

UMA PROPOSTA DE EXTINÇÃO DA INDEXAÇÃO FINANCEIRA NA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL⁺

Luiz Fernando de Paula*
Nelson Marconi**

1. Introdução

Uma das medidas cruciais para viabilizar uma redução consistente e prolongada da taxa de juros é a gradual eliminação do estoque de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), pois estes títulos são indexados à taxa Selic e reduzem o grau de liberdade do Banco Central do Brasil (Bacen) para realizar sua política monetária, por dois motivos: primeiro, porque a elevação da Selic, em um cenário em que predominam as LFTs no financiamento ao déficit, pode resultar em pressão sobre o Tesouro para elevar as taxas de juros embutidas nos outros títulos que oferta, quais sejam, os pré-fixados e os indexados à inflação, para mantê-los competitivos; e segundo, porque o sistema financeiro usufrui de uma remuneração garantida no curto prazo, reduzindo muito a atratividade de outras operações, como as de crédito bancário e de dívida corporativa privada, essenciais para a retomada do crescimento.

É uma séria distorção termos uma taxa de juros que consiste, ao mesmo tempo, na taxa de juros básica da economia (portanto de curto prazo) e no indexador de títulos da dívida pública cujo vencimento ocorre, em média, em 3,3 anos. Do ponto de vista dos canais de transmissão da política monetária, a existência de LFTs (e também de operações compromissadas realizadas pelo Bacen) gera três problemas que reduzem sua potência: (i) efeito riqueza invertido, já que parte da riqueza financeira dos agentes está indexada à própria taxa Selic, anulando parcialmente, assim, os efeitos de uma elevação da taxa de juros sobre a riqueza financeira com remuneração prefixada; (ii) o efeito contágio da dívida pública indexada à Selic que, por arbitragem, acaba contaminando o “preço” da remuneração no mercado de reservas bancárias¹ (remunerado à mesma taxa Selic) e, (iii)

⁺ Publicado em Terra, F. e Prates, D. (org.). *O Brasil Pós-Recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros*. Santo André: Editora UFABC, 2020, p.241-253. Os autores agradecem as sugestões de Fabio Terra e Manoel Carlos Pires, isentando-o de erros e omissões remanescentes.

* Professor da FCE/UERJ e do IESP/UERJ e Pesquisador do CNPq, e-mail: luiz.fpaula@ie.ufrj.br

** Professor da EAESP/FGV, e-mail: nelson.marconi@fgv.br

¹ A contaminação da política monetária pela dívida pública se dá em decorrência da existência de títulos públicos indexados à taxa fixada pelo BCB nas operações de política monetária, o que torna títulos públicos e reservas bancárias substitutos perfeitos, e faz com que a taxa do mercado interbancário incorpore o prêmio de risco da dívida pública brasileira. Barbosa et al (2016) sugere a existência de um “componente jabuticaba” incorporado ao prêmio de risco dos títulos públicos. A contaminação pode se dar também na

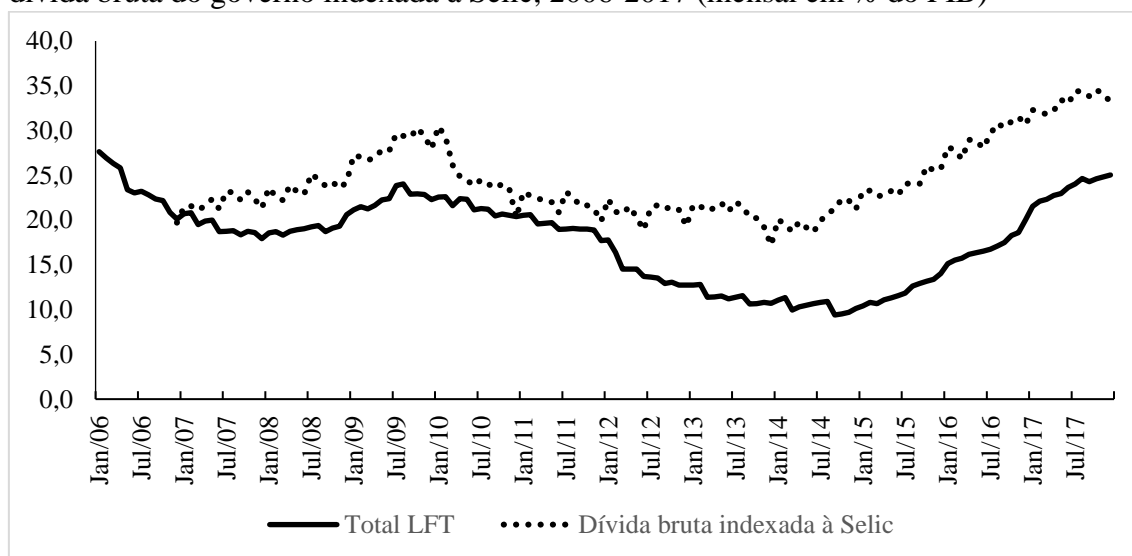
inexistência de uma curva de rendimentos para prazos de maturação mais longos, já que a existência das LFTs contribui para manter a riqueza financeira no curto prazo e remunerada a taxas reais positivas.

