

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA – UFU
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS – IERI
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA – PPGE**

LARISSA NAVES DE DEUS DORNELAS

SELIC – O MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

UBERLÂNDIA - MG

2019

LARISSA NAVES DE DEUS DORNELAS

SELIC – O MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Tese de Doutorado submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia e Relações Internacionais, da Universidade Federal de Uberlândia – UFU, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Economia.

Área de Concentração: Desenvolvimento Econômico

Linha de Pesquisa: Economia Aplicada

Orientador: Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra

**UBERLÂNDIA - MG
2019**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

D713e Dornelas, Larissa Naves de Deus, 1990-
2019 SELIC [recurso eletrônico] : o mercado de dívida pública no Brasil /
Larissa Naves de Deus Dornelas. - 2019.

Orientador: Fábio Henrique Bittes Terra.
Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Programa
de Pós-Graduação em Economia.
Modo de acesso: Internet.
Disponível em: <http://dx.doi.org/10.14393/ufu.te.2019.1503>
Inclui bibliografia.
Inclui ilustrações.

1. Economia. 2. Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
(Brasil). 3. Dívida pública - Brasil. 4. Mercado financeiro - Brasil.
I. Terra, Fábio Henrique Bittes, 1984-. II. Universidade Federal de
Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU: 330

LARISSA NAVES DE DEUS DORNELAS

SELIC – O MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Tese de Doutorado submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia e Relações Internacionais, da Universidade Federal de Uberlândia – UFU, como requisito parcial à obtenção do título de Doutora em Economia.

Uberlândia, MG – 28 de fevereiro de 2019.

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Fábio Henrique Bittes Terra (Orientador)
Universidade Federal do ABC - UFABC

Prof. Dr. Aderbal Oliveira Damasceno
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Profª. Drª. Vanessa Petrelli Corrêa
Universidade Federal de Uberlândia – UFU

Prof. Dr. Bruno Martarello De Conti
Universidade Estadual de Campinas - UNICAMP

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho
Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

*Aos meus pais, Geraldo e Luciana,
minhas irmãs Talita, Michelle e Maria Tereza,
e ao meu amor, Wilson.*

AGRADECIMENTOS

Após dez anos de estudos sobre as Ciências Econômicas a conclusão desta Tese de Doutorado ganha contornos especiais. Neste momento os sentimentos se misturam. Há uma certa angústia, por perceber que o que sabemos ainda é tão pouco, algumas dúvidas e anseios. Mas há também muita satisfação em olhar para trás e ver meu crescimento pessoal e profissional, além de poder hoje vislumbrar um futuro melhor, promissor, como em meus sonhos.

Durante todo esse período contei com a ajuda, presença, ensinamentos e carinho de pessoas muito especiais que Deus colocou em meu caminho. Por isso, em primeiro lugar agradeço à Ele, pelas inúmeras oportunidades a mim concedidas, por me abraçar e amparar nos momentos difíceis e por sempre me fazer acreditar que há outro dia, com novos sonhos e perspectivas, com a possibilidade de sempre recomeçar. Obrigada meu Deus!

Agradeço em especial aos meus pais, Geraldo e Luciana, que são exemplos para mim de pessoas íntegras e honestas, que dedicam suas vidas às vidas minha e de minhas irmãs, e que sempre apoiaram minha dedicação aos estudos. Sem vocês nada disso seria possível, minha gratidão é eterna! Às minhas irmãs, Talita e Michelle, que dividiram comigo nesse período uma casa, suas companhias, muitas conversas, o jeitinho especial de cada uma e, sobretudo, o amor e carinho tão especiais nos dias difíceis, muito obrigada! À minha prima-irmã Maria Tereza, obrigada pelo seu jeito doce, carinhoso e meigo, que com tão pouca idade me ensina tanto e traz tanta alegria! Vocês são minha fonte inesgotável de energia, amo vocês!

Ao meu marido, Wilson, que esteve presente comigo nesta jornada, muito obrigada pelo companheirismo, por sonhar junto comigo meus sonhos e por às vezes acreditar mais neles que eu mesma. Foram especiais suas palavras de ânimo, sua compreensão nos momentos difíceis, a torcida declarada, o silêncio compartilhado. Seu amor e carinho são combustíveis para seguir adiante. Te amo!

