

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AS ALTAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL E O
PROBLEMA DA INDEXAÇÃO DA DÍVIDA
MOBILIÁRIA FISCAL**

LUCAS EDLER LEAL

Matrícula nº 110122237

ORIENTADOR: Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro

AGOSTO DE 2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**AS ALTAS TAXAS DE JUROS NO BRASIL E O
PROBLEMA DA INDEXAÇÃO DA DÍVIDA
MOBILIÁRIA FISCAL**

LUCAS EDLER LEAL

Matrícula nº 110122237

ORIENTADOR: Prof. Dr. José Luis da Costa Oreiro

AGOSTO DE 2015

As opiniões expressas nesse trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a)

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar a condução da política monetária no Brasil, expondo os principais entraves enfrentados pelo Banco Central que levam à prática de taxas de juros endemicamente altas e taxas de inflação e crescimento do produto e do emprego instáveis. Para tal, a política monetária é abordada em uma perspectiva histórica e comparativa, a partir da implementação do Regime de Metas de Inflação, em 1999. Em seguida, é analisada a composição da dívida mobiliária fiscal de forma a apontar o motivo chave para os problemas apontados: o excesso de ativos indexados à taxa básica de juros que causam a ineficiência de um canal importante de transmissão da política monetária. Por último, são apontadas as principais consequências financeiras e estruturais decorrentes dessa característica, assim como seus efeitos no mercado de crédito de longo prazo no Brasil.

PALAVRAS-CHAVE: Política monetária; Indexação da Dívida Mobiliária; Mercado de Crédito; Banco Central, Secretaria do Tesouro Nacional, Operações Compromissadas; LFT.

ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

BCB - Banco Central do Brasil

CDB – Certificado de Depósito Bancário

CDI – Certificado de Depósito Interfinanceiro

COPOM – Comitê de Política Monetária

DPMFi – Dívida Pública Mobiliária Fiscal

DU – Dias Úteis

IGP – Índice Geral de Preços

IPCA – Índice de Preços do Consumidor Amplo

LBC – Letras do Banco Central

LFT – Letra Financeira do Tesouro

LTN – Letra do Tesouro Nacional

NFSP – Necessidade de Financiamento do Setor Público

NTN – Nota do Tesouro Nacional

PIB – Produto Interno Bruto

PU – Preço Único

RMI – Regime de Metas de Inflação

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

VN – Valor Nominal

VNA – Valor Nominal Atualizado

AGRADECIMENTOS

Destarte, agradeço ao meu orientador, professor doutor José Luis Oreiro, por ter me guiado na confecção deste trabalho além de demonstrar atenção especial em me ajudar sempre que foi necessário.

Agradeço a meu pai, que me deu todo o apoio de que precisei, além de longas horas de debate sobre o tema que ajudaram a consolidar o conhecimento e amadurecer ideias.

Agradeço a todos os meus amigos que fiz na UFRJ durante esses 4 anos e meio, pela convivência, estudos e diversão.

Por fim, agradeço ao Instituto de Economia da UFRJ por ter proporcionado uma excelente vida universitária, o aprendizado com os melhores professores do país e uma rede de contatos que levarei para a vida toda.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	9
CAPÍTULO I – CENÁRIO MACROECONÔMICO	11
I.1. Taxa de juros no Brasil – Uma perspectiva histórica.....	12
I.2. Brasil, o campeão mundial de juros reais.....	15
I.3. Cenário atual.....	20
I.4. Conclusões.....	23
CAPÍTULO II - A CONTAMINAÇÃO DA POLÍTICA MOENETÁRIA E O EFEITO	
RIQUEZA.....	24
II.1. O Regime de Metas de Inflação – princípios teóricos	26
II.2. O Caso brasileiro.....	27
II.3. A Precificação dos títulos federais.....	30
II.4. Consequências.....	37
II.5. Conclusões	40
CAPÍTULO III – A DESINDEXAÇÃO DA DPMFi E AS OPERAÇÕES	
COMPROMISSADAS	41
III.1. A evolução do estoque de títulos da DPMFi	43
III.2. As operações Compromissadas	48
III.3 – A Desindexação completa da DPMFi.....	54
III.4. Conclusões	58
CAPÍTULO IV – CONSIDERAÇÕES FINAIS	60

INTRODUÇÃO

O Brasil amarga há muitos anos dificuldades em conseguir manter uma política econômica coesa de forma prover um crescimento do produto e do emprego contínuo sem grandes oscilações e/ou crises oriundas de desestabilizações macroeconômicas. Os altos níveis de inflação verificados nas décadas de 1980 e 1990 representaram grandes obstáculos para economia, só sendo superados a partir da metade final dos anos 90.

Em 1999, quando foi implantado o Regime de Metas de Inflação e o câmbio flutuante, as taxas de inflação antes verificadas já tinham cedido. Foi dado início a uma nova era de gestão da política econômica no Brasil. Esta seria pautada pelo objetivo pétreo de manutenção da inflação dentro de uma meta estabelecida pelas autoridades monetárias. Não mais seria possível acontecer, como no passado, o estímulo ao aumento da capacidade de produção e da criação de empregos via expansões de natureza fiscal a despeito dos índices de preços.

Com isso, a condução da economia passou a ter como guia a política monetária e o principal instrumento por ela utilizado para controlar os estoques e fluxos de financiamento dessa economia: a taxa básica de juros. Essa seria usada pelo Banco Central como sinalizador das intenções das autoridades em aumentar ou reduzir a demanda agregada e, por consequência, agir sobre a inflação.

Contudo, o que se verificou nos anos que seguiram foi a enorme dificuldade enfrentada pelas autoridades monetárias em conseguir manter a taxa básica de juros em níveis saudáveis para a economia. Em outras palavras, não se conseguiu reduzir a taxa de juros real para patamares considerados razoáveis para economias emergentes, que possuem escassez natural de crédito, sem que isso desaguasse na desestabilização da inflação e da taxa de câmbio.

Tendo em vista as tendências de queda da taxa de juros a partir de meados de 2006, o presente trabalho tem por objetivo buscar explicações do porquê a taxa real de juros continuar demasiadamente alta e ter apresentado tendências de alta nos últimos meses. A resposta mais direta para essa questão está na composição do estoque de

títulos da dívida pública, sendo essa a principal responsável pela desestabilização dos demais indicadores da economia.

No primeiro capítulo foi feita uma abordagem histórica do problema, levantando os pontos mencionados anteriormente e colocando a taxa de juros, a inflação e outros índices coletados em perspectiva histórica. O objetivo é mostrar que, de fato, existe uma dificuldade em conciliar taxas moderadas de juros e inflação simultaneamente e que este vem a ser um problema estrutural próprio brasileiro, sem paralelo em outras economias com níveis de desenvolvimento similares.

No segundo capítulo a implementação do Regime de Metas de Inflação ganha um corpo teórico, de forma a iniciar o esclarecimento de como a política monetária no Brasil toma ação. Em seguida, a questão da taxa de juros é abordada de forma técnica, sinalizando em nível mais específico focos sintomáticos de existência de obstáculos para a redução da mesma. Em especial, é endossado um estudo feito por diversos autores que aponta como O fator principal desse problema está na reduzida capacidade de atuação da taxa de juros sobre a demanda agregada, por conta da inatividade de um importante canal de transmissão da política monetária. Para tal, é feita uma abordagem técnica dos títulos federais com o objetivo de expor uma das raízes desse problema, além da categorização das principais consequências curto, médio e longo prazo para economia.

Apontado o vilão da dívida mobiliária fiscal, as Letras Financeiras do Tesouro, o capítulo 3 tem por objetivo colocar esse título em perspectiva histórica, mostrando sua evolução desde o ano da mudança da condução da política monetária até o começo de 2015. Dessa forma, fica aparente que há, além do título apontado anteriormente, outro título que vem ganhando proporções avassaladoras desde 2006 e que tem características ainda mais prejudiciais para as contas públicas. Da mesma forma, será mostrada a evolução destes ao longo do tempo e tem seu funcionamento prático e teórico amplamente elaborado, ficando evidentes os motivos pelos quais eles são tão danosos à política econômica.

Por último é elaborada uma solução para o problema com base em um estudo feito por Breno Santana Lobo: a desindexação completa da dívida pública. Como a

medida deveria ser adotada, suas implicações práticas no curto, médio e longo prazo e os principais riscos são destrinchados nessa seção.

CAPÍTULO I – CENÁRIO MACROECONÔMICO

O cenário internacional sempre foi muito importante para o Brasil. Praticamente em toda a sua história o crescimento econômico esteve em maior ou menor grau exposto aos ciclos econômicos de seus parceiros comerciais e demais agentes econômicos que influenciam a taxa de câmbio. Após uma década de altas taxas de crescimento, defrontamo-nos com uma década de alta inflação, que depois veio a evoluir para hiperinflação, e estagnação econômica.

Com o sucesso do Plano Real, implementado a partir de Junho de 1994, as taxas de inflação começaram a ceder a partir de 1995. O problema do descasamento de prazos e de taxas de rendimento entre títulos ofertados pelo governo, adquiridos pelos bancos comerciais, e os títulos ofertados por esses últimos no mercado evitaram uma crise generalizada. A partir da criação da Unidade Real de Valor, um título corrigido diariamente com base na taxa básica de juros corrente, o sistema financeiro se viu protegido de uma possível elevação da taxa de juros para conter a inflação galopante.

Essa elevação da taxa básica de juros se tornou evidentemente fundamental quando o mecanismo de âncora cambial teve de ser abandonado perante a desintegração das contas públicas. A partir de 1999, quando o regime de câmbio flutuante passou a ser adotado no Brasil, o Banco Central já praticava desde 1998 taxas reais de juros exorbitantes, ficando o acumulado de 1998 em quase 29% a.a e de 1999 em 26,5% a.a.

O que se observou na verdade foi a substituição de uma âncora nominal de câmbio por uma âncora nominal de juros. A necessidade de se atrair capital externo através de investimentos especulativos que aproveitavam os rendimentos altíssimos com um risco mínimo, mantinha a política monetária extremamente rígida e contracionista. Tudo com objetivo de convergir a inflação para a meta através do Regime de Metas

Inflacionárias, que vinha sendo implementado no Brasil desde Julho do mesmo ano de 1999.

Com a inflação estabilizada em uma casa decimal desde Agosto de 1998, o Regime de Metas de Inflação e o Plano Real foram dados como sucessos absolutos, ficando a condução da política monetária rígida e a exigência de metas de inflação extremamente ambiciosas como “verdades absolutas”. As reformas que deveriam ser implementadas após a estabilização da inflação foram esquecidas e desde então o país amarga taxas de juros recorde e as maiores despesas com serviço da dívida do mundo por anos consecutivos.

Na primeira seção deste capítulo, apresentaremos o pano de fundo histórico em que o Regime de Metas de Inflação e a âncora nominal de juros foram estabelecidos no Brasil e os resultados obtidos e creditados a essas medidas. Na segunda seção, faremos uma comparação da evolução da taxa de juros real, bem como o peso do gasto com juros em relação ao PIB e o próprio crescimento do PIB, no Brasil e em outros oito países emergentes nos últimos cinco anos. São eles Argentina, Chile, Colômbia, Índia, México, Rússia, África do Sul e Turquia. Serão apresentados também os conceitos de taxa real de juros *forward-looking* e *backward-looking*.

A terceira seção ficará responsável por mostrar o cenário atual após a recente elevação da taxa Selic pelo Banco Central e as consequências dessa política monetária sobre a atividade econômica, comparando-a com os demais países emergentes. Por fim, as conclusões resultantes do que foi analisado no capítulo.

I.1. Taxa de juros no Brasil – Uma perspectiva histórica

Há décadas que o grande vilão da economia brasileira, as extraordinárias taxas de inflação, foi derrotado. Em seu lugar assumiu um novo indicador que as autoridades econômicas penam em conseguir reduzir. Indicador esse que é responsável pela excrecência de diversos outros índices, cujos níveis não se verificam em nenhum outro país do mundo, representando verdadeiras anomalias, próprias da economia brasileira.

A quais indicadores nos referimos? Trata-se, principalmente, da taxa básica de juros da economia, gerida pelo Banco Central do Brasil (BCB) e comumente chamada de taxa Selic, que desde a implantação do Regime de Metas de Inflação (RMI) em Julho de 1999, se tornou o principal instrumento de gestão da política monetária. Esta taxa básica de juros no Brasil pode ser considerada uma jabuticaba, na medida em que em nenhum outro país do mundo se verifica taxas tão altas como aqui.

Até 1994, ano em que foi criado o Plano de Estabilização proveniente de um pacote de medidas do Plano Real, o Brasil amargurava taxas de inflação dignas de regimes de hiperinflação e que incorria em custos socioeconômicos elevadíssimos, em termos de produto e emprego. Dentre as medidas previstas no Plano de Estabilização, destacam-se a criação de uma âncora nominal de câmbio (um valor de paridade entre o Real e o dólar, com bandas de variação bem pequenas), a desindexação parcial da economia, através da criação da Unidade Real de Valor (uma quase moeda plenamente indexada que viria posteriormente a substituir o Cruzeiro Real como moeda oficial), e um ajuste fiscal de curto prazo (que culminou na criação do Plano de Ação Imediata e do Fundo Social de Emergência).

O resultado quase imediato das reformas mencionadas foi a estabilização da inflação que já em 1995 começou a apresentar sinais de redução no crescimento (PIRES-ALVES e MODENESI, 2012, p. 4). A partir de Dezembro de 1996 o IPCA já apresentava taxas mensais anualizadas abaixo de dois dígitos. O mesmo passou a ocorrer para a média anual a partir de Agosto de 1997. (IPEA-Data).

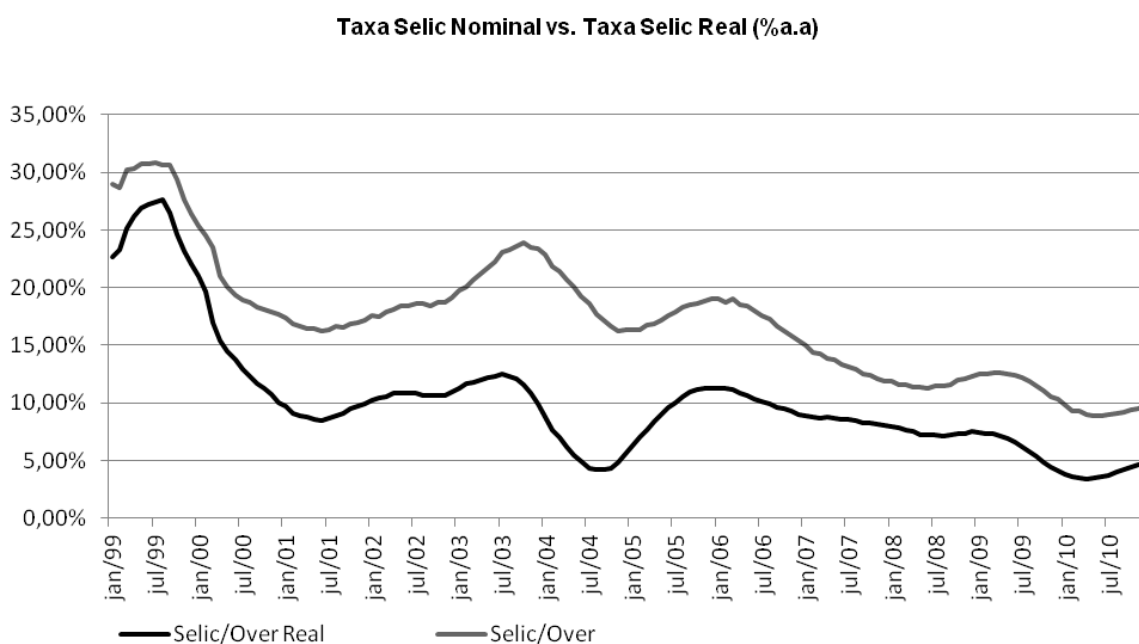
Em relação à utilização de uma âncora cambial para o controle da inflação, o principal efeito colateral foi a aceleração descontrolada da deterioração da Balança de Pagamentos. Entre 1994 e 1999, ano em que o câmbio se tornou novamente flutuante, o nível de reservas em dólar do Tesouro caiu de forma drástica, o aumento desenfreado da dívida pública se tornou impraticável e tão logo a inflação começou a dar sinais de instabilidade novamente.

Em 1999, quando o chamado populismo cambial foi finalmente abolido para a implementação do câmbio flutuante e do Regime de Metas de Inflação e o Real voltou a subir frente ao dólar, imaginava-se que os indicadores de inflação voltariam a disparar. Com essa perspectiva no horizonte próximo, o BCB passou a praticar taxas de juros

elevadíssimas, de forma a causar efeitos recessivos importantes na economia suficientes para evitar que a inflação saísse do controle.

