

10.01.2005

## Notas sobre *crowding out*, juros altos e LFTs

Gustavo H. B. Franco<sup>1</sup>

O problema da LFT tem múltiplas dimensões, pois vai bem além da decisão, em si nada simples, referente à composição ótima da dívida pública, tendo em vista as características peculiares deste instrumento em particular. Na verdade, face à própria arquitetura do instrumento, tal como concebido pelos seus criadores, e bem assentado e entendido pelos participantes do mercado, a LFT é a *sistematização de um processo*, ou a operacionalização de uma garantia oferecida a um aplicador, ou ao um investidor junto ao Tesouro Nacional, de que possui um título exatamente equivalente a uma aplicação de um dia feita *repetidamente*. É uma espécie de *economia processual* em se aplicar no *overnight* – ou seja, de emprestar ou tomar emprestado por um dia - com o risco (lastro em títulos) do Tesouro Nacional. É como a “securitização” do *overnight*. Por isso se diz que a LFT funciona como uma espécie de depósito à vista remunerado diariamente no BC, ou como uma *quase moeda* que rende juros, e sem risco de juros (em vista da *periodicidade* da remuneração). Pode-se dizer, portanto, que a LFT tem “duração zero”, e que se procure diferenciar este conceito de “duração” (elasticidade do preço do papel relativamente à taxa de juros) do (prazo médio) de *vencimento* da dívida pública. Em si, a singularidade deste instrumento, e sua enorme disseminação, já seriam suficientes para introduzir muitas questões práticas e conceituais sobre o funcionamento da política monetária.

Todavia, há mais: talvez nem mesmo a diferenciação entre “duração” e “vencimento” seja tão nítida, tendo em vista as práticas habituais do Departamento de Mercado Aberto do Banco Central (DEMAB) com respeito às suas recompras de papéis em momentos de *stress*. Tudo se passa como se houvesse um “*put implícito*” contra o DEMAB em todos os papéis em circulação, a

---

<sup>1</sup> O autor beneficiou-se de discussões havidas no 2º.Seminário ANBID de Mercado de Capitais, em 09.11.2005, e no seminário no IEPE – Casa das Garças em 22.11.2005, onde versões muito preliminares dessas idéias foram apresentadas. Agradecimentos especiais a Edmar Bacha e a Pedro Horowitz, da Rio Bravo, por comentários e sugestões, com os *caveats* de praxe.

ser exercido quando há flutuações significativas nos juros<sup>2</sup>. E em vista destes hábitos arraigados, ou da postura concessiva do DEMAB diante do risco de flutuação de juros, e dos efeitos de *moral hazard* que daí se seguem<sup>3</sup>, e do fato de que a LFT é a expressão mais clara desta mecânica, cabe perguntar se o desaparecimento, ou redução da importância da LFTs, faria sentido, ou efetivamente resultaria em se *restituir eficácia* à política monetária, sem que houvesse uma profunda revisão de procedimentos pertinentes às operações de mercado aberto do BC. A questão aqui é simples: a LFT não é apenas mais um instrumento de dívida, é a expressão “otimizada” e institucionalizada de um determinado *modus operandi* do mercado de reservas bancárias, com amplas conseqüências sobre a política monetária, criado e desenvolvido num contexto de hiperinflação, pacotes econômicos, riscos de dolarização, e onde o problema de rolagem da dívida era crítico. O fato é que essas condições excepcionais foram ultrapassadas, mas as *instituições* que aí se desenvolveram, como as que a LFT *sintetiza*, mantiveram-se intactas. E como estamos tratando de instituições, não devemos esperar que a mudança de ambiente em si, e espontaneamente, determine a sua modificação em um curto espaço de tempo. “Retornos crescentes”, ou *path dependency*, cavaram o leito deste rio cada vez mais fundo, e criaram diversas outras instituições e hábitos também deslocados do atual contexto, e que se compõem para a preservação do *status quo*. A dependência mútua entre a LFT e a mecânica do *overnight* e a indústria de fundos fornece o exemplo mais claro de que temos um equilíbrio “errado”, ou de como as instituições de um momento se tornam duráveis e difíceis de modificar ainda que as “condições iniciais” tenham se modificado de forma drástica. Uma década inteira já se passou desde a estabilização, e a despeito de ter se conseguido um avanço significativo na modificação dessas práticas e instituições no período que se encerra com a crise da Ásia em fins de 1997<sup>4</sup>, é certo dizer que voltamos rigorosamente ao ponto de partida e sem muita clareza conceitual sobre o que fazer. A ênfase quase que exclusiva na implantação do regime de metas de

---

<sup>2</sup> É interessante recordar que a mesma lógica se apresentou em meados de 2002 no momento da chamada “crise da marcação a mercado” das LFTs e as entidades representantes do mercado insistentemente, e não totalmente destituídas de fundamento, argumentaram que a situação se resolveria, como em incontáveis ocasiões anteriores, se o BC fizesse uma recompra, ou troca, das LFTs longas, na ocasião mais sujeitas a deságio. É justo que se diga que a recompra geral (o *bail out*) não foi feita na ocasião, o que contribuiu sobremodo para caracterizar o que se seguiu como “crise”. Mas também é verdade que não ficou claro se houve um efetivo rompimento com as práticas habituais.

<sup>3</sup> Evidentemente que, ao longo do tempo, e em razão de circunstâncias variadas, esta postura variou, também conforme o diretor pessoalmente responsável pelas ações.

<sup>4</sup> Nesta ocasião, havia uma diferenciação nas taxas praticadas pelo DEMAB nas operações *overnight*, TBC e TBAN, a primeira usada para tomar recursos, a segunda para doar. A parcela da dívida pública em LFTs (e LBCs) somada a recursos em posição *oversold* chegou a cair abaixo de 20% ao longo de 1996 e 1997, e só não foi menor por que ainda existiam operações de troca de papéis estaduais por LFT.

inflação à semelhança do que existe nos países desenvolvidos, ocorrida em um momento macroeconômico delicado e sob a influência de um programa com o FMI, calou qualquer discussão sobre os aspectos institucionais de natureza *local* da formação da taxa de juros básica. Apenas mais recentemente, depois de cinco anos do regime de metas, tendo em conta resultados não especialmente brilhantes, enormes e justificadas queixas contra a maior taxa de juros real do planeta (ou, de forma mais ponderada, queixas contra a aceitação de taxas tão altas como parte na nossa normalidade) e muitas dúvidas sobre mecanismos de transmissão, é que o interesse acadêmico se volta para nossas velhas mazelas, quem sabe buscando uma agenda perdida, tempos atrás, de redesenho institucional da “casa das máquinas” da moeda nacional.