Agradeço aos amigos pela torcida, orações e momentos de alegria. Em especial, aos amigos que a Economia me deu, alguns da turma 53^a, que por mais breves que sejam os encontros, são sempre tão bons! À Gabriela, Lívia Melo e Lívia Nalessio obrigada pelos almoços e cafés, sempre recheados de muita força e apoio, tão importantes para as retomadas em períodos de dificuldade.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Fábio, muito obrigada por todos os ensinamentos e pelas excelentes aulas. Mas, ainda mais marcante é sua sensibilidade e preocupação não só com o andamento do trabalho, mas com o bem-estar de seus orientandos, uma característica tão rara

na área acadêmica. Obrigada pelo seu apoio e dedicação em momentos difíceis para mim, que inclusive tornaram um trabalho temido, mais tranquilo e prazeroso.

Aos professores do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, obrigada pelos ensinamentos e ajuda de anos. Em especial, agradeço ao professor Aderbal por ter participado da banca de qualificação desta Tese e aceitado participar da banca de defesa. Obrigada também aos professores Vanessa Petrelli, Bruno de Conti e Fernando Ferrari Filho por aceitarem participar da banca de defesa deste trabalho e pelos futuros comentários, que, certamente, contribuirão para o aprimoramento e desdobramentos futuros desta pesquisa.

Agradeço ao servidor/técnico do Tesouro Nacional, Paulo Moreira Marques, pela disponibilidade em me auxiliar com algumas questões acerca da relação entre mercado monetário e mercado de dívida pública no Brasil.

À Camila, secretária da pós-graduação, muito obrigada por estar sempre disponível para sanar nossas dúvidas e nos ajudar com os detalhes acadêmicos.

Por fim, à FAPEMIG, obrigada pelo auxílio financeiro durante a realização do Doutorado.

RESUMO

Este trabalho se dedica a entender a institucionalidade do Sistema Especial de Liquidação e Custódia dos títulos públicos federais, o SELIC, criado em 1979. Argumenta-se que esta institucionalidade fundiu os mercados monetário e de dívida pública no Brasil, representando ainda hoje o formato do mercado de dívida pública do País. Especificamente, o objetivo desta Tese é retratar o que é o mercado SELIC, desde sua origem, evolução no tempo até como ele funciona atualmente, além de se analisarem as consequências de sua institucionalidade para a economia brasileira. Neste particular, discutem-se as repercussões da estrutura do mercado SELIC sobre as políticas monetária e de gestão da dívida pública; sobre a estrutura do Sistema Financeiro Nacional, essencialmente concentrado no curto prazo e ancorado em títulos públicos; as altas taxas de juros cobradas pelos bancos e instituições financeiras no varejo; o alto custo e a grande volatilidade da Dívida Pública Federal; argumenta-se, ainda, sobre as dificuldades impostas ao desenvolvimento do mercado de capitais no País. As conclusões do trabalho apontam diversas dificuldades que a institucionalidade do SELIC causa à economia brasileira, sobretudo à própria estrutura do Sistema Financeiro Nacional, de modo que soluções para contornar essas dificuldades devem ser pensadas numa temporalidade longa e a partir de medidas que envolvam a própria reestruturação do modo de funcionamento do mercado SELIC. Por fim, a pesquisa se utiliza de dois métodos, quais sejam, a revisão bibliográfica e a revisão documental, em que trabalhos e documentos formais sobre o tema foram utilizados para guiar a pesquisa.

Palavras-chave: SELIC; Mercado de Dívida Pública; Mercado Monetário.

ABSTRACT

This Phd Thesis aims at understanding the institutional framework of the Special System for Settlement and Custody of Federal Government Securities (SELIC), created in 1979. It is argued that SELIC has merged the monetary and public debt markets in Brazil, a problem that is still running in the country's public debt market. Specifically, the objective of this PhD Thesis is to portray what the SELIC market is, including its origin, evolution over time and how it currently operates; in addition, it also analyzes the consequences of such structure for the Brazilian economy. In this regard, repercussions of the SELIC on the monetary and public debt management policies are discussed, namely the National Financial System being essentially focused on short term assets, mainly public securities; the high interest rates charged by banks and financial institutions to lend money; the high cost and strong volatility of the Federal Public Debt; and the difficulties to the development of capital markets in Brazil. The conclusions point to several difficulties that the institutional framework of SELIC causes to the Brazilian economy, especially to the structure of the National Financial System. However, solutions to these difficulties must be implemented seeking to solve them in the long term because they need to involve restructuring the nature of SELIC. To reach its objective, this Thesis uses two methods, namely literature review and documentary review, in which papers and formal documents about SELIC were used to guide the research.