Em 1998 a média anual da taxa Selic/Over Real ficou em 22,91% a.a e em 1999, em 22,06%. A partir do ano de 2000 a média começou a cair rapidamente, com o Banco Central praticando taxas de juros nominais mais baixas. Porém, com o ataque especulativo em 2001 e a grande incerteza que rondava os mercados no tocante às eleições de 2002, a taxa Selic voltou a ser usada para manter os indicadores de inflação dentro da meta, ficando a média anual para 2001 em torno de 17% e em 2002 em 19%, elevando a taxa real de juros média para quase 10% a.a em ambos.

Figura 1 – Evolução da taxa de juros real no Brasil - Acumulado últimos 12 meses - Jan. 1999 ¹/Dez. 2010



Fonte: IPEA-Data, (1) Ano em quem foi adotado o RMI e o câmbio flutuante.

A estabilização dos preços foi uma grande vitória e os esforços dos economistas envolvidos devem ser reconhecidos. Entretanto, como veremos mais a frente, a manutenção de algumas práticas e o não cumprimento de determinadas reformas necessárias para o período pós-estabilização foram cruciais para que, no longo prazo, não fosse possível manter baixas as taxas de inflação e praticar taxas de juros razoáveis concomitantemente. O resultado positivo obtido foi erroneamente creditado em sua

plenitude como benefícios advindos da nova prática de gestão da política monetária. Na verdade, como dito por Bresser-Pereira e Cleomar Gomes (2009, p. 23):

“Uma vez que a inflação em 1999, depois da flutuação cambial, foi menor do que a prevista, a conclusão geral dos autores é de que a experiência brasileira de metas inflacionárias tem sido bem-sucedida. Ao dizer isso, eles se apressaram a creditar à política de metas de inflação um resultado que não lhe era devido, pois esta foi adotada em julho de 1999, quando os efeitos inflacionários da depreciação cambial já haviam desaparecido.”

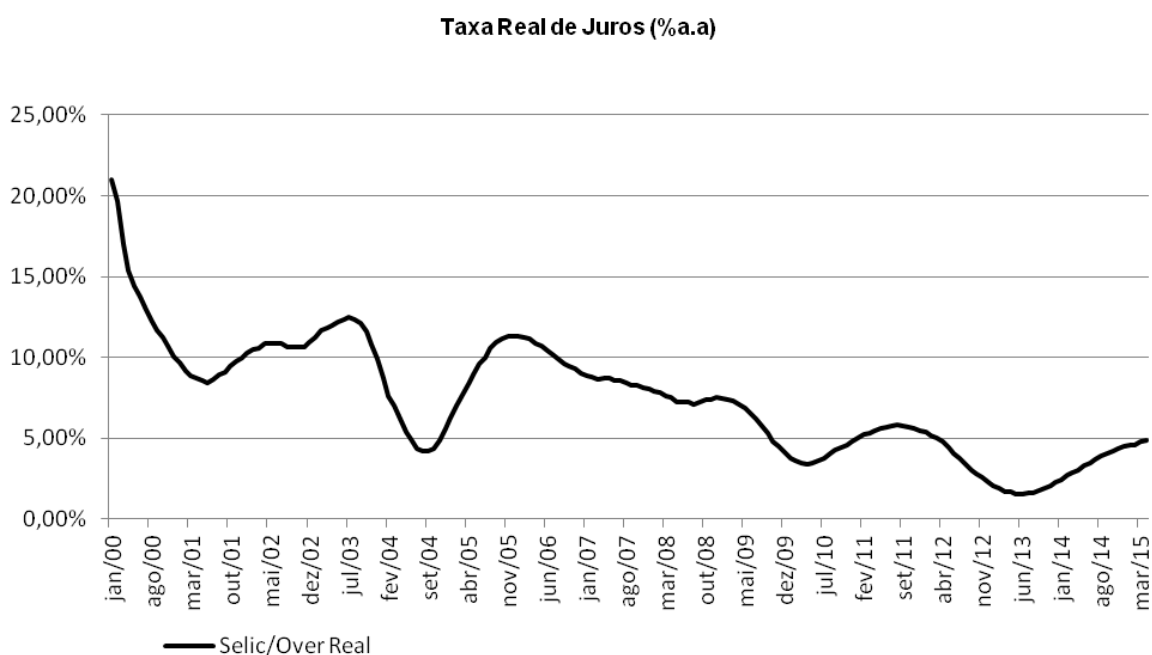
Por fim, apesar da prática da taxa Selic pelo BCB acima 20% durante todo o ano de 2003 e parte de 2004, em resposta a inflação que só voltou a casa de um dígito em abril de 2004, é visível que existe uma tendência de queda da Selic e junto a ela da taxa de juros real da economia. Essa tendência se verifica principalmente a partir de 2010, quando a Selic passou a casa de um dígito. Porém, como veremos na próxima seção, essa taxa voltou a subir nos meses recentes e apresenta uma resistência a queda abaixo de um determinado nível. Os motivos para isso serão aprofundados no próximo capítulo.

I.2. Brasil, o campeão mundial de juros reais

Como vimos na seção anterior, o Brasil enfrenta há décadas uma dificuldade em conciliar as metas inflacionárias definidas no RMI com níveis razoáveis de juros. Isso significa dizer que a política monetária no Brasil, por natureza, enfrenta obstáculos em manter-se flexível no longo prazo, de forma a garantir um período continuado de crescimento do produto e do emprego sem choques contracionistas mais importantes.

É inegável que essa dificuldade enfrentada pelo BCB em baixar a taxa básica de juros ao um nível normal (com Selic Real em torno de 3%, considerada normal para um país emergente) é responsável pelo endêmico hiato entre em o produto potencial e o produto verificado no Brasil nas últimas décadas e na corrente inclusive.

**Figura 2 – Evolução da Taxa Real de Juros (%a.a) - Acumulado últimos 12 meses
Jan. 2000/Abr. 2015**



Fonte: IPEA-Data

A **Figura 2** mostra que existe sim uma tendência de queda da taxa real de juros. Nos últimos anos entretanto, como podemos ver, ela ainda é muito alta e voltou a crescer nos últimos meses. Na seção anterior vimos que não houve no passado uma política consistente de longo prazo de redução gradual dessa taxa de juros, nem tampouco foi feito um planejamento nesse sentido na época em que o Brasil aderiu o RMI.

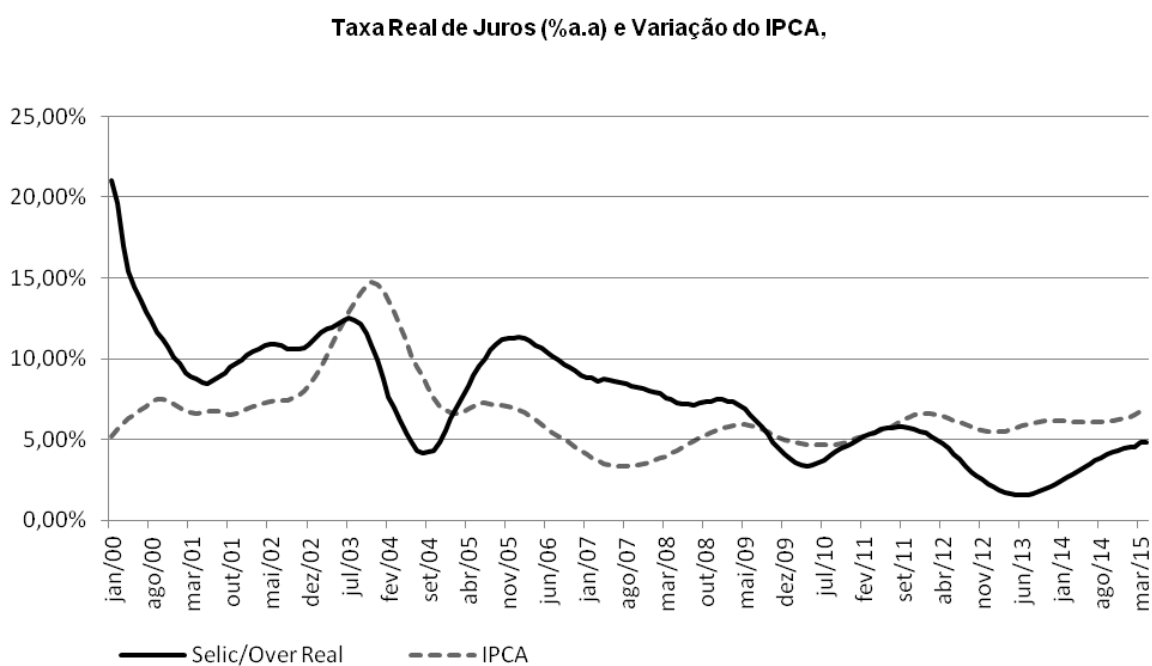
O Brasil na verdade se encontra em uma armadilha da taxa de juros altos que onera o país de forma muito elevada em termos econômicos e sociais, com baixas taxas de crescimento e emprego, alta dívida pública e uma relação perversa com os índices de inflação. Em 2013, tentou-se estimular a economia através da prática de juros mais baixos, chegando ao nível mais baixo de juros reais registrado no período, em torno de 1,6%.

Arelado ao estímulo monetário, outras políticas fiscais expansionistas de estímulo ao consumo de massas, como, por exemplo, o aumento do piso do salário mínimo, a redução de imposto sobre determinados tipos de produtos, fizeram com que

inflação voltasse a ser instável. Além disso, a pressão inflacionária teve auxílio de outros choques de oferta de alimentos e deficiência energética. Atualmente, vivemos esse cenário de incerteza em relação ao IPCA (Índice de Preços do Consumidor Amplo), que, como veremos adiante, sofre bastante influência de variações nos preços de produtos como combustível e energia elétrica.

A **Figura 3** mostra o comportamento do IPCA em relação à taxa real de juros e como que o primeiro apresenta um viés de alta, apesar das altas taxas de juros praticadas pelo BCB nos últimos 17 meses, com média em torno de 11% a.a no período (IPEA-Data). Esse fato deflagra a existência de uma armadilha da taxa de juros no Brasil. Em outras palavras, a condução da política monetária no Brasil esbarra constantemente em um limite, um piso, para a taxa básica de juros, onde abaixo dela, outros componentes macroeconômicos se tornam instáveis e prejudiciais à economia.

Figura 3 – Evolução da Taxa Real de Juros (%a.a) e Variação do IPCA - Acumulado últimos 12 meses - Jan. 2000/Abr. 2015



Fonte: IPEA-Data

De forma breve, existe um temor por parte dos economistas do BCB em reduzir a Selic em termos reais. O câmbio irá se depreciar, em reação a evasão de divisas do capital oportunista, os produtos importados se tornarão mais caros e haverá pressão

inflacionária. Essa relação perversa entre juros e inflação pode então ser melhor dita como uma relação perversa entre juros e taxa de câmbio, onde o impacto sobre o volume de reservas e, conseqüentemente, sobre a taxa de câmbio e o preço dos produtos importados ocorre muito antes que uma menor taxa de juros possa de fato causar alguma pressão de demanda no mercado. Com isso, antes de haver influências mais significativas da menor taxa de juros sobre o nível de atividade e consumo, o BCB já se vê compelido a parar de reduzir a Selic (OREIRO, De PAULA e SOBREIRA. 2009, p. 37).

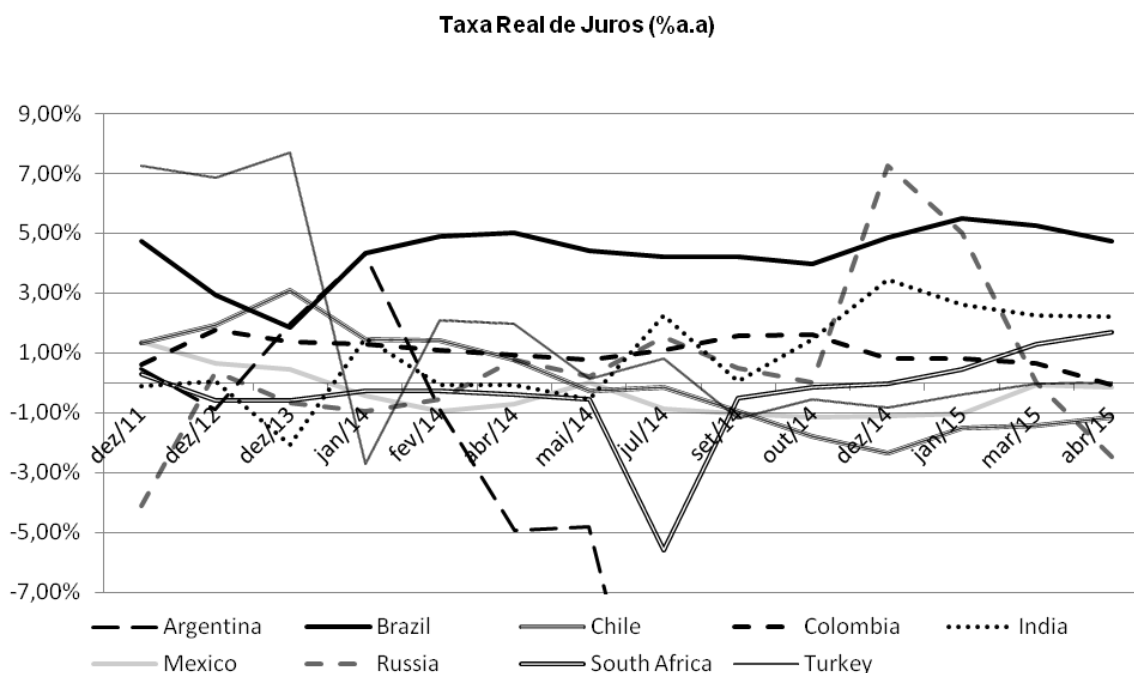
Podemos enxergar três problemas mais claros resultantes de taxas de juros tão altas. O primeiro é sobre o nível de atividade econômica que é onerado pela restrição ao crédito, principalmente, de longo prazo; e por consequência, sobre o nível de emprego da economia. O segundo é sobre a inflação, que, como podemos ver, torna-se necessário praticar taxas de juros cada vez mais altas para se obter uma mesma redução do IPCA. E o terceiro e menos ventilado na imprensa é o gasto com a rolagem da dívida, que é indexada em grande parte em títulos pós-fixados e corrigidos no overnight com base na Selic, fazendo com que o montante de juros a ser pago pelo governo cresça proporcionalmente ao aumento da Selic. No capítulo 3 veremos que esse coeficiente recebe um nome específico de taxa de juros implícita.

Em paralelo é importante comparar esse fenômeno com países com contextos econômicos similares ao Brasil. Na **Figura 4** foram comparadas as taxas reais de juros acumulados dos últimos 12 meses no Brasil com as de países como Argentina, Turquia, México, Colômbia, Chile, África do Sul, Rússia e Índia. Como podemos ver, o Brasil há anos é o campeão mundial de juros reais.

Já nas **Figuras 5 e 6**, como podemos ver, o Brasil é, dentre os nove países emergentes analisados, o país com maiores gastos com serviços da dívida em relação ao PIB. É notável a diferença na relação pagamento de Juros/PIB de Brasil e Chile. Se pegarmos a média de cada país no período 1999-2014, encontraremos para o Brasil um percentual de 5,39% e para o Chile 0,10%. Até mesmo para a Argentina, o valor é muito menor: 1,70%. A Índia que é o país que apresenta maiores gastos depois do Brasil e apresenta percentuais ainda elevados, mas dentro de uma faixa aceitável, com uma média de 4,51%. Sem sombra de dúvidas, o Brasil está fora dos parâmetros

considerados saudáveis para uma economia em termos de gastos com serviço da dívida. Isso endossa o que foi dito a respeito da armadilha da taxa de juros no Brasil e o fato de ela ser uma “jabuticaba”.