No que se segue, as teses acima delineadas, serão desenvolvidas partindo-se do geral para o específico. Na seção 1 retornamos a um tema fundamental, a situação das contas públicas e seus efeitos perversos. Não se trata aqui apenas de reafirmar a importância do fenômeno conhecido como *crowding out*, mas atentar para o fato de que a presença deste fenômeno durante um período *bastante prolongado de tempo*, e que ainda não se encerrou, distorceu muitas práticas ligadas à política monetária e também no terreno fiscal. Embora fascinante como proposta de trabalho, não se trata aqui de fornecer um histórico do desenvolvimento destas distorções, que são de amplo conhecimento, mas de estabelecer com clareza a permanência e magnitude da doença. O problema da métrica do déficit, infelizmente, continua tão vivo como nunca; aqui, trata-se de recolocar esta discussão apenas com vistas a sugerir que podem existir explicações convencionais para o fato de que o país convive com a maior taxa de juros do planeta há mais de uma década. Em seguida, na seção 2 cuida-se de discutir um outro elemento que contribui para tornar os juros ainda mais altos, a política de erradicação dos títulos da dívida pública com indexação cambial. Esta política, que serviu para preservar um alto percentual da dívida pública em LFTs, teve significativos custos fiscais diretos e indiretos, e precisa ser revista. Na terceira e última seção, discute-se mais diretamente, porém apenas em grandes linhas, os elementos essenciais da mudança que é preciso fazer em pelo menos três frentes da ação, a primeira referente ao *modus operandi* da política monetária e à mecânica do mercado monetário em particular, a segunda tratando da política de dívida pública e seus desdobramentos, e a terceira cuidando do que é preciso modificar na indústria de fundos. “Reforma” talvez seja uma palavra um tanto forte para a indústria de fundos no Brasil, tendo em vista o seu porte, sofisticação e desenvolvimento. Mas não é inteiramente descabida se consideramos sua especialização no carregamento da dívida pública, preferencialmente em LFTs,

em detrimento de quaisquer outras aplicações. As mudanças na “infra-estrutura” da moeda devem permitir que a indústria de fundos modifique, ou amplie seu foco, de modo a apoiar o mercado de capitais e promover o *crowding in* do investimento privado. Existem muitos desafios envolvidos no uso, provavelmente inevitável, de medidas de natureza regulatória e tributária, com vistas a alterar a dinâmica de funcionamento da indústria de fundos no sentido acima mencionado. Esta coletânea, e este pequeno ensaio, terão enorme utilidade se motivarem um bom começo para a discussão destes temas.

### **1. O *crowding out*, ou as causas “fundamentais” para os juros altos**

É indiscutível que os juros reais, os maiores do mundo, representam o maior desafio intelectual e prático da profissão desde a hiperinflação, a qual, todavia, bem ensinou que o combate a patologias desta grandeza começa de verdade quando as reconhecemos como doenças, o que pode tomar muito tempo para acontecer. Com efeito, o país distraiu-se por vários anos com noções como a da “neutralidade” da inflação, ou “seu caráter inercial”, abdicando de explicações mais fundamentalistas para o problema, em boa medida por conta da opacidade das contas públicas. Depois de muito tempo e energia dedicados às questões de natureza metodológica e contábil, tão desinteressantes quanto essenciais para a quantificação do problema, chegamos a um consenso que parece ser o de que *tínhamos* um desequilíbrio fiscal fenomenal, aberto ou potencial, e que esta foi a infecção que nos levou a uma inflação média mensal de 16% durante os 15 anos que antecederam o Plano Real. Tínhamos e não temos mais? Ou será que ainda temos? Foram, de fato, tão brilhantes assim os resultados do processo de reforma do estado a ponto que se possa dizer que mudaram os termos do problema fiscal que tínhamos naquele tempo?

Muita coisa mudou com a reforma monetária que introduziu o Real, mas é difícil acreditar que, com toda a controvérsia fiscal que ainda resta, o país tenha migrado para uma situação fiscal confortável e encerrado seus problemas nesse terreno. Muitos diagnósticos da questão fiscal realçavam a magnitude e extensão do problema, freqüentemente descrita como “estrutural”: uma incompatibilidade entre desejos (gasto) e possibilidades (tributação), que explode com a desrepressão de pleitos ensejada pelo retorno à Democracia, e que atinge o seu ápice na Constituição de 1988. Um problema que levou uma geração ou duas para se formar, e que tinha suas raízes no colapso do velho desenvolvimentismo, não desapareceria num espaço de tempo tão

curto. Faz mais sentido imaginar que a infecção foi reduzida, mitigada, mas não eliminada, que os mesmos micróbios ainda existem, seguramente menores, mas, possivelmente, de uma espécie mais resistente, e seus sintomas não se manifestam mais através da hiperinflação aberta, mas em juros excessivamente elevados. Parece claro que houve certa indulgência com este problema, possivelmente em razão da crença de que, na vigência da estabilidade de preços, e especialmente do regime de taxas de câmbio flutuante, a anomalia se esgotaria sozinha.

Há considerável e justificável hesitação, nos círculos profissionais especializados, em reconhecer que temos um problema sério com a taxa de juros, pois há o perigo de que este diagnóstico soe como uma crítica ao Banco Central genericamente, e ao regime de metas de inflação em particular, assim criando um alinhamento indesejado com os críticos a políticas de corte convencional, em um momento especialmente delicado. Esta hesitação poderia ser vencida se tivéssemos uma explicação convencional amplamente aceita para a patologia. Com efeito, parece faltar a noção de que existem “forças fundamentais” a governar a taxa de juros (como existem as que determinam a taxa de câmbio, ou o salário mínimo) de tal sorte que: (i) a fixação dos juros pelo Banco Central não seja vista como um simples ato de vontade de seus dirigentes, e (ii) tenhamos um roteiro de reformas e medidas necessárias para remover essas “causas estruturais” para os juros elevados.

A primeira pista para estas “forças fundamentais” está onde sempre esteve, no terreno fiscal, ou seja, no mesmo lugar onde se encontravam as causas da hiperinflação, e onde se imagina que algum resíduo de infecção tenha ainda sobrevivido aos antibióticos. Na verdade, na exata medida em que é possível demonstrar que o déficit público, ou mais genericamente “o problema fiscal”, continua ainda muito grande, e potencialmente crítico, segue-se que, agora sob preços estáveis, podemos estar diante de uma manifestação mais clara do fenômeno do *crowding out*. É de se notar, porém, que, em vista da ampla e prolongada exposição do organismo econômico a esta doença, a exclusão do setor privado da disputa pela poupança nacional, ou o “acionamento” da poupança disponível em benefício do financiamento do governo, acaba sendo feito não apenas através de mecanismos de preço (via juros excessivamente elevados), mas também via mecanismos de natureza regulatória (como os das “exigibilidades”, “direcionamentos” e sistemas de poupança compulsória) e mecanismos associados aos prazos da dívida pública, como os ensejados pelas LFTs e práticas do BC acima descritas. Os depósitos compulsórios, anormalmente altos no Brasil, “direcionamentos de crédito” tipicamente brasileiros, e mecanismos de “poupança compulsória”

também muito caracteristicamente nossos (como no caso dos recursos que fluem para o FGTS e para o BNDES e refluem seletivamente para a economia com juros “subsidiados”), não podem deixar de ser compreendidos como instrumentos de financiamento do governo (ou de políticas públicas de interesse do governo), ou de disputa de recursos com o setor privado em um contexto de dominância fiscal. Na verdade, nesses dispositivos fica claro um fenômeno que assistimos com as políticas de comércio exterior, onde as regras eram tão absolutamente draconianas, especialmente para as importações, que as exceções e regimes especiais se tornaram dominantes, e a verdadeira regra se tornou a seletividade.

