pode criar um desequilíbrio no mercado de reservas bancárias.

Lopes (2006) ilustra de forma adequada esse conflito: em junho de 2002 a taxa Selic era de 18% a.a e permaneceu neste patamar por alguns meses. Neste período, o Tesouro tentou vender um título que o mercado não demandava e o leilão fracassou. Como forma de punição, o Banco Central não absorveu o excesso de liquidez de forma a zerar o mercado naquele momento e a taxa DI caiu para 14% a.a. Como o mercado utiliza como referencial a taxa DI, outras taxas começaram a serem reduzidas. Neste momento a autoridade monetária, que não desejava reduzir a taxa básica de juros da economia em quatro pontos percentuais, entendeu que seria obrigada a enxugar a liquidez do mercado para manter as negociações entre os agentes financeiros nos níveis desejados da taxa Selic (LOPES, 2006, pág. 231).

No exemplo acima o sistema financeiro rejeitou uma oferta indesejada de títulos públicos e não teve problemas para se financiar. Ele o fez por meio de operações compromissadas com o mercado e, posteriormente, com o Banco Central. A existência deste piso entre a taxa básica de juros e a taxa de remuneração dos títulos públicos dificulta a criação de um mercado de papéis públicos de longo prazo com taxas prefixadas, ou, mais exatamente, uma estrutura a termo de juros no país, a não ser quando a taxa de juros é declinante e houver demanda por dívida pública alongada (NAKANO, 2006 e LOPES, 2006).

3.2 Limites ao efetivo alongamento da DPMFi no Brasil

A despeito da atuação do Tesouro Nacional de se concentrar na melhoria do perfil e prazos da dívida pública, esta estratégia pode ser questionada em relação aos custos que implicaram para o país em relação ao pequeno avanço conseguido nos indicadores da dívida pública brasileira. Entende-se por melhora do perfil da dívida, a redução da participação dos títulos pós-fixados (LFT) na composição da dívida e o aumento do estoque de LTN e NTN-F e títulos indexados à índices de preços (NTN-B).

Os esforços do Tesouro Nacional para execução desta estratégia são apresentados na tabela 6 abaixo. Durante todo período, os custos médios da DPMFi

estiveram acima da taxa Selic. Tal resultado se deve a atuação do Tesouro de emitir títulos prefixados e indexados a índices de preços em períodos de redução da taxa Selic, na tentativa de melhorar o perfil e a exposição da dívida pública do país. Para isso, o mercado cobra um preço elevado - uma espécie de prêmio - refletido nas altas taxas destes papéis, para assumir os riscos desses títulos. Estas razões justificam o fato dos juros pagos pelas LTNs e NTN-Bs serem sempre superiores aos da taxa Selic e, por consequência, das LFTs.

Entretanto, como será argumentado a frente, esta situação torna-se mais complexa pois em períodos de elevação da taxa básica de juros, o mercado demanda a emissão de LFTs, e aborta, em grande parte, a tentativa de melhora do perfil da dívida pública do país pelo pagamento de maiores prêmios pelos títulos.

Tabela 6: Custo médio da DPMFi

Período	Custo médio (% a.a)				Taxa Selic (% a.a)
	DPMFi	LFT	LTN	NTNB	
nov/06	15,0	13,9	15,9	14,0	13,0
dez/06	14,2	13,5	15,7	16,4	12,5
jan/07	14,2	13,4	15,5	15,2	13,8
fev/07	14,0	13,2	14,9	16,5	11,0
mar/07	13,0	13,0	14,7	14,2	13,4
abr/07	12,9	12,8	14,5	12,9	11,9
mai/07	12,0	12,7	14,1	12,8	13,1
jun/07	12,7	12,3	14,0	12,7	11,4
jul/07	12,0	11,9	13,8	11,6	12,3
ago/07	13,7	11,6	13,5	14,2	12,6
set/07	11,9	11,4	13,4	11,0	10,1
out/07	12,0	11,3	13,3	12,1	11,7
nov/07	13,0	11,3	13,1	13,6	10,6
dez/07	14,5	11,3	13,0	18,8	10,6
jan/08	13,1	11,3	12,9	15,0	11,7
fev/08	12,1	11,3	12,5	15,4	10,1
mar/08	13,3	11,3	12,4	14,8	10,6
abr/08	12,5	11,5	12,4	15,4	11,4
mai/08	14,2	11,7	12,3	19,3	11,1

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Uma forma alternativa de verificar como a estratégia do Tesouro é prejudicada pelos períodos de incerteza na economia, é analisar os leilões primários de títulos prefixados, observando fatores como a redução do prazo de vencimentos dos títulos, a elevação das taxas pagas e, até mesmo, o cancelamento de leilões por parte do Tesouro Nacional. Utilizando as variações no risco-país como medida de aproximação para

períodos de maior incerteza no mercado financeiro, é possível observar o que ocorre com os leilões de títulos prefixados.

Para esta análise, foram escolhidos quatro principais períodos de *stress* no mercado (2001, 2002, 2004 e 2008), apontando os eventos internos e/ou externos causadores das crises, a evolução do risco país e, para efeito de comparação, a média da taxa Selic praticada pelo mercado. Esta taxa é baseada na taxa Selic estabelecida pelo Banco Central, mas representa as taxas efetivamente negociadas no mercado. É importante resaltar que em todos os períodos selecionados houve um aumento da taxa básica da economia pelo Bacen, implicando em aumento da demanda por títulos pós-fixados. Decidiu-se concentrar a análise sobre o principal título prefixado e maior responsável pela melhora do perfil da dívida pública, a LTN, apresentando o prazo dos títulos, quantidade ofertada, taxas apresentadas pelo mercado e, por fim, quantidade aceita pelo Tesouro Nacional.

Tabela 7: Período de incerteza no mercado - 2001

Evento	Período	Risco-país	Taxa de variação (Risco-país)	Taxa Selic Mercado
Crise argentina, atentado 11 de setembro e apagão	mar/01	766	-	16,2
	abr/01	812	6%	15,2
	mai/01	836	3%	17,3
	jun/01	837	0,1%	16,4
	jul/01	940	12%	19,5
	ago/01	947	0,8%	21,0
	set/01	1070	13%	17,1
	out/01	1165	8%	20,1

Fonte: Andima e Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Tabela 8: Leilões primários de LTNs

Data leilão	Título	Prazo (meses)	Qtde ofertada (mil)	Taxa mínima	Taxa aceita	Qtde Aceita (mil)
01-mar-01	LTN	6	1.000,00	15,7%	15,8%	1.000,00
06-mar-01	LTN	13	1.000,00	15,2%	16,2%	1.000,00
13-mar-01	LTN	6	1.000,00	15,9%	15,9%	1.000,00
08-mai-01	LTN	5	500,00	20,3%	20,4%	500,00
15-mai-01	LTN	5	500,00	21,5%	21,6%	500,00
22-mai-01	LTN	4	1.000,00	20,0%	20,1%	1.000,00
29-mai-01	LTN	5	1.000,00	20,5%	20,5%	1.000,00
05-jun-01	LTN	5	1.000,00	19,9%	20,0%	1.000,00
19-jun-01	LTN	5	2.000,00	21,8%	22,1%	2.000,00
26-jun-01	LTN	4	2.500,00	20,6%	20,7%	2.500,00
03-jul-01	LTN	4	1.500,00	21,6%	21,9%	1.500,00
07-ago-01	LTN	5	500,00	23,3%	23,3%	500,00
14-ago-01	LTN	5	1.500,00	23,8%	24,0%	1.500,00
21-ago-01	LTN	4	1.500,00	23,4%	23,5%	1.500,00
28-ago-01	LTN	4	1.000,00	22,5%	22,6%	1.000,00
04-set-01	LTN	7	1.500,00	22,8%	22,9%	1.500,00
02-out-01	LTN	6	1.500,00	24,1%	24,3%	1.500,00
09-out-01	LTN	6	1.000,00	24,1%	24,2%	1.000,00
16-out-01	LTN	6	1.000,00	23,3%	23,8%	1.000,00
23-out-01	LTN	6	1.000,00	22,8%	23,1%	1.000,00
30-out-01	LTN	6	1.000,00	23,0%	23,2%	1.000,00
06-nov-01	LTN	6	2.500,00	21,1%	21,4%	2.500,00
13-nov-01	LTN	5	2.000,00	20,2%	20,4%	2.000,00
20-nov-01	LTN	5	1.500,00	19,9%	20,0%	1.500,00
27-nov-01	LTN	6	2.000,00	20,3%	20,4%	2.000,00

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Entre março e novembro de 2001, o mercado passou a exigir do Tesouro Nacional taxas de juros muito superiores para aceitação das LTNs. Em março, uma LTN com vencimento de 6 meses foi aceita com uma taxa de juros de 15,8% a.a. Em outubro - após a deflagração da crise argentina e dos atentados de 11 de setembro no Estados Unidos, era cobrado uma taxa de 24,3% a.a no papel de mesmo prazo de vencimento, sendo que a média da Selic do mês ficou em 20,1% a.a. Além de cobrarem um custo elevado, o Tesouro conseguia emitir apenas LTNs de curto prazo, entre 4 e 6 meses, prejudicando o alongamento da dívida pública.