Figura 4 – Taxa Real de Juros (%a.a) – Acumulado últimos 12 meses – Nove economias emergentes mais importantes



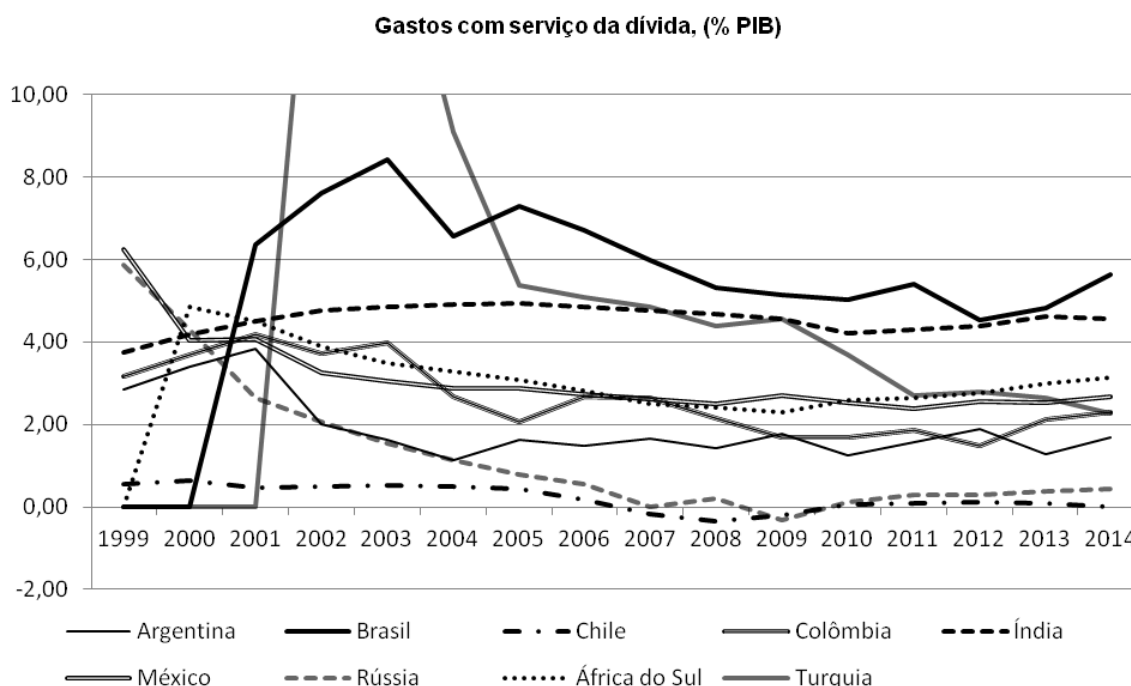
Fonte: World Bank e International Financial Statistics - FMI

Figura 5 – Gastos com serviço da dívida (% PIB) – 1999/2014¹ – Nove economias emergentes mais importantes

País	1999 - 2008	2009 - 2011	2012	2013	2014	Média
Argentina	2,10%	1,54%	1,89%	1,28%	1,68%	1,70%
Brasil	6,78%	5,19%	4,54%	4,83%	5,64%	5,39%
Chile	0,32%	-0,02%	0,11%	0,08%	0,01%	0,10%
Colômbia	3,09%	1,74%	1,48%	2,11%	2,30%	2,15%
Índia	4,62%	4,36%	4,38%	4,61%	4,57%	4,51%
México	3,43%	2,54%	2,55%	2,52%	2,67%	2,74%
Rússia	1,91%	0,03%	0,30%	0,37%	0,44%	0,61%
África do Sul	3,43% ³	2,51%	2,77%	2,98%	3,13%	2,96%
Turquia	8,78% ²	3,65%	2,78%	2,65%	2,27%	4,03%

Fonte: World Bank – Indicators, (1) O banco mundial define o gasto com serviço da dívida como sendo o saldo líquido dos empréstimos concedidos (+)/empréstimos tomados (-) mais o saldo de juros recebidos (+)/pagos(-). (2) Alguns países não tiveram dados disponíveis entre os anos de 1999 e 2001. As médias calculadas incluem apenas dados disponíveis.

Figura 6 – Gastos com serviço da dívida (% PIB) – 1999/2014 – Nova economias emergentes mais importantes



Fonte: World Bank – Indicators

I.3. Cenário atual

Atualmente, a situação é ainda pior. Para se ter ideia da dramaticidade do cenário, Almir Khair publicou recentemente no jornal Estadão os números mencionados para os últimos 12 meses (até Maio de 2015).

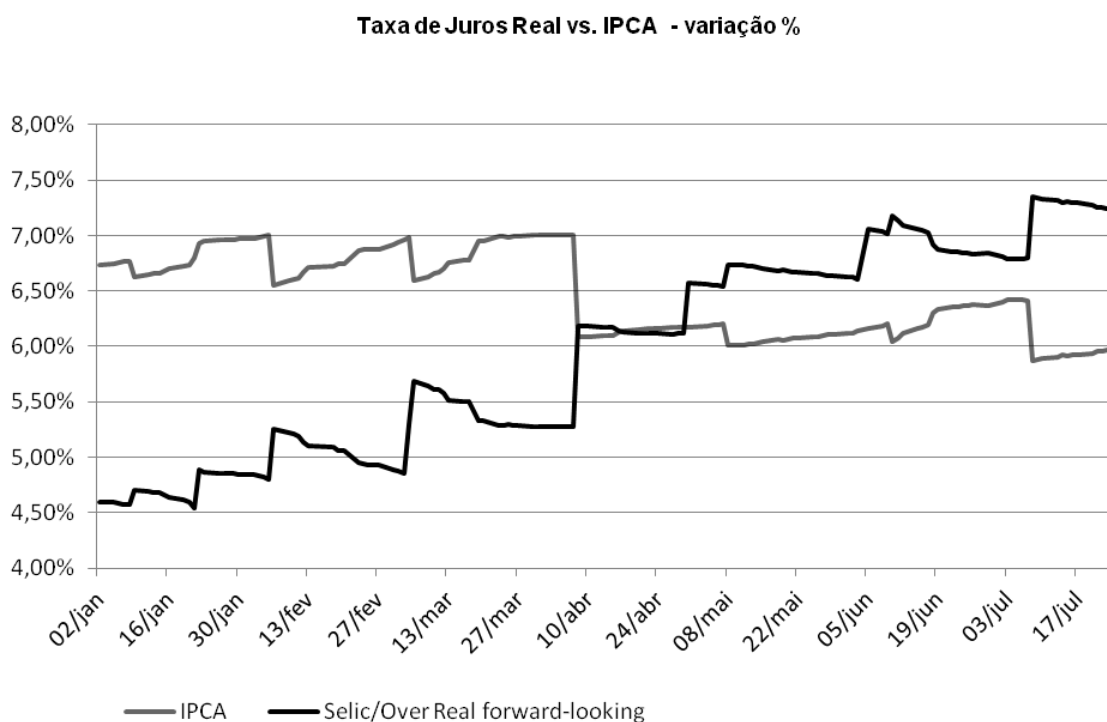
“Para piorar ainda mais os rombos fiscais, o Banco Central (BC) foi elevando sem parar a taxa básica de juros, cuja despesa nos últimos 12 meses até Maio atingiu R\$ 409 bilhões (7,2% do PIB), causando um déficit fiscal de R\$ 447 bilhões (7,9% do PIB), um recorde! Vale observar que os juros foram responsáveis por 91,5% do rombo fiscal”.

Aqui se torna importante a distinção de como o BCB se posiciona para por em prática as políticas monetárias contracionistas ou expansionistas, no RMI. A reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) estabelece patamares para a taxa Selic de acordo com a expectativa de inflação do mercado do mercado. Ou seja, ela ocorre sempre olhando para frente (“forward-looking”), ao invés de fazê-lo com base na

inflação corrente, já verificada (“backward-looking”). É o chamado “efeito calendário” sobre a condução da política monetária. As taxas de juros são estimadas a partir de uma regra de Taylor que leva em consideração a defasagem entre a projeção da inflação, coletada pelo Banco Central e exposta no boletim Focus, a meta definida pelo BCB e a defasagem entre projeção do hiato do produto e o hiato verificado (Banco Central do Brasil – Relatório Focus).

Pegemos a expectativa de inflação acumulada para os próximos 12 meses estipulada pelo relatório Focus do Banco Central, atualizado pela última vez no dia 27 de Julho de 2015. Com base na série diária anualizada da taxa Selic nominal informada pelo IPEA-Data, podemos construir a série de taxa de juros real *forward-looking* com base na expectativa de inflação.

Figura 7 –Taxa de Juros Real vs. IPCA - Acumulada próximos 12 meses – Jan. 2015/Jul. 2015



Fonte: Banco Central – Sistema de Expectativas de Mercado

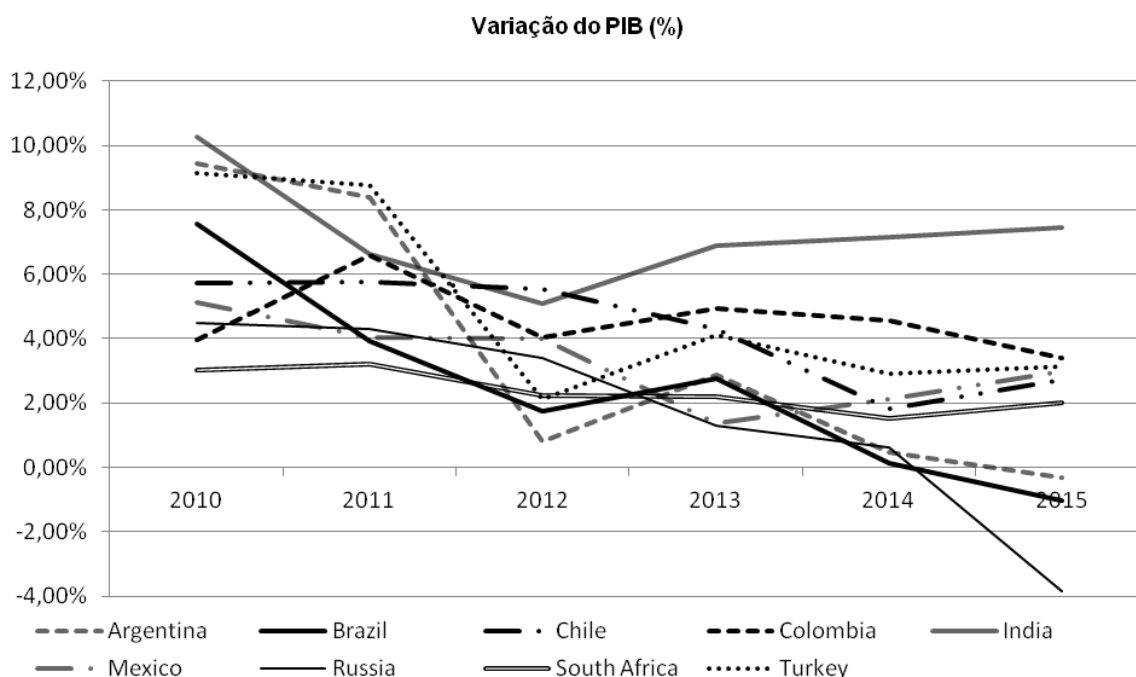
De fato, a taxa real obtida não difere muito do que observamos até o mês de Maio pela taxa *backward-looking*, ou seja, com base na inflação verificada para o período, ficando em torno de 6% para o mês de Abril. No dia 29 de Julho o Copom

anunciou uma nova alta da taxa Selic, para 14,25%, provavelmente prevendo a elevação do IPCA para algo em torno de 7% para o mês de Agosto. Isso confirma a escalada sofrida pela taxa real de juros demonstrada na tendência.

Como dito anteriormente, as altas taxas de juros afetam a economia em diversos sentidos. Os sinais claros dados pelo BCB à contenção da demanda agregada causam, em paralelo, o desaquecimento dos investimentos privados. O cenário de redução drástica das vendas para os próximos anos é acompanhado do aumento na taxa de desemprego. Ao mesmo tempo, uma economia em recessão é chave para a queda da arrecadação pública, o que vai de encontro às metas de superávit fiscal almejadas pelo governo com os ajustes fiscais promovidos desde o início de 2015.

Sendo assim, a **Figura 8** faz uma comparação entre os mesmos emergentes em termos de crescimento do produto, baseado em números do Fundo Monetário Internacional, mostrando o Brasil com a segunda pior taxa de crescimento do produto interno.

Figura 8 – Crescimento anual do PIB a preços constantes – Nove economias emergentes mais importantes - 2010/2015¹



Fonte: World Economic Outlook e International Financial Statistics, (1) Para o ano de 2015 foi considerado apenas o primeiro trimestre.

I.4. Conclusões

O Brasil enfrenta há anos entraves para conseguir um crescimento contínuo, sustentado e com inflação dentro da meta. Como apontado por muitos economistas da atualidade, o principal responsável por isso são as altas taxas de juros reais que oferecem resistência em baixar sem que haja um descontrole do IPCA. Percebemos que existe uma relação perversa na condução da política monetária, onde políticas expansionistas são abortadas por uma quase imediata desvalorização do câmbio e subsequente elevação do IPCA.

Apesar de haver uma tendência de queda da taxa de juros desde a implantação do Regime de Metas de Inflação e o fim da âncora nominal de câmbio, as taxas permanecem demasiadamente altas e têm apresentado tendências de aumento nos últimos meses. A ineficiência em conseguir afetar os níveis de inflação de forma mais aguda e o peso que a taxa de juros tem sobre o gasto público deflagram um fato importante, uma reforma que deveria ter sido feita quando da conquista da estabilidade de preços e que não aconteceu: a desindexação da dívida pública.

Nas duas últimas seções pudemos comparar o cenário macroeconômico do Brasil com seus pares emergentes ao redor do mundo e vimos que essa é uma dificuldade enfrentada exclusivamente pelo Brasil. Essa resistência a queda da taxa de juros real incorre em custos elevadíssimos em termos de atividade econômica, emprego e desintegração das contas públicas, fazendo com que o país atravesse a duras penas ano após ano sem conseguir manter um crescimento continuado e estável a taxas razoáveis.

O capítulo seguinte tratará de forma mais aprofundada como se dá o mecanismo de transmissão da política monetária, em especial o Efeito Riqueza. Abordará também o motivo pelo qual a política monetária no Brasil sofre com uma ineficiência específica, que por sua vez gera uma necessidade de se praticar taxas de juros exorbitantes para que se consiga o mesmo resultado em termos de esfriamento da demanda e estabilização da inflação para os casos em que esse obstáculo não existe.

CAPÍTULO II - A CONTAMINAÇÃO DA POLÍTICA MOENETÁRIA E O EFEITO RIQUEZA

No capítulo anterior analisamos a transição do regime de âncora nominal de câmbio para o regime de câmbio flutuante com metas de inflação. Vimos que para manter a taxa de inflação dentro da meta estabelecida, o Banco Central teve que praticar taxas de juros elevadíssimas e que mais de uma década depois da conquista da estabilidade de preços, continuam muito altas. O mesmo cenário não se repete em outros países com nível de desenvolvimento, restrições ao crédito externo e estrutura institucional similares aos do Brasil, sendo esse problema, definido como uma armadilha da taxa de juros, um problema específico brasileiro.

O principal motivo apontado para a necessidade de se praticar juros tão altos para manter a inflação na meta está na ineficiência de um canal específico da política monetária, o chamado Efeito Riqueza, ou Efeito Renda. Por conta da composição do estoque de títulos da dívida pública, com peso grande de títulos pós-fixados indexados a taxa Selic, o aumento da taxa de juros básica da economia não surte o efeito contracionista sobre a demanda vislumbrado pelos agentes do Banco Central. Em contrapartida, para convergir a inflação para a meta, é necessária uma alta muito significativa para que os demais canais de transmissão possam compensar a ineficiência do Efeito Renda.

Somado a isso, há ainda uma inconsistência na forma como as taxas de inflação são controladas mediante aumento dos juros. Por ser composto em boa parte por preços administrados, ou monitorados, o IPCA, índice usado como termômetro da inflação pelo Banco Central, se torna menos influenciado pela demanda agregada e consumo das famílias. Ao contrário, esses preços são significativamente afetados por choques de oferta, variações no câmbio e outros fatores exógenos que fogem ao controle da política monetária em si.

Para explicarmos melhor como ocorre a propagação dos estímulos e contraestímulos dados pelo Banco Central à atividade econômica, vamos mostrar como é composta a dívida mobiliária fiscal, apresentando os conceitos de *Duration*, prazo de

vencimento, cotação e cupons dos títulos federais. Mostraremos em especial como que a forma de cálculo de um título específico, as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), com grande peso na dívida mobiliária, é um dos grandes responsáveis pelo contágio da política monetária, ineficiência no combate à inflação e o alto custo de rolagem dessa dívida.

Na primeira seção, iremos discutir de forma breve os pilares teóricos sobre os quais foi estabelecido o Regime de Metas de Inflação em diversos países nas décadas de 1980 e 1990. Para isso serão apresentados os conceitos de discricionariedade limitada e credibilidade na condução da política monetária.