O objetivo deste artigo é analisar a evolução recente das LFTs e das operações compromissadas do Bacen no Brasil (seção 2) e discutir uma estratégia para reduzir tais operações no Brasil (seção 3), entendida como fundamental para diminuir (ou mesmo extinguir) a indexação financeira no país.

2 – A evolução do estoque de LFTs e da dívida indexada à Selic

O estoque de LFTs (títulos do Tesouro Nacional indexados a taxa Selic) começou a crescer mais intensamente quando a situação fiscal piorou, a partir de meados de 2014. Nota-se no Gráfico 1 que o crescimento da dívida pública indexada à Selic, que inclui também dívidas bancárias e securitizadas, além dos próprios títulos do Tesouro, foi fortemente influenciado pela crescente emissão de LFTs, demonstrando que, se queremos reduzir a indexação à Selic no mercado financeiro em geral, temos que reduzir o estoque de LFTs em poder do mercado e do Bacen. A dívida bruta indexada à Selic correspondeu, em dezembro de 2017, a 33,2% do PIB, e o estoque de LFTs a 25,1% do PIB. São percentuais elevados, mostrando um grau de indexação acentuado de ambos à Selic.

Gráfico 1 – Evolução do estoque total de LFTs (em poder do mercado e no Bacen) e da dívida bruta do governo indexada à Selic, 2006-2017 (mensal em % do PIB)



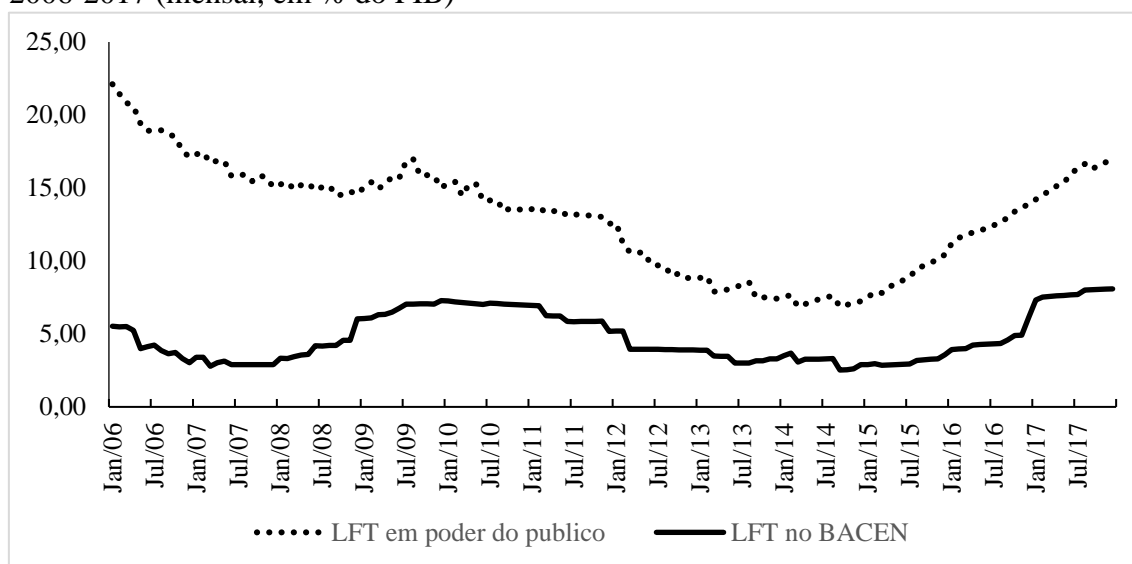
Fonte: Tesouro Nacional (2018)

direção do mercado interbancário para o mercado de dívida pública, em que uma política de juros conservadora acaba impactando na remuneração dos títulos públicos, em particular nas LFTs.