Tabela 9: Período de incerteza no mercado - 2002

Evento	Período	Risco-país	Taxa de variação (Risco-país)	Taxa Selic Mercado
Incerteza pré-eleitoral	abr/02	757	-	19,3
	mai/02	940	24%	18,4
	jun/02	1361	44%	17,2
	jul/02	1755	29%	20,1
	ago/02	1982	12%	18,8
	set/02	1940	-2%	17,9
	out/02	2039	5%	21,6
	nov/02	1697	-16%	20,1

Fonte: Andima e Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Tabela 10: Leilões primários de LTNs

Data leilão	Título	Prazo (meses)	Qtde ofertada (mil)	Taxa mínima	Taxa aceita	Qtd Aceita (mil)
16-abr-02	LTN	8	1.500,00	18,4%	18,6%	1.500,00
23-abr-02	LTN	7	1.500,00	18,9%	19,2%	1.500,00
23-abr-02	LTN	11	500,00	19,8%	20,0%	500,00
30-abr-02	LTN	7	1.500,00	19,0%	19,1%	1.500,00
07-mai-02	LTN	7	1.500,00	19,0%	19,0%	1.500,00
14-mai-02	LTN	7	1.500,00	19,0%	19,2%	1.500,00
21-mai-02	LTN	7	1.500,00	18,7%	18,8%	1.500,00
28-mai-02	LTN	6	2.000,00	18,7%	18,7%	2.000,00
04-jun-02	LTN	7	1.500,00	19,0%	19,6%	749,00
02-jul-02	LTN	2	500,00	20,1%	20,3%	500,00
16-jul-02	LTN	2	500,00	18,9%	19,1%	500,00
23-jul-02	LTN	1	500,00	18,8%	18,8%	450,00
30-jul-02	LTN	1	500,00	21,2%	21,4%	500,00
06-ago-02	LTN	2	500,00	20,5%	20,6%	236,00
13-ago-02	LTN	2	500,00	19,3%	19,7%	500,00
20-ago-02	LTN	1	500,00	18,5%	18,8%	500,00
27-ago-02	LTN	1	500,00	18,2%	18,4%	500,00
03-set-02	LTN	2	500,00	18,7%	18,8%	500,00
10-set-02	LTN	2	1.000,00	18,9%	19,0%	451,50
10-set-02	LTN	4	1.000,00	20,9%	21,4%	548,50
17-set-02	LTN	2	1.000,00	18,8%	19,0%	639,50
17-set-02	LTN	4	1.000,00	21,5%	22,0%	360,50
24-set-02	LTN	1	500,00	18,8%	19,4%	500,00
24-set-02	LTN	3	500,00	22,2%	0,0%	0,00
01-out-02	LTN	1	500,00	18,9%	19,4%	500,00
01-out-02	LTN	3	500,00	22,0%	0,0%	0,00
08-out-02	LTN	2	500,00	19,3%	19,8%	500,00
08-out-02	LTN	3	500,00	21,0%	0,0%	0,00
05-nov-02	LTN	3	4.500,00	23,8%	0,0%	0,00

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Entre junho e novembro de 2002, com a tensão pré-eleitoral gerada no mercado, o Tesouro novamente foi obrigado a reduzir sobremaneira os prazos das emissões dos títulos prefixados, como é possível constatar a partir do mês de abril. Os agentes migraram para os títulos pós-fixados (LFTs) e apenas aceitavam as LTNs de curtíssimo prazo, 1 a 3 meses, com elevadas taxas.

Entre os meses de setembro e outubro, quatro leilões de LTNs foram cancelados pelo Tesouro, nos quais as taxas exigidas pelo mercado foram consideradas excessivas. A experiência mostrou que não é possível buscar o alongamento da dívida pública com uma parcela expressiva de títulos pós-fixados e cujos agentes possuem objetivos de ganho de curto prazo (FERREIRA *et al*, 2004).

Tabela 11: Período de incerteza no mercado - 2004

Evento	Período	Risco-país	Taxa de variação (Risco-país)	Taxa Selic Mercado
Política monetária do <i>Federal Reserve</i> (FED) mais restritiva	fev/04	547	-	13,8
	mar/04	556	2%	17,9
	abr/04	594	7%	15,1
	mai/04	727	22%	15,8
	jun/04	669	-8%	15,8
	jul/04	615	-8%	16,6

Fonte: Andima e Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Tabela 12: Leilões primários de LTNs

Data leilão	Título	Prazo (meses)	Qtde ofertada (mil)	Taxa mínima	Taxa aceita	Qtd Aceita (mil)
06-jan-04	LTN	12	3.500,00	15,7%	15,7%	3.500,00
06-jan-04	LTN	18	1.000,00	15,8%	15,8%	1.000,00
13-jan-04	LTN	12	3.500,00	14,9%	14,9%	3.500,00
13-jan-04	LTN	18	1.000,00	14,9%	14,8%	1.000,00
22-jan-04	LTN	11	3.000,00	15,4%	15,5%	3.000,00
22-jan-04	LTN	17	750,00	15,4%	15,4%	750,00
27-jan-04	LTN	11	3.500,00	15,4%	15,4%	3.500,00
27-jan-04	LTN	17	750,00	15,0%	15,2%	750,00
03-fev-04	LTN	11	1.000,00	15,8%	15,8%	1.000,00
03-fev-04	LTN	17	500,00	15,7%	0,0%	0,00
10-fev-04	LTN	11	2.500,00	15,6%	15,6%	2.500,00
10-fev-04	LTN	17	500,00	15,4%	15,4%	500,00
19-fev-04	LTN	10	2.000,00	15,8%	15,8%	1.588,50
19-fev-04	LTN	16	500,00	15,7%	15,7%	500,00
26-fev-04	LTN	10	2.000,00	16,0%	16,0%	2.000,00

Cont.						
Data leilão	Título	Prazo (meses)	Qtde ofertada (mil)	Taxa mínima	Taxa aceita	Qtd Aceita (mil)
26-fev-04	LTN	16	500,00	16,0%	16,0%	500,00
02-mar-04	LTN	13	1.500,00	15,7%	15,8%	1.500,00
02-mar-04	LTN	22	500,00	15,7%	15,8%	500,00
09-mar-04	LTN	13	2.500,00	15,4%	15,4%	2.500,00
09-mar-04	LTN	22	1.000,00	15,5%	15,5%	1.000,00
18-mar-04	LTN	12	3.500,00	15,3%	15,4%	3.500,00
18-mar-04	LTN	21	1.000,00	15,5%	15,5%	1.000,00
23-mar-04	LTN	12	3.000,00	15,4%	15,5%	3.000,00
23-mar-04	LTN	21	1.000,00	15,6%	15,7%	1.000,00
30-mar-04	LTN	12	4.000,00	15,5%	15,5%	4.000,00
30-mar-04	LTN	21	1.000,00	15,8%	15,8%	1.000,00
06-abr-04	LTN	12	5.500,00	15,5%	15,4%	5.500,00
06-abr-04	LTN	21	1.500,00	15,7%	15,7%	1.500,00
15-abr-04	LTN	11	4.000,00	15,7%	15,8%	2.957,25
15-abr-04	LTN	21	750,00	16,2%	16,2%	750,00
20-abr-04	LTN	11	4.000,00	15,8%	15,8%	4.000,00
20-abr-04	LTN	20	1.000,00	16,4%	16,5%	750,00
27-abr-04	LTN	11	4.500,00	15,8%	15,8%	4.500,00
27-abr-04	LTN	20	1.000,00	16,4%	0,0%	0,00
04-mai-04	LTN	14	1.500,00	16,0%	0,0%	0,00
04-mai-04	LTN	20	300,00	16,9%	0,0%	0,00
20-mai-04	LTN	7	200,00	17,9%	17,9%	30,00
20-mai-04	LTN	13	200,00	19,2%	19,3%	21,00
20-mai-04	LTN	19	200,00	20,2%	20,2%	15,00
21-mai-04	LTN	7	300,00	18,1%	18,1%	248,50
21-mai-04	LTN	13	300,00	19,3%	19,3%	19,00
21-mai-04	LTN	19	300,00	20,0%	20,0%	32,50
17-jun-04	LTN	7	1.500,00	16,9%	17,0%	1.500,00
17-jun-04	LTN	12	300,00	18,1%	18,1%	300,00
22-jun-04	LTN	6	1.500,00	16,9%	16,9%	1.500,00
22-jun-04	LTN	12	300,00	17,8%	17,8%	300,00
30-jun-04	LTN	6	2.500,00	16,6%	16,7%	2.500,00
30-jun-04	LTN	12	500,00	17,4%	17,4%	500,00
06-jul-04	LTN	6	2.500,00	16,3%	16,4%	2.500,00
06-jul-04	LTN	12	500,00	16,8%	16,8%	500,00
13-jul-04	LTN	6	2.500,00	15,6%	16,6%	2.500,00
13-jul-04	LTN	12	500,00	17,1%	17,2%	500,00
22-jul-04	LTN	8	1.500,00	17,0%	17,1%	1.500,00
22-jul-04	LTN	17	300,00	17,7%	17,8%	300,00
27-jul-04	LTN	8	1.000,00	17,3%	17,3%	1.000,00
27-jul-04	LTN	17	300,00	18,0%	0,0%	0,00

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Em 2004, após uma decisão do Federal Reserve (FED) de elevar as taxas de juros da economia norte-americana, o processo de alongamento e melhora do perfil da dívida pública brasileira foi novamente interrompido. Embora em proporções inferiores

aos demais períodos em termos de incerteza, o TN acabou cancelando cinco leilões de LTNs entre os meses de fevereiro e julho daquele ano.

Mesmo após o cancelamento de três leilões, em abril e maio, de LTNs de prazo elevado (14 a 20 meses), o mercado rejeita as quantidades totais vendidas pelo Tesouro nos dias 20 e 21 de maio: a taxa mínima foi aceita e a quantidade demandada foi inferior à oferta dos leilões. Desta forma, a partir desse mês, o TN passa a emitir títulos com menor prazo de vencimento (6 a 7 meses), em contraposição ao alongamento dos prazos que vinha ocorrendo até este período. Nota-se ademais, o aumento do custo da emissão dos títulos em comparação à Selic, especialmente nos meses de maio e junho.