Na segunda seção, mostraremos o caso brasileiro e alguns fatores importantes que diferem na forma como o RMI foi implantado no Brasil e em outros países, casos de sucesso. Entre essas peculiaridades, falaremos do peso dos preços administrados sobre o IPCA, que o deixam particularmente vulnerável a choques externos. Serão abordados também os mecanismos de transmissão da política monetária, em especial o Efeito Riqueza e também os motivos para a ineficiência deste canal, a contaminação da política monetária e a composição da dívida mobiliária fiscal.

Em seguida, será destrinchada a forma como os títulos públicos são calculados de forma a ficar bastante explícito o motivo pelo qual determinado título onera de forma tão pesada a rolagem da dívida e constrange a propagação de medidas contracionistas da demanda agregada dadas via aumento da taxa de juros. Dessa forma, serão comparados os títulos pré-fixados, considerados salutares à política monetária, e os títulos pós-fixados, com detalhamento do cálculo de cupons.

A quarta seção explicará de forma mais aprofundada as consequências da atual composição do estoque de títulos para a dívida pública, para a tomada de decisão dos *policymakers* e para a atividade econômica em geral, estabelecendo uma conexão com o que foi abordado no primeiro capítulo. Ficando assim, a última seção destinada às conclusões e uma breve visão do cenário atual e as tendências atuais, de forma a estabelecer uma conexão com o último capítulo no qual serão propostas algumas soluções para o problema exposto.

II.1. O Regime de Metas de Inflação – princípios teóricos

Em 1944, quando tomou lugar os acordos de Bretton-Woods e o padrão-ouro vigente foi oficialmente abandonado, tornou-se premente a existência de uma nova âncora nominal para os preços. O câmbio fixo deixava economias emergentes muito expostas a desequilíbrios externos e o controle de agregados monetários também não era visto como solução. Isso porque a crescente velocidade de circulação da moeda por conta de novas tecnologias que dinamizavam o fluxo das transações financeiras fazia com que moeda fosse criada e destruída em uma velocidade para além de um controle rígido. Sob esse contexto e sob as grandes dificuldades enfrentadas por grande parte dos países em lidar com altas taxas de inflação em cenários de recessão econômica na década de 1970, teorias alternativas passaram a ganhar importância.

Segundo a teoria Novo-Keynesiana, a condução da política monetária nacional passou a ser pautada pela inexistência de um *trade-off* de longo prazo entre a inflação e o nível de crescimento do produto e do emprego, para altas taxas de inflação. Isso significa dizer que, para um nível de inflação elevado, já em regime de pleno emprego, o resultado de políticas expansionistas será apenas maior inflação, sem qualquer impacto sobre o produto.

Para elucidar melhor, vamos supor a política monetária no Regime de Metas de Inflação baseada em três principais pilares: o objetivo primordial sendo a estabilidade de preços, o princípio da discricionariedade limitada e a impossibilidade de ela ser usada para influenciar o produto e o emprego no longo prazo, apesar de poder arrefecer choques inesperados no curto prazo (como o estouro de uma bolha especulativa, por exemplo).

Para explicarmos o princípio da discricionariedade limitada, precisamos começar identificando outro importante pilar da boa condução da política monetária: a credibilidade das autoridades governamentais que, no caso da condução da política monetária, são os bancos centrais. A ideia por trás da necessidade de credibilidade dos *policymakers* é que é preciso cumprir o que foi divulgado/sinalizado pelo Banco Central e demais instituições envolvidas na determinação da política monetária.

Quando as expectativas dos empresários sobre os rumos dos indicadores macroeconômicos dessa economia são constantemente frustradas, criam-se mecanismos de defesa por parte desses agentes. Em outras palavras, se as metas de inflação forem descumpridas com frequência, a tendência é a de que os preços praticados pelo setor privado passem a ser atualizados sempre acima do que de fato é cabível. Dá-se início ao princípio da inércia inflacionária, onde a inflação passada influencia de forma decisiva na expectativa de inflação futura, podendo gerar níveis elevados de inflação sem que haja um fundamento prático mercadológico para tal.

Por isso o *trade-off* mencionado entre produto e inflação é falso no longo prazo. Sendo assim, o grau de rigidez com que a política monetária é seguida *by the book* é inversamente proporcional à capacidade de influenciar as expectativas dos agentes. Se as decisões tomadas pelos *policymakers* estiverem em linha com as expectativas dos agentes, as medidas em relação à taxa de juros e demais canais de transmissão podem ser feitas de forma mais flexível e menos custosas em termos de produto e emprego. Em países desenvolvidos, onde o governo e o banco central têm credibilidade, observa-se a condução da política monetária de forma mais flexível, maior discricionariedade e, portanto, com menor necessidade de elevações bruscas na taxa básica de juros.

II.2. O Caso brasileiro

No Brasil, a introdução do RMI foi feita de forma extremamente rígida. Objetivo era dar fim ao longo período de taxas de inflação exorbitantes e conseguir a estabilização dos preços a qualquer custo. De fato, nos meses que seguiram à introdução do modelo, a redução no ritmo de crescimento da inflação foi notável. Entretanto, como dito anteriormente, o Brasil possui algumas peculiaridades que impedem que o RMI se torne um regime plenamente virtuoso. Em outras palavras, que haja na condução da política monetária um planejamento de longo prazo de flexibilização, redução da taxa básica de juros e de estímulo à atividade econômica.

Entre essas peculiaridades, podemos destacar a excessiva vulnerabilidade do Brasil a choques externos, como queda no preço de *commodities* e variações significativas no câmbio, ambas verificadas recentemente. Em termos de inflação isso

acontece porque grande parte dos preços que compõem o IPCA são preços administrados.

Esses são relativos àqueles produtos cujo preço é determinado ou influenciado pelo governo, como o combustível e a eletricidade, balizados pelo IGP-DI e IGPM e, portanto, muito sensíveis a variações no câmbio. Estima-se que atualmente (até Março de 2015), os preços administrados representem (23,31%) de participação no IPCA (Banco Central – Relatório Focus). Destes, os maiores vilões da inflação são, em ordem, os derivados do petróleo, transporte, produtos farmacêuticos, planos de saúde e energia elétrica residencial, onde somados, chegam a representar quase 85% dos preços administrados e quase 20% do IPCA.

Em Maio de 2015, observou-se um reajuste dos preços administrados muito elevado, principalmente por conta do aumento do preço dos combustíveis e o encarecimento da energia elétrica, que sofreu com secas e a necessidade de operação de termelétricas, mais caras. Isso elevou a expectativa de inflação para os demais meses, acendendo o sinal de alerta no Banco Central.

Essa composição do IPCA faz com que o índice fique particularmente vulnerável a crises externas e variações cambiais de qualquer origem, dificultando ou quase impedindo um cenário em que o Banco Central possa trabalhar com políticas monetárias mais flexíveis. Esse fator somado a metas ambiciosas e com horizontes curtos de cumprimento fazem com que o Brasil descumpra ou revise a meta de inflação com frequência, prejudicando sua credibilidade e exigindo medidas rígidas de elevação dos juros para obter a estabilidade dos preços. Como disse AMARAL, R. (2006, p. 17):

“considerando que os preços analisados se situaram em quase todo o período acima dos preços livres, constata-se que a política monetária esteve extremamente condicionada ao comportamento da taxa de câmbio.”

Aqui cabe um paralelo em relação ao modelo do regime de metas inflacionárias que foi adotado nos demais países da América Latina, em casos de sucesso como no Chile. A utilização de bandas de variação de 2 a 4% com um horizonte de convergência de até 24 meses, deu espaço para que a política monetária fosse praticada de forma mais flexível e menos custosa em termos de produto e emprego. (AMARAL, R., 2006, p. 13).

Entretanto, além das complicações mencionadas anteriormente na indexação de preços no Brasil, a condução da política monetária sofre de mal pior: a contaminação da mesma por conta da indexação da dívida pública. Essa contaminação está diretamente atrelada ao conceito de Efeito Riqueza e como ele estando comprometido e sendo um importante canal de transmissão da política monetária na economia é responsável por grande parte da ineficiência registrada nas medidas adotadas pelo BCB em relação à taxa básica de juros.

O Efeito Riqueza se refere ao impacto sofrido pelos agentes econômicos detentores de determinados ativos sobre o preço de mercado destes quando ocorre uma variação da taxa de juros. Como um aumento da Selic gera uma taxa de desconto maior sobre os ativos financeiros, os agentes econômicos se veem em uma situação de empobrecimento, dispondo de menos riqueza para gastar com bens de consumo e serviços. Como veremos a seguir, existem determinados tipos de ativo, em especial um, que são imunes a variações na Selic, inibindo e, até mesmo, distorcendo o Efeito Riqueza e, por consequência, tornando as políticas monetárias adotadas muito menos eficazes.

Há décadas que o grande vilão deste efeito perverso sobre política monetária de viés contracionista atende pelo nome de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs). Esse título possui a característica particular de ter *Duration* igual a zero. Isso significa dizer que, quanto maior a composição deste título na Dívida Pública Mobiliária Fiscal (DPMFi), mais ineficiente se torna a elevação da Selic para gerar efeitos de redução da demanda agregada. Para elaborarmos melhor como esse processo ocorre, vamos falar brevemente sobre como foram formadas as LFTs e, em seguida, destrinchar como são calculados os preços e rendimentos dos títulos públicos de forma a tornar mais claro seus impactos sobre a condução da política monetária.

Primeiramente, as LFTs foram criadas em um período de hiperinflação, na metade final da década de 1980, após a percepção do fracasso do Plano Cruzado no congelamento de preços. A ideia original era criar um título totalmente indexado à taxa básica de juros de forma a enfrentar a inflação que crescia a galope e ao mesmo tempo evitar que essa alta de juros ocasionasse uma quebra generalizada dos bancos e, conseqüentemente, uma crise sistêmica.

Sob o nome de Letras do Banco Central (LBC), os títulos pós-fixados, atrelados à Selic, iriam substituir aqueles que eram majoritários na carteira dos bancos privados e que eram afetados pela variação na taxa de desconto. Dessa forma, com um título indexado ao *overnight* e sem risco de taxa, eliminou-se o principal perigo que levaria à quebra dos bancos: o descasamento de prazos e remuneração entre os títulos adquiridos no interbancário e aqueles oferecidos para os clientes, em forma de CDB e CDI (títulos de depósito bancário e interfinanceiro), (OREIRO e AMARAL, 2008).

A mudança para o nome de LFT ocorreu em 1988, quando foram extintas as antigas Conta Movimento e Conta Suprimentos, onde a dívida pública era financiada mediante empréstimos adquiridos junto ao Banco Central. Na nova constituição de 1988, a União teria uma conta única no Banco Central, com títulos do Tesouro que poderiam ser utilizados para fazer política monetária. Essa mudança teve um impacto significativo na relação de dependência entre as instituições da administração pública. Como dito em (OREIRO e AMARAL, 2008):

“Dessa forma, a administração monetária não pode ocorrer de forma totalmente independente da administração da dívida pública (Tesouro e BC). Ao definir metas para a taxa Selic e operar no open-market, o Banco Central não pode deixar de levar em consideração o impacto de tais políticas sobre o estoque de títulos públicos. Isso porque o alongamento e aumento da duração da dívida serão de extrema importância para a própria condução da política monetária.”

Para elucidarmos a diferença entre as LFTs e os títulos pré-fixados, vamos analisar com cuidado como cada um desses títulos tem seu preço formado e como se dá o rendimento deles. Dessa forma, poderemos entender qual a utilidade das LFTs para os agentes econômicos e porque eles oferecem um *hedge* para as instituições financeiras em momentos de crise.

II.3. A Precificação dos títulos federais

A principal diferença entre as LFTs e os demais títulos financeiros é que a primeira possui o que chamamos de *Duration* igual a zero. A *Duration* de um título se diferencia do prazo na medida em que a *Duration* é o impacto sobre o valor de um título quando há uma variação na taxa de juros. Isso influenciará o tempo necessário para o

resgate do título sem que haja perda de investimento. Caso haja um aumento da taxa de desconto, esse prazo será maior, impactando negativamente a riqueza do proprietário. O prazo de um título se refere ao número de dias úteis para o resgate daquele título segundo o contrato acordado. Em geral, os títulos do governo possuem um nome específico acompanhado do ano em que ele será resgatado, sendo o dia e o mês de resgate equivalentes ao dia e mês em que o contrato foi firmado.

Na **Figura 9**, podemos ver a disposição dos títulos públicos, no site do Tesouro Direto. Os títulos com taxas de rendimento maiores são os pré-fixados sem pagamento de cupons, que são semestrais, como é o caso das NTN (Notas do Tesouro Nacional), e variam de 6 a 10% a.a dependendo do prazo do título. As de série F (NTNF), como podemos ver abaixo oferece taxa de rendimento melhor e pagamento de cupons semestrais de 10%.

Figura 9 – Títulos ofertados pelo Tesouro Direto

Preços e taxas dos títulos públicos disponíveis para compra					
Título	Vencimento	Taxa % a.a.		Preço Unitário Dia	
		Compra	Venda	Compra	Venda
Indexados ao IPCA					
Tesouro IPCA+ 2019 (NTNB Princ)	15/05/2019	6,36	-	R\$2.116,31	-
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2020 (NTNB)	15/08/2020	6,36	-	R\$2.703,76	-
Tesouro IPCA+ 2024 (NTNB Princ)	15/08/2024	6,27	-	R\$1.543,56	-
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2035 (NTNB)	15/05/2035	6,29	-	R\$2.623,76	-
Tesouro IPCA+ 2035 (NTNB Princ)	15/05/2035	6,30	-	R\$800,27	-
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2050 (NTNB)	15/08/2050	6,18	-	R\$2.681,87	-
Prefixados					
Tesouro Prefixado 2018 (LTN)	01/01/2018	12,78	-	R\$746,35	-
Tesouro Prefixado 2021 (LTN)	01/01/2021	12,58	-	R\$525,82	-
Tesouro Prefixado com Juros Semestrais 2025 (NTNF)	01/01/2025	12,51	-	R\$876,08	-
Indexados à Taxa Selic					
Tesouro Selic 2021 (LFT)	01/03/2021	0,00	-	R\$6.981,84	-

Atualizado em: **21/07/2015 09:04**

Fonte: Tesouro Direto

Em geral, os títulos pré-fixados possuem rentabilidade determinada no dia da compra e o fluxo não é corrigido por nenhum indexador. O ganho obtido será a diferença entre o preço do título na data da compra e o preço no dia do vencimento. Ao

fazer um fluxo de pagamentos e trazê-los a valor presente, utilizamos uma taxa de desconto, que varia de título para título. Somando-se a esses fluxos o prêmio de ágio ou deságio, para os casos de títulos que pagam cupons semestrais, obtém-se a chamada Cotação do Título (%).

A Letra do Tesouro Nacional (LTN) é um título pré-fixado sem pagamento de cupons de semestrais e, portanto, sua cotação é dada pelo simples mecanismo de trazer a valor presente o preço do título na data de vencimento, com base da taxa de rendimento informada no momento da compra. Sendo assim, a cotação da LTN seria dada pela seguinte função, sendo DU relativo ao número de dias úteis entre a data-base do título e a data de aquisição do mesmo e o Valor Nominal sempre igual a R\$1000,00:

$$\text{Cotação} = \frac{1000}{(1 + \text{TAXA})^{\text{DU}/252}}$$

No caso dos títulos pré-fixados com pagamentos de cupons semestrais, como o NTN série F, os cupons, que no presente caso são 10% a.a, são descontados da taxa de juros a cada fluxo para se obter a cotação do título. As NTNf possuem ainda outra peculiaridade: são títulos cuja taxa de rendimento é dada pela Taxa Interna de Retorno (TIR). Sendo assim, a cotação seria dada pelo seguinte fluxo:

$$\begin{aligned} \text{Cotação} = & 1000 * \left[\frac{(1 + 1,10)^{0,5} - 1}{(1 + \text{TIR})^{\frac{\text{DU}1}{252}}} \right] + 1000 * \left[\frac{(1 + 1,10)^{0,5} - 1}{(1 + \text{TIR})^{\frac{\text{DU}2}{252}}} \right] + \dots + 1000 \\ & * \left[\frac{(1 + 1,10)^{0,5} - 1}{(1 + \text{TIR})^{\frac{\text{DU}n}{252}}} \right] + 1000 * \left[\frac{1}{(1 + \text{TIR})^{\frac{\text{DU}n}{252}}} \right] \end{aligned}$$

Com isso, cobrimos a metodologia de cálculo dos títulos do Tesouro Direto pré-fixados. Logo de cara, podemos ver duas características importantes do título pré-

fixado. No caso da LTN, qualquer resgate antes do prazo de vencimento acarretará em uma perda de capital para o proprietário em relação ao valor que ele resgataria caso cumprisse o prazo acordado. Ou seja, a *Duration* é exatamente igual ao Prazo Médio. Em relação às NTNFs, o pagamento de cupons semestrais reduz a *Duration* do título, pois permitem ao investidor a aplicação do valor do cupom de forma a reduzir o tempo em que ele pode resgatar o título sem perda de capital. Logo a *Duration* em geral é pouco menor que o Prazo Médio.