A maior parcela das LFTs (17% do PIB em dezembro de 2017) concentrava-se em poder do mercado (fora do Bacen), enquanto a parcela desses títulos que se encontrava na carteira do Bacen correspondia a um pouco menos da metade desse montante, 8,1% do PIB no mesmo período, conforme se observa no Gráfico 2. As LFTs em poder do mercado cresceram mais intensamente que a carteira em poder do Bacen desde meados de 2014, justamente quando tornou-se claro que a situação fiscal estava se deteriorando.

Neste momento o Tesouro passou a enfrentar dificuldades para vender títulos pré-fixados ou mesmo pós-fixados indexados à taxa de inflação, dada a elevação do risco percebido pelos agentes em financiar o governo. Cresceu a demanda pelos títulos corrigidos pela variação diária da taxa Over/Selic, as LFTs, cujo risco de oscilações no preço é praticamente nulo. Logo, o governo intensificou a venda destes papéis, fornecendo aos investidores um *hedge* contra oscilações na taxa de juros. Nota-se que o montante de LFTs na carteira do Bacen também cresce subitamente ao final de 2016, possivelmente em função do STN ter transferido para o Bacen títulos públicos em contrapartida do seu resultado contábil ter sido negativo por conta da apreciação da taxa de câmbio ocorrida neste ano.

Gráfico 2 – Evolução do estoque de LFTs em poder do mercado e na carteira do Bacen, 2006-2017 (mensal, em % do PIB)

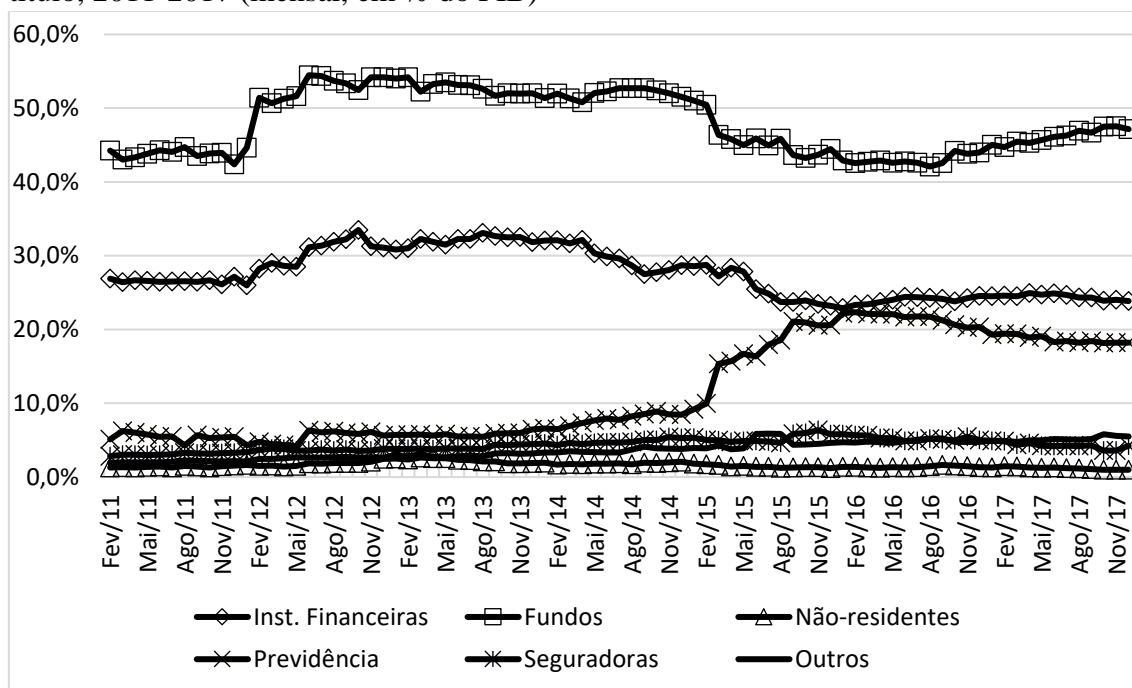


Fonte: Tesouro Nacional (2018)

As LFTs em poder do público destinam-se principalmente aos fundos de investimento, às próprias instituições financeiras e aos fundos de previdência. Ressalta-se que entre fevereiro de 2015 e fevereiro de 2016 houve um acentuado aumento das

compras de LFTs pelos fundos de previdência. De fato, com elevação de juros, o prêmio de risco para comprar papéis pré-fixados subiu bastante, levando os investidores a preferir as LFTs, conhecidas como o papel da crise. Não podemos descartar a hipótese de pressão por parte do governo sobre os fundos de previdência públicos para adquirirem uma parte das LFTs que o Tesouro necessitava vender ao mercado para se financiar, ou ainda que as instituições financeiras e os fundos de investimento pressionem o Tesouro para emitir as LFTs no momento em que o Bacen está elevando e mantendo as taxas de juros básicas (leia-se Selic) elevadas². Deste modo, mesmo que o governo tenha buscado essa estratégia, os fundos de investimento também têm sido um cliente cativo para esses papéis a partir de 2015. Os dados podem ser observados no Gráfico 3 a seguir. Cabe ressaltar que a queda no estoque das LFTs em 2012 está relacionada à mudança na regulação via CMN que impediu os fundos públicos de comprarem LFT para melhorar a composição da dívida.