Tabela 13: Período de incerteza no mercado – 2008

Evento	Período	Risco-país	Taxa de variação (Risco-país)	Taxa Selic Mercado
Crise bancária norte-americana (<i>subprime</i>)	jan/08	243	-	11,7
	fev/08	257	5%	10,1
	mar/08	276	8%	10,6
	abr/08	244	-12%	11,4
	mai/08	205	-16%	11,0
	jun/08	195	-5%	12,1
	jul/08	232	19%	13,6
	ago/08	236	2%	13,7

Fonte: Andima e Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Tabela 14: Leilões primários de LTNs

Data leilão	Título	Prazo (meses)	Qtde ofertada (mil)	Taxa mínima	Taxa aceita	Qtd Aceita (mil)
03-jan-08	LTN	9	1.000,00	11,7%	11,7%	1.000,00
03-jan-08	LTN	24	3.000,00	12,8%	12,8%	3.000,00
10-jan-08	LTN	12	1.500,00	12,1%	12,1%	1.500,00
10-jan-08	LTN	24	3.000,00	12,8%	12,8%	3.000,00
17-jan-08	LTN	8	1.000,00	11,7%	11,680%	1.000,00
17-jan-08	LTN	23	3.000,00	12,8%	12,8%	3.000,00
22-jan-08	LTN	11	500,00	12,0%	12,0%	500,00
22-jan-08	LTN	23	500,00	13,0%	13,0%	500,00
31-jan-08	LTN	23	1.500,00	12,8%	12,8%	1.500,00
07-fev-08	LTN	11	1.500,00	12,1%	12,1%	1.500,00
07-fev-08	LTN	23	1.500,00	12,8%	12,8%	1.500,00
14-fev-08	LTN	8	1.000,00	11,5%	11,5%	1.000,00
14-fev-08	LTN	23	4.000,00	12,4%	12,4%	4.000,00
21-fev-08	LTN	10	1.500,00	11,7%	11,7%	1.500,00
21-fev-08	LTN	22	3.500,00	12,4%	12,4%	3.500,00
28-fev-08	LTN	7	1.000,00	11,5%	11,6%	1.000,00
28-fev-08	LTN	22	3.500,00	12,4%	12,5%	3.500,00

Cont.						
Data leilão	Título	Prazo (meses)	Qtde ofertada (mil)	Taxa mínima	Taxa aceita	Qtd Aceita (mil)
06-mar-08	LTN	13	1.000,00	12,1%	12,1%	520,70
06-mar-08	LTN	28	1.000,00	12,6%	12,6%	1.000,00
19-mar-08	LTN	12	1.000,00	12,6%	12,6%	1.000,00
19-mar-08	LTN	27	1.500,00	13,2%	13,2%	1.500,00
27-mar-08	LTN	6	1.000,00	11,9%	11,9%	1.000,00
27-mar-08	LTN	27	2.000,00	13,4%	13,5%	2.000,00
03-abr-08	LTN	12	1.000,00	12,6%	12,6%	1.000,00
03-abr-08	LTN	27	2.000,00	13,2%	13,3%	2.000,00
10-abr-08	LTN	6	1.000,00	12,1%	12,1%	1.000,00
10-abr-08	LTN	27	750,00	13,4%	13,4%	750,00
17-abr-08	LTN	11	500,00	12,9%	12,9%	60,00
17-abr-08	LTN	26	300,00	13,4%	13,4%	300,00
24-abr-08	LTN	5	1.000,00	12,3%	12,3%	1.000,00
24-abr-08	LTN	26	300,00	0,0%	0,0%	0,00
29-abr-08	LTN	11	500,00	13,2%	13,3%	500,00
29-abr-08	LTN	26	300,00	14,0%	14,0%	300,00
08-mai-08	LTN	5	1.000,00	12,5%	12,5%	1.000,00
08-mai-08	LTN	26	500,00	14,1%	14,2%	500,00
15-mai-08	LTN	11	1.000,00	13,6%	13,7%	1.000,00
15-mai-08	LTN	25	500,00	14,4%	14,4%	500,00
20-mai-08	LTN	4	1.000,00	12,6%	12,6%	1.000,00
20-mai-08	LTN	25	750,00	14,4%	14,4%	750,00
29-mai-08	LTN	10	1.000,00	13,6%	13,6%	440,00
29-mai-08	LTN	25	750,00	14,4%	14,4%	750,00
05-jun-08	LTN	4	1.000,00	12,6%	12,6%	1.000,00
05-jun-08	LTN	25	500,00	14,4%	14,4%	300,00
12-jun-08	LTN	10	500,00	-	-	0,00
12-jun-08	LTN	25	300,00	14,8%	14,8%	300,00
20-jun-08	LTN	3	1.000,00	12,6%	12,6%	1.000,00
20-jun-08	LTN	24	1.500,00	15,0%	15,0%	1.500,00
26-jun-08	LTN	9	1.000,00	13,9%	13,9%	1.000,00
26-jun-08	LTN	24	500,00	15,1%	15,2%	500,00
03-jul-08	LTN	15	1.000,00	15,1%	15,1%	203,80
03-jul-08	LTN	24	500,00	15,5%	15,5%	500,00
10-jul-08	LTN	9	1.000,00	13,9%	14,0%	1.000,00
10-jul-08	LTN	24	1.000,00	15,3%	15,3%	1.000,00
17-jul-08	LTN	15	1.000,00	0,0%	0,0%	0,00
17-jul-08	LTN	23	750,00	15,2%	15,2%	750,00
24-jul-08	LTN	8	1.000,00	14,3%	14,3%	21,95
24-jul-08	LTN	23	1.500,00	14,9%	14,9%	1.470,00
31-jul-08	LTN	14	500,00	14,9%	14,9%	400,00
31-jul-08	LTN	23	1.000,00	14,8%	14,8%	1.000,00
07-ago-08	LTN	8	500,00	14,2%	14,2%	500,00
07-ago-08	LTN	23	1.000,00	14,5%	14,5%	1.000,00
14-ago-08	LTN	14	500,00	0,0%	0,0%	0,00
14-ago-08	LTN	22	1.000,00	14,7%	14,7%	1.000,00
21-ago-08	LTN	7	500,00	14,3%	14,3%	100,00
21-ago-08	LTN	22	1.500,00	-	-	0,00
28-ago-08	LTN	13	500,00	14,8%	14,8%	250,00
28-ago-08	LTN	22	300,00	14,7%	14,7%	300,00
04-set-08	LTN	7	1.000,00	14,4%	14,4%	1.000,00

Cont.						
Data leilão	Título	Prazo (meses)	Qtde ofertada (mil)	Taxa mínima	Taxa aceita	Qtd Aceita (mil)
04-set-08	LTN	22	300,00	14,6%	14,6%	100,00
11-set-08	LTN	13	1.000,00	14,7%	14,7%	1.000,00
11-set-08	LTN	21	150,00	14,6%	14,6%	50,00
18-set-08	LTN	6	500,00	14,5%	14,5%	150,00
25-set-08	LTN	12	1.000,00	14,7%	14,7%	1.000,00
25-set-08	LTN	21	150,00	14,8%	14,8%	150,00

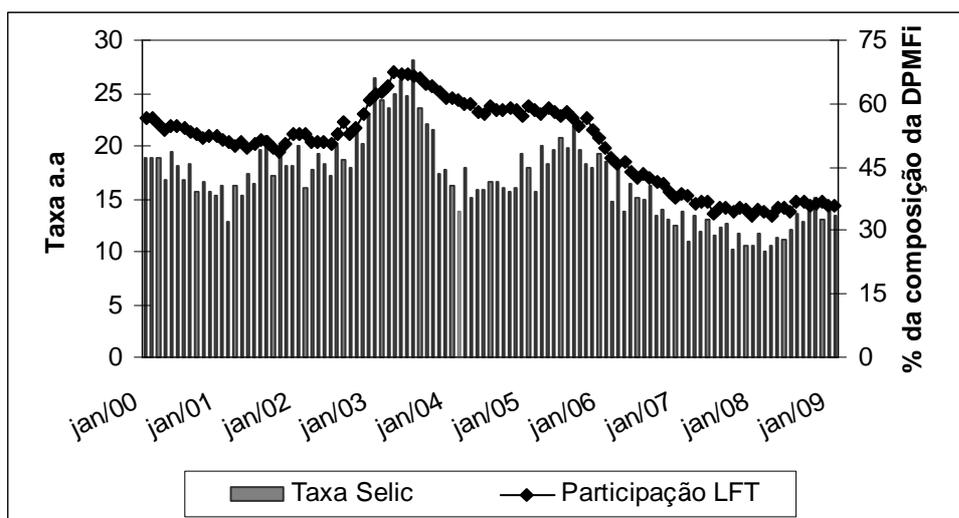
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Após um período significativo de crescimento da economia mundial entre os anos de 2005 e 2007, no qual houve a possibilidade de melhora efetiva das características da dívida pública brasileira, a crise norte-americana dos títulos hipotecários (*subprime*), levou à incertezas no mercado financeiro dos países em desenvolvimento. Com isso, houve um aumento da procura por títulos pós-fixados, dada a inversão, para cima, da tendência das taxas de juros. Houve quatro cancelamentos de leilões entre junho e agosto de 2008, e, novamente, o Tesouro passou a emitir mais LFTs em detrimento aos títulos prefixados e indexados à índices de preços.