Com efeito, o fenômeno do *crowding out* no Brasil foi bem além das descrições consagradas dos livros-texto, porque o governo ajustou regulamentos e criou instituições com vistas a tornar mais eficiente o processo de exclusão do setor privado da disputa pela poupança nacional. Muitos desses mecanismos funcionam exatamente como impostos sobre a intermediação financeira, ou mesmo sobre a renda corrente, e com “vinculações de receita”. É fácil ver que a LFT é um instrumento importante para o processo de *crowding out*, pois não deve haver dúvida de que destrói qualquer competição relevante por parte de papéis privados numa ampla faixa de oferta de poupança. Sendo assim, a questão a responder é se a situação fiscal do país já é sadia o suficiente para que possa articular um ataque concertado a todos os instrumentos do *crowding out* - juros, exigibilidades e LFTs – ou se é possível avançar na apenas erradicação das LFTs sem que os “fundamentos” do problema – o problema fiscal – alcancem um patamar significativamente mais brando.

Não há como fugir do velho problema da métrica correta para o déficit público, ou para o real tamanho do problema fiscal no Brasil. Sabe-se que esta discussão conheceu várias fases, em muito relacionadas com as agendas de momentos históricos específicos. Nos dias de hoje, o desafio institucional é o de se adotar métricas comparáveis aos paradigmas internacionais, tendo clareza que são as métricas oficiais que ordenam a discussão de políticas públicas, como recentemente demonstrado pela divergência pública dos ministros da Fazenda e da Casa Civil em torno das metas de superávit primário. Não há dúvida que ao adotar-se o superávit primário como indicador básico da política fiscal cria-se alguma confusão conceitual especialmente no domínio político, onde é preciso construir a consciência de que *existe um problema*, e a idéia de *aumentar o superávit*, ou

*aumentar a economia que o governo faz para pagar juros*<sup>5</sup>, nunca serão vencedoras. Tudo se parece com o problema que existia quando se falava em “ajuste fiscal”, invariavelmente visto como uma “agenda negativa”, e que foi superado quando se adotou uma outra linguagem, a da “responsabilidade fiscal”<sup>6</sup>.

O Gráfico 1 deve ser entendido como um esforço para se indicar o tamanho da divergência conceitual que pode existir neste terreno. O eixo horizontal mede a dívida pública *bruta*, o que em si já assinala uma diferença com relação às nossas práticas habituais, que são de se medir a dívida *líquida*. O eixo vertical mede o déficit nominal, mas *acrescido* das amortizações devidas no mesmo exercício fiscal. Este conceito de déficit, que já foi descrito como “necessidades *brutas* de financiamento do setor público”, busca certa analogia com as métricas do mundo empresarial. Com efeito, o superávit primário se aproxima do chamado EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortizations*), cuja justificativa técnica para a avaliação de empresas é impecável, inclusive pelas suas limitações. O EBITDA pode significar pouco em matéria de *bottom-line*, ou seja, a empresa pode ter enorme prejuízo e estar totalmente inviabilizada dependendo de seu endividamento, como é exatamente o caso do setor público. Impostos e depreciação não são importantes na contabilidade pública, mas o endividamento, e especificamente os pagamentos de juros e amortizações, são absolutamente críticos.

Observa-se no Gráfico 1 que, exceto pela Turquia, nenhum outro país da amostra tem uma combinação tão ruim de dívida e déficit. Note-se que o gráfico inclui uma terceira dimensão no tamanho dos “balões”, que são tanto maiores quanto *piores* são as classificações de risco soberano de cada país segundo a Moodys. Brasil e Turquia são os destaques negativos, e não coincidentemente são os dois países com os maiores juros do mundo, revezando-se na primeira e segunda posição há vários anos. A Hungria não está longe, também com uma combinação ruim, mas a perspectiva de sua entrada na Europa modifica bastante as percepções do mercado e das agências quanto ao risco soberano. É bastante significativo que se note que a posição de Rússia, China e Coréia no espaço dívida-déficit é bastante benigna, o que pode fornecer uma boa explicação para o baixo custo do capital e bons *ratings* nesses países.

---

<sup>5</sup> É assim, por exemplo, que A Folha de São Paulo se refere ao superávit primário. Veja-se “Entenda o que é superávit primário” [http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/Entenda\\_o\\_que\\_é\\_o\\_superávit\\_primário\\_-\\_30-05-2005.htm](http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/Entenda_o_que_é_o_superávit_primário_-_30-05-2005.htm)

<sup>6</sup> A Folha de São Paulo de 18/12/2005, a propósito de divulgação de números para o superávit primário superiores à meta oficial, estampou em manchete de primeira página: “Arrocho em 2005 é o maior desde 99”. No subtítulo lê-se: “Dinheiro economizado pelo governo para pagar juros da dívida deve fechar 2005 em 4,8% do PIB contra uma meta de 4,25% do PIB”.

O Gráfico 1 fornece uma métrica imperfeita e enviesada de nossa situação fiscal, como de resto todas são. O indicador de déficit tem como “defeito”, ou virtude, dependendo da ênfase de quem o utiliza, o fato de que captura para si a “baixa qualidade”, ou o prazo excessivamente curto, da dívida, e este critério amplifica muito consideravelmente o número para o déficit, para algo na faixa de 25% do PIB. E o número pode ser ainda *pior* se entrarmos na espinhosa questão em torno da verdadeira diferença prática entre vencimento e duração acima mencionada. Em defesa deste critério, todavia, é preciso não esquecer que todos os outros países da amostra tiveram seus números aferidos pelos mesmos critérios, o que, ao menos, serve para, uma vez mais, realçar a extrema singularidade da situação brasileira no quesito “crédito público” em geral, e no tocante à dívida pública em particular. Com efeito, há décadas que as autoridades brasileiras dedicam-se a *tranqüilizar* os investidores internacionais e analistas “novatos” quanto aos riscos de rolagem da dívida pública interna no *overnight* e de iminência de colapso. Neste aspecto, a LFT tem sido de enorme ajuda, pois encobre muito bem o problema, o qual, por sua vez, não é tão sério a ponto de nos colocar à beira do precipício, mas, é igualmente verdadeiro que não deveria fazer parte da nossa “normalidade”, especialmente agora que já fazem mais de dez anos que deixamos para trás a hiperinflação.

É difícil imaginar que o governo brasileiro venha a adotar como oficiais esses ou quaisquer outros critérios contábeis que resultem em reconhecer que de fato existe um seríssimo problema fiscal. É verdade que os governos preferem versões adocicadas dos problemas que realmente têm, e relutam em reconhecê-los em sua verdadeira dimensão. Sem este reconhecimento, todavia, prevalece a noção de que não há nada a fazer neste terreno, perde-se a capacidade de se estabelecer uma urgência política. A decisão sobre contabilidade pública que nos mantêm comprometidos com metas de superávit primário resulta em aprisionar as políticas públicas em um paradoxo de imobilidade, pois é difícil para o governo empreender medidas e reformas com vistas a conjurar uma crise que os números definidos como oficiais efetivamente não mostram.

De toda maneira, os números do Gráfico 1 fornecem valiosa ilustração das dificuldades práticas e conceituais que temos diante de nós no terreno fiscal. Não há dúvida que um trabalho empírico bastante mais rigoroso poderia ser feito na definição de números fiscais em busca de explicações para as diferenças entre as taxas de juros praticadas em diferentes países. Estas indicações, todavia, parecem apontar com muita clareza para o fato de que existem sim causas fundamentais para os juros elevados no Brasil encontráveis nas contas públicas.