Gráfico 3 – Evolução do estoque de LFTs em poder do público, por tipo de detentor do título, 2011-2017 (mensal, em % do PIB)

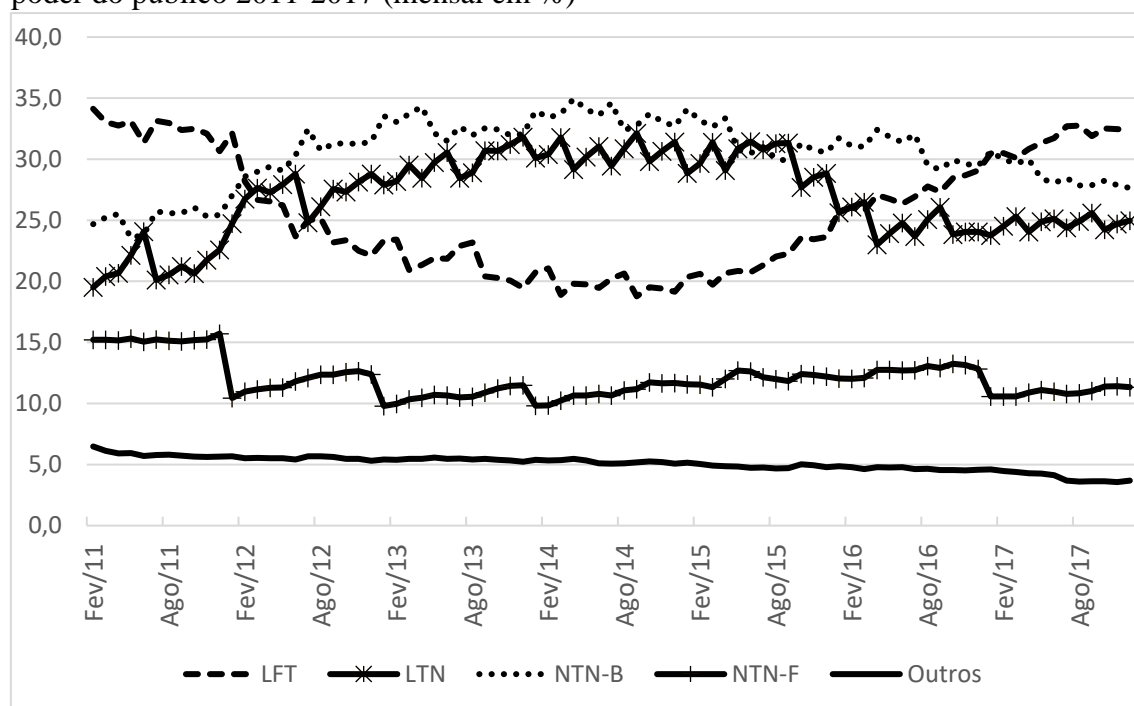


Fonte: Tesouro Nacional (2018)

² Importante destacar que o horizonte temporal dos fundos de previdência e dos fundos de investimento é diferente, dada a maior liquidez desses últimos e a necessidade de minimizar variações negativas de curto prazo no valor dos fundos, enquanto os fundos de previdência já se preocupam mais com a rentabilidade de longo prazo.

Como resultado dessa estratégia do Tesouro que, conforme já dito, possivelmente foi adotada em resposta à mudança no perfil de títulos públicos demandados pelo mercado, a participação das LFTs no total de títulos em poder do público voltou a ser superior à dos demais títulos em 2017, a exemplo do que ocorria em 2011, conforme se demonstra no Gráfico 4. A partir de 2011 observa-se uma redução na participação relativa das LFTs acompanhando a redução nos juros a partir de agosto de 2011: os dados do DI pré-360 mostram que o mercado comprava Selic a futuro menor. A participação de títulos indexados à Selic no financiamento da dívida pública a partir de 2015 voltou a ser crescente e predominante, o que não é de se estranhar já que tais títulos são conhecidos no mercado como “papéis da crise” por sua característica de proporcionar um “hedge” ao investidor contra elevações na taxa Selic.