A instabilidade no mercado internacional fez o Tesouro Nacional revisar as metas anuais de seu Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública de 2008, alterando os limites de composição da dívida pública. Os limites para os títulos prefixados diminuí de 30% a 35% da composição da dívida para 29% a 32%, enquanto os limites de títulos atrelados a Selic foram elevados de 25% a 30% para 31% a 34% neste ano. Esta alteração, além de demonstrar as limitações do alongamento da DPMFi em períodos de maior volatilidade, apresenta também uma maior flexibilidade, por parte da administração do TN, na gestão da dívida. Mais importante, indica a não aceitação da busca do alongamento da dívida a qualquer custo, isto é, a taxas muito elevadas, em períodos de maior volatilidade do mercado.

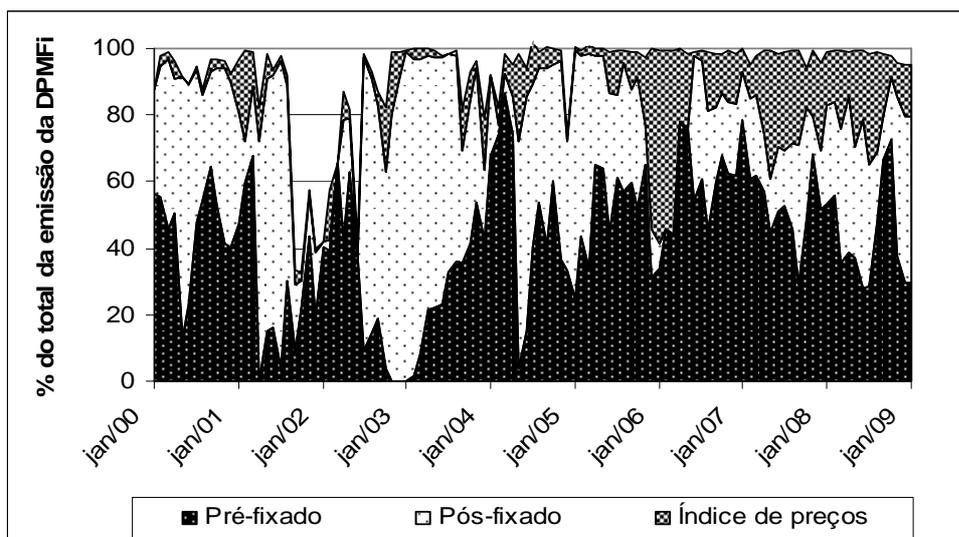
Momentos de incerteza no mercado internacional e/ou no cenário nacional que levem o Bacen a elevar a taxa Selic possui implicações diretas na composição da dívida e nas emissões primárias de títulos. Há uma correlação altamente positiva entre os movimentos da taxa Selic e a participação das LFTs na composição da dívida pública brasileira (gráfico 13). O mesmo efeito é percebido nas emissões de títulos (gráfico 14). Este movimento é comum a todos os períodos considerados de *stress* no mercado.

Gráfico 13: Taxa Selic e a evolução da participação da LFT na composição da dívida



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Gráfico 14: Emissão de títulos da DPMFi



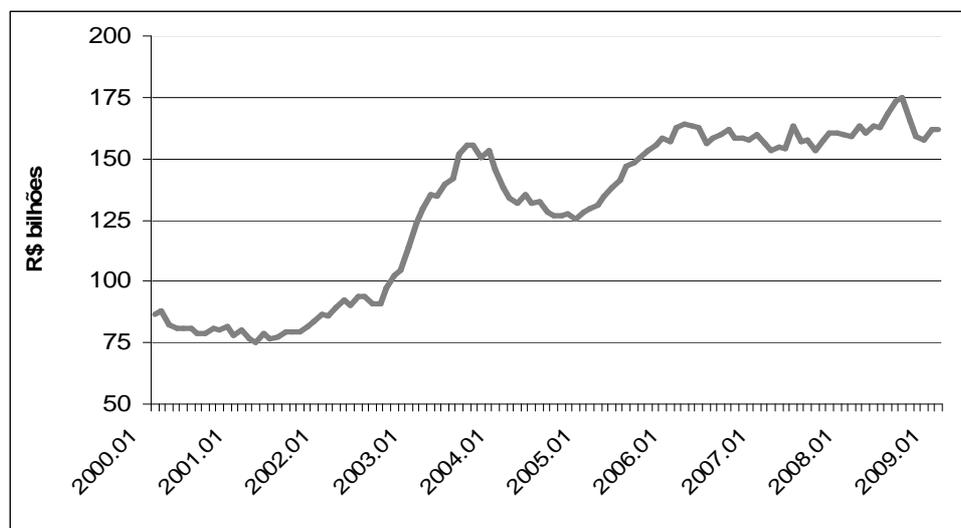
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Uma das consequências da emissão de títulos com taxa elevadas é o crescimento dos juros pagos pela dívida pública no país. Como pode ser observado pelo gráfico 15, o pagamento de juros da DPMFi no Brasil tem crescido de forma acentuada, exceto ao longo do ano de 2004, quando as quedas constantes na taxa básica de juros ocorridas a partir de julho de 2003 reduziram os juros pagos pelos títulos e incentivaram a maior

emissão de títulos prefixados no período (gráfico 14)²⁵. O país pagou, entre os meses de janeiro de 2008 e janeiro de 2009, cerca de R\$ 175 bilhões em juros da dívida pública.

O caso do Brasil é emblemático quanto aos custos que a dívida pública pode impor sobre os países. Mesmo com sucessivos superávits primários (diferença entre receitas e despesas sem contabilizar o pagamento de juros), o país acumulou déficits nominais (superávit primário mais pagamento de juros) devido ao elevado pagamento de serviços da dívida²⁶.

Gráfico 15: Pagamento de Juros da Dívida Interna (acumulado de 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

A partir destas condições é possível observar que há uma limitação das estratégias de alongamento e melhora do perfil da dívida por parte do Tesouro Nacional. A tabela 15 resume a participação dos diferentes papéis públicos, com o claro movimento de aumento da participação dos títulos prefixados em períodos de menor incerteza no mercado e o aumento das LFTs nos períodos de crise, como nos selecionados na análise dos leilões primários.

Embora haja um considerável aumento da participação dos papéis prefixados e dos desejáveis títulos indexados à índices de preços, esta tendência começa a ser revertida com a crise financeira internacional iniciada em 2008, a partir dos contratos *sub-prime* norte-americanos, na qual os indicadores atuais retornaram ao padrão de

²⁵ A taxa Selic foi reduzida de 27% a.a. em julho de 2003 para 16% a.a em outubro de 2004.

²⁶ Entre 1999 e 2007, o superávit primário permaneceu entre 3,75 e 5,25% do PIB. Mesmo com esses resultados, em todos os anos houve déficit nominal nas contas públicas.

julho de 2006, isto é, dois anos atrás. Ou seja, os esforços para melhorar o perfil da dívida ao longo dos últimos anos se perderam integralmente a partir da crise financeira externa, como vem ocorrendo na história do país desde 1999.

Tabela 15: Evolução do perfil da DPMFi

Período	Prefixado	Selic	Índice de Preços	Câmbio	Outros
jan/00	9%	57%	5%	23%	6%
jul/00	14%	54%	6%	21%	5%
jan/01	14%	51%	7%	22%	5%
jul/01	10%	52%	7%	28%	4%
jan/02	8%	53%	8%	29%	2%
jul/02	8%	53%	9%	28%	2%
jan/03	2%	62%	12%	21%	2%
jul/03	6%	66%	12%	13%	2%
jan/04	13%	61%	14%	11%	2%
jul/04	15%	60%	15%	8%	2%
jan/05	19%	59%	15%	5%	3%
jul/05	22%	58%	14%	4%	2%
jan/06	27%	49%	19%	3%	2%
jul/06	30%	43%	22%	2%	2%
jan/07	35%	39%	23%	1%	2%
jul/07	36%	35%	25%	1%	2%
jan/08	35%	35%	27%	1%	2%
jul/08	31%	37%	29%	1%	2%
jan/09	32%	36%	29%	1%	2%

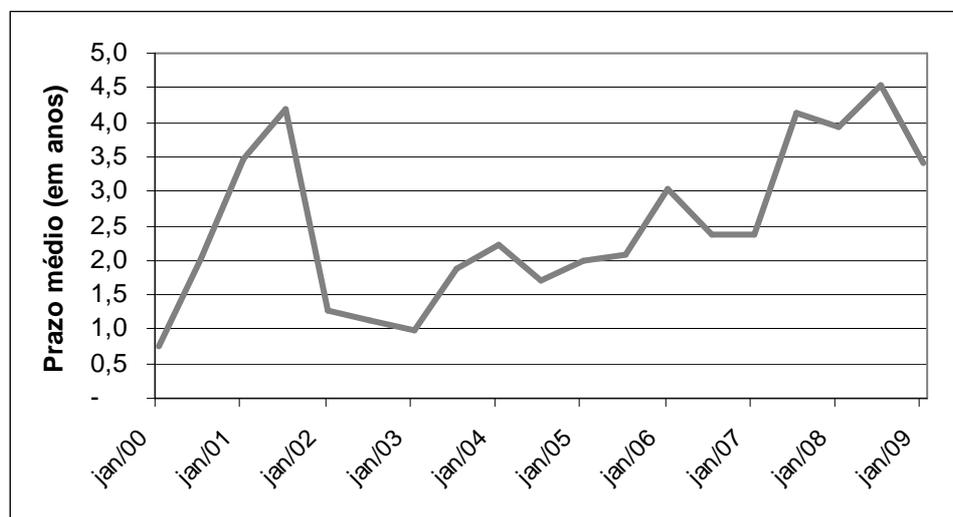
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Em relação ao alongamento da dívida pública, considerando as emissões de títulos, há uma tendência de ampliação dos prazos médios dos títulos emitidos, especialmente a partir de 2005 (gráfico 16). No entanto, ao desagregar os dados por meio da tabela 16, é possível constatar que nos períodos de incerteza listados acima (2001, 2002, 2004 e 2008) o prazo médio das emissões da DPMFi é condicionado pelas emissões de LFTs, que aumentam em volume expressivo como percentual das emissões totais da dívida (ver linhas em cinza na tabela 16). Os percentuais de participação das LFTs nos períodos ressaltados variam entre 50% e 99% do total de emissões.