## 2. A política de dívida pública e seus vieses

Diante dos impactos fiscais desfavoráveis da flutuação cambial em 1999 assentou-se o conceito segundo o qual as contas fiscais ficam “mais vulneráveis” quando os títulos indexados à taxa de câmbio e os títulos da dívida externa representam percentuais significativos da dívida pública. O argumento aqui é uma extensão aparentemente lógica do argumento que ficou conhecido como “o pecado original”, segundo o qual seria um “erro” de muitos países emergentes a emissão de dívida externa em moeda diferente da sua. É bem mais complexa a elaboração de um contra-factual, ou a demonstração de que seria possível evitar o endividamento externo em dólares, ou que os credores externos aceitariam prêmios de risco razoáveis para correr o risco soberano *e também cambial* de um país emergente como o nosso e, como é comum neste grupo de países, com ampla tradição de administração discricionária e de controle cambial. Este raciocínio, segundo o qual a escolha ótima do ponto de vista do emissor nem sempre está disponível entre as possibilidades aceitáveis para o credor, também vale, é claro, para a dívida interna. Na realidade, nada é mais claro como demonstração desta proposição do que a própria existência da LFT, cujo nascimento tem a ver, conforme todos os relatos, com um *impasse com os credores*. Se emitir dívida denominada em moeda estrangeira é um pecado que poderia, em tese, ser evitado, a LFT deve ser vista como um outro pecado possivelmente mais sério, e que, pela mesma tese, também poderia ou deveria ser evitado. Na prática, todavia, cada instrumento teve a sua criação associada a circunstâncias especiais no âmbito das quais resolveu muitos problemas e se apresentou como a melhor solução em circunstâncias piores que as ideais, como costumam ser as do mundo real.

É curioso, todavia, que a partir de 1999, o pecado representado pelos papéis com indexação cambial passou a ser considerado muito mais sério que o representado pela LFT. Porém, não se conseguiu diminuir o percentual da dívida em indexação cambial senão a partir de meados de 2002, quando o estrago fiscal causada pela depreciação do câmbio por conta da incerteza eleitoral já havia sido feito. Na verdade, do ponto de vista de um tesoureiro com o cargo de administrar passivos, a troca de papéis cambiais por LFTs e pré-fixados de custo equivalente ou maior, a partir do momento em que o dólar estava no pico, resultou em o Tesouro “perder” toda a apreciação cambial

(de R\$3,80 a R\$2,20) do período, substituindo-a por juros Selic. O prejuízo para os cofres públicos pode ter sido da ordem de 5% do PIB<sup>7</sup>.

Boa parte da má vontade com os papéis cambiais tinha que ver com a percepção de que esses papéis serviam como instrumentos de política cambial, no contexto do regime de bandas e que uma flutuação “mais pura”, ou menos contaminada por *fear of floating*, não deveria contar com essa possibilidade. Todavia, parece inegável que foi *exatamente esta* a motivação para a manutenção de um percentual elevado de títulos cambiais até pelo menos setembro de 2002, ou seja, evitar uma depreciação já vista como muito elevada, ou reduzir a volatilidade. O mesmo vale para o movimento vigoroso de redução da dívida cambial, e mais que isso, o avanço iniciado já dentro do novo governo, na venda de derivativos permitindo ao Tesouro assumir posição comprada em câmbio, com vistas a retardar uma tendência de apreciação cambial que parece muito clara a partir do início de 2003, e que começa a incomodar bastante ao longo de 2004 e 2005. A experiência estaria a indicar que o uso inteligente de títulos cambiais e derivativos de câmbio com vistas a moderar os extremos do regime de flutuação cambial encontra amplas justificativas, a despeito da retórica, e, ao fim das contas, é uma manifestação que confirma a tese do *fear of floating*. De toda maneira, a surpreendente resistência do superávit comercial diante da violenta apreciação cambial tem reduzido o tamanho do problema, embora acumulando dúvidas para o futuro.

O tamanho ideal do percentual da dívida pública indexada a câmbio, embora tenha implicações evidentes sobre o nível e a volatilidade da taxa de câmbio, deve observar outras considerações. Uma vez que se aceite que existe alguma instância de *market failure* que explique “o pecado original”, ou o fato de que o setor privado contraiu dívida externa de longo prazo no exterior, e tendo em vista que os ativos em dólar do setor privado no exterior estão “incomunicáveis” com os balanços domésticos, o resultado é que não há mercado privado que permita que os ativos no exterior sirvam de lastro para o *hedge* das dívidas em dólares das empresas brasileiras. A formação deste mercado é um grande desafio institucional e regulatório para os próximos anos, sendo esta possivelmente uma das mais importantes implicações, ou

---

<sup>7</sup> A estimativa não é difícil de se fazer em grandes linhas: algo como 30% do PIB em dívida mudou de instrumentos com correção cambial para LFTs num período pouco maior que 2 anos. Neste período, a câmbio caiu mais que 20%, os cupons para dívida cambial eram na faixa de 8% (líquidos de imposto) e a Selic média algo superior a 20% anuais. Em diferentes cenários é fácil ver que a perda decorrente da troca pode ter ficado no mínimo em uns 3% do PIB, podendo chegar ao dobro disso dependendo da velocidade da troca. Em hipóteses razoáveis chega-se com facilidade a uns 5% do PIB como uma estimativa, sem dúvida a requerer uma confirmação mais rigorosa.

ramificações, do debate sobre liberalização cambial e conversibilidade no Brasil. Na teoria, para países com mercados de capitais desenvolvidos, e ativos e passivos equilibrados entre residentes e não residentes, cabe a interpretação de que a emissão de papéis cambiais termina sendo uma espécie de garantia para os endividados no exterior, o que em si não seria um problema tanto quanto o preço que o emissor cobra pelo “seguro”. Quando o mercado de capitais local é inexistente ou fortemente enviesado para o curto prazo, e o financiamento de longo prazo para as empresas brasileiras só está disponível no BNDES ou no exterior, a decisão sobre o oferecimento de títulos cambiais é bem mais complexa que a do caso canônico de livro texto.

O fato é que, em anos mais recentes, a crescente escassez de títulos cambiais em mercado provocou um brutal encarecimento das defesas contra risco cambial oferecidas pelo sistema financeiro, que ficou consideravelmente tolhido na sua capacidade de compor ativos em dólares como lastro para o lançamento de opções e outros instrumentos de *hedge* cambial. E o brutal encarecimento do *hedge* num contexto de imensa volatilidade percebida, ou de *aumento da variância*, da taxa de câmbio desestabilizou muitas relações macroeconômicas envolvendo a taxa de câmbio, não apenas o endividamento externo. Como se “utilidade esperada” de receita ou ativo em dólar passasse a ser maior que o valor nominal da receita ou ativo, mercê da maior volatilidade. Este efeito, para o exportador, resulta em *compensar* a apreciação cambial, e para o importador também funciona na direção oposta do movimento do câmbio, ou seja, amortece o crescimento da demanda por importação que deveria ocorrer com a apreciação cambial. Embora este feito não esgote as explicações para o paradoxo representado pela surpreendente resistência do superávit comercial diante da valorização real da moeda brasileira, certamente fornece um bom pedaço da explicação<sup>8</sup>. E do lado do endividamento externo, o que se verifica é que aumenta sobremodo a percepção dos riscos envolvidos em passivos em dólar, o que resulta, inclusive, em sobrepujar os ganhos derivados da apreciação cambial continuada. As renovações de compromissos no exterior têm sido sistematicamente inferiores a 100%, com muitos casos de empresas que preferem nacionalizar suas dívidas ainda que a custos muito maiores.