Gráfico 4 – Participação % dos diversos títulos na composição da dívida mobiliária em poder do público 2011-2017 (mensal em %)



Fonte: Tesouro Nacional (2018)

O cronograma de vencimento das LFTs em poder do mercado, que integra a Tabela 1, mostra que 81% delas terá vencido até setembro de 2022, e praticamente metade delas até março de 2021, ano em que há uma grande concentração de vencimentos (33% do estoque existente em dezembro de 2018). Portanto, no espaço de poucos anos a maior parte das LFTs em poder do mercado vencerá. Após setembro de 2022, se as LFTs não forem substituídas por outros títulos semelhantes em seus respectivos vencimentos, o

estoque desses títulos corresponderá a apenas 6,3% da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) em poder do público. Essa é uma informação muito relevante para traçar uma estratégia de redução do estoque de LFTs em poder do mercado: bastaria não trocar as LFTs atualmente existentes por outras em seu vencimento, mas por títulos com outro perfil (pré-fixados ou corrigidos pela inflação), que a sua participação na dívida em títulos declinará significativamente em quatro anos. Para tal, o mercado deve aceitar títulos com essas características, hipótese essa que, para ser realista, requer a melhoria da situação fiscal do setor público, já que numa fase de transição em um processo de ajuste os demandantes de títulos públicos podem querer cobrar um prêmio de risco maior para aceitar diminuir substancialmente a participação das LFTs no seu portfólio. Contudo, a redução na taxa Selic por parte do Bacen iniciada ao final de 2016 serve de estímulo para o alongamento de prazos na dívida pública assim como uma melhoria em seu perfil, com redução das LFTs na sua composição.

Tabela 1 – Cronograma de vencimentos das LFTs em poder do mercado

Data de Vencimento	Valor das LFTs a vencer no período (R\$ milhões)	Parte % nas LFTs em poder do público	Parte % acumulada nas LFTs em poder do público	Posição de 31/12/2017	
				Parte % na DPMFi em poder do público	
mar/2018	51.410,2	4,6	4,6		1,5
set/2018	78.343,0	7,0	11,7		2,3
mar/2019	62.269,1	5,6	17,3		1,8
mar/2020	90.838,1	8,2	25,4		2,7
set/2020	62.629,8	5,6	31,0		1,8
mar/2021	169.374,0	15,2	46,3		5,0
set/2021	198.714,7	17,9	64,1		5,8
mar/2022	93.105,9	8,4	72,5		2,7
set/2022	91.803,9	8,3	80,7		2,7
Até set/2022	898.488,7	80,7			26,5
Entre out/2022 e dez/2027	214.221,1	19,3	100,0		6,3
Até 10 anos	1.112.709,9	100,0			32,8

Fonte: Bacen (2018) e Tesouro Nacional (2018)

Nota: Estão incluídas as LFTs-A e LFTs-B.

Já as LFTs na carteira do Bacen financiam uma parte das *operações compromissadas*³, as quais correspondem, fundamentalmente, às operações de mercado aberto do Bacen através do qual o Bacen controla a liquidez na economia (Gráfico 5). Como a taxa Over/Selic é formada por meio dessas últimas, isso é, das compras e vendas de títulos do Bacen no mercado aberto, não faz a rigor muito sentido o Bacen usar um título indexado à Selic nas operações que devem resultar na determinação da própria Selic. O forte crescimento das compromissadas no período 2006-2010 se deve principalmente à acumulação das reservas internacionais, que obrigou o Bacen a esterilizar os fluxos de divisas acumuladas para evitar uma oscilação maior na taxa de juros no mercado interbancário. Ressalta-se que a queda e posterior aumento no período 2010-2012 estão relacionados às alterações nas regras dos depósitos compulsórios, que elevou inicialmente no que ficaram conhecidas como medidas macroprudenciais para então serem flexibilizadas ao final de 2011. No período 2006-2014 o Tesouro Nacional realizou, a partir dos superávits fiscais gerados no período, resgate líquido no mercado primário de títulos, atingindo em especial os títulos corrigidos pela Selic (LFTs), o que obrigou o Bacen, de modo a controlar a expansão da liquidez na economia, a emitir as compromissadas, corrigidas pela mesma taxa. Esta estratégia do Tesouro Nacional contribuiu para o forte aumento das operações compromissadas no período referido. Houve assim uma espécie de troca de LFTs por compromissadas, sendo que estas têm prazo médio bem inferior às primeiras. Já a partir de 2015 a incidência de juros se constituiu no principal responsável pelo aumento do saldo das compromissadas.