Key-words: SELIC; Public Debt Market; Money Market.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AM	Autoridade Monetária
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BB	Banco do Brasil
BBC	Bônus do Banco Central
BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRADESCO	Banco Bradesco
BTN	Bônus do Tesouro Nacional
B3	Bolsa de Valores Oficial do Brasil
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CETIP	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos
CMN	Conselho Monetário Nacional
CODIP	Coordenação Geral de Operações da Dívida Pública
COPOM	Comitê de Política Monetária
DEMAB	Departamento de Operações do Mercado Aberto
DMO	<i>Debt Management Office</i>
DPF	Dívida Pública Federal
DPFe	Dívida Pública Federal Externa
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
FMI	Fundo Monetário Internacional
GEDIP	Gerência da Dívida Pública
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IGP-M	Índice Geral de Preços de Mercado
IPC	Índice de Preços ao Consumidor
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
LASTRO	Módulo do SELIC referente ao Lastro de Operações Compromissadas
LBC	Letras do Banco Central
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LFR	Lei de Responsabilidade Fiscal
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MF	Ministério da Fazenda
NBC	Nota do Banco Central
NEGOCIAÇÃO	Módulo do SELIC referente à Negociação Eletrônica de Títulos Públicos
NTN	Notas do Tesouro Nacional
NTN-B	Notas do Tesouro Nacional indexadas à inflação
NTN-C	Notas do Tesouro Nacional indexadas ao IGP-M
NTN-D	Notas do Tesouro Nacional indexadas ao dólar
NTN-F	Notas do Tesouro Nacional prefixadas com juros semestrais
NTN-H	Notas do Tesouro Nacional indexadas à TR

OFDEALERS	Módulo do SELIC referente à Oferta de Títulos Públicos aos <i>Dealers</i>
OFPUB	Módulo do SELIC referente à Oferta Pública de Títulos Públicos
OGU	Orçamento Geral da União
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
OTN	Obrigações do Tesouro Nacional
PAEG	Plano de Ação Econômica do Governo
PAF	Plano Anual de Financiamento
PIB	Produto Interno Bruto
SANTANDER	Banco Santander
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFN	Sistema Financeiro Nacional
STR	Sistema de Transferência de Reservas
SUMOC	Superintendência de Moeda e Crédito
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP	Taxa de Longo Prazo
TN	Tesouro Nacional
TR	Taxa Referencial
URV	Unidade Real de Valor

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Ciclo de operação de venda de um título público no mercado primário	63
Figura 2 - Institucionalidade do Mercado SELIC - o grande Mercado de Dívida Pública no Brasil.....	69

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Prazo Médio do Estoque Total da DPMFi (anos)	58
Gráfico 2 - Composição da DPMFi por indexador (% do total)	58
Gráfico 3 - Evolução do custo médio da DPF e da taxa SELIC (% a.a. - acumulado em 12 meses)	104
Gráfico 4 - Evolução da taxa SELIC e do custo médio de título indexado à SELIC (LFT), prefixado (LTN) e indexado ao índice de preços (NTN-B) (% a.a. - acumulado em 12 meses)	105

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Balancete do BC	22
Quadro 2 - Problemas relacionados à institucionalidade do mercado SELIC	97
Quadro 3 - Dificuldades impostas pelo modo de funcionamento do mercado SELIC	107

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estoque da DPF Brasileira (R\$ Bilhões)	34
Tabela 2 - Crescimento, composição e prazo médio da DPMFi (1971-79)	46
Tabela 3 - Composição da carteira de alguns fundos de investimento no Brasil - dez/2018..	
.....	101

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	15
1. MERCADOS MONETÁRIOS: O QUE SÃO E COMO FUNCIONAM.....	19
2. MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA: FUNÇÕES E OPERACIONALIDADE.....	32
3. A HISTÓRIA DO MERCADO BRASILEIRO DE DÍVIDA PÚBLICA: DOS PRIMÓRDIOS AO SELIC.....	39
3.1 A HISTÓRIA DO MERCADO BRASILEIRO DE DÍVIDA PÚBLICA	39
3.2 A OPERACIONALIDADE ATUAL DO MERCADO SELIC	59
4. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA: TEMAS RELACIONADOS AO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRO	71
4.1 O MECANISMO DE ZERAGEM AUTOMÁTICA	71
4.2 A INDEXAÇÃO FINANCEIRA.....	77
4.3 AS LETRAS FINANCEIRAS DO TESOURO (LFT)	81
4.4 O PERFIL CURTO-PRAZISTA E AS DIFICULDADES EM SE ALONGAR A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	88
4.5 AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BCB	92
5. IMPLICAÇÕES DA INSTITUCIONALIDADE DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRO – O MERCADO SELIC.....	97
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	108
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	113

INTRODUÇÃO

A gestão da política econômica, especialmente das políticas monetária e da dívida pública, esta, parte fundamental da política fiscal, é crucial para a economia de um país. No Brasil, o debate acerca da administração dessas políticas nos últimos anos tem contornos especiais, principalmente por conta das recorrentes necessidades de financiamento do setor público, nominais e primárias pós-2014, e dos altos juros básicos vigentes no País, há muito um dos mais elevados do mundo. Após mais de duas décadas da estabilização monetária alcançada com o Plano Real, a operacionalidade dessas duas políticas ainda hoje guarda traços muito semelhantes ao período de alta inflação pelo qual passou o País.