Em resumo, fenômeno curioso ocorreu em virtude da decisão de erradicar o título cambial da paisagem financeira doméstica: a ausência de *hedge* oferecido pelo governo (que jamais foi gratuito, pois o “seguro” foi sempre vendido com “prêmio”) teve como resultado criar uma

---

<sup>8</sup> Ver Siqueira & Moreira (2005).

percepção totalmente exagerada de risco cambial, ou seja, deixa evidente que a *variância* da taxa de câmbio pode ser tão importante quanto o nível, e que é através da variância maior, e da ausência de defesas contra ela que se cria um viés pró-exportação, substituição de importações e aversão ao endividamento externo.

### 3. O redesenho do *overnight*, ou sobre pontos e curvas

Ao se falar em “a taxa de juros”, e em particular em “taxa básica”, não se deve perder de vista que estamos a tratar dos “termos de troca” entre o presente e o futuro, ou do “preço do amanhã”, de tal modo que, no mínimo, trata-se de um ponto numa curva, ou de um elemento de um complexo de taxas. Embora a taxa Selic, a nossa “taxa básica de juros”, seja de importância central para a chamada estrutura termo de taxas de juros, e também para o custo do crédito e para o custo do capital de forma mais genérica, não se pode falar de uma relação simples ou linear ligando todos estes conceitos. Com efeito, em condições normais, o modo como a taxa básica afeta a estrutura termo é dos temas mais importantes no quesito “canais de transmissão” da política monetária. Com enorme e constrangedora frequência, aqui como em outras partes, a Autoridade Monetária mexe na “taxa básica” numa direção e o mercado cancela, qualifica ou amplifica o movimento deslocando as taxas para as direções que bem entende.

No país da LFT, todavia, há pouca clareza sobre a estrutura termo da taxa de juros, pois ocorre um curioso fenômeno através do qual a LFT produz o *crowding out* dos *outros tipos* de títulos do Tesouro, à exceção dos prefixados curtos, os quais, conforme já observado, são meio indistinguíveis das LFTs. O desaparecimento dos papéis cambiais longos, e a pouca liquidez dos papéis indexados, praticamente restritos aos exercícios de ALM (*asset-liability management*) de fundos de pensão, resulta na inexistência de *benchmarks* para os títulos privados de maior duração e de ativos longos líquidos em diferentes indexadores (câmbio, IGPM, IPCA, TR), necessários para mercados líquidos de *swaps* de indexação para riscos longos. Tais mercados seriam extremamente úteis para *project finance* e para as empresas reduzirem os descasamentos de indexação existentes em seus balanços conforme seu apetite ou aversão ao risco. A concentração da dívida pública em LFTs, as práticas do DEMAB na mecânica do *overnight*, e o desinteresse ou dificuldade do Tesouro em construir curvas longas em vários indexadores têm resultados extremamente nocivos para o mercado de capitais, e em particular para os instrumentos de dívida

privada de maior duração, que são essenciais para os projetos de investimento em infraestrutura. Não deve haver dúvida que a LFT é uma grande inimiga do mercado de capitais, pois *irradia* a lógica do *overnight* por toda a estrutura a termo da taxa de juros, e estabelece uma competição desleal para as empresas interessadas em financiar projetos mais longos, que ficam forçadas a pagar prêmios inviáveis sobre o *overnight* para remunerar a renúncia da liquidez e o risco de crédito. Toda a riqueza financeira tende a se concentrar no *overnight* e em LFTs, mercê do tamanho das taxas, do prazo e da liquidez do investimento. Sem dúvida, trata-se aí de uma variedade extra forte de *crowding out*, difícil de encontrar em outras partes, e da qual apenas se pode escapar mediante enquadramento nos cânones seletivos do BNDES.

Com efeito, o prolongamento desta situação durante anos a fio teve como consequência a moldagem de instituições e mercados de muitas maneiras singulares. Um dos aspectos mais fascinantes e difíceis deste estado de coisas teve que ver com os riscos de intermediação entre os desejos do Tesouro e do público poupador. A instabilidade macroeconômica, os planos econômicos e a experiência de tratamento “descasado” de ativos e passivos no contexto do SFH, criou muitas tensões junto aos bancos intermediários e distribuidores das LFTs e/ou outros títulos com garantia de financiamento no *overnight*. Tendo em vista a conveniência sistêmica de retirar esses riscos dos balanços dos bancos, floresceu uma pujante indústria de fundos mútuos apartados dos bancos, mas patrocinados preponderantemente por estes, com os objetivos de carregar a dívida pública, fragmentar a tarefa em fundos individuais, qual depósitos à vista remunerados (pois têm liquidez diária na cota), e retirar o risco de crédito ou de preço do intermediário (banco ou gestor) e entregá-lo integralmente ao cotista do fundo. O patrimônio destes fundos alcançou pouco mais de R\$ 700 bilhões ao final de 2005, 70% ou mais investidos em títulos públicos, pouco mais de 10% em ativos de renda variável (ações) e o restante em títulos privados, embora metade em CDBs que podem estar carregando títulos públicos também, pois a ponderação de risco é zero para fins de aferição do ativo ponderado pelo risco.

Esta indústria cobra taxas de administração cuja média deve girar em torno de 1% do ativo<sup>9</sup>, embora os percentuais sejam muito menores para os grandes aplicadores institucionais e muito maiores para o varejo. Taxas de *performance* são cobradas por rentabilidades que ultrapassem

---

<sup>9</sup> Média não ponderada de taxas de administração praticadas nas cinco modalidades mais populares de fundos reportados pela Anbid.

*benchmarks*, e o CDI é o mais usual, mas as perdas cabem inteiramente aos cotistas<sup>10</sup>. A regulamentação dos fundos, hoje de responsabilidade da CVM, dificulta bastante qualquer expediente que restrinja a liquidez diária da cota, o que obriga estes fundos a investirem apenas em papéis que tenham liquidez e marcação a mercado diária, e não há nada mais apropriado para atender a estes desígnios que as LFTs.

Fica claro, portanto, que existe uma dependência mútua entre o Tesouro e a indústria de fundos, através da LFT. O público, mal acostumado, exige liquidez diária, o regulador assim o sanciona inclusive invocando a “proteção ao investidor”, os fundos, desta forma, são obrigados a carregar LFTs ou operações compromissadas remuneradas pelo *overnight*, e o Tesouro e o Banco Central não têm dificuldades de rolar a dívida pública. Todos estão atendidos, mas como o resultado desse estado de coisas é atrofiar o mercado de capitais, a solução que evita modificações no *status quo* é enviar para o exterior, ou para o BNDES, as demandas por empréstimos de longo prazo.