Como ressaltado anteriormente, as LFTs possuem *duration* praticamente igual a zero, o que significa que nestes momentos o prazo médio, das novas emissões é zero, indicando grande volatilidade e exposição da dívida pública. O Tesouro apenas conseguiu alongar de forma consistente e real o prazo médio das emissões no período de janeiro de 2005 a janeiro de 2008, por meio da maior participação de títulos prefixados

e indexados a índices de preços mais longos nas emissões, ampliando o prazo médio total das emissões da DPMFi. Esta tendência novamente passa a ser invertida com o início da crise financeira internacional.

Gráfico 16: Evolução do prazo médio total das emissões da DPMFi



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Tabela 16: Prazo médio das emissões de títulos da DPMFi

Mês	Prefixado		Pós-fixado		Índice de preços		Prazo médio total da DPMFi (anos)
	Prazo médio das emissões (anos)	Percentual das emissões (DPMFi)	Prazo médio das emissões (anos)	Percentual das emissões (DPMFi)	Prazo médio das emissões (anos)	Percentual das emissões (DPMFi)	
jan/00	0,4	56%	1,0	31%	-	0%	0,8
jul/00	0,7	48%	3,2	46%	4,4	1%	2,0
jan/01	1,1	47%	4,5	33%	8,9	16%	3,5
jul/01	0,4	4%	5,2	93%	5,2	2%	4,2
jan/02	0,7	40%	-	2%	-	0%	1,3
jul/02	0,1	9%	1,2	88%	7,0	1%	1,1
jan/03	-	0%	1,0	99%	-	0%	1,0
jul/03	0,8	33%	2,4	66%	9,5	1%	1,9
jan/04	1,1	67%	4,9	24%	4,0	0%	2,2
jul/04	0,6	40%	1,6	49%	7,0	14%	1,7
jan/05	1,0	25%	2,3	75%	11,2	1%	2,0
jul/05	1,4	61%	3,7	25%	2,2	13%	2,1
jan/06	1,7	34%	4,2	7%	3,7	58%	3,0
jul/06	1,5	61%	3,5	36%	6,5	3%	2,4
jan/07	2,0	78%	3,5	15%	4,5	7%	2,4
jul/07	2,3	53%	4,1	17%	7,4	30%	4,1
jan/08	1,9	53%	6,1	30%	6,5	16%	3,9
jul/08	2,5	28%	5,3	37%	5,4	33%	4,6
jan/09	1,2	29%	4,6	50%	8,4	16%	3,4

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Portanto, *os esforços de alongamento e melhora do perfil da dívida realizados pelo Tesouro Nacional são, em grande parte, eliminados por eventuais crises de confiança.* O Tesouro permanece de “mãos atadas” contra a demanda do mercado, que, por sua vez, responde a incentivos. Entre eles, a facilidade de obter elevado retorno com baixo risco, impondo severas restrições à atuação da autoridade fiscal.

3.2.1 Papel do mercado secundário e da ETTJ

O mercado secundário de títulos públicos brasileiro, considerado sofisticado em termos regulatórios e de instituições, não contribui para oferecer uma maior liquidez aos papéis públicos. Como apresentado no segundo capítulo, são negociados no Brasil, de forma diária, menos de 1% do estoque total da DPMFi, valor bastante inferior ao de países desenvolvidos (EUA – 10%) e em desenvolvimento (México – 4%). Além disso, as negociações são fortemente concentradas em títulos de curto prazo (LTNs de 6 meses, por exemplo), o que implica em liquidez ainda menor para os ativos de prazo mais longo.

Moura (2006) justifica a baixa liquidez do mercado secundário pela pequena variabilidade de preço das LFTs em relação à taxa média de juros, o que desestimula os agentes financeiros para negociarem títulos públicos no mercado secundário em busca de ganhos diversificados.

Embora exista no país duas modernas plataformas de negociação eletrônica de títulos públicos, Sisbex/BM&F e Cetip, a grande maioria das negociações ainda ocorre nos mercados de balcão, via telefone, com registro no sistema Selic. Em outubro de 2007, 95% das negociações de títulos públicos no mercado secundário ocorreram via mercado de balcão.

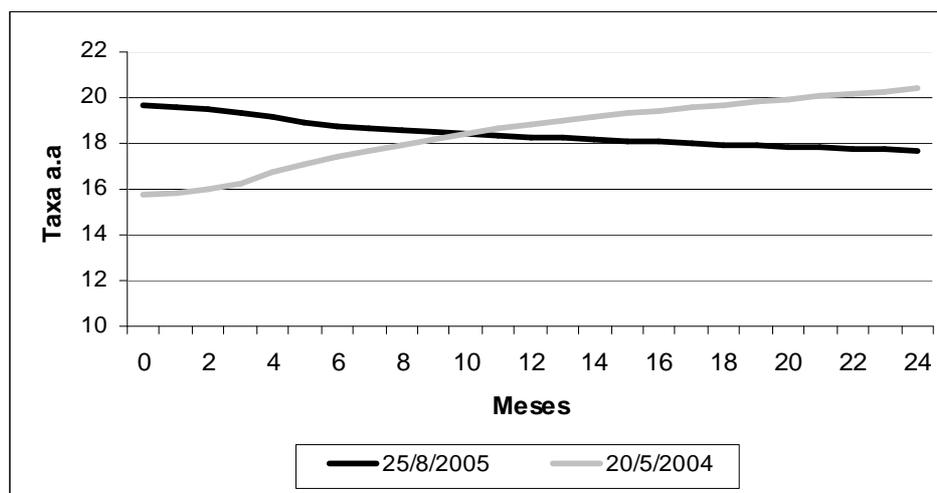
A existência de fatores estruturais na economia brasileira, como o elevado nível da taxa Selic, a cultura de curto prazo dos agentes, a participação expressiva de títulos pós-fixados na composição da DPMFi e o pequeno desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos, dificultam a construção de uma estrutura a termo das taxas de juros (ETTJ) no país, com taxas de longo prazo superiores a taxas de curto prazo.

A principal referência das expectativas de juros futuros no país não é dada pelos títulos públicos, mas sim pelo mercado de DI. A taxa DI/pré (252 dias), por exemplo, exprime as expectativas do mercado para a taxa acumulada do CDI. Como o volume de negociação desses contratos é elevado, há garantia de liquidez para as operações negociadas na BM&FBOVESPA, o que a torna um dos principais *benchmarks* das taxas de juros futuras.

O formato da estrutura a termo de juros no Brasil varia de acordo com as expectativas de aumento ou redução da taxa Selic. De forma proposital, os gráficos 17 e 18 abaixo foram elaborados para apresentar o contraste entre os períodos de expectativa de juros futuros menores e juros futuros mais elevados. Nos períodos em que há um maior crescimento econômico e esperada queda na Selic, como ocorreu no país nos anos de 2005 e 2006, o formato da curva de juros é de inclinação negativa, indicando juros futuros menores que os atuais. Tal condição contribui para inibir o alongamento da dívida pública, pois títulos com maior prazo de maturidade apresentam taxas pouco atrativas para os investidores. Para estimular a demanda por títulos longos, o Tesouro tem que emitir papéis com taxas muito elevadas. São nestes períodos que o Tesouro consegue alongar a dívida pública, porém com um custo financeiro significativo. Quando as expectativas de redução da taxa Selic se revertem, os aplicadores rejeitam estes papéis e buscam as LFTs, títulos que o protegem do risco de mercado dos papéis.

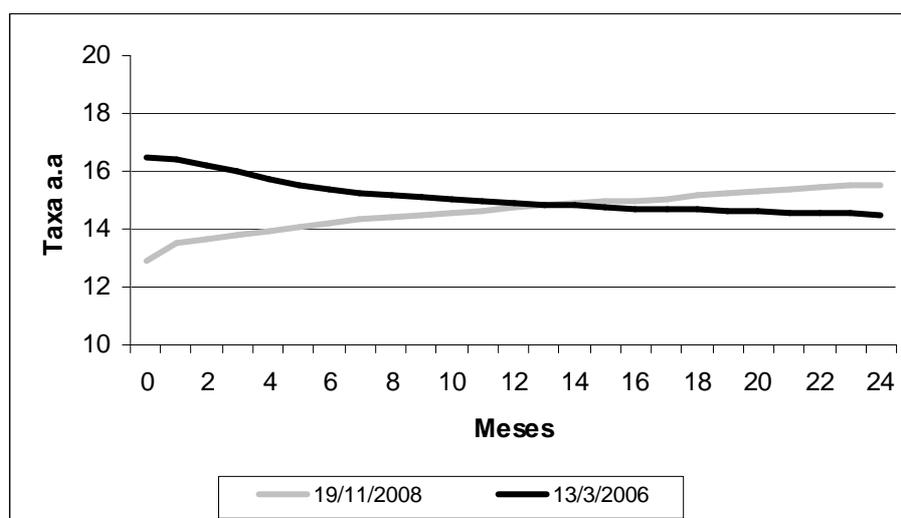
Quando as expectativas de redução da taxa Selic se revertem, como em 2004 e 2008, a inclinação da ETTJ torna-se positiva, indicando juros maiores para títulos com prazos mais longos. Nesta situação os aplicadores rejeitam os papéis prefixados e buscam as LFTs, títulos que o protegem do risco de mercado dos papéis. A expectativa de aumento nas taxas de juros futuras, indicada pela curva de rendimento, reforça a demanda pelos papéis pós-fixados.