A grande diferença da capitalização destes para a dos títulos pós-fixados está no fato de que para os títulos pós-fixados, o Valor Nominal é atualizado periodicamente com base em seu indexador. Isso garante ao detentor do título um impacto menor sobre o preço de mercado deste caso haja variações no indexador e/ou na taxa de juros corrente. É importante ressaltar que apesar dos títulos NTN serem considerados pós-fixados pelo Tesouro Direto, em termos de Selic eles são títulos pré-fixados.

Para ilustrarmos melhor como isso ocorre, vamos pegar um título pós-fixado com bastante peso na DPMFi: as Notas do Tesouro Nacional série B (NTNB). Este é um título indexado ao IPCA, ou seja, o Valor Nominal do título é atualizado com base na inflação. Além disso, ele também é um título que paga cupons semestrais de 6% a.a ou 2,96% a.s, sendo que o pagamento do último cupom corresponde à data de resgate do título e a taxa de desconto também é a TIR. O cálculo do Valor Nominal Atualizado ocorre da seguinte forma, segundo a metodologia de cálculo de rentabilidade disposta no site do Tesouro Direto:

“Como a coleta de preços para cálculo do IPCA situa-se, aproximadamente, do dia 15 do mês anterior ao dia 15 do mês de referência, utiliza-se o IPCA projetado pelo mercado para atualizar o valor nominal da NTN-B, (...)”.

Dessa forma, o Valor Nominal Atualizado (VNA) será:

$VNA = 1000 * \text{fator de variação do IPCA entre o dia 15 da data-base e o dia 15 do mês atual}$

E o VNA projetado será então:

$$\text{VNA projetado} = \text{VNA} * (1 + \text{IPCA projetado})^x, e$$

$$x = \frac{\text{n}^\circ \text{ de dias corridos entre a data de liquidação e o dia 15 do mês atual}}{\text{n}^\circ \text{ de dias corridos entre o dia 15 do mês seguinte o dia 15 do mês atual}}$$

Dessa forma, a cotação não inclui o Valor Nominal no cálculo:

$$\text{Cotação} = \left[\frac{(1,06)^{0,5} - 1}{(1 + \text{TIR})^{\frac{\text{DU1}}{252}}} \right] + \left[\frac{(1,06)^{0,5} - 1}{(1 + \text{TIR})^{\frac{\text{DU1}}{252}}} \right] + \dots + \left[\frac{(1,06)^{0,5} - 1}{(1 + \text{TIR})^{\frac{\text{DU}_n}{252}}} \right] + \left[\frac{1}{(1 + \text{TIR})^{\frac{\text{DU}_n}{252}}} \right]$$

E o preço será dado por:

$$\text{Preço Unitário} = \text{VNA projetado} * \text{COTAÇÃO} \%$$

Agora que expomos como ocorre a atualização dos títulos pós-fixados (pré-fixados em relação à Selic), com base na projeção de seus indexadores, vamos a peculiaridade da LFT. Diferentemente dos demais títulos, a LFT possui ainda outra peculiaridade que lhe fornece a propriedade de possui *Duration* igual a zero.

As LFTs, como dito anteriormente, possuem o fator de atualização atrelado à Selic. Dessa forma, a atualização do Valor Nominal do título é dada pela taxa Selic acumulada entre uma data-base e a data de compra do título. Porém, no caso da LFT, a projeção do VNA para a data de liquidação é diária. Ou seja, o título será diariamente corrigido pela taxa Selic corrente. Dessa forma, a cotação da LFT se dará da seguinte forma:

$$\text{Cotação} = \frac{100}{(1 + \text{TAXA})^{\frac{\text{DU}}{252}}}$$

Por sua vez, o Valor Nominal será atualizado a partir da Selic acumulada entre 01/07/2000 e a data de liquidação. A grande diferença então se dá ao calcular o VNA projetado. Este será corrigido com data de liquidação de um dia:

$$\text{VNA projetado} = \text{VNA} * (1 + \text{SELIC})^{1/252},$$

e o preço unitário do título, que é o preço de compra será:

$$\text{Preço Unitário} = \text{VNA projetado} * \text{COTAÇÃO \%}$$

Pegemos o título ofertado na **Figura 9** como exemplo. Caso o investidor fizesse a compra da LFT de Preço Único (PU) R\$ 6981,84 em 1º de Julho de 2015 com

data de liquidação de 1º de Julho de 2021, a uma taxa Selic de 13,75% e data-base de 1º de Julho de 2000, obteremos um fator Selic dado por (1):

$$(1) \text{ Fator Selic} = 6,92884386269829$$

Sendo assim, o VNA desse título seria dado por (2):

$$(2) \text{ VNA} = 1000 * 6,92884386269829 = \text{R\$ } 6928,88$$

$$(3) \text{ VNA projetado para 2 de Julho de 2015} = 6928,88 * (1 + 0,1375)^{1/252} = \text{R\$ } 6932,42$$

Substituindo (3) no cálculo do PU, obtemos a cotação do título em 2 de Julho de 2015 (4):

$$\text{Cotação} = \frac{100}{(1 + \text{TAXA})^{\frac{3913}{252}}}$$

Fazendo os cálculos matemáticos, obtemos uma taxa de rendimento sobre essa LFT (5):

$$TAXA = 1 - \left[\frac{6832,37 * 100}{6981,84} \right]^{\frac{1}{15,58772}} = 0,32\% \text{ a. a}$$

Ou seja, segundo a metodologia de cálculo dada pelo Tesouro Direto, “(...) a rentabilidade bruta do título será a taxa Selic do período acrescida da taxa anualizada, que reflete o deságio do título”, que nosso caso é de 0,32% ao ano.

Do presente exercício podemos fazer a comparação com os títulos pré-fixados. O mecanismo de reconstrução diária do título, de forma que seu Valor Nominal Atualizado é diariamente projetado pela taxa de juros corrente, garante sua característica de ter duração igual a zero. Isso significa dizer que a LFT é um título sem risco de taxa. Ou seja, o tempo necessário que o investidor deve esperar para resgatar o título sem que haja perda de capital é zero.

Além disso, uma medida de viés contracionista por parte do Copom de aumentar a taxa de juros com objetivo de reduzir o poder de aquisição dos detentores do título pode ser distorcido na medida em que o valor projetado do título sofre um acréscimo, ainda que insignificante, correspondente ao fluxo diário corrigido pela Selic de um dia. Ou seja, o Efeito Riqueza é revertido, dando a impressão de enriquecimento ao investidor, podendo causar maior pressão inflacionária.

II.4. Consequências

Sendo assim, qual o efeito prático da existência desse tipo de título no sistema financeiro brasileiro? Em que momentos ele passa a ser mais procurado e ter tendência de crescimento no estoque da dívida pública? Quais os efeitos desse crescimento sobre a DPMFi? Quais os efeitos sobre o Efeito Renda e a condução da política monetária?

Primeiramente, devemos observar que em momentos de crise e necessidade de financiamento da dívida pública, não é possível aumentar a taxa de juros e manter o estoque de títulos pré-fixados sem desencadear uma crise no sistema financeiro e que tende a se propagar aos demais setores da economia dando margem a uma crise

generalizada. Como dito anteriormente, o descasamento de prazos e de taxas de rendimento são fatais para os bancos privados.

Dessa forma, o que ocorre é a substituição de títulos prefixados por títulos pós-fixados. Eles servem como proteção ao sistema financeiro, como um *hedge*. Como dito em (OREIRO e AMARAL, 2008, p.4):

“Esse fato parece ter se consumado desde então, ressurgindo episódios de mesma natureza, por exemplo, durante a crise asiática em 1997 e as crises de marcação a mercado e pré-eleitoral em 2002. Ambos os eventos atuaram como fatores limitadores do processo de alongamento do prazo médio da dívida, que vinha ocorrendo com a introdução de títulos prefixados e pós-fixados de maior prazo. Dessa forma, o Banco Central e o Tesouro Nacional frequentemente acabam se rendendo à necessidade de recomprar títulos do mercado com o objetivo de preservar a liquidez destes e garantir a rolagem da dívida pública.”

De fato, é possível extrair desse cenário dois problemas mais óbvios. A necessidade do Banco Central em garantir rolagem da dívida vem se tornando cada vez mais onerosa para os cofres públicos. Como visto no capítulo anterior, o Brasil é o país que mais paga juros dentre os emergentes e essa situação se torna ainda mais flagrante se comparado a países desenvolvidos. Estipula-se que pros últimos 12 meses até Maio de 2015, os gastos com a taxa básica de juros cheguem a quase R\$410 bilhões, representando 91,5% do déficit nominal (KHAIR, A., 2015)

Isso acontece porque não há no mercado nenhum título que garanta a preservação da riqueza caso o governo venha a aumentar muito a taxa de juros. Dessa forma, as LFTs competem no mercado com os demais títulos públicos e garantem um rendimento muito próximo àqueles oferecidos por bancos privados, com risco irrisório.

Os investidores preferirão não arriscar a perda de riqueza por uma taxa de rendimento tão próxima daquelas ofertadas pelas LFTs. Dessa forma, toda e qualquer expectativa de elevação da taxa de juros restringe as tentativas de alongamento e mudança da composição da dívida pública no Brasil com objetivo de sanar o problema previamente descrito (OREIRO e AMARAL, 2008).

Além disso, como descrito no começo do capítulo, a existência de títulos sem risco de taxa fazem com que a condução da política monetária se torne ineficiente. O importante canal de transmissão que é o Efeito Riqueza é duplamente afetado, praticamente desaparecendo. Primeiro, pelos títulos que possuem cláusula de recompra que veremos no capítulo 3; e segundo a característica de ter seu Valor Nominal diariamente recalculado, fazendo com que haja uma distorção no Efeito Riqueza dos detentores de títulos dessa natureza.

Ao perceberem que os preços dos ativos foram reajustados positivamente, os investidores, famílias e demais agentes econômicos detentores não só não amenizam a pressão de demanda sobre os produtos de bens e serviços do mercado, como ainda podem vir a enxergar um enriquecimento. Isso é o que chamamos de contágio das LFTs na política monetária. Esse revés será tão maior quanto maior for a parcela desses títulos na DMFi, fazendo com que seja necessário aumentar a taxa de juros muito mais para obter-se o mesmo resultado em termos de arrefecimento da inflação caso essa participação não fosse tão expressiva, uma vez que os demais canais tem de compensar a inexistência do Efeito Renda.

O resultado é a restrição de crédito brutal na economia, principalmente de médio e longo prazo, com baixíssimos níveis de crescimento do produto e do emprego, um aumento exponencial das dívidas das famílias, que por sua vez reagem elevando o nível de inadimplência. Além do já citado aumento do rombo fiscal devido a vastos pagamentos com serviço da dívida de curto prazo e redução da arrecadação de impostos.

Em contrapartida, o inverso acontece com títulos pré-fixados. Em especial, os títulos que não possuem pagamento de cupons semestrais, os chamados bullets, representados pelas LTN previamente descritas, que possuem a característica de possuir a *Duration* exatamente igual o prazo médio do título. Um aumento da taxa Selic reduz o preço de mercado do ativo, fazendo com que o Efeito Riqueza opere em sua plenitude e sendo então o melhor tipo de ativo para compor a dívida pública do ponto de vista da eficiência da política monetária. Essa redução do preço de mercado do ativo pode ser explicada em outras palavras pelo simples fato de que o valor de resgate do título é fixo e aumentos da taxa de desconto não acarretam em efeito algum a não ser a redução do seu preço de mercado.

II.5. Conclusões

O fim da hiperinflação verificada na década de 1980 no Brasil foi uma grande conquista. O Regime de Metas de Inflação feito de forma extremamente rígida foi responsável por conseguir a convergência da inflação para meta de forma rápida, com um horizonte bem curto. Isso, sem dúvidas, foi um fator que diferenciou a forma como o regime fora aplicado em relação a outros países ao redor do mundo. Sustentado nos pilares Novo-Keynesianos, o RMI tem por base a priorização do cumprimento de uma meta de inflação, discricionariedade limitada e inexistência de *trade-off* entre inflação e emprego no longo prazo.

Entretanto, como vimos no capítulo 1, depois de conquistada a estabilidade de preços no Brasil, se fazia necessário um planejamento de longo prazo para redução da taxa real de juros na economia via flexibilização da política monetária, de forma a conciliar o cumprimento da meta de inflação com um crescimento a taxas razoáveis e de forma sustentada. Para tal, era preciso que houvesse uma reforma na estrutura da dívida mobiliária fiscal, no sentido promover uma desindexação desta em relação à taxa Selic.

Como vimos, a presença de títulos pós-fixados onera de forma brutal as contas públicas, além de tornar extremamente ineficiente as políticas monetárias de viés contracionista quando se fazem necessárias em momentos em que a inflação ameaça escapar da meta estabelecida. Isso acaba por desencadear uma série de efeitos colaterais em cadeia, a começar pelo constante descumprimento da meta estabelecida. Isso afeta de forma decisiva a credibilidade dos *policymakers* perante o mercado, dando margem ao aumento da expectativa de inflação e surgimento da inércia inflacionária.

O resultado desse efeito em cadeia é a necessidade de um aumento muito maior da taxa Selic de forma a compensar a inexistência do Efeito Renda e sinalizar ao mercado o objetivo de convergir a inflação para a meta a qualquer custo. Os primeiros sintomas são o aumento maior ainda do déficit público e os efeitos recessivos naturais de um aumento da taxa básica de juros. Ou seja, trata-se de um círculo vicioso.

Essa ineficiência sofrida pela política monetária pode ser explicada pelo fato de as LFTs terem *Duration* igual a zero e não afetarem a riqueza dos detentores desses títulos. Além disso, por não terem risco de taxa, as LFTs tendem a crescer no estoque da

DPMFi em momentos de crise em detrimento dos títulos pré-fixados, o que limita o alongamento da dívida pública, crucial para a manutenção da dívida em níveis razoáveis e o fortalecimento de um mercado de crédito de longo prazo.

Vimos também que há uma inconsistência na forma como o IPCA é abordado pela política monetária de viés restritivo. Por ser amplamente composta de produtos cujos preços são determinados ou sofrem influência em alguma medida pelo governo e pela taxa de câmbio, aumentar a taxa de juros de juros com objetivo de conter a demanda agregada não surte efeito algum sobre esses preços e, por consequência, sobre o IPCA.

No próximo capítulo iremos contextualizar a existência das LFTs no estoque da dívida mobiliária. Apesar de desde 2010 haver uma política de redução da proporção das LFTs na DPMFi por parte do Banco Central, o peso ainda é grande e há ainda um agravante: existe um tipo de título que vem tomando o lugar das LFTs no mercado e que possuem característica muito similar, incorrendo na intensificação dos efeitos perversos já descritos. São as chamadas operações compromissadas.

CAPÍTULO III – A DESINDEXAÇÃO DA DPMFi E AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS

A presença maciça de títulos sem risco de taxa na Dívida Mobiliária Fiscal incorre em um alto custo de rolagem da dívida, onerando de forma desastrosa as contas públicas, repercutindo de forma negativa sobre oferta de crédito externo e sobre a capacidade de financiamento da economia; além de criar um círculo vicioso na relação juros-inflação por conta da ineficácia sobre em influenciar a demanda agregada.

Faz-se necessário um ajuste de fiscal de magnitude tal que permita que se faça a substituição completa de títulos pós-fixados por títulos pré-fixados, de forma a repassar aos investidores os efeitos provenientes de uma elevação da taxa Selic. Isso significaria promover um aumento da duração média da dívida, que ainda é muito baixa. Assim como se faz necessário também o alongamento do prazo médio da DPMFi, de forma que se deixe de usar a taxa de juros de curto prazo para rolagem da dívida pública.

Sendo assim, na primeira seção iremos analisar ano a ano como evoluiu o estoque de títulos da dívida mobiliária fiscal, por tipo de título e por tipo de indexador. Assim como seu prazo médio, colocando como ponto de observação as diretrizes adotadas desde 2010 pelo Banco Central visando a redução da importância das LFTs no estoque da mesma.

Em seguida, iremos analisar as Operações Compromissadas, títulos específicos que vêm ganhando importância no sistema financeiro e que possuem características similares às LFTs, fazendo com que a redução em estoque dessas últimas seja compensada pelo aumento da primeira, mantendo e intensificando, como veremos, a relação perversa existente. O que são e como interagem dentro do sistema financeiro serão questões analisadas nessa seção.