Embora haja pontos de contato relevantes entre as políticas monetária e de gestão da dívida pública por lidarem especificamente com os mercados monetário e de dívida pública, respectivamente, ambas possuem dinâmica própria e são conduzidas por interesses específicos, quais sejam: a busca pelo controle da liquidez da economia, a primeira, e o financiamento do déficit público e a administração de dívida, a segunda. Entretanto, no Brasil percebe-se uma fusão entre os mercados monetário e de dívida pública após a criação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), em 1979, de modo que se passou a ter no País um grande mercado de dívida pública, o mercado SELIC¹. Nele utilizam-se os mesmos títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional (de agora em diante, TN²), para a realização tanto da política monetária quanto para a gestão da dívida pública, com a peculiaridade de todos serem compensados em reservas bancárias. Assim, no SELIC instrumentalizam-se operações de mercado aberto, redesconto, além de se transacionarem títulos para fins fiscais³, uma vez que todas as transações com títulos públicos se dão em seu âmbito. Dessa forma, no SELIC encontra-se tanto o Banco Central do Brasil (BCB) realizando sua política monetária, bem como o TN, responsável pela gestão da dívida pública e financiamento do governo.

¹ Destaca-se que ao longo do trabalho será utilizada a expressão ‘taxa SELIC’ (no feminino, a SELIC) indicando a taxa básica de juros da economia brasileira. Já o termo ‘mercado SELIC’ (no masculino, o SELIC) representa o âmbito em que todas essas operações são custodiadas e liquidadas, mas, sobretudo, um mercado com institucionalidade própria, que é o mercado de dívida pública brasileiro.

² Em todo o trabalho será utilizada a sigla TN para se referir ao Tesouro Nacional, inclusive ela será mantida para se referir à Secretaria do Tesouro Nacional, criada em 1986.

³ Vale ressaltar que a diferenciação de títulos para “fins fiscais” e “fins monetários” utilizada nesse trabalho busca fazer uma diferenciação no uso dos títulos públicos por parte do TN ao realizar sua política de administração da dívida pública e cobertura do déficit público e, por parte do BCB ao gerir sua política monetária. Esta não é, contudo, a nomenclatura oficial usada pelo TN ou BCB, mas que, neste trabalho, ajuda a facilitar a compreensão do mercado de dívida por divisão de finalidade entre as políticas monetária e fiscal. A nomenclatura oficial adotada pelo TN, que administra a dívida para fins fiscais, é política de gestão de dívida pública e financiamento do governo; a adotada pelo BCB é política monetária.

Restam nesta institucionalidade alguns traços criados no longo período inflacionário brasileiro, como o uso intensivo da indexação financeira, o perfil curto prazista dos investimentos e também da dívida pública do País e a adequação das ações do BCB e do TN às demandas dos investidores no País, que procuram investimentos seguros, ancorados em muita liquidez, alta rentabilidade e baixo risco. Porém, a institucionalidade e o modo de funcionamento do mercado SELIC estruturam não somente o próprio SELIC, mas servem como *benchmark* para a institucionalidade de todo o Sistema Financeiro Nacional (SFN), lhes dando, logo, características peculiares. Delas surgem dificuldades, que se expressam, sobretudo, na perda de eficiência das políticas monetária e de gestão da dívida pública, na alta taxa de juros cobrada no País, nos altos custo e volatilidade da dívida pública federal (doravante, DPF), nas dificuldades tanto em se romper com a cultura de curto prazo dos investimentos quanto em se desenvolver o mercado de capitais, por natureza, de longo prazo, no Brasil.

Ambos os mercados funcionarem em apenas um, o mercado SELIC, é reconhecida por parte da literatura econômica. Entretanto, não há um trabalho que contemple de maneira sistematizada o mercado SELIC desde sua origem até seu modo de funcionamento atual, além das consequências que essa institucionalidade traz à dinâmica econômica brasileira. A maioria dos trabalhos existentes trata de pontos específicos, ora sobre a eficiência da política monetária, ora sobre o perfil e comportamento da DPF, ora sobre o mercado de títulos públicos brasileiro, ora sobre a taxa básica de juros no País, a SELIC, dentre outros temas. Inclusive, considerações sobre a institucionalidade criada em 1979 e mantida até hoje funcionar como o SELIC são pouco presentes na literatura relevante.