Gráfico 17: ETTJ (DI x Pré 252 dias): comparação dos anos de 2004 e 2005



Fonte: Bolsa de Mercadorias & Futuros. Elaboração do autor.

Gráfico 18: ETTJ (DI x Pré 252 dias): comparação dos anos de 2006 e 2008



Fonte: Bolsa de Mercadorias & Futuros. Elaboração do autor.

Assim, a estrutura a termo da taxa de juros não incentiva o alongamento dos títulos públicos. Nos períodos de redução da Selic, as expectativas é que os juros futuros sejam menores que os atuais. Em momentos de incerteza, a curva de juros incentiva a piora do perfil da dívida pública, com o estímulo ao aumento da demanda por títulos indexados a taxas de juros. A ETTJ no Brasil, portanto, constitui também um fator limitante para o alongamento e melhora do perfil da dívida pública, que se deriva das constantes e elevadas taxas de juros vigentes no país.

3.2.2 Debate sobre as dificuldades apresentadas para alongar e melhorar o perfil da dívida pública

Para Figueiredo e Megale (2006) há um excessivo conforto por parte do investidor em manter sua carteira em ativos de curto prazo, muitas vezes, de rentabilidade diária. Esta posição decorre dos baixos prêmios oferecidos pelos ativos de longo prazo em relação à taxa básica da economia, que não incentiva os aplicadores a correrem o risco de alongar suas carteiras. Na média, o prêmio de risco entre 2001 e 2005, excluindo o período de julho a novembro de 2002 (crise de confiança eleitoral), foi de 10% em relação a taxa básica de juros²⁷, valor considerado baixo para um país com histórico de elevada incerteza macroeconômica.

Uma segunda razão que inibiria o alongamento da dívida pública é a alta volatilidade da taxa de juros brasileira²⁸, consequência direta de choques negativos, como as crises de 1997 e 2002, ou positivos, como o crescimento da economia mundial a partir de 2003. Ao influenciar sobremaneira as expectativas futuras de inflação, a volatilidade eleva o risco das aplicações em títulos de longo prazo pelos investidores.

Por sua vez, os fundos de pensão, que deveriam ser os principais responsáveis pela demanda por ativos de longo prazo da economia, mantém elevada a composição da carteira em títulos de curto prazo. Este fenômeno ocorre em resposta à legislação atual do Banco Central que obriga estas instituições a apurar seus ativos a preço de mercado. Assim, apesar dos objetivos de ganho destes fundos serem de longo prazo, a volatilidade dos preços de mercado no curto prazo pode retirá-los de sua meta atuarial, exigindo que se mantenha grande parcela de seus ativos em títulos de baixa duração.

Para Garcia e Salomão (2005), o modesto alongamento até agora obtido no mercado de renda fixa no Brasil é coerente com o elevado grau de risco sistêmico da economia brasileira. Para os autores, cujo trabalho comparou as experiências bem-sucedidas de alongamento de dívida de países selecionados, este risco é dado pelo conjunto de variáveis econômicas brasileiras que não alcançaram indicadores favoráveis. Entre elas, a elevada relação dívida/PIB, taxa de inflação ainda alta em

²⁷ Valor calculado pela diferença entre os juros prefixados no mercado de 1 ano (swap 360 dias) e a expectativa de juros de 12 meses a frente, calculada pelo Bacen (FIGUEIREDO e MEGALE, 2006).

²⁸ Entre 1996 e 2006, a volatilidade da taxa Selic foi elevada: taxa média de 25,2% a.a com desvio-padrão de 11,8% a.a (FIGUEIREDO e MEGALE, 2006).

relação a outros países emergentes, nível elevado da taxa nominal de juros e grande parte da dívida indexada.

Para redução do risco sistêmico, os autores sugerem a queda significativa da taxa Selic, bem como a conquista de uma política monetária anticíclica, que atuaria no sentido de reduzir as taxas de juros em períodos de incerteza na economia. Estas ações seriam requisitos para que os investidores deixem de preferir as LFTs nestas situações (GARCIA e SALOMÃO, 2005).

Este trabalho argumenta que, embora altamente relacionados, é possível distinguir três fatores que limitam o efetivo alongamento e melhora do perfil da DPMFi no Brasil: i) a existência das LFTs; ii) a cultura do *overnight* e; iii) o nível elevado das taxas de juros. Há um ciclo que se auto reforça com essas características: a continuidade da existência das LFTs contribui para a manutenção da cultura de curto prazo dos investidores, a qual é reforçada pelas elevadas taxas de juros. O alto nível dos juros, por sua vez, aumenta a demanda por LFTs.

Ao contrário da posição de Figueiredo e Megale (2006), a idéia defendida nesta dissertação é que a alta volatilidade da taxa Selic, que se reflete em aumento do risco para aplicação em títulos de longo prazo, não é uma das maiores dificuldades para o alongamento. O cerne do problema encontra-se na constantemente elevada taxa, mesmo em períodos de crescimento da economia, que transforma as LFTs (e aplicações semelhantes como o DI e CDI), altamente atrativos para os investidores. Enquanto for possível aliar alta rentabilidade com baixo risco, não será possível alterar a cultura do *overnight* no mercado financeiro brasileiro. Medidas regulatórias podem contribuir para ampliar os incentivos em direção ao alongamento e melhora do perfil da dívida pública, mas não será a solução efetiva. Apenas alterando os fatores estruturais listados acima será possível constituir um mercado de títulos públicos de longo prazo e uma composição da dívida mais adequada à execução da política monetária.

A continuidade da existência das LFTs é algo criticado tanto pelas correntes liberais quanto críticas. A diferença está na forma de substituí-las, de maneira rápida, gradual ou de forma “natural”, por meio da melhora dos fundamentos econômicos que permitiriam a redução da taxa de juros e, por consequência, a atratividade das LFTs.

Arida (2006) argumenta que desde que foram criadas, em 1986, as LFTs foram cada vez mais utilizadas para diminuição dos riscos de refinanciamento da dívida

pública, nas situações de crise pelas quais o Brasil atravessou. As LFTs protegem os detentores de riqueza na eventualidade de uma mudança nos prêmios de risco e também protegem o Tesouro caso esta alteração não se concretize. Entretanto, nos últimos anos, este risco foi significativamente reduzido. A expressiva participação das LFTs na DPMFi deve assim ser relacionada ao custo da dívida, pois ainda compensaria manter esta parcela indexada da dívida ao invés de oferecer prêmios de riscos muito levados para os títulos mais longos.

Segundo esta análise, a vantagem para o governo de se manter as LFTs é a possibilidade de aumentar juros sem se preocupar com eventuais riscos sistêmicos, já que o preço de mercado das LFTs não se altera com variações na taxa Selic. No entanto, esta segurança reflete, de forma oposta, em incerteza para as taxas esperadas nos prazos mais longos da curva de juros, inibindo a demanda papéis com esta característica.

Carneiro (2006) ressalta que as LFTs não mais se justificam nos dias de hoje. A estratégia proposta pelo autor é evitar artificialismos, como uma substituição rápida das LFTs, e esperar que a melhoria em outros fundamentos da economia permitam a queda na taxa de juros e, conseqüentemente, a redução da demanda por títulos indexados a taxa de juros. Contudo, deve-se procurar acelerar este processo: uma das propostas seria induzir a substituição de LFTs por meio da equivalência dos títulos pré e pós-fixados com prazos superiores a cinco anos. Ao mesmo tempo, o Banco Central poderia utilizar o redesconto para amenizar os efeitos da turbulência destas medidas no mercado de reservas bancárias.

Para Lara Resende (2006), a participação da LFT na dívida pública é reflexo do risco sistêmico ainda presente na economia brasileira, notadamente atribuída ao desequilíbrio fiscal, e da incerteza jurisdicional. Haveria uma inversão no sentido da causalidade entre a presença das LFTs e o risco sistêmico da economia brasileira: a dívida é curta e as LFTs continuam a ter tal peso relativo porque o risco sistêmico do país é alto, e não o contrário” (LARA RESENDE, 2006, pág.225). Por isso, deve-se evitar a redução da parcela das LFTs na dívida por via tributária ou regulatória.

O custos de se reduzir a participação das LFTs na DPMFi brasileira foi estimado por Carvalho, Goldfajn e Parnes (2006). Para os autores, as simulações indicaram um custo relativamente baixo da redução destes títulos na parcela da dívida pública, substituindo-os por títulos prefixados com taxas mais elevadas. O custo seria estimado em cerca de 1% do PIB. Apesar de ser sujeita à críticas em relação às hipóteses

necessárias para os exercícios, o trabalho conclui que a troca apenas seria muito custosa se a Selic ficasse muito abaixo dos 14% a.a no futuro próximo ou se o custo dos papéis prefixados ficasse muito acima dos 18% a.a..

Uma outra alternativa é a substituição das LFTs em direção à utilização de derivativos de títulos públicos, isto é, da venda casada de um título prefixado com uma operação de DI, que funcionaria como *hedge* para a operação.

De fato, este tipo de operação já ocorre de forma informal. Estima-se que 90% das LTNs negociadas no mercado secundário são “travadas” no mercado futuro de DI. Estas operações são conhecidas como “LFT sintética” e possuem a vantagem de transferir ao mercado privado o risco de variações na taxa de juros (MOURA, 2007). Uma das alternativas, portanto, é a formalização e regulamentação dessas operações.