Embora as distorções e aspectos patológicos deste “equilíbrio” não sejam difíceis de vislumbrar, é muito menos claro o modo pelo qual é possível migrar para uma outra situação *mais normal*. A eliminação das LFTs, a julgar pelas experiências anteriores onde sua oferta foi drasticamente reduzida, traz o problema nada simples de o Tesouro oferecer à indústria de fundos títulos com liquidez diária (e para os quais se possa fazer a marcação diária). Quando isto ocorreu, em 1996-97, por exemplo, os papéis prefixados que substituíram as LFTs, mais que nunca tiveram que contar com o “*put implícito*” do DEMAB, ou seja, funcionavam, em alguma medida, como LFTs ou como operações compromissadas com uma espécie de garantia de que seriam remuneradas pelo *overnight* caso tivessem que ser interrompidas. O compromisso não era formal, e talvez pudesse ser enfraquecido com o tempo, e assim, abrir caminho para o “efeitos riqueza” na política monetária, especialmente se o BC (hoje a CVM) avançasse em *restringir* a liquidez diária nos fundos mútuos e trabalhasse mais agressivamente com a tributação, discriminando o curto prazo e beneficiando o longo. Mas a crise da Rússia interrompeu esses avanços. As lições desta experiência servem, todavia, como indicações preciosas sobre como avançar a partir do ponto onde estamos.

---

<sup>10</sup> Em grande medida, a atividade de carregamento da dívida pública saiu dos balanços dos bancos e em termos que parecem bastante interessantes aos gestores, pois são remunerados por taxas de administração definidas em contratos e, em troca de apropriar-se de apenas 20% dos ganhos que ultrapassam o CDI, ficam totalmente livres de riscos de perda.

As três frentes de ação parecem muito claras:

1. **A mecânica do *overnight*.** Trata-se aí da eliminação da cultura de *bailing out* pela reforma dos procedimentos de “zeragem”, possivelmente através do tratamento diferenciado das posições *undersold* (escassez de liquidez) e *oversold* (excesso de liquidez) no mercado de reservas bancárias, como foi feito em 1995-7 através de TBAN e da TBC, taxas diferenciadas para o BC emprestar e tomar emprestado com lastro em títulos do Tesouro. O objetivo aí é duplo: por um lado, remunerar bem mais modestamente o excesso de liquidez no *overnight*, e, por outro, introduzir alguma volatilidade, ou de endogenia, na taxa Selic, que perderia, em boa medida, o *status* atual de “meta” ou de taxa “tabelada”. É claro que nessas condições, os juros mais curtos seriam menores, em média, ainda que mais voláteis, e seriam grandemente influenciados pelo calendário de pagamentos e recebimentos a partir da conta única do Tesouro, das movimentações dos depósitos compulsórios e das compras e vendas de moeda estrangeira. Na ausência de LFTs, cresceriam naturalmente de importância as operações compromissadas e os prefixados para prazos específicos nos quais a autoridade buscaria estabelecer metas de taxas, prazos idealmente superiores a 90 dias, com isso procurando fixar a “taxa básica” para longe do *overnight*. Vislumbra-se aí uma espécie de *rotação* (*twist*) da estrutura de taxas, da qual resultará uma redução do atrativo do *overnight* e, evidentemente, de toda a estrutura que se ergue a partir deste.<sup>11</sup> Na verdade, há de se considerar que o desmonte, ou a retirada do *overnight* da posição central em que se encontra hoje, como “âncora” da estrutura termo de taxas de juros, indexador, *benchmark* e ponto focal do mundo financeiro, teria para o mercado de capitais papel análogo ao que teve a desindexação para o processo de estabilização. A indexação permitia a convivência com a doença, parecia inofensiva e positiva quando vista do ponto de vista individual, mas tinha uma externalidade negativa, pois servia para *reproduzir* a inflação assim nos impedindo de alcançar a cura. É exatamente isto o que se passa com o *overnight*, de um lado, e, de outro, o processo que relaciona as finanças e a dívida pública e o mercado de capitais. A externalidade negativa produzida pelo *overnight* é o *crowding out*, é a especialização do mercado monetário e de capitais no financiamento (rolagem) da dívida pública, abandonada qualquer outra consideração. Em outras partes do mundo os bancos centrais também *zeram* o mercado de reservas bancárias, o que pode dar a impressão de que o que se faz aqui é normal e não deve ser mudado<sup>12</sup>. Na verdade, é o nosso passado que confere singularidade a

---

<sup>11</sup> Essas possibilidades já andaram sendo discutidas em Franco (2004) e Ferreira *at al* (2004).

<sup>12</sup> Conforme se deduz do *survey* de Azevedo (2005).

arranjos que podem até parecer convencionais mas que, em razão de nossa herança, funcionam de forma a preservar distorções, que precisam ser eliminadas, exatamente como ocorreu com a indexação.

2. **A política de dívida pública.** A mudança de funcionamento no *overnight* acima sugerida teria como conseqüência natural a perda de interesse na LFT relativamente ao papel prefixado de mesmo prazo. Na situação que vige, a LFT funciona como o *riskless asset*, pois é exatamente com relação à taxa do *overnight* que se faz a marcação a mercado diária, de modo que, *por construção*, as LFTs *sempre* estão cotadas a valor de face. A exceção que se tornou reveladora foi a situação que ocorreu em meados de 2002 quando as LFTs longas começaram a revelar deságio, porém, em razão de risco de crédito, uma consideração muito rara, própria de eleições muito polarizadas<sup>13</sup>. Se, todavia, o *overnight* passa a ser relativamente volátil, e percebida como, em média, *menor* que a taxa praticada, digamos para a operação compromissada e/ou o prefixado de 90 dias, a atratividade do prefixado relativamente à LFT se eleva. Relações de arbitragem tenderão a se estabelecer entre o *overnight* e os prazos focais da política monetária, mas que terão certa volatilidade em razão de fatores próprios do mercado monetário (movimentações da conta única, de compulsórios ou de divisas). O sistema não poderá “suavizá-las” totalmente, pois não é capaz de criar reservas, e a Autoridade terá um desafio interessante em abster-se, até certo ponto, de usar operações compromissadas curtas como hoje faz. Neste contexto, o prefixado tende a se tornar o *benchmark*, pois passa a ocupar a posição de *riskless asset* antes ocupada pela LFT<sup>14</sup>. E assim se imagina que se possa substituir LFTs por prefixados, mas escapando da armadilha que o BC enfrentou em outras ocasiões, ou seja, a obrigatoriedade de pagar prêmio para o mercado migrar da LFT para o prefixado. A transição pode ser muito mais barata na forma como aqui delineada. Entende-se, ademais, que a extensão dos prazos dos prefixados não deve encontrar tanta dificuldade, a depender dos prêmios, aí merecidos, mas talvez não deva ir muito além de um ano ou dois. A consideração relevante aqui passa a ser a prioridade de se aumentar significativamente o volume colocado e o prazo médio dos papéis com indexação por índice de preços (IGPM e IPCA),

<sup>13</sup> Curiosamente, uma das lições mais interessantes da chamada “crise da marcação a mercado” em 2002 foi a relativa à dificuldade de se aferir efetivamente qual o deságio das LFTs uma vez que *sempre se trabalhou com o preço na curva*, como se não houvesse necessidade de se criar um mecanismo de mercado, um módulo no sistema Selic, para se compilarem os preços efetivamente praticados nas compras e vendas de LFTs.