É neste ínterim que este trabalho se justifica e apresenta sua contribuição. Busca-se, em apenas um documento, retratar o que é o mercado SELIC, passando pela sua origem, evolução no tempo e como ele funciona atualmente, além de se analisarem as consequências de sua institucionalidade para a economia brasileira. Neste particular, debatem-se repercussões da estrutura do mercado SELIC sobre as políticas monetária e de gestão da dívida pública; sobre a estrutura do SFN, essencialmente concentrado no curto prazo e ancorado em títulos públicos; as altas taxas de juros cobradas pelos bancos e instituições financeiras ao varejo; o alto custo e a grande volatilidade da DPF; argumenta-se, ainda, sobre as dificuldades impostas ao desenvolvimento do mercado de capitais no País. Ressalta-se, contudo, que não se configura como foco deste trabalho a proposta de soluções que minorem ou eliminem os problemas decorrentes da institucionalidade do SELIC, o que, pela relevância, dificuldade e extensão envolvidas, encerraria uma agenda de pesquisa *per se*.

Dessa forma, a hipótese subjacente a este trabalho argumenta que a fusão dos mercados monetário e de dívida pública no Brasil, representado pelo mercado SELIC, traz consequências à dinâmica econômica do País, tanto no tocante à gestão das políticas monetária e de gestão da dívida pública, como relacionadas à toda estrutura do SFN. Assim, o objetivo geral desta Tese é analisar a formação e o funcionamento do mercado SELIC. Almeja-se, ainda, como objetivos específicos se destacarem quais os pontos marcantes dessa institucionalidade atualmente e quais suas consequências à dinâmica econômica brasileira. Para tanto, a pesquisa se utiliza de dois métodos, quais sejam, a revisão bibliográfica e a revisão documental. Conforme explicita Gil (1991), o método de procedimento da revisão bibliográfica consiste em se utilizarem materiais já publicados sobre o tema, enquanto que o método de pesquisa documental refere-se à consulta a materiais que ainda não receberam tratamento analítico. Assim, utilizaram-se na pesquisa artigos, livros e demais trabalhos dedicados ao mercado SELIC no Brasil, assim como documentos formais, como os do TN e do BCB.

Para alcançar os objetivos propostos a estrutura desta Tese divide-se em cinco capítulos, além desta Introdução e das Considerações Finais. O primeiro capítulo discute o que configura um mercado monetário em nível teórico, com suas principais funções e características, possibilitando, assim, compreender o que se transaciona nele e o papel da Autoridade Monetária (AM), que realiza neste mercado a política monetária. Em seguida, o segundo capítulo explora o que configura teoricamente um mercado de dívida pública, destacando-se suas principais funções, operacionalidade e importância à dinâmica econômica de um País. O terceiro capítulo expõe a história do mercado de dívida pública e, paralelamente, do mercado monetário no Brasil, de modo que se possa compreender os fatos e condicionantes que fizeram parte da formação do SELIC, desde sua concepção até os moldes de como funciona atualmente. Para tanto, o capítulo se divide em duas seções. A primeira analisa a história do mercado de dívida pública brasileiro em si, inclusive denotando a origem do mercado SELIC. Já a segunda seção é responsável pela análise de como se dá a operacionalidade do mercado SELIC atualmente. Os quarto e quinto capítulo buscam alcançar os objetivos específicos deste trabalho. Uma vez entendido o que são mercados monetário e de dívida pública e sua fusão no Brasil, representada pelo SELIC, procura-se analisar as principais consequências desta institucionalidade à economia brasileira. Dessa forma, inicialmente o quarto capítulo apresenta uma revisão da literatura que trata, de alguma maneira, deste mercado, de modo a se elencarem os principais pontos de debate acerca da institucionalidade do SELIC e de suas implicações. Por fim, o quinto capítulo analisa outras implicações da operacionalidade do mercado de dívida pública

brasileiro, indo além das contribuições trazidas pela revisão bibliográfica, destacando-se os problemas atuais decorrentes desta institucionalidade.

1. MERCADOS MONETÁRIOS: O QUE SÃO E COMO FUNCIONAM

O mercado financeiro é estruturado de maneira segmentada, de modo que se pode elencar quatro grandes mercados em suas operações: de crédito, de capitais, o cambial e o monetário. No mercado de crédito são realizadas operações de curto e médio prazos, em que as instituições financeiras atuam fornecendo recursos para famílias e capital de giro para pequenas e médias empresas. No mercado de capitais concentram-se transações de médio e de longo prazos, que objetivam criar condições para que ocorra captação de recursos para o *funding* dos planos de investimento de todos os tamanhos de empresas. Além disso, neste mercado oferta-se capital de giro para médias e grandes empresas. No mercado cambial são realizadas as operações que envolvem troca de moedas estrangeiras e nacionais. Por fim, no mercado monetário concentram-se as transações de recursos a curto e curtíssimo prazos que buscam, essencialmente, controlar o nível de liquidez da economia (LAGIOIA, 2011).