Uma condição relevante para reduzir a cultura de curto prazo do mercado financeiro é estimular o aumento da volatilidade no mercado *overnight*. Esta parece ser uma medida plausível para incentivar os agentes a aplicarem em papéis de prazo mais longo (LOYO, 2006).

As medidas acima mencionadas não teriam sucesso em alterar de forma sustentada o perfil da dívida pública e a cultura de curto prazo do mercado se não forem acompanhadas de uma política consistente de redução do elevado nível das taxas de juros no Brasil. Este é o principal entrave que gera consequências deletérias sobre o alongamento dos títulos públicos. A redução nos juros, em conjunto com uma estratégia de aumento da volatilidade do mercado *overnight* e da não emissão de papéis indexados a taxa de juros (e posteriormente sua eliminação), pode estimular os agentes a buscarem uma maior diversificação de seus riscos. Este movimento incentivaria a aplicação em títulos mais longos, com prêmios de riscos atrativos, e o aumento das negociações no mercado secundário de títulos públicos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta dissertação foi apresentar os limites existentes na estrutura da economia brasileira para o efetivo alongamento e melhora do perfil da dívida pública no país. O primeiro capítulo buscou abordar os principais conceitos que envolvem a dívida pública e as importantes relações existentes entre ela e a política monetária. Em geral, os títulos públicos atuam como *benchmark* dos mercados privados e o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos contribui para o aumento da eficácia da política monetária.

O segundo capítulo apresentou as características estruturais da dívida pública e da política monetária brasileira, que a fazem divergir dos modelos teóricos apresentados no primeiro capítulo. Entre estas particularidades está a estrutura a termo de taxa de juros pouco desenvolvida, a utilização de derivativos - como os títulos DI - como referência do mercado privado de taxas de juros e a presença significativa de títulos indexados a taxa de juros na composição a dívida pública do país. Mesmo após diversas medidas tomadas pelas autoridades fiscal e monetária para estimular os mercados primário e secundário de dívida pública, os agentes continuam a demandar títulos de curto prazo e a liquidez no mercado secundário é ainda muito pequena.

Abordando o objetivo central do trabalho, o terceiro capítulo apresenta alguns exemplos de falta de coordenação entre as ações do Tesouro Nacional e do Banco Central no Brasil. A partir desta constatação e das características do mercado financeiro brasileiro, procura-se demonstrar que a despeito de alguns avanços conseguidos nos últimos anos, a estratégia do Tesouro Nacional de alongar e melhorar o perfil da DPMFi tem se mostrado pouco eficaz. Os agentes do mercado financeiro brasileiro, que embora avançado em termos institucionais e de instrumentos, mantém uma política de ganhos de curto prazo incentivada pelo Estado, ao manter a taxa Selic em níveis tão elevados e continuar emitindo títulos pós-fixados indexados a esse indicador.

Em síntese, a política de alongamento da dívida pública executada pelo Tesouro Nacional nos últimos anos consiste em substituir os títulos pós-fixados por prefixados e/ou indexados à índices de preços. Para isso, o TN têm que colocar títulos em valores superiores ao das taxas vigentes, para que o mercado aceite os diferentes riscos, de liquidez e de mercado, atribuídos a esses papéis. Nos períodos de crise, nos quais o

Banco Central eleva a taxa Selic, o Tesouro Nacional é obrigado a voltar a emitir LFTs em detrimento das LTNs e NTN-Bs, e a participação dos papéis na composição da dívida retornam aos níveis iniciais desta política. Ou seja, *grande parte do esforço buscando o alongamento e a melhora do perfil da dívida pública é eliminado quando da ocorrência de crises econômicas, sejam internas ou externas.*

Do ponto de vista fiscal, esta estratégia também parece equivocada, pois o Tesouro vem administrando a dívida com a alternativa que gera mais custos em termos de pagamento de juros da dívida (emitindo títulos prefixados quando os juros caem e pós-fixados quando estão subindo), resultando no expressivo aumento - mesmo com a melhora do perfil da dívida - dos serviços da dívida pública pagos na última década.

Com uma taxa de juros de curto prazo elevada, os agentes não tem incentivo para demandar papéis mais longos. Isto significa que, em geral, a estrutura a termo de juros no Brasil não estimula o alongamento da dívida pública. O risco de liquidez atribuído aos papéis longos, dado o pequeno desenvolvimento do mercado secundário de títulos públicos, também é um fator que prejudica uma maior demanda por papéis de elevada maturidade.

A argumentação defendida neste trabalho, é que há uma dependência mútua entre o Tesouro Nacional, Banco Central e os agentes financeiros. Por conta dos incentivos, os agentes financeiros exigem liquidez diária das aplicações; o Tesouro, ao emitir LFTs, sanciona esta decisão; devido aos processos de marcação a mercado, as instituições financeiras e os fundos de investimento demandam LFTs e operações compromissadas remuneradas pelas taxas do *overnight*; desta forma, o Tesouro não possui dificuldades em rolar a dívida.

Em resumo, esta situação decorre, basicamente, de três fatores estruturais da economia brasileira, intimamente relacionados: a) a continuidade da existência das LFTs na dívida pública brasileira; b) a cultura de curto prazo do mercado financeiro brasileiro e; c) as altas taxas de juros conduzidas por uma política monetária estritamente focada na inflação, com reduzida coordenação com a administração da dívida pública. Estas características refletem em uma estrutura a termo de taxa de juros que não incentiva a demanda por títulos de longo prazo e em um mercado secundário pequeno e com baixa liquidez. Enquanto estes fatores permanecerem, não será possível alongar e melhorar de forma sistemática o perfil da dívida pública interna do Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGÊNCIA ESTADO., **Tesouro quer estimular negócios no mercado de títulos.** Publicada em 16 em julho 2007. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/ae/financas/m0133862.html>>. Acesso em: 07 fevereiro 2009.

ARAÚJO, C. H. V., Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – Aspectos Históricos e Operacionais. Brasília, Banco Central do Brasil, **Notas Técnicas** número 12, janeiro, 2002, 60 p.

ARIDA, Pérsio., As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. *in Mercado de Capitais e Dívida Pública*, BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

ARIDA, P. BACHA, E. e RESENDE, A., Credit, Interest and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil in F. GIAVAZZI, I. GOLDFAJN e S. HERRERA (orgs.). **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience: 1999 to 2003.** Cambridge: MIT Press.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES DO MERCADO FINANCEIRO (ANDIMA)., **Dívida Pública: propostas para aumentar a liquidez.** Relatório Econômico, Rio de Janeiro, 2003.

BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). **Mercado de Capitais e Dívida Pública.** Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

BANK FOR INTERNACIONAL SETTLEMENTS. **Comparing monetary policy operating procedures across de United States, Japan and the Euro Area.** Basel, 2001.

BERNANKE. B. & GERTLER, M., Inside the black box: the credit channel os monetary policy transmission. **Journal os Economic Perspectives**, 9 (4), pp. 27-48, 1995.

BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A.; WERLANG, S., Implementing inflation targeting in Brazil. **Texto para Discussão** 1. Banco Central do Brasil, 2000.

CAIRNS, A. J. G., **Interest Rate Models: An Introduction.** Princeton University Press, 2004.

CALAMIA, Ana., **Market Microstructure: Theory and Empirics.** University of Rome, La Sapienza and London School of Economics, September 1999 *apud* SILVA, Ana L.P. Liquidez e Microestrutura do Mercado de Títulos Públicos no Brasil. Programa de Pós-graduação em Economia Política PUC/SP: Dissertação de Mestrado em Economia, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2004, 118p.

CARNEIRO, Dionísio Dias., Letras Financeiras do Tesouro e normalidade financeira: haverá um “peso problem”? *in Mercado de Capitais e Dívida Pública*, BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

CARVALHO, Fernando Cardim *et al.*, **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.

COOK, Timothy, e HAHN, Thomas. The effect of changes in the federal funds rate target on market interest rates in the 1970s. **Journal of Monetary Economics**, n.24, november. 331-351. 1989.

CWIK, P. F., The inverted Yield Curve and the Economic Downturn. **New Perspectives on Political Economy**, Volume 1, Number 1, 2005, pp. 1-37.

DATTELS., The microstructure of Government Securities Markets. **IMF Working Paper** 95/117, 1995.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal *et al*, Monetary policy and debt dynamics in Brazil: A proposal. **Texto para Discussão**. PUC/SP, 2005.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal *et al*, Política monetária e alongamento da dívida pública: uma proposta para discussão. **Texto para Discussão**. PUC/SP, 2004.

FIGUEIREDO, Caio e MEGALE, Luiz Fernando., O proceso de alongamento da dívida pública mobiliária federal. *in Mercado de Capitais e Dívida Pública*, BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL e BANCO MUNDIAL. **Guidelines for public debt management**. Washington, DC, 2001. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>>. Acesso 18 novembro de 2007.

GARCIA, Márcio Gomes Pinto., Public debt management, monetary policy and financial institutions. Rio de Janeiro: PUC. Departamento de Economia, 2002. 57 p. (**Texto para discussão**, n. 464).

GARCIA, Márcio Gomes Pinto & SALOMÃO, Juliana. **Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil**. Artigo preparado para ANBIG e IEPE/CDG. Rio de Janeiro, novembro de 2005. Disponível em: <<http://iepecdg.com/DISK%201/Arquivos/ParceriaANBID%20IEPE/GarciaSalomao-anbid2.pdf>>. Acesso em: 20 de novembro de 2008.