Para tal, será necessária uma coordenação fiscal e monetária que arrefeça os choques de longo prazo causados pela desindexação. As bases teóricas serão discutidas todas nessa seção.

Na penúltima seção iremos avaliar como se daria a completa desindexação da dívida fiscal, o que seria encarado com uma reforma fundamental que está pendente desde a implementação do Plano Real há mais de 15 anos. Para que isso ocorra, seria necessária uma substituição plena do estoque de títulos pós-fixados por títulos pré-fixados e conseqüentemente um dispêndio de grande volume por parte do governo para pagamentos de prêmios, em forma de um ajuste fiscal.

Por último uma breve conclusão do capítulo, expondo o que foi discutido. Torna-se cada vez mais urgente a necessidade de reformarmos a estrutura da dívida fiscal para que a condução da política monetária possa voltar a atuar de forma flexível e para que o pagamento com serviços da dívida deixem de ser estratosférico, penalizando fortemente a economia como um todo e que as metas de inflação passem a ser definitivamente um guia de condução da economia e não mais uma armadilha de juros em que o Brasil fracassa ano após ano em superar.

III.1. A evolução do estoque de títulos da DPMFi

No capítulo anterior vimos as propriedades de diversos títulos ofertados pelo Tesouro e como seus preços são calculados. Aqueles que não possuem indexadores atrelados à projeção do Valor Nominal Atualizado são considerados pré-fixados e são os títulos mais salutares à dívida pública. Isso é verdade por dois motivos principais.

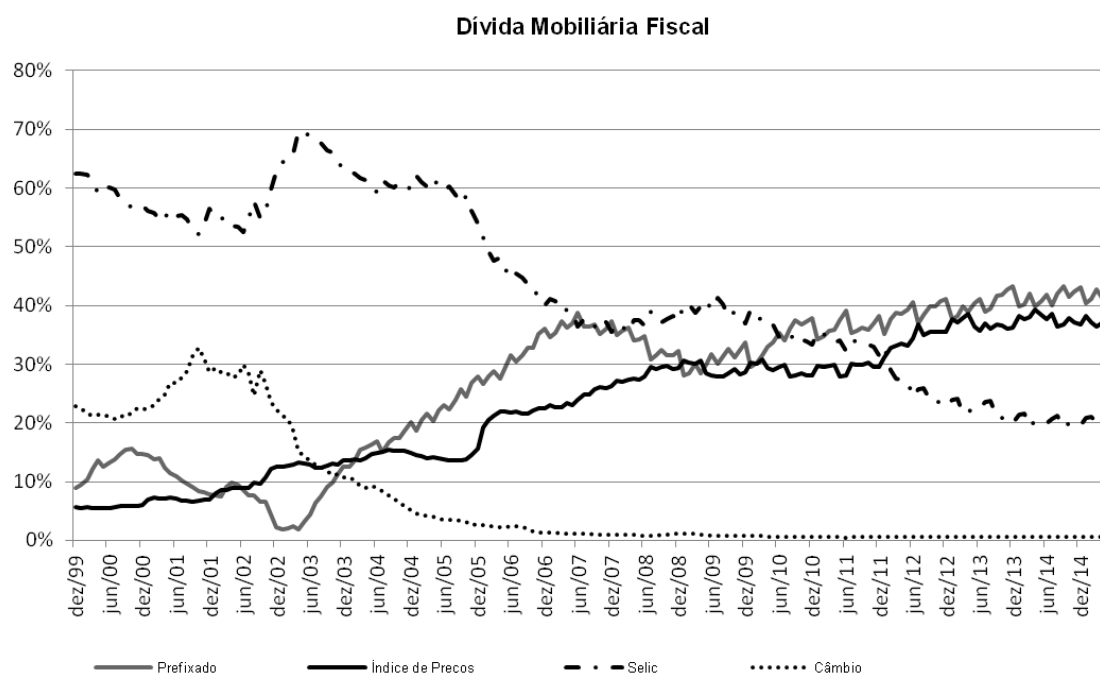
O primeiro é por tornar ativo o Efeito Riqueza descrito anteriormente. Como vimos, quando esse canal está ativo, o aumento da Selic necessário para se obter um impacto sobre a inflação é sensivelmente menor. Isso se reflete na dívida pública de diversas formas indiretas. Taxas mais baixas de juros dão margem a taxas de investimento e crescimento maiores, que por sua vez refletem em maior arrecadação de impostos. Taxas maiores aumentam a inadimplência e retraem a atividade econômica.

O segundo motivo é mais direto. A existência de títulos não indexados à taxa de juros faz com que os preços dos títulos deixem de ser reavaliados conforme a variação na taxa Selic. Isso garante um passivo menos caro ao Tesouro, que se vê obrigado a gastar menos com serviços da dívida. Como vimos no capítulo 1, o governo brasileiro é

disparado, dentre os emergentes, o país com maior gasto em relação ao PIB com serviços da dívida.

O gasto com serviço da dívida em relação ao PIB em 2014 que foi de quase 5,7%, segundo os dados do Banco Mundial, chegou a 7,2% em 2015. São valores escandalosos, que deflagram como a prática de juros altos no Brasil onera não só o setor privado e a atividade econômica como um todo, mas também corrói as contas públicas a taxas crescentes. Em um cenário de pressão por ajustes fiscais de forma a conter o crescimento da dívida pública e manter o grau de risco dos ativos brasileiros, torna-se ainda mais emergencial a necessidade de reduzir o peso dos pagamentos de juros na dívida pública.

Figura 10 – Principais indexadores da Dívida Mobiliária Fiscal – Dez. 1999/Mai. 2015



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Como podemos ver na **Figura 10**, a proporção de títulos indexados à Selic vem caindo progressivamente a partir de 2004, voltando a subir a partir de 2008, mas novamente declinando a partir de 2010, com as diretrizes adotadas pelo Banco Central com o objetivo de reduzir o peso destes na DPMFi. Essa queda foi compensada pelo aumento da proporção dos títulos pré-fixados, como a LTN e a NTN série F, e pelos

títulos indexados a índices de preço, majoritariamente ao IPCA, também pré-fixada em termos de Selic.

Entretanto, podemos estabelecer uma relação ainda mais próxima entre as LFTs e os pré-fixados (LTNs, especificamente). A **Figura 10** nos ajuda a perceber que há uma relação direta na queda da proporção dos títulos indexados à Selic e o aumento do peso dos títulos não indexados, assim como o contrário. Isso explica o que foi dito no capítulo anterior que os dois tipos de título atuam de forma oposta em termos de duração.

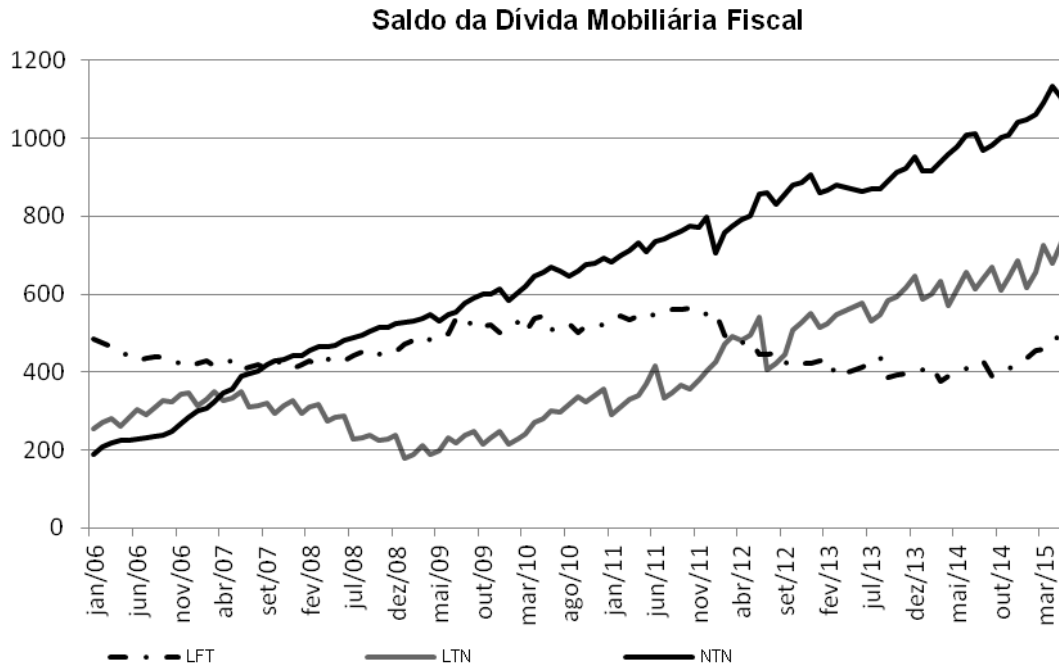
Em períodos de crescimento e ciclos virtuosos, o Banco Central age para alongar a sua dívida e reduzir o gasto com juros através do aumento de oferta de pré-fixados, com melhores taxas de rendimento. Em contrapartida, em momentos de crise e incerteza, como ocorridos no final de 2008, onde se cria a expectativa de elevação da taxa Selic, as LFTs ganham mais importância, sendo amplamente demandadas por fundos multimercados, de forma a transferir o risco de perda de capital quase que integralmente para o governo.

Como dito em AMARAL (2006, p. 19):

“Nesse contexto, a cultura do DI, onde os passivos e ativos de empresas, investidores e bancos são referenciados na taxa do CDI, faz com que a demanda por títulos pré-fixados seja oriunda majoritariamente de bancos ou fundos de investimento alavancados – fundos multimercados ou *hedge funds* estrangeiros (FERREIRA, ROBOTTON e DUPITA, 2004). Portanto, a demanda pelos títulos pré-fixados passa a ser uma demanda predominantemente especulativa, onde expectativas de novas elevações da taxa de juros básica restringem a continuidade do processo de elevação da duração da dívida”.

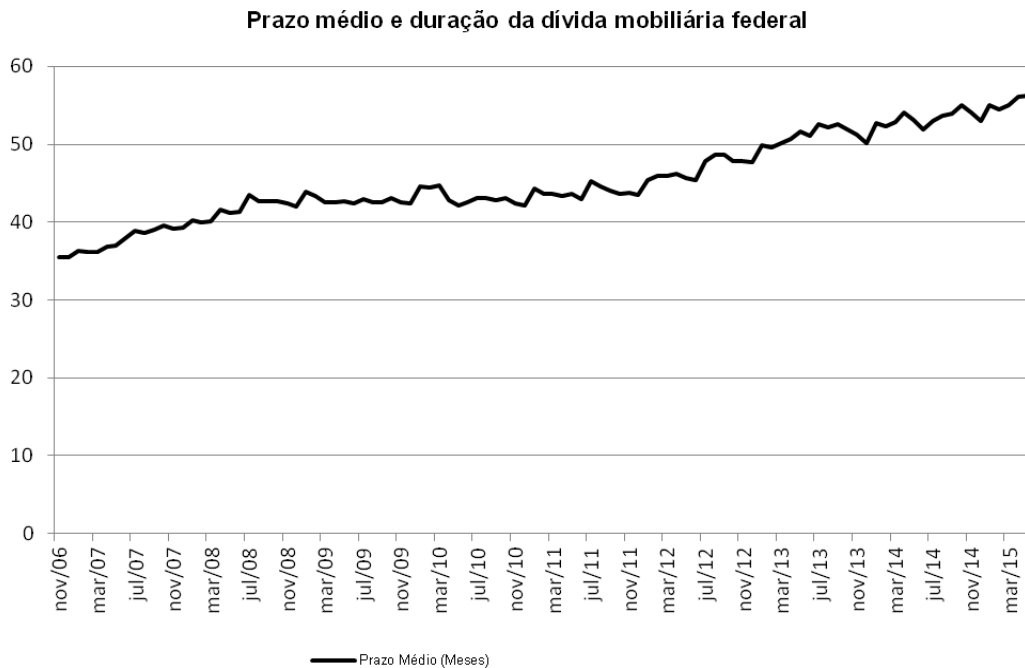
A **Figura 11** ajuda a ilustrar a tendência de alongamento da dívida mobiliária através da emissão de títulos NTN, com prazo mais longo, em detrimento das LFTs. Vemos que foi a partir de 2012 que as *bullets*, LTNs, passaram a ter peso maior no estoque do que as LFTs, apesar de essas últimas terem apresentado tendência de alta nos últimos meses, como mencionado.

Figura 11 – Saldo da Dívida Mobiliária Fiscal agregado por principais títulos em R\$ (Bilhões) – Jan. 2006/Mai. 2015



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Figura 12 – Prazo médio e duração da dívida mobiliária federal em meses – Nov. 2006/Mai. 2015



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

As NTNs, apesar de menos prejudiciais aos cofres públicos, também são títulos indexados, com a exceção da NTN-F e, portanto, são obstáculos para o pleno funcionamento do Efeito Riqueza na condução da política monetária. Sendo desse montante o principal representante a NTN-B, os tomadores desses títulos que apostam em alta da inflação, uma vez que esses são títulos indexados ao IPCA. Com isso, se a inflação vier a aumentar, o preço dos títulos também aumenta, reduzindo a *Duration* média do estoque. A **Figura 12** nos dá a evolução do prazo médio da dívida interna.

Como dito anteriormente, a busca por ativos de curto prazo (que, entre outras coisas, servem para adequar a demanda e a oferta de financiamento dentro da economia), por parte das instituições financeiras comerciais se explica na necessidade de “casamento” entre os prazos de seus ativos, de forma a reduzir consideravelmente o seu risco. Isso porque quanto maior o portfólio da carteira de crédito, maior a tendência de diferença de prazos de recebimento entre os ativos e os passivos. Oscilações na taxa de juros podem causar impactos importantes no patrimônio dessas instituições.

Porém, o impacto do excesso de ativos de curto prazo na carteira do Banco Central tem implicações diretas nas finanças públicas, como bem explicado em nota no site do Banco Central do Brasil:

“Do ponto de vista macroeconômico, o aumento da prefixação da dívida pública, representada pela elevação de sua duração, reforça um dos mecanismos de transmissão da política monetária, denominado “canal riqueza”, ao mesmo tempo em que reduz a volatilidade da dívida. (...), ao passo que, pelo ponto de vista de finanças públicas, duração média maior implica em menor volatilidade do custo da dívida mobiliária, uma vez que a rolagem da dívida incorporará novos níveis de taxa de juros mais lentamente. Assim, será menor o impacto fiscal da política monetária.”

Além disso, esses títulos de curto prazo ainda exercem um efeito perverso sobre o mercado de crédito brasileiro, pois, como vimos, esses títulos possuem remuneração diária e liquidez plena, já que possuem como emissor uma instituição confiável. Dessa forma, a preferência por esses títulos se dá em detrimento de aplicações de crédito de prazo mais longo e cujo prêmio de risco é muito próximo às de curto prazo e muito melhores se comparadas a outras aplicações de crédito de longo prazo ao setor privado.

Por isso, a capacidade de investimento de longo prazo fica muito restrita aos insólitos fluxos de longo prazo existentes, limitando seu crescimento no Brasil. O que se observa na verdade é que o crédito de longo prazo acaba ficando quase exclusivamente por conta de bancos públicos, em especial o BNDES. Contudo, como veremos na seção 3.3, o amplo financiamento a esses bancos causou graves distorções na dívida pública nos últimos anos.

III.2. As operações Compromissadas

É fato que as LFTs tem tido sua importância dentro do estoque da dívida interna reduzida de forma significativa desde o final de 2011, representando hoje em torno de 20,1% do total. Em verdade, a redução da proporção das LFTs na dívida federal é uma iniciativa do Banco Central junto à Secretaria Tesouro Nacional (STN) que ocorre desde 2006 e vem surtindo efeito, apesar de nos últimos meses ter aumentado e apresentar tendência de alta.