O Banco Central (doravante, BC), como AM, pratica sua política monetária no mercado monetário, realizando o controle da liquidez da economia, para alcançar, em tese, dois fins, ou o controle dos agregados monetários ou, mais comumente, a estabilidade da taxa de juros de curtíssimo prazo. Para a realizar o BC conta com alguns instrumentos, como o recolhimento compulsório, o redesconto ou assistência financeira de liquidez, as operações de mercado aberto - também conhecidas como *open-market* -, além de outros instrumentos menos convencionais, como o controle direto sobre o crédito ou as atuais compras de ativos em larga escala.

De forma mais detalhada, é no mercado de reservas bancárias que o BC gerencia a liquidez da economia através dos referidos instrumentos. Neste mercado são negociadas as reservas bancárias entre os bancos e entre eles e o BC – instituições que formam o chamado sistema monetário da economia. Vale destacar que a conta reservas bancárias corresponde à conta de depósito que todos os bancos mantêm junto ao BC, com o objetivo de registrar e receber os recolhimentos compulsórios, a liquidação de transações entre cada banco e o BC, além de efetuar a liquidação e compensação das transações interbancárias (CARVALHO et al, 2007). Dessa forma, de maneira similar a um correntista comum, os bancos perdem saldo em sua conta mantida no BC se sacam moeda, se compram ativos ou realizam empréstimos. Por outro lado, ganham saldo em sua conta mantida no BC se nela depositam papel moeda, se vendem ativos ou não renovam empréstimos (RIBEIRO, 2004).

A fim de enfatizar a importância do gerenciamento de liquidez pelo BC, através de seus instrumentos no mercado monetário, Barbosa (1990) apresentou um modelo, baseado em

Thorton (1982), que descreve o procedimento de criação e destruição de moeda na economia. Nele, a oferta monetária, M^s , é igual à soma dos depósitos à vista (D) e do papel moeda em poder do público (C),

$$(1) M^s = D + C.$$

Já a base monetária, B, é igual à soma das reservas compulsórias (RC), das reservas excedentes (RE) e do papel moeda em poder do público (C):

$$(2) B = RC + RE + C,$$

enquanto que o papel moeda em poder do público (C) é uma proporção k dos depósitos à vista (D),

$$(3) C = kD,$$

e, a reserva compulsória (RC) é uma proporção t dos depósitos à vista (D):

$$(4) RC = tD.$$

Por sua vez, a reserva excedente depende inversamente da proporção δ em relação à taxa de juros r , de modo que quanto maior a taxa de juros, menor é o volume de reservas excedentes:

$$(5) RE = \lambda - \delta r, \delta > 0.$$

Silva Filho (1996) aponta ainda dois conceitos relevantes concernentes às reservas, que são as reservas mutuadas (BR) e as não-mutuadas (NBR). No caso das primeiras, elas são obtidas através do redesconto, que dependerá da diferença entre as taxas de redesconto (r_d) e a taxa de juros de mercado, de modo que:

$$(6) BR = \phi (r - r_d), \text{ sendo que, } r > r_d, \phi > 0.$$

$$BR = 0, \text{ se } r \leq r_d.$$

Já as reservas não-mutuadas são as fornecidas pelo BC em suas operações de *open-market*, de acordo com suas orientações de política monetária. Deste modo, o mercado de reservas bancárias atinge o equilíbrio quando o total de reservas demandadas for igual ao total de reservas ofertadas:

$$(7) RC + RE = NBR + BR$$

Vale ressaltar, conforme destaca Silva Filho (1996), que a demanda de reservas é afetada pelas mudanças no portfólio do público, alterações dos níveis de renda e de preço, mudanças no componente aleatório da demanda por moeda, dentre outros fatores, de modo que a demanda por reservas é resultado do comportamento conjunto do público e dos bancos. Já a oferta de reservas bancárias é determinada pelas reservas ofertadas pelo BC, seja através das operações de *open-market*, seja através do redesconto, de modo que a oferta de reservas é resultado do comportamento conjunto do sistema bancário e do BC (logo, estando condicionada ao arranjo institucional do BC).