GOLDFAJN, I. & PAULA, A., Uma nota sobre a composição ótima da dívida pública - reflexões para o caso brasileiro. **Texto para Discussão**, n° 441. Departamento de Economia PUC/RIO. Dezembro, 1999.

GOLDFAJN, I., **Há Razões para Duvidar de Que a Dívida Pública é Sustentável?** Nota Técnica do Banco Central do Brasil, 2002.

HOLLAND, M., Por que as taxas de juros reais são tão elevadas no Brasil. **Boletim Economia & Tecnologia**, Ano 02, Vol. 04, CEPEC: UFPR, 2006.

KUTTNER, Kenneth., Monetary policy surprises and interest rates: evidence from the fed funds market. **Journal os Moneary Economics**, n. 47, june. 523-544, 2001.

LARA RESENDE, André., Em defesa dos títulos de indexação financeira. *in Mercado de Capitais e Dívida Pública*, BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

LOYO, Eduardo., Política monetária e alongamento da dívida pública. *in Mercado de Capitais e Dívida Pública*, BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

LOUREIRO, André Soares & BARBOSA, Fernando de Holanda: Dívida pública e prêmio dos títulos públicos no Brasil. **Notas técnicas do Banco Central do Brasil**, n. 12, 2003.

LOPES, Francisco L., Os mecanismos de transmissão da política monetária em economias em estabilização: notas sobre o caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, Vol 17, nº 3, Jul-Set – 1997.

_____, A questão do alongamento da dívida pública. *in Mercado de Capitais e Dívida Pública*, BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

MISHKIN, F. S., Inflation Targeting in Emerging Market Countries . **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, working paper 7618, 2000.

_____ “Symposium on the monetary transmission mechanism”. **Journal os Economic Perspectives**, 9 (4), pp. 3-10, 1995.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. A endogeneidade pós-keynesiana da moeda: traços ortodoxos e heterodoxos. **Estudos Econômicos**, vol. 27, n.3. p. 395-416. São Paulo, 1997.

MOURA, Alkimar., Bem vindo ao admirável mundo novo da LFT sintética. **Valor Econômico**, Opinião, p. A14. Rio de Janeiro, 2007.

_____, Letras financeiras do Tesouro: quosque tandem?. *in Mercado de Capitais e Dívida Pública*, BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

NAKANO, Y. **Renovar idéias: política monetária e o crescimento econômico no Brasil**. Apresentação realizada no Seminário “Renovar idéias: política monetária e o crescimento econômico no Brasil”. São Paulo, 2006.

_____, A taxa de juros mais alta do mundo deve persistir. **Conjuntura Econômica**, Rio de Janeiro, janeiro de 2007, p10-11.

O'HARA, Maureen., **Market Microstructure Theory**. Blackwell Publishers Inc: Cambridge, MA, 1995 *apud* SILVA, Ana L.P. Liquidez e Microestrutura do Mercado de Títulos Públicos no Brasil. Programa de Pós-graduação em Economia Política PUC/SP: Dissertação de Mestrado em Economia, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2004, 118p.

OREIRO, J. L., *et al.* **Por que o custo do capital no Brasil é tão alto?**. Documento elaborada para a Confederação Nacional da Indústria, 2007. Disponível em: <http://www.economia.ufpr.br/publica/textos/2007/texto_02_2007.pdf>.

PASTORE, Affonso Celso., As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária. *in Mercado de Capitais e Dívida Pública*, BACHA, E. L., e OLIVEIRA FILHO, L. C (org). Rio de Janeiro, 2006, contra capa.

PEDRAS, Guilherme., **Dívida Pública Federal Brasileira**. 4º Congresso ANBID de Fundos de Investimento. São Paulo, 2007.

ROMER, David. **Advanced Macroeconomics**. Third edition. McGraw-Hill Irwin, 2006.

SÁ JÚNIOR, Euridson de. Mercado secundário de títulos públicos no Brasil: medidas de liquidez e determinantes do spread de compra e venda para o mercado de LTNs. Congresso da ANDIMA, 2006.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. **Relatório mensal da dívida pública federal - maio 2007**. Brasília-DF. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/divida_publica/relatorio_mai07.pdf> Acesso em 20 novembro 2008.

_____. **Dívida pública federal: Plano Anual de Financiamento**. Número 1, Brasília-DF. Disponível em: <http://www.stn.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp>. Acesso em 25 outubro 2007.

_____. **Dívida pública. Plano anual de financiamento**. Brasília, 2008, 48p.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL e BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Mudanças nos mercados primário e secundário da dívida pública mobiliária federal interna**. Brasília. 9p. (mimeo), 1999.

SILVA, Ana L.P. Liquidez e Microestrutura do Mercado de Títulos Públicos no Brasil. Programa de Pós-graduação em Economia Política PUC/SP: Dissertação de Mestrado em Economia, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2004, 118p.

SILVA, Luiz Afonso Simões. Endogeneidade da moeda, instabilidade e política monetária. **Revista de Economia Política**., vol. 11, n.1 (21). p. 108-121. São Paulo, 1991.

SOBREIRA, Rogério. Mudanças nos mercados primário e secundário da dívida pública mobiliária federal interna: fricção e incerteza. **Indicadores Econômicos FEE**, 28(1), p. 100-115, 2000.

_____. Alongamento da dívida pública federal interna: o que foi feito e o que se pode esperar. **Revista Análise Econômica**, ano 19, n. 36, p.187-204. 2002.

SUMMA, Ricardo. **Alongamento da dívida pública e pré-fixados interessam aos rentistas**. Crítica Econômica, 2007. Disponível em: <<http://criticaeconomica.wordpress.com/2007/11/21/alongamento-da-divida-publica-e-pre-fixados-interessam-aos-rentistas/>>. Acesso em: 20 junho 2008.

SUNDARARAJAN, V. *et al*, **Coordinating public debt and monetary management**. International Monetary Fund, Washington, 1997.

TOBIN, J., A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of money, credit and banking**, fevereiro, 1969, pág. 15-29.

TORRES, M. J. R., Operacionalidade da Política Monetária no Brasil. Tese de Doutorado. IE- UNICAMP, Campinas, 1999.

TURNER, P., Bond market in emerging economies: an overview os policy issues. **BIS paper**, n. 11. 2002.

VALOR ECONÔMICO., Decisão do BC sobre Swaps é autônoma. Rio de Janeiro, 13 de março de 2006.

VAZ, Paulo Pires., **Transparência e liquidez no mercado de balcão de títulos de renda fixa**. 2º Seminário Internacional de Renda Fixa em Mercado de Balcão. Rio de Janeiro, 2007.

SITES CONSULTADOS:

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 07 de janeiro 2009.

TESOURO NACIONAL. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br>>. Acesso em 12 se janeiro 2009.

Anexo

PRINCIPAIS TÍTULOS DA DÍVIDA PÚBLICA FEDERAL REGISTRADOS NO SISTEMA ESPECIAL DE LIQUIDAÇÃO E DE CUSTÓDIA (SELIC)

TÍTULOS DE RESPONSABILIDADE DO TESOUREIRO NACIONAL CARACTERÍSTICAS

LFT – Letras Financeiras do Tesouro

Prazo:	Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade:	Nominativa e negociável.
Forma de colocação:	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.
Valor nominal na data-base:	Múltiplo de R\$ 1.000,00.
Rendimento:	Taxa Selic.
Resgate:	Valor nominal acrescido do respectivo rendimento, desde a database do título.
Referência legal:	Artigo 2o do Decreto 3.859, de 4.7.2001.

LTN – Letras do Tesouro Nacional

Prazo:	Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade:	Nominativa e negociável.
Forma de colocação:	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.
Valor nominal:	Múltiplo de R\$ 1.000,00.
Rendimento:	Deságio sobre o valor nominal.
Resgate:	Valor nominal.
Referência legal:	Artigo 1o do Decreto 3.859, de 4.7.2001.

NTN-B – Notas do Tesouro Nacional Série B

Prazo:	Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade:	Nominativa e negociável.
Forma de colocação:	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.
Valor nominal na data-base:	Múltiplo de R\$ 1.000,00.
Atualização do V. Nominal:	Variação do IPCA desde a data-base do título.
Taxa de juros:	Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento dos juros:	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.
Resgate:	Em parcela única, na data do vencimento.
Referência legal:	Artigo 8o do Decreto 3.859, de 4.7.2001, e Portaria STN 111, de 11.3.2002.

NTN-C – Notas do Tesouro Nacional Série C

Prazo:	Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.
Modalidade:	Nominativa e negociável.
Forma de colocação:	Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.
Valor nominal na data-base:	Múltiplo de R\$ 1.000,00.
Atualização do V. Nominal:	Variação do IGP-M desde a data-base do título.
Taxa de juros:	Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal atualizado.
Pagamento dos juros:	Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros a ser pago

contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.

Resgate: Em parcela única, na data do vencimento.

Referência legal: Artigo 9º do Decreto 3.859, de 4.7.2001, e Portaria STN 111, de 11.3.2002.

NTN-F – Notas do Tesouro Nacional Série F

Prazo: Definido pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão do título.

Modalidade: Nominativa e negociável.

Forma de colocação: Oferta pública ou colocação direta, em favor do interessado.

Valor nominal: Múltiplo de R\$ 1.000,00.

Rendimento: Deságio sobre o valor nominal.

Taxa de juros: Definida pelo Ministro de Estado da Fazenda, quando da emissão, em porcentagem ao ano, aplicada sobre o valor nominal. Pagamento dos juros Semestralmente, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber. O primeiro cupom de juros contemplará a taxa integral definida para seis meses, independentemente da data de emissão do título.

Resgate: Valor nominal, na data do vencimento.

Referência legal: Artigo 11 do Decreto 3.859, de 4.7.2001.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)