Cabe destacar que as operações compromissadas do Bacen, equivalentes a 17,9% do PIB e 24,3% da dívida bruta em agosto de 2017, são incluídas no cálculo da dívida pública bruta, de modo que uma parte importante da dívida pública fica fora da gestão do Tesouro.⁴ Esta questão é particularmente importante pois cerca de um quarto da dívida pública fica fora do planejamento feito pelo Tesouro Nacional, resultando numa gestão apartada da dívida pública em que este último administra o estoque de títulos públicos

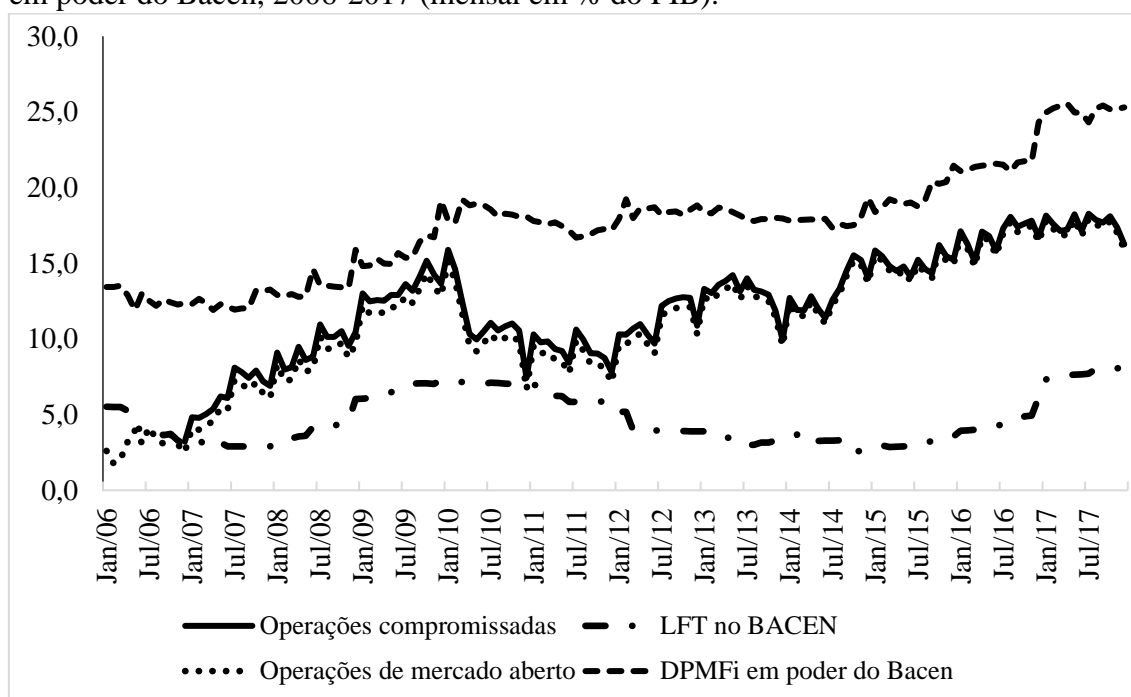
³ Operações compromissadas são operações de venda (ou compra) de títulos públicos ou privados com compromisso de recompra (ou revenda) dos mesmos títulos em uma data futura. Elas são utilizadas pelo Bacen para controlar a liquidez da economia como um todo, de tal modo que a taxa Selic tenda para a meta Selic fixada por ele. Tais operações são de curtíssimo prazo e remuneradas com base na meta do Bacen para a taxa Selic.

⁴ Enquanto a taxa Selic determinada pelo Bacen é uma meta, a taxa Over/Selic é a efetivamente praticada pelo mercado como taxa básica de juros, resultante das operações do Bacen no chamado mercado aberto (compra e venda de títulos por parte do Bacen, para controlar a liquidez do sistema e garantir que a taxa Over/Selic praticada seja igual, ou muito próxima, à meta definida pelo Copom; quando essas operações são compromissadas, implicam em compromisso de recompra). Na prática, o Bacen é bem-sucedido e a taxa Over/Selic é sempre muito próxima dessa meta.

federais em mercado, no que se refere ao tamanho e composição (remuneração e prazo), e à necessidade de financiamento do governo federal, enquanto que o Bacen, no âmbito do regime de metas de inflação, tem que gerenciar a liquidez no mercado de reservas em função da sua meta de taxa de juros. O resultado final deste arranjo foi a forte expansão das compromissadas, que acabou por se tornar o segundo componente da dívida pública no Brasil. Considerando que, em agosto de 2017, 74% do saldo das compromissadas foram contratadas pelo período de 2 a 3 meses, com prazo médio de 4 dias úteis, as principais características das operações compromissadas no Brasil são: elevado tamanho, seja em relação ao PIB, seja como participação na dívida pública, sua correção pela taxa Selic e os reduzidos prazos de vencimento (Pelegri, 2017).