Figura 13 – Dívida Líquida do Setor Público em R\$ Milhões – Acumulado últimos 12 meses – Jan. 2010/Jun. 2015

Discriminação	2010	2011	2012	2013	2014	mai/15	jun/15
Banco Central do Brasil	368 999	599 046	693 505	804 454	909 952	1044 458	1026 412
Base monetária	166 073	214 235	233 371	249 510	263 529	239 513	231959
Dívida mobiliária do Bacen ^{1/}	0	0	0	0	0	0	0
Operações comprometidas^{2/}	454 710	34 1878	523 995	528 734	809 063	869 617	833 665
Depósitos no Bacen	63 292	37 1253	273 987	312 380	282 930	285 453	281052
Créditos do Bacen às inst. financeiras	-28 306	-36 971	-38 324	-25 968	-24 525	-23 873	-23 954
Demais contas do Bacen	-3 097	-4 100	-3 398	36 983	25 301	10 263	6 678
Relacionamento com Governo Federal	-283 673	-287 250	-296 126	-297 184	-446 346	-336 516	-302 988
Conta única	406 354	475 622	620 401	655 965	605 921	711047	774 016
Dívida Mobiliária na carteira do Bacen	-637 815	-75 1837	-906 627	-958 098	-1117 440	-1112 021	-1123 411
Equalização Cambial ^{7/}	-52 212	-11035	-9 901	4 949	65 173	64 459	46 407
Governos estaduais	335 899	380 897	404 953	430 635	477 025	489 759	493 825
Dívida mobiliária líquida	0	0	0	0	0	0	0
Renegociação (Lei nº9.496)	316 364	369 357	392 537	410 414	422 387	436 253	437 136
Renegociação (Lei nº8.727)	21623	15 671	11969	7 604	6 670	6 477	6 434
Dívidas reestruturadas ^{3/}	3 498	3 158	3 196	3 487	3 462	4 141	4 040
Dívida bancária estadual	12 546	22 035	34 187	55 395	85 801	94 141	96 032
Outros débitos ^{9/}	19 994	19 574	19 288	18 599	17 776	17 200	17 206
Arrecadação a recolher	-1405	-1002	-1036	-2 093	-922	-2 375	-2 356
Depósitos à vista	-2 695	-3 329	-4 241	-2 775	-2 958	-2 509	-2 269
Outros créditos ^{10/}	-34 025	-44 567	-50 946	-59 996	-55 191	-63 567	-62 397

Fonte: Banco Central – Elaboração Própria

Isso significaria dizer que no geral, todo o problema apresentado no presente trabalho está no rumo correto para ser solucionado, sem necessidade de alarme? Errado. A diminuição da proporção das LFTs foi amplamente compensada pelo crescimento vertiginoso das chamadas operações compromissadas, títulos de prazo curtíssimo, entre 1 e 180 dias, também indexados à Selic diária com cláusula de recompra e que são utilizadas pelo Banco Central para garantir a liquidez a do mercado financeiro. Para entendermos melhor como isso acontece, elaboremos com calma o que são as operações compromissadas.

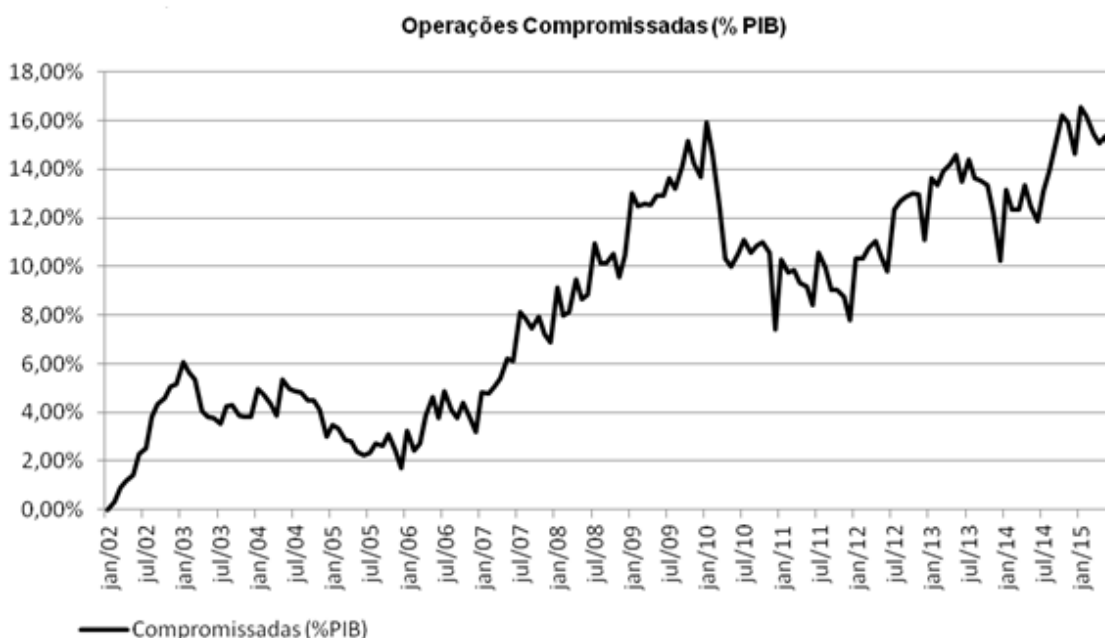
Sabemos que o principal método de operação da política monetária pelas autoridades é a taxa básica de juros da economia. Contudo, a Selic não é determinada de forma direta, impondo-se o número de forma arbitrária. Na verdade, a autoridade responsável, o Copom, se reúne periodicamente (a cada 42 dias) para estabelecimento de uma meta para a Selic, levando em consideração fatores como expectativa de inflação, movimentação cambial e a necessidade de dar liquidez aos mercados. Para tal, o Banco Central opera no Mercado Aberto, realizando compras, recompras e leilões exclusivamente de títulos financeiros federais de forma a regular a disponibilidade e o custo das reservas bancárias e manter a taxa Selic dentro da meta estabelecida pelo Copom (BCB-DEPEC).

Vale lembrar que o valor da Selic é obtido a partir da média entre a taxa de rentabilidade do volume de títulos negociados no mercado interbancário diariamente e custodiados pela Selic, que são as operações compromissadas e as LFTs. Essa taxa de rentabilidade por sua vez é obtida a partir do cálculo entre o preço de compra e o preço de venda, com prazo, em geral, de um dia útil. Dessa forma, as operações compromissadas são utilizadas para gerenciamento da liquidez do mercado de reserva bancária.

Já as reservas bancárias são as contas que todas as instituições financeiras não públicas mantém junto ao Banco Central e que existem para que sejam feitos os recolhimentos dos chamados Depósitos Compulsórios. É por meio dos Depósitos Compulsórios que o Banco Central poderá aumentar ou diminuir a capacidade de alavancagem e criação de moeda escritural por parte das instituições financeiras comerciais.

Como vimos, a política monetária então atuará por meio de três canais específicos: recolhimento do compulsório (podendo ser em espécie ou títulos - sendo tanto maior quanto maior for o descasamento entre a expectativa inflacionária e a meta estabelecida pelas autoridades monetárias, de forma a fazer uma política monetária restritiva), as operações de redesconto de liquidez (utilizados para evitar efeitos colaterais de falta pontual de liquidez dos bancos) e as operações em mercado aberto.

Figura 14 – Operações compromissadas (%PIB) fluxo mensal – Jan. 2002/Jun. 2015



Fonte: Banco Central – Elaboração Própria

As operações compromissadas, títulos de curtíssimo prazo indexadas ao *overnight*, vêm sendo então amplamente utilizadas no mercado aberto, crescendo de forma avassaladora desde 2006, como veremos, para diversas outras atividades que não a simples garantia de liquidez do mercado interbancário. A **Figura 14** mostra a evolução da emissão de operações compromissadas desde 2002 até Junho de 2015.

Em Dezembro de 2014, o aporte de compromissadas foi R\$ 809 bilhões, significando um aumento de quase 55% em relação ao ano anterior, segundo dados do Banco Central. Esse valor representa 28% da dívida bruta e, com a Selic da época em

torno de 12,25% a.a, representava um custo anual ao governo de R\$110 bilhões. “É o mesmo custo de dois programas do Bolsa Família” (SALTO, F. e RIBEIRO, L.,2015).

Até Abril de 2015, houve leve redução no aporte de compromissadas do Banco Central, em torno de 849,8, o que representa 15,1% do PIB brasileiro. Porém, existem dois agravantes, a prazo médio desse aporte é de 27 dias e esses títulos são remunerados com base em uma Selic maior que a do ano passado. O resultado é que, segundo Felipe Salto publicou em seminário sobre Política Fiscal no Insper em Maio de 2015, o custo da gerência dessa dívida aumenta para R\$115 bilhões por ano. É uma quantia grande demais para ser remunerada em taxas de curtíssimo prazo tão elevadas. Não sem motivos, como vimos no capítulo 1, o governo vem apresentou até o mês de Maio um déficit nominal entre 7,8% e 7,9% do PIB (SALTO, F.,2015), sendo o pagamento de juros o grande responsável por isso.

Em relação à condução da política monetária, se somarmos o aporte de operações compromissadas aos demais títulos custodiados pela Selic, em torno de R\$559,5 bilhões, chegaremos ao total de R\$1,4 trilhão, 25,1% do PIB e quase 41% da dívida bruta (SALTO, F., 2015). Dessa forma entendemos como que, apesar de o peso das LFTs não ser mais tão grande como no passado, o gasto com juros no Brasil continua sendo o maior do mundo sem competidor próximo. É notável como as operações compromissadas assumiram uma parcela enorme da dívida pública nos últimos anos. Estima-se que entre 2006 e Abril de 2015 a dívida pública indexada à Selic tenha ficado entre 39,2% e 40,7% (SALTO, F., 2015).

Como disse Yoshiaki Nakano em artigo para o jornal Valor em Junho de 2015:

“O setor público está vivendo uma situação como se nós estivéssemos próximos a uma hiperinflação, pois mais de 40% da dívida pública mobiliária está sendo financiada diariamente no mercado da moeda e não no mercado de poupança como deveria ser [se referindo ao mercado de curtíssimo prazo, ao invés de ocorrer no mercado com títulos de prazo longo].”

Felipe Salto e Leonardo Ribeiro fazem ainda outra ressalva em relação a forma como a gerência das reservas é feita em outros países por meio de títulos similares. Nos Estados Unidos, os “*securities repurchase agreements* (“Repo”)” foram amplamente utilizados no combate a crise de 2008 de forma a dar liquidez ao mercado

financeiro e estimular o fluxo de crédito. Contudo, como analisado por Fernando Nogueira:

“No Fed, [em 2013] quase US\$ 1,5 trilhão estavam depositados pelas instituições financeiras, o equivalente a praticamente 10% do PIB [enquanto que no Brasil, a dívida de curto prazo em 2013 chegava 39% do PIB] (SALTO, F., 2015)”

Para entendermos o motivo de terem sido negociadas tantas operações compromissadas no mercado aberto nos últimos anos é preciso entender a trajetória da economia desde o segundo governo de Lula, em 2006, e como que a dívida pública financiou a economia nesse período. Um dos principais motivos apontados por Felipe Salto, Leonardo Ribeiro e Fernando Nogueira da Costa foi a necessidade de esterilização do fluxo de reservas cambiais que o Banco Central teve que fazer frente à aceleração da compra de reservas cambiais, principalmente a partir de 2012.

O segundo motivo foi o financiamento aos gastos públicos em geral empreendidos pelo governo com objetivo de garantir o crescimento do produto e o combate a choques oriundos da crise externa, assim como a esterilização dos compulsórios não convertidos em crédito pelos bancos (NOGUEIRA, F., 2014). Porém, o terceiro fator foi ainda o mais importante para a “explosão” da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP): a esterilização de compulsórios para o financiamento a bancos públicos, principalmente o BNDES e a Caixa Econômica.

Em 2008, o crédito cedido ao BNDES ficava em torno de 1,2% do PIB. Em 2012, esse valor já estava em 8,5% e em 2013, em 8,6% do PIB, chegando ao ápice em 2010, com aportes na faixa de R\$ 111,8 bilhões. Em relação às demais fontes de financiamento, o valor saltou de 0,3% em 2008 para 1,1% o PIB em 2013. (NOGUEIRA, F., 2014). Isso nos leva a entender o motivo técnico do gasto como proporção do PIB para pagamentos do serviço da dívida no Brasil ser tão alto. É por conta da chamada Taxa de Juros Implícita da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).

Essa taxa é dada pela diferença entre os juros com os quais o passivo do setor públicos tem de arcar, a Selic, e o rendimento dos ativos, obtidos a partir do financiamento dos bancos públicos ao setor privado, aplicação de reservas cambiais,

entre outros, que são muito mais baixas. Para se ter ideia, a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) do BNDES até Maio de 2015 estava em 6%. Ou seja, mesmo que o peso da Selic sobre a DLSP tenha sido reduzida, com a iniciativa de dar fim às LFTs por parte do Banco Central e o controle das operações compromissadas, a Taxa de Juros Implícita continua muito alta, pois a Selic tem apresentado tendência de alta.

Segundo dados do Insper e do Banco Central, a taxa de juros implícita da DLSP em até Março de 2015 estava em 24,3%, o que significa dizer que o custo de rolagem da dívida pública aumentou em 4,5% desde 2013, quando fechou em 19,8%. Isso ocorreu em grande medida por conta do forte aumento sofrido pela Selic, que passou de 8,2% a.a acumulada em Dezembro de 2013 para 13,25% em Março de 2015. A taxa juros implícita pode ser entendida então como “aquela que é efetivamente paga pelo governo” (NOGUEIRA, F. 2014).

Sendo assim, a solução para que o Brasil deixe de pagar juros tão altos ano após ano é a redução da NFSP, através do aumento do superávit primário. Entretanto, só isso não é suficiente. É preciso reduzir a taxa de juros implícita, pois não adiantará ter uma quantidade inferior de passivo se a rolagem destes se torna mais cara (NOGUEIRA, F. 2014). Recentemente o BNDES anunciou o aumento da TJLP e redução do limite de participação em empresas do setor privado. Em tese, isso melhoraria a relação na taxa de juros implícita. Contudo, a Selic continua a apresentar tendência de alta, em resposta à elevação da expectativa de inflação.

Para tentarmos entender o porquê de o Banco Central praticar taxas básicas de juros tão altas, precisamos observar que há uma incoerência intrínseca à forma como a política monetária e fiscal são conduzidas. Para que o Banco Central consiga enxugar a liquidez do mercado financeiro, de forma a atingir seus objetivos em termos de inflação, ele deve ofertar títulos com rentabilidade tal que fique interessante adquiri-las. Esses títulos, como vimos, pode ser de permanente (no caso das operações definitivas – de títulos federais) ou temporárias (no caso de operações compromissadas).

No Brasil, a avaliação de risco dos bancos é sempre muito alta, ou seja, os bancos, em geral, são extremamente avessos a fazerem concessões de empréstimo com risco minimamente mais elevado e têm preferência por papéis de curtíssimo prazo nas operações com o Banco Central. Existem várias explicações para isso, como o alto

índice de inadimplência, mas o presente trabalho não tem por objetivo entrar nesse mérito. A preferência por aquisição de operações compromissadas se explica por dois motivos. O primeiro é que a oferta de LFTs está extremamente reduzida, por conta da iniciativa já mencionada.

O segundo é que os demais títulos públicos de operações definitivas, leia-se NTNs e LTNs, têm as taxas definidas como proporção da taxa do CDI, que por sua vez tem sido inferior à Selic. Ou seja, os bancos têm preferido se desfazer dos títulos do Tesouro para adquirir títulos do *overnight* com prazo de 90 a 180 dias. Essa inconsistência intrínseca à política monetária brasileira só pode ser corrigida pelo Tesouro Nacional, que no modelo atual, não leva em consideração a mudança no *spread* interbancário (diferença entre o CDI e a Selic), quando ocorrem variações da Selic (NOGUEIRA, F., 2014).

O efeito perverso sobre o mercado de crédito brasileiro é direto. Foi o que Felipe Salto chamou em diversos artigos publicados de “Equilíbrio Ruim”. Como muito bem elucidado por Salto em artigo ao jornal Estado de São Paulo em Fevereiro de 2015:

“Cria-se uma espécie de piso para a queda de juros, pois a remuneração exigida pelo mercado tende a ser maior que a taxa de juros necessária para manter a inflação controlada.”

“Funciona assim: a autoridade monetária, para evitar o excesso de moeda na economia, garante ao mercado títulos que pagam bem e reforça a dependência a um padrão recessivo de política econômica. O juro fixado acaba ficando acima do necessário para conter a inflação.”

III.3 – A Desindexação completa da DPMFi

Durante todo o trabalho foi discutido os malefícios provenientes do excesso de títulos indexados à Selic e com rentabilidade diária, além de enorme parcela deste ser composta por títulos de curtíssimo prazo. O alongamento do prazo médio e a redução da volatilidade da dívida pública mobiliária são objetivos primordiais a serem alcançados para a construção de um mercado de crédito de longo prazo e a obtenção de um crescimento continuado com taxas de juros razoáveis e níveis de inflação estáveis.