Voltando ao modelo de Barbosa (1990), a quantidade demandada de moeda é função crescente da renda nominal (Y) e decrescente da taxa de juros (r), de modo que:

$$(8) M^d = \alpha Y - \beta r, \text{ sendo que as sensibilidades } \alpha \text{ e } \beta \text{ são positivas.}$$

O mercado monetário estará em equilíbrio quando a quantidade ofertada se igualar à quantidade demandada de moeda, ou seja:

$$(9) M^s = M^d$$

Contudo, o BC não consegue exercer influência plena sobre a oferta de moeda, pois ela ao menos em parte é endógena, ou seja, criada a partir da ação dos bancos comerciais que captam depósitos à vista. O controle que o BC tem, portanto, é parcial, através do que Silva Filho (1996) denomina de moeda de alta potência – base monetária. A base monetária é influenciada pela ação do BC através de seus instrumentos de política monetária, sendo que as

operações de mercado aberto⁴ são o principal meio pelo qual o BC controla a liquidez da economia. Para melhor compreensão de como a base monetária é influenciada pela política monetária, cabe analisar o balancete do BC, expresso abaixo.

Quadro 1- Balancete do BC

BALANÇETO DO BC	
Ativo	Passivo
<p>1. Reservas Internacionais</p> <p>2. Crédito Doméstico Líquido</p> <p>a- Empréstimos ao TN</p> <p>b- Títulos Públicos Federais</p> <p>c- Operações de Redesconto</p> <p>d- Outras aplicações</p>	<p>1. Base Monetária</p> <p>a- Papel Moeda em Poder do PÚBLICO</p> <p>b- Reservas Bancárias</p> <p>2. Recursos não-monetários</p> <p>a- Outros depósitos compulsórios</p> <p>b- Depósitos do TN</p> <p>c- Títulos do BC⁵</p> <p>d- Saldo líquido das demais contas</p>

Fonte: Elaboração própria, baseada em Silva Filho (1996) e Leister e Medeiros (2016).

Como se pode observar, variações na base monetária só podem ocorrer se houver, em contrapartida, variações nas operações ativas do BC não balanceadas por mudanças em seu passivo não-monetário. Neste ponto vale destacar que, em se tratando de economias abertas, que se utilizam de alguma administração da taxa de câmbio, quando o BC intervém neste mercado, a oferta de moeda sofre alterações.

Silva Filho (1996) explica que o BC atua com controle pleno em apenas um dos componentes da base monetária, as reservas bancárias, visto que o papel moeda em poder do público é uma variável que depende do comportamento do público e dos bancos comerciais, o que torna a influência do BC limitada. Assim sendo, a importância das reservas bancárias pode ser explicada por meio de quatro fatores principais: elas constituem-se na moeda usada pelo BC para transacionar com o resto da economia; elas são necessárias para que as transações

⁴ Sobre este ponto, Araújo (2002) aponta que as operações de mercado aberto se sobrepuçaram aos demais instrumentos clássicos de política monetária em função de quatro motivos principais: a) não há retardo na observância de seus efeitos – o impacto sobre a taxa de juros é imediato; b) podem ser utilizadas para neutralizar (ou potencializar) movimentos das taxas de juros em ambas as direções; c) o BC é agente ativo no processo; d) o alcance de seus efeitos se estende a todas as instituições financeiras, enquanto que o redesconto e depósito compulsório têm impactos restritos às instituições mantenedoras de contas de reservas bancárias.

⁵ Este balancete corresponde a um balancete padrão de um BC. Para o caso brasileiro, neste caso, considera-se ainda a existência de títulos próprios do BC brasileiro, que, como será visto adiante, serviram durante muito tempo na história monetária do País como instrumentos de política monetária.

realizadas na economia como um todo possam ser realizadas; os bancos e instituições financeiras são obrigados a manter quantias mínimas de reservas junto ao BC e mantém também reservas excedentes para eventuais necessidades; por fim, são moeda de alta potência, ou seja, podem se tornar rapidamente meio de pagamento. Vê-se, assim, que no bastidor do tradicional mercado de oferta e demanda de moeda existe o importante mercado de reservas bancárias que, como atribui Silva Filho “é o cerne do mercado monetário” (1996, p. 26).

Como visto anteriormente, os instrumentos clássicos de política monetária que o BC dispõe são o depósito compulsório, a taxa de redesconto e as operações de *open-market*. O depósito compulsório consiste no recolhimento obrigatório, pelos bancos e instituições financeiras com carteira comercial, de reservas bancárias junto ao BC, sendo que o volume a ser recolhido é calculado de acordo com um percentual, definido pelo BC, sobre os depósitos à vista, *float* bancário (recursos em trânsito de terceiros, depósitos sob aviso, cobrança e arrecadação de tributos e cheques administrativos) e depósitos em cadernetas de poupança. Importante ressaltar que, ao contrário dos demais instrumentos de política monetária, o depósito compulsório não afeta o volume da base monetária, mas apenas sua composição. Este instrumento atua influenciando o multiplicador monetário e, portanto, a capacidade de bancos e instituições financeiras criarem moeda escritural. Logo, “esses depósitos constituem-se num potente instrumento à disposição do Banco Central para o controle, não só dos meios de pagamento, mas também de outros agregados monetários mais amplos” (SILVA FILHO, 1996, p. 23-24).⁶