<sup>14</sup> É curioso que, na prática, seja comum que se trabalhe com o “swap-pré” de 360 dias como um “indicador” mais robusto de taxas de juros (por exemplo, para o cálculo de relações de arbitragem internacional) que o *overnight*, uma vez que incorpora a percepção do mercado quanto à curva.

e com indexação cambial. Para estes, espera-se que tenhamos *benchmarks* firmes para 5 anos e 10 anos, quem sabe mais, em consequência dos quais espera-se que floresçam mercados para *swaps* desses indexadores nesses prazos, o que teria enorme importância para as necessidades de *hedge* para as empresas. O mesmo vale para os papéis em TR, especialmente os da família CVS, resultantes das obrigações do FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais). Tem-se aí um volume de obrigações que pode ultrapassar os R\$ 30 bilhões, dos quais talvez um terço ou mais já esteja pronta para a chamada “novação”, a última etapa do processo de reconhecimento da dívida e que implica em registro no CETIP e impacto no déficit primário<sup>15</sup>. Como todos estes papéis têm prazos de vencimento para 2027, não há dúvida que o Tesouro terá que trabalhar com este *benchmark* de taxa e prazo, e que os derivativos para a troca de indexação tenderão a se desenvolver se houver liquidez nos papéis. Na verdade, o desenvolvimento dos *swaps* dos grandes indexadores é, sem dúvida, uma das mais importantes externalidades positivas a serem consideradas no desenho da composição ótima da dívida pública. Até que possam se comunicar os ativos em dólares no exterior de residentes no país com seus os passivos em dólares no país, o *hedge* é um problema do qual as políticas públicas não podem se afastar, sob pena de tornar excessivamente cara a solução para descasamentos de balanços hoje inevitáveis para muitas empresas<sup>16</sup>.

3. **Fundos.** É impensável que esses dois primeiros grupos de medidas sejam implementados, sem que reformas importantes sejam também e simultaneamente conduzidas na indústria de fundos, a principal “cliente” do Tesouro, quando se trata de dívida pública. “Reforma” é uma palavra a ser usada com cautela neste terreno, mas diante das mudanças acima descritas na “infra-estrutura” da moeda nacional, não é nada descabida. Já foi observado que a liquidez diária das cotas, uma herança solidamente estabelecida da época da inflação alta, envia os fundos na direção das LFTs, deixando apenas algum espaço marginal para o *day trade*, para posições em derivativos e em bolsas de valores, tudo com a mais absoluta liquidez diária. Com certa vênia para

---

<sup>15</sup> Este tema traz outro, importantíssimo, o dos “esqueletos”. O Tesouro adotou, nos últimos anos, uma espécie de orçamento de reconhecimento de dívidas, como esta transformação de obrigações do FCVS em títulos denominados CVSs, mas em 2005, por exemplo, não efetuou nenhuma novação, e se tivesse cumprido o orçado, teria reduzido o superávit primário em cerca de R\$ 6 bilhões. Tem-se aqui mais uma demonstração da fragilidade dos nossos resultados fiscais.

<sup>16</sup> O debate sobre se o BC e o Tesouro devem ou não oferecer *hedge*, direta ou indiretamente, para os descasamentos de balanços das empresas pode facilmente ser distorcido. Há o argumento de que isto retira “pureza” da flutuação cambial (e que seria uma manifestação de *fear of floating*), ou que seria uma despesa comparável ao apoio, por exemplo, às vítimas da seca. Como em tantos outros casos, a escolha das melhores políticas em condições piores que idéias, ou em *second best*, nada tem de trivial.

a falácia da composição, tudo se passa como se todos os fundos pudessem ser liquidados de um dia para o outro. É claro que, nestas condições, é difícil imaginar que essa indústria possa desempenhar outra função que não a de carregar a dívida pública, preferencialmente em LFTs. A liquidez diária no passivo é um problema, mas não é o único, pois mesmo os fundos de pensão têm um percentual muito elevado de seus ativos em LFTs. Mesmo reconhecendo que o problema não é apenas pelo lado da demanda, parece inevitável que limitações regulatórias, e/ou medidas focadas de natureza tributária tenham que ser implementadas para que a indústria de fundos modifique a sua especialização ou amplie o seu escopo. Da mesma forma como foi observado acima para a questão da “zeragem” no *overnight*, neste quesito também é possível argumentar que a liquidez diária nas cotas não é algo incomum. Por exemplo, no mundo bancário norte americano, existem os *money market funds* que encontram sua motivação na proibição de se pagar juros em depósitos à vista, algo que poderia perfeitamente ser revisto à luz de considerações pelo ângulo da competição bancária. Mas, novamente, temos diante de nós uma prática que foi abusada, tal qual a indexação. Talvez seja excessivo sugerir a eliminação ou proibição dos fundos mútuos com liquidez diária, mas é certo que, para começar, que fundos com liquidez menos que diária devem ser *permitidos ou, quem sabe, incentivados*. Possivelmente, os fundos com liquidez diária devam ser “tributados” a ponto de empurrar os investidores mais agressivos ou sofisticados para outras famílias de fundos mútuos com liquidez bem mais restrita (trimestral no mínimo), cujo perfil de aplicações poderia, então, afastar-se do figurino das LFTs. Como experimento, vale imaginar que a regulamentação defina uma *separação* entre classes de fundos, segundo a qual existiriam fundos à semelhança dos *money market funds* americanos, com liquidez diária (ou mesmo admitir os depósitos à vista remunerados), mas com taxas nominais muito pequenas, marginalmente maiores que as cadernetas de poupança<sup>17</sup>, e outra categoria de fundos mútuos de escopo variado, liquidez bem mais restrita, e que sejam genuinamente veículos de investimento, com mais vezo para o mercado de capitais, menos tributados e menos focada no mero carregamento da dívida pública<sup>18</sup>. Regulamentação e tributação precisam caminhar juntas nesta redefinição; na verdade, os exercícios recentes de modificação na tributação dos fundos parecem indicar uma direção promissora, vale dizer, indicam

---

<sup>17</sup> É preciso cuidado para que a reforma na indústria de fundos não resulte em derramar recursos na caderneta de poupança, que deve ser vista como um instrumento a ser diminuído de importância, como o SFH, e não revitalizado. Faz sentido imaginar que o crédito imobiliário possa crescer no figurino do SFI, cujo valor mobiliário resultante, o CRI, encontre demanda em novos tipos de fundos vocacionados para aplicações mais longas e menos atormentados com a marcação a mercado diária. O exemplo recente dos FDICs parece indicar uma direção promissora a seguir.

<sup>18</sup> No contexto desta separação faz sentido, inclusive, imaginar formas mais claras de separação entre administração de fundos e tesourarias de bancos (o famoso *chinese wall*).

a capacidade de tributar seletivamente conforme o prazo da aplicação. Caberia pensar em escalas mais radicais de seletividade, mediante as quais as aplicações longas desfrutassem de isenção (como já se pratica para algumas classes de valores mobiliários, como as letras hipotecárias e os certificados de recebíveis imobiliários), e as mais curtas de tributação até mais pesada. É preciso não esquecer, porém, que nada disso terá efeito, como bem demonstra a experiência dos fundos de pensão, se o problema *pele lado da oferta* não for resolvido. Ou seja, se persiste um imperativo de rolagem da dívida pública num contexto de déficits elevados e, conseqüentemente, de *crowding out*, de nada adiantará alterar a regulamentação dos fundos.

São muitas as possibilidades em cada um desses três agrupamentos de temas, sendo que os estreitos limites deste documento não comportam uma análise detalhada dos conjuntos de medidas, sua seqüência e transição, que poderiam ser implementadas em cada domínio. É absolutamente certo que é preciso haver coordenação entre as ações desenvolvidas nessas esferas segundo uma lógica e um plano coerente que compreenda a criação e desenvolvimento de uma “curva” ou de uma verdadeira “estrutura a termo” de taxas de juros, de uma nova estratégia para a dívida pública, da qual o alongamento surja naturalmente com a mudança dos instrumentos, e de uma pequena reforma financeira com vistas a mudar (ou inovar) o arcabouço institucional no terreno da indústria de fundos, com vistas a criar um viés em favor do mercado de capitais. Estas mudanças, cuja viabilidade dependeria, evidentemente, de condições fundamentais (leia-se fiscais) substancialmente melhores que as de hoje, vão se tornando imperativas, seja para restituir eficácia à política monetária, ou para reduzir o *crowding out* e, portanto, retirar o país da incômoda posição de campeão mundial de juros, seja para alavancar o mercado de capitais, vale dizer para se *promover* um *crowding in* mediante uma clara e explícita inversão das prioridades, relativamente aos últimos anos, ou seja, trata-se de apoiar o mercado de capitais *em detrimento* do financiamento da dívida pública. Com efeito, há anos que medidas que poderiam fortalecer o mercado de capitais, mas dificultando os excessos do setor público, são descartadas como “tiros no pé”, pois estariam prejudicando o processo de financiamento do déficit, e, portanto, o interesse público. Ora, depois que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) consagrou o princípio segundo o qual o equilíbrio nas contas públicas resulta de limites ao endividamento, nada mais legítimo, nos dias de hoje, que propor exatamente aquilo que se condenou, ou seja, que se *difículte* a colocação de dívida pública de forma a limitar *na prática*, a capacidade de o setor público viver além de seus próprios meios.

Trata-se aqui de usar a esfera regulatória e tributária pertinente à dívida pública para criar, ou fortificar, os *hard budget constraints*, que se quis implementar com a LRF e legislação relacionada<sup>19</sup>. Na verdade, ao argumentar que a indústria de fundos tem com o Tesouro uma relação de dependência mútua, estamos a dizer que a indústria de fundos tornou-se parte do problema, e que precisaria sair da situação de *sócia do déficit*, para outra onde é *sócia da responsabilidade fiscal e do mercado de capitais*.

Em resumo, a LFT deve ser vista como uma solução institucional engenhosa para um momento de crise no crédito público, que ultrapassou o momento em que era essencial para a rolagem da dívida pública e, portanto, para a viabilidade financeira de um Estado em estado de colapso em suas finanças. Este momento crítico passou, mas a LFT se tornou uma conveniência da qual é difícil se livrar, exatamente como a indexação generalizada. A LFT, em si, não parece ser o problema, especialmente quando vista do ponto de vista dos aplicadores individualmente. Exatamente como a indexação, todavia, produz uma externalidade negativa, que é o travamento do mercado de capitais ou um reforço ao processo de expulsão do setor privado da competição pela poupança nacional. Em boa medida, a LFT oferece uma espécie de *anestesia* para o problema do crédito público, que atende o imperativo de preservar a vida financeira inteligente durante o vendaval hiperinflacionário, mas que oculta a verdadeira natureza do problema fiscal que enfrentamos. Ao deliberar sobre o fim da LFT parece inevitável que tenhamos de lidar com problemas sérios e antigos, e que haja certa predileção por alterações incrementais ao invés de reformas de maior fôlego no sistema financeiro. De um jeito ou de outro, a temporada de reflexões está, finalmente, reaberta.

---

<sup>19</sup> Neste quesito inclui-se o limite ao endividamento público federal e mesmo a ponderação de risco associada aos títulos da dívida pública federal para fins de cumprimento das normas sobre capital mínimo como proporção do ativo ponderado pelo risco.

## Referências

Rodrigo Azevedo (2005) “Política monetária e dívida pública: um debate para além do curto prazo” Banco Central do Brasil, Brasília, <http://www.bcb.gov.br/?APRES2005009>.

Carlos Kawall Leal Ferreira, Murilo Robotton Filho e Adriana Beltrão Dupita (2004) “Política monetária e alongamento da dívida pública”. Mimeo.

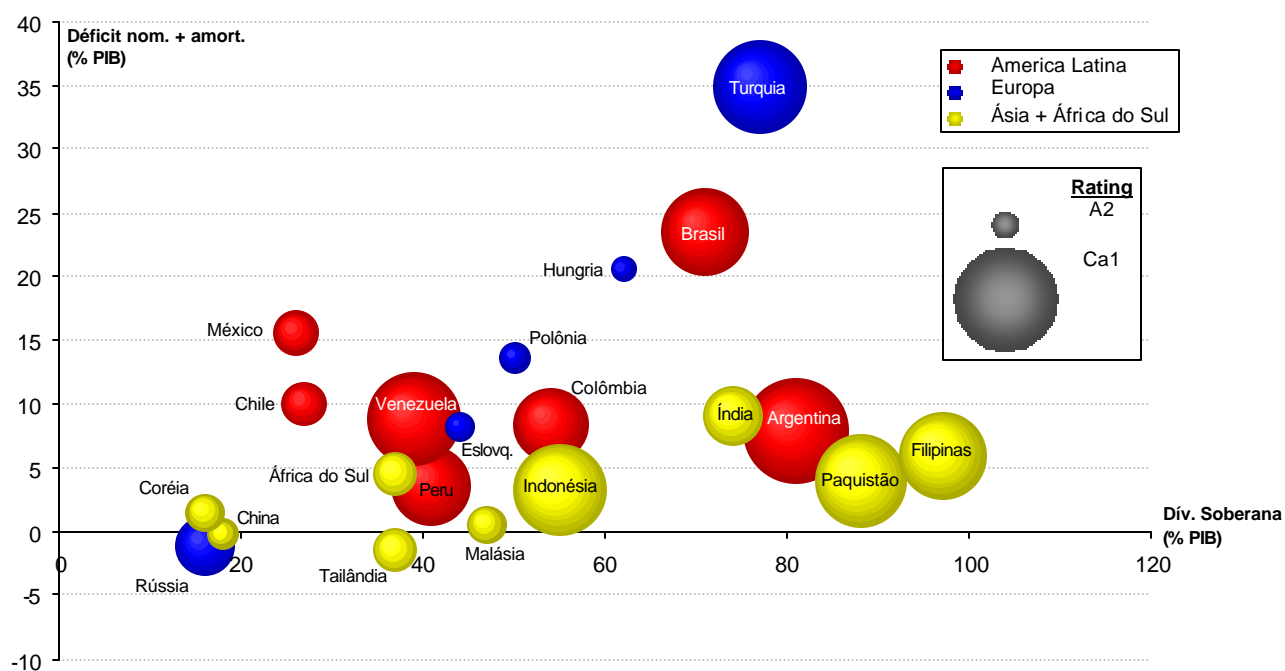
Gustavo H. B. Franco (2004) “Como no tempo da hiperinflação”. Veja, 18.08.2004

\_\_\_\_\_ (2001) “O papel da crise” O Estado de São Paulo, 22.04.2001.

Roberto Siqueira & Ájax R. B. Moreira (2005) “Valor da opção de investimento (exportação) e volatilidade cambial”. Ipea, Rio de Janeiro, mimeo.

## Gráfico 1

Dívida pública (bruta), déficit fiscal (necessidades de financiamento brutas) e classificação de risco soberano (*rating*), diversos países emergentes



Fonte: Elaboração Rio Bravo, dados originais de J. P. Morgan Emerging Market Debt and Fiscal Indicators, 2004.