Sendo assim, a proposta a seguir tem por base um estudo feito por Breno Santana Lobo em 2012. A ideia por trás da desindexação completa da dívida está na substituição plena dos títulos pós-fixados em termos de taxa de juros, Selic, por títulos pré-fixados, tendo como objetivos primordiais, como dito anteriormente, o aumento do prazo médio da dívida e a redução de sua volatilidade via aumento de sua duração.

Para tal, leva-se em consideração o elevado dispêndio por parte do Tesouro para realizar essa troca, uma vez que os títulos pré-fixados possuem um prêmio de risco maior e têm maior custo a eles associados. Isso significa dizer que seria necessário realizar um ajuste fiscal na mesma magnitude do aumento da DLSP incorrida desindexação da mesma. Não há um consenso sobre a forma que seria empreendida para realizar esse ajuste fiscal. Uma maneira vislumbrada seria via aumento dos depósitos compulsórios, o que traria mudanças na carteira de aplicações das instituições financeiras. Porém esse estudo não faz parte do escopo do presente trabalho.

O estudo elaborado por Breno Lobo tem como premissa a possibilidade de execução desta tarefa por duas vias. A primeira é através da substituição gradual dos títulos pós-fixados pelos títulos pré-fixados, mantendo todos os demais parâmetros da política econômica constantes, de forma que os títulos pós-fixados em estoque sejam aqueles para rolagem da dívida, ficando os novos títulos emitidos compostos totalmente por títulos pré-fixados. A segunda via é a de extinção total dos títulos pós-fixados na carteira do Tesouro, de forma que a substituição por títulos pré-fixados é feita no primeiro período. Assim como na primeira simulação, os demais parâmetros da política econômica foram mantidos constantes, de forma a isolar os efeitos causados (LOBO, B. S., 2012, p. 83-88).

Após realizadas as simulações, o que se pode constatar é que a desindexação da dívida e a extinção dos títulos pós-fixados da DLSP, de fato, gera uma maior estabilidade tanto na taxa de crescimento do PIB, quanto nos níveis de preço e na taxa de juros básica da economia. Contudo, a partir de certo número de períodos transcorridos, caracterizando o longo prazo, o que se observa é que todos os indicadores mencionados começam a apresentar instabilidade exponencial, muito maior do que a verificada antes da realização da desindexação da dívida, com oscilações cavalares no PIB e crescimento exponencial da taxa de inflação e dos juros. Sendo que a principal

diferença entre os dois modelos simulados que quando é feita a desindexação completa no primeiro período, a instabilidade tarda um pouco mais para ser verificada, mas acontecendo de forma muito mais intensa no longo prazo.

O motivo apontado e demonstrado pelo autor para tamanha instabilidade é que a DLSP apresenta uma escalada brutal, que por sua vez gera maior necessidade de financiamento, menores superávits primários (ou maiores déficits nominais). O motivo disso é o maior prêmio de risco associados aos títulos pré-fixados, que são a centelha do processo. O crescimento da NFSP faz com que mais títulos pré-fixados tenham que ser emitidos para financiamento da dívida, resultando em um aumento do prêmio de risco da dívida e uma desestabilização geral da economia por conta do descontrole da DLSP. (LOBO, B. S., 2012, p. 83-88).

Dessa forma, a conclusão retirada do exercício pelo autor é de que no curto prazo, a desindexação completa da dívida é sim benéfica para economia. Esta dá maior estabilidade por conta da maior eficácia da política monetária, apesar da escalada da dívida pública, mas que ainda encontrada em níveis razoáveis. Contudo, mantidos constantes as demais políticas econômicas, a situação não se autossustenta no longo prazo, pois a dívida mobiliária “explode” e desestabiliza toda a economia. Ou seja, seria preciso agir de forma coordenada sobre outras políticas econômicas para que a estabilidade fosse mantida no longo prazo e a desindexação fosse bem sucedida.

Sendo assim, o autor propõe algumas medidas, analisando-as separadamente, de forma a isolar seus efeitos. A primeira seria um ajuste fiscal, como mencionado no início da seção, para cobrir os altos custos de substituição dos títulos pós-fixados por títulos pré-fixados. Em seguida, seria necessário um novo aumento dos gastos públicos para evitar taxas muito baixas de crescimento do PIB e que a relação dívida/PIB tornasse aumentar por conta disso, uma vez que essas duas variáveis estão diretamente associadas. Por fim, seria necessária novamente uma contenção de gastos de forma a equilibrar as contas públicas e manter os indicadores de DLSP e prêmio de risco da dívida abaixo do cenário inicial de grande participação de títulos pós-fixados no estoque do Tesouro. Foi o que o autor chamou de uma condução da política fiscal “totalmente *ad hoc*”. (LOBO, B. S., 2012, p. 83-88).

A segunda política a ser analisada é a política monetária. A proposta do autor é que a redução da taxa básica de juros impacta os títulos públicos de forma a reduzir seu prêmio de risco, impactando positivamente o custo de rolagem da dívida. Dessa forma, os superávits fiscais são mais facilmente obtidos, o que mantém a DLSP em níveis satisfatórios. Isso também ocorre porque ao não reduzir os gastos do governo, a taxa de crescimento do PIB não é penalizada, melhorando ainda mais a relação Dívida pública/PIB. O único revés seria a taxa de inflação, levemente superior ao que se verificaria no cenário inicial.

Por último, Lobo propõe ainda uma mudança na política de rendas. O objetivo desta política é atacar os motivos identificados como principais causadores do crescimento da taxa de inflação, pautado na ideia de que a política fiscal restritiva leva a níveis mais baixos de crescimento da economia, enquanto que políticas monetárias tratam os sintomas da inflação, não atacando seus fatores originadores. Sendo assim, a política de renda proposta pelo autor se baseia na capacidade do governo em reduzir o poder de barganha dos trabalhadores no tocante ao aumento dos salários quando verificado determinado crescimento econômico.

Dessa forma, o mínimo possível dos aumentos salariais seria repassado aos preços, o que seria traduzido em níveis de inflação menores. Em contrapartida, a participação dos salários na renda não diminuiria. Ao contrário, segundo o autor a participação destes no longo prazo tenderia a crescer, uma vez mitigado um dos principais deflagradores do aumento dos preços. (LOBO, B. S., 2012, p. 83-88).

Conclui-se então que a desindexação da dívida deve ser feita e no curto prazo os benefícios serão verificados. Contudo, se esta não for acompanhada de uma série de mudanças na política econômica de forma discricionária e coordenada, os impactos negativos de uma composição do estoque do Tesouro Nacional integral de títulos pré-fixados pode levar a desestabilizações generalizadas na economia, piorando o cenário inicial (de forte presença das LFTs e operações compromissadas).

III.4. Conclusões

Como explicitado durante todo o trabalho, os títulos federais atrelados à Selic possuem características extremamente prejudiciais à condução da política monetária e às contas públicas, prejudicando o alongamento e aumentando a volatilidade das mesmas. Seus efeitos devastadores se propagam por toda a economia, devido à exigência de juros excessivamente altos para combater a inflação.

Como vimos, uma parcela significativa das operações definitivas realizadas diariamente pelo BCB são atreladas à Selic. Contudo, estas já foram muito maiores e vêm apresentando tendência de queda desde 2006, por conta de uma iniciativa coordenada do BCB e da STN. Estima-se que hoje, a proporção das LFTs esteja por volta de 20% do estoque total da DPMFi. Em seu lugar, ganharam maior importância as LTNs, que mostram uma variação de mesma magnitude e sentido inverso em relação a LFT ao longo do tempo.

Isso se reflete em uma dívida com prazo médio crescente, ainda que muito baixo para as conquistas obtidas em termos de estabilidade de preços. O mesmo pode-se dizer em relação à duração da dívida. Em termos de operações definitivas, poder-se-ia afirmar que o Brasil trilhava o caminho para escapar da armadilha dos juros altos.

Por outro lado, as operações compromissadas, títulos de curtíssimo prazo com cláusula de recompra tomaram o lugar das LFTs na dívida pública, assumindo papel muito maior do que a que elas seriam destinadas a priori: controle dos encaixes monetários do interbancário. Sua utilização na esterilização de aplicações de reservas cambiais e no financiamento de bancos públicos para fomento à economia com taxas de longo prazo fez com que a taxa de juros implícita da dívida se tornasse absurdamente alta. Isso explica em grande medida o que foi abordado no capítulo 1 acerca da disparidade entre o Brasil e seus pares emergentes no tocante ao gasto público como proporção do PIB com serviço da dívida.

Vimos que para manter a Selic na meta estabelecida pelo Copom, o BCB é obrigado a entrar no mercado com títulos que oferecem rentabilidade superior ao CDI e de curtíssimo prazo de forma a convergir praticamente todo o capital que os bancos não desejam emprestar, que no Brasil representa um volume grande, para esses títulos, de

forma a atingir seus objetivos em termos de meta de inflação. Isso acaba por trazer consequências não apenas para as contas públicas, mas também para o desenvolvimento de um mercado de crédito amadurecido no Brasil, com taxas de juros de prazo mais longo.

Atualmente, o país vive uma situação de crescimento da dívida pública, apesar do esforço fiscal feito para redução da necessidade de financiamento, de forma a reduzir seu passivo, mas esbarra no crescimento da Selic. Além do visível impacto sobre a atividade econômica e o nível de emprego, também põe em risco a capacidade de financiamento externo por conta de possíveis rebaixamentos do grau de risco do país dado por agências de *rating*, que têm a dívida pública como um dos principais fatores de avaliação.

Por fim, foi proposta uma solução para o alto custo de rolagem da dívida e ineficiência da política monetária via desindexação completa da dívida pública. Para tal, foi utilizado um estudo de Breno Santana Lobo em que se pode concluir que a desindexação da dívida é sim salutar à economia, principalmente no curto prazo, e deve ser implementada. Contudo, é necessário um planejamento para os períodos que se seguirão à desindexação da dívida de forma a mitigar os impactos desestabilizadores resultantes no longo prazo, através uma coordenação de políticas econômicas.

CAPÍTULO IV – CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo trazer dados recolhidos de fontes oficiais e fazer uma revisão da literatura existente para apontar um grave problema enfrentado pelo Brasil atualmente, a dificuldade enfrentada pelas autoridades monetárias em manter taxas baixas de juros simultaneamente à inflação dentro da meta. Como vimos, isso é necessário para o amadurecimento de um mercado de crédito de longo prazo, essencial em economias desenvolvidas, e para que se possa obter taxas razoáveis de crescimento sem que haja um descontrole das contas públicas.

No primeiro capítulo foi discutido como o Regime de Metas de Inflação foi estabelecido no Brasil e demonstrado que a âncora nominal de juros se tornou um entrave para o crescimento econômico sustentado, evidenciando a existência de uma armadilha dos juros altos. Assim como foi mostrado que esse é um caso particular brasileiro.

Em seguida, o estoque de títulos federais de DPMFi foi colocada em perspectiva histórica, mostrando a evolução de cada um dos tipos de indexadores que a compõem. Dessa forma, pudemos apontar o personagem principal responsável pelo ainda curto prazo médio da dívida pública e a sua grande volatilidade, as LFTs. Foi apresentada sua principal característica, a de ter duração igual a zero, e o efeito maléfico que ela tem sobre o Efeito Riqueza.

Isso ocorre porque quando há um aumento na taxa Selic, as LFTs têm seu preço atualizado e não afetam a riqueza daqueles que as possuem. Fato esse que é responsável pela necessidade da prática de juros exorbitantes pelo Banco Central de forma a compensar via outros canais a ineficiência do Efeito Renda e cumprir a meta estabelecida periodicamente pelo Copom, com base nas expectativas de inflação (taxa de juros *forward-looking*).

O mesmo não acontece com os títulos pré-fixados, em especial, as *bullets* que tem duração máxima igual a seu prazo médio, transferindo os custos do aumento da taxa de juros integralmente para o mercado. Por isso a disponibilidade de LFTs é preferida

pelos bancos já que estas não possuem risco de taxa de juros e possuem rendimento muito parecido com o CDI, funcionando como uma proteção.

Com as sucessivas restrições a esse tipo de título, que há muito é apontado corretamente por autores como extremamente maléfico à economia, desde 2010, as instituições financeiras foram buscar no interbancário um título que fizesse o papel de hedge, anteriormente conferido pelas LFTs. As operações compromissadas passaram a apresentar uma risco ainda maior para a deterioração das contas públicas, vis à vis sua característica de ter prazo de 1 a 180 dias e remuneração diária com base na Selic.

O amplo financiamento aos bancos públicos, como uma maneira de garantir um mercado artificial de crédito de longo prazo, forneceu ao governo a maior taxa de juros implícita da dívida pública em todo o mundo. O que corroborando com os números apresentados sobre a liderança do Brasil entre os países emergentes com maior gasto com serviço da dívida como porcentagem do PIB.

Vimos no trabalho elaborado por Breno Santana Lobo que é necessária uma coordenação com certo nível de complexidade entre as autoridades fiscais e monetárias e determinadas políticas de renda. Dessa forma é apontada uma possível solução para o problema brasileiro, através da desindexação completa da dívida fiscal. Reforma essa que está pendente desde que foi adquirida a estabilidade dos preços no começo do século.

Como vimos, com as operações compromissadas sendo utilizadas unicamente para o controle dos encaixes monetários do interbancário e o estoque da DPMFi sendo composto integralmente por títulos pré-fixados, a política monetária poderia funcionar de forma plena, sendo necessários menos choques de taxa de juros para que se consiga manter a inflação na meta. Seria iniciado, finalmente, um ciclo próspero de condução com alto grau de discricionariedade da política monetária brasileira, conciliando baixos níveis de inflação e taxas razoáveis de crescimento do produto e do emprego.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, F. O Fardo das operações compromissadas. *Seminário sobre política fiscal na FGV/EESP*, São Paulo, 4 de Junho de 2015.

AMARAL, R.Q. A Condução do Regime de Metas de Inflação no Brasil: possíveis fontes de ineficácia da política monetária. *Dissertação de Mestrado*, Curitiba, p.3-21, 2006

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Duration. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/12/ri199912b2p.pdf>>, Dezembro/1999

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Gestão da Dívida Mobiliária, Operações de Mercado Aberto e Swap Cambial. GERIN, Série: *Perguntas Mais Frequentes*, p.3-21.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Metodologia de Cálculos dos títulos públicos federais. Brasília, p.1-13. Disponível em <http://www3.tesouro.gov.br/legislacao/download/divida/decretos/Bonds_Versao_portugues_atualizado_Revisado.pdf>

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Sistema de Expectativa de Mercado. *Séries de estatística consolidadas. Relatório Focus*. Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>

CAMPOS, A; LEOPOLDO, R. Felipe Salto: Tesouro e BC precisam de gestão conjunta para melhorar dívida pública. *Repercussão na Agência Estado do seminário sobre política fiscal (Insper)*, Brasília, 8 de Maio de 2015.

DA COSTA, F.N. Aumento das Operações Compromissadas: Efeito da Política Equivocada de Troca de Pós-fixados (LFTs) por Prefixados (LTNs/NTN-Bs). Disponível em <<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com>>, p.1-4, 2013.

DA COSTA, F.N. Taxa de Juros Implícita na Dívida Líquida do Setor Público. Disponível em <<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com>>, 5 de Junho 2014.

LOBO, B.S. Gestão da Dívida Pública e Política Econômica: Uma análise a partir de uma modelo pós-keynesiano macrodinâmico de simulação com consistência entre estoques e fluxos. *Dissertação de Mestrado*, Brasília, p. 83-96, 2012.

OREIRO, J.L.; AMARAL, R. Q. A Relação entre o Mercado de Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.12 n.3, p.491-517, set/dez. 2008.

OREIRO, J.L.; DE PAULA, L.F.; SOBREIRA, R.. Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira. *A transmissão da política monetária pelo canal do efeito riqueza no Brasil*. CASTRO PIRES, M.C.; ANDRADE, J.C. Ed: FGV Editora, p. 209-237, Rio de Janeiro, 2009

OREIRO, J.L.; DE PAULA, L.F.; SOBREIRA, R.. Política monetária, bancos centrais e metas de inflação – teoria e experiência brasileira. *Avaliando o Regime de Metas de Inflação* Ed: FGV Editora, p. 1-71, Rio de Janeiro, 2009

PIRES-ALVES, C.; MODENESI, A. Determinantes da inflação no Brasil após o Plano Real: uma abordagem micro-macro integrada, Rio de Janeiro, p.1-9, 2013

SALTO, F. É preciso acabar com o ‘overnight’ do BC. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 12 de Fevereiro de 2015.

SALTO, F; RIBEIRO, L. Operações compromissadas, gosto de subdesenvolvimento. *Valor Econômico*, Brasília, 8 de Junho de 2015.