O redesconto constitui-se num instrumento passivo de política monetária, uma vez que cabe aos bancos e instituições financeiras recorrerem ou não aos empréstimos do BC. A variável chave que determina o uso do redesconto pelos bancos e instituições financeiras é a diferença entre a taxa de redesconto cobrada pelo BC e a taxa de juros do mercado interbancário de reservas bancárias. Como visto pela equação (6), quando a taxa de redesconto é menor que a taxa de mercado, o BC está usando uma taxa não-punitiva, o que pode levar ao aumento das

⁶ Cabe ressaltar, conforme Silva Filho (1996), que os depósitos compulsórios dividem-se em dois sistemas, que trazem implicações à eficiência deste instrumento no curto prazo: o sistema de reservas defasadas e o sistema de reservas contemporâneas. Antes de se salientarem as diferenças, os aspectos comuns são que em ambos os sistemas dois períodos são definidos: a) período de recolhimento, em que um montante mínimo de reservas deve ser mantido no BC e, b) período de cálculo, que corresponde ao período-base sobre o qual incidem as alíquotas do compulsório, indicando o volume de reservas a ser mantido no BC no período de recolhimento. No sistema de reservas defasadas, as reservas compulsórias mantidas no BC durante o período de recolhimento são calculadas sobre os depósitos bancários existentes no período de cálculo, que é anterior ao de recolhimento. Já no contemporâneo, os períodos de cálculo e recolhimento são coincidentes. No Brasil, adota-se o modelo de reservas defasadas.

reservas mutuadas⁷. Já se a taxa de redesconto tem o perfil punitivo, o acesso aos empréstimos é desestimulado e, em consequência, o volume de reservas mutuadas tende a ser baixo.

Por fim, as operações *open-market* são o principal instrumento de política monetária à disposição do BC, pois são capazes de realizar uma sintonia fina da política monetária, ao permitirem o controle diário da expansão de moeda e do nível da taxa de juros. Conforme destaca Araújo (2002), as operações de mercado aberto elevam os graus de liberdade na condução da política monetária ao permitirem o ajuste da liquidez independentemente de os bancos e instituições financeiras com carteira comercial o desejarem. Barbosa (1990) e Silva Filho (1996) apontam que o BC pode adotar quatro procedimentos operacionais na condução das operações de *open-market*, quais sejam: o controle da taxa de juros, o controle das reservas mutuadas, o controle das reservas não-mutuadas e o controle das reservas totais.

Voltando ao modelo de Barbosa (1990), caso o BC adote como procedimento operacional o controle da taxa de juros, as reservas não-mutuadas e as reservas totais serão endógenas ao modelo, bem como a moeda é exógena. Caso o procedimento seja o controle das reservas não-mutuadas, a taxa de juros e as reservas totais serão endógenas, valendo o mesmo para o caso do controle das reservas totais, pois os juros resultarão apenas do confronto entre a demanda por moeda e a sua oferta dada pelo BC. Por sua vez, se houver o controle das reservas mutuadas, o BC cumpre suas metas através do fornecimento de reservas não-mutuadas, o que faz com que elas sejam endógenas, em ações defensivas, e a taxa de juros do BC seja exógena, com o mercado definindo outras taxas, mas não a do BC.

Dessa forma, no primeiro caso⁸, com o BC controlando a taxa de juros, o equilíbrio no mercado fornece o nível da taxa de juros que o BC deve fixar para atingir determinada quantidade de moeda. Analisando tal procedimento através do mercado de reservas bancárias, tem-se que o BC, para fixar a taxa de juros no nível que deseja deve, através da política de mercado aberto, suprir o sistema bancário com um volume de reservas não-mutuadas compatível com o nível da taxa de juros. No controle das reservas não-mutuadas, elas são variável exógena do modelo, de modo que o BC supre o volume de reservas não-mutuadas compatível com seu objetivo de política monetária no mercado de reservas bancárias e o mercado fornece o nível de taxa de juros que equilibra o mercado de reservas.

⁷ Conforme reforça Silva Filho (1996), o aumento das reservas mutuadas em função da taxa de redesconto não-punitiva colocada pelo BC não se dá de maneira proporcional à redução dos juros entre um e outro período, uma vez que existem ainda custos não-pecuários no