Nota-se, no Gráfico 5, que a diferença entre a DPMFi e o estoque de LFTs corresponde à posição dos demais títulos que integram a carteira do Bacen. Esse montante é, inclusive, superior ao de LFTs em poder da autoridade monetária. Mesmo a chamada carteira de títulos livres do Bacen (aqueles que não são utilizados nas operações compromissadas, correspondente à diferença entre as operações compromissadas e a DPMFi em poder do Bacen) atingiu R\$ 594,5 bilhões em dezembro de 2017, enquanto o estoque de LFTs em poder do Bacen correspondeu a R\$ 530,2 bilhões no mesmo período. Portanto, há espaço para reduzir a participação de LFTs nas operações de mercado aberto do Bacen e elevar a dos demais títulos que compõem a carteira livre do próprio Bacen.

Gráfico 5 – Estoque de LFTs, operações compromissadas, de mercado aberto, e DPMFi em poder do Bacen, 2006-2017 (mensal em % do PIB).



Fonte: Bacen (2018) e Tesouro Nacional (2018).

A comparação entre o volume de operações compromissadas (16,3% do PIB) e o de operações de crédito com recursos livres⁵ (24,1% do PIB) demonstra mais uma distorção gerada pela sistemática atual das operações de mercado aberto. Em uma economia cujo mercado financeiro estivesse estruturado para auxiliar no financiamento ao crescimento, o mercado aberto, que garante a recompra de títulos indexados, não poderia corresponder a 68% do volume de operações de crédito livres, isso é, sem qualquer vínculo com estímulos ou recursos governamentais. Evidencia-se tanto a comodidade de manter os recursos aplicados no mercado aberto como o reduzido volume de crédito da economia brasileira. Logo, a mudança na lógica operacional do mercado aberto também estimulará as operações de crédito necessárias ao crescimento de nossa economia.

⁵ Segundo o Bacen, correspondem às “operações de crédito contratadas com taxas de juros livremente pactuadas entre mutuários e instituições financeiras. Não inclui operações referenciadas em taxas regulamentadas, operações vinculadas a recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ou quaisquer outras lastreadas em recursos compulsórios ou governamentais”. A definição pode ser encontrada em www3.bcb.gov.br/sgspub/

3 – O que pode ser feito para se reduzir o estoque de LFTs?

O primeiro passo para o governo conseguir reduzir o estoque de LFTs é a melhoria da situação fiscal, pois ao que tudo indica, esse fator foi decisivo para a retomada do ritmo acelerado de emissão desses títulos. Em segundo lugar, o Tesouro deve aproveitar a “janela de oportunidade” da atual redução da taxa Selic para viabilizar uma mudança na estrutura da dívida pública.

À medida que forem vencendo, as LFTs em poder do público devem ser substituídas por outros títulos, preferencialmente prefixados, para romper também a indexação em relação à inflação passada. Quanto melhor a situação fiscal, ou a perspectiva de melhoria futura, melhores serão as condições de ofertar títulos prefixados, assim como maior for a tendência de redução da taxa Selic. O próprio cronograma de vencimentos, listado acima, mostra que até março de 2021 aproximadamente metade das LFTs em poder do público terá vencido.

Em relação às LFTs em poder do Bacen, seria possível passar a utilizar, após o vencimento das primeiras, os títulos livres existentes na carteira do Bacen para lastrear uma parte das operações de mercado aberto. Já vimos que o volume é suficiente para tal. A dívida em LFTs se reduziria e os títulos que já existem na carteira do Bacen, ou seus substitutos, seriam utilizados nas operações de mercado aberto. Essa opção implica, porém, na redução das operações compromissadas, que no caso brasileiro são corrigidos automaticamente pela Selic. O problema das compromissadas no Brasil, em relação a outros países, é seu uso intensivo, o que não tem paralelo em outras experiências. Deste modo, o Bacen teria que negociar essa alteração junto ao mercado financeiro e, frisando novamente, o horizonte deverá ser favorável em relação à situação das contas públicas para que a estratégia seja bem-sucedida. Forçar uma troca antecipada de títulos pode ter o efeito contrário e levar o mercado a demandar títulos com prazo de vencimento ainda menor, indexados e com taxas de juros mais altas. Porém, é possível pensar em duas alternativas para acelerar esse processo de redução do estoque de LFTs.

A primeira seria a troca de LFTs em poder dos fundos de previdência das entidades públicas por outros papéis. Da mesma forma que o governo parece ter levado essas instituições a aumentarem suas compras de LFTs em 2015, agora seria feito o processo inverso. O volume de LFTs em poder dos fundos de previdência das entidades públicas não é conhecido, infelizmente, nem o seu prazo de vencimento. De toda forma,

essa alternativa também gerará problemas, pois poderá trazer desconfianças no mercado em relação a esses fundos. Não nos parece a melhor e é arriscada.

A segunda alternativa consiste em utilizar uma parcela das reservas em moeda estrangeira para resgatar LFTs, já que o próprio crescimento das divisas também pressionou o estoque destes títulos no passado. Segundo critério adotado pelo FMI, o nível ideal de reservas seria de aproximadamente US\$ 220 bilhões. Como o nível de reservas cambiais atingiu, em janeiro de 2018, US\$ 375 bilhões, haveria espaço para usar aproximadamente US\$ 150 bilhões no resgate de títulos, equivalendo atualmente a aproximadamente R\$ 480 bilhões. A carteira de LFTs no Bacen atingiu em dezembro R\$ 530 bilhões, enquanto a que se encontrava em poder do mercado, R\$ 1,11 bilhão. Seria possível eliminar quase toda a posição de LFTs na carteira do Bacen. Entretanto, esse movimento provocaria forte apreciação do real, o que é absolutamente indesejável, além de uma expansão abrupta na base monetária. Uma solução – a ser considerada - seria utilizar as reservas, espaçadamente e em pequenos volumes, para aos poucos possibilitar o resgate antecipado de parte das LFTs, principalmente daquelas que se encontram na carteira do Bacen, que gera muitas distorções para a política monetária, conforme assinalado anteriormente⁶.

Outra medida que poderia ser adotada seria a instituição dos depósitos voluntários remunerados no Bacen – remunerados tais como os compulsórios mas voluntários como as compromissadas - que substituíssem, de forma gradual, as operações compromissadas, em linha com a experiência internacional recente, o que permitiria uma separação mais clara (e desejada) entre as operações do Bacen e do Tesouro Nacional. O grau de liberdade para o Bacen atingir a taxa Over/Selic desejada se ampliaria, uma vez que reduziria parte da riqueza financeira indexada a Selic, e a dívida pública em títulos se reduziria à medida que as LFTs fossem resgatadas.

Convém lembrar que as operações compromissadas implicam, como o próprio nome diz, em compromisso de recompra dos títulos por parte do Bacen, mecanismo esse que deveria ir desaparecendo aos poucos e, por consequência, também a própria zeragem automática de posições dos bancos, herança da época de inflação elevada que ainda não eliminamos. As mudanças devem ser transparentes e avisadas ao mercado financeiro com a devida antecedência.

⁶ Uma sugestão para atenuar um crescimento na dívida pública líquida e bruta seria destinar os resultados financeiros do Bacen, quando superavitários, à recompra de LFT e, quando deficitários serem capitalizados pelo Bacen com títulos que não a LFT.

Por fim, e reforçando o que já foi dito inicialmente, esse processo de redução do estoque de LFTs e da própria dívida pública só terá lugar, e será possível, se a situação fiscal do setor público melhorar. Do contrário, qualquer tentativa de forçar uma alteração na composição da dívida ou redução forçada de seu montante resultará em deterioração do cenário atual. Assim, uma estratégia de consolidação fiscal de longo prazo – uma discussão que foge ao escopo deste artigo - é condição necessária (que não tem nada a ver com a inexecutável PEC 55 de tetos dos gastos públicos), ainda que não única, para fazer a necessária mudança na composição da dívida pública.

Referências bibliográficas:

Bacen - Banco Central do Brasil (2018). Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/ma201805/index.asp>, acesso em abril de 2018.

Barbosa, F.H., Camêlo, F.D. e João, I.C. (2016). A taxa de juros natural e a regra de Taylor no Brasil: 2003-2015. *Revista Brasileira de Economia* 70(4): 399-417.

Pellegrini, J.A. (2017). As operações compromissadas do Banco Central. Estudo Especial no. 3, Brasília: Instituição Fiscal Independente - IFI.

Tesouro Nacional (2018). Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>, acesso em abril de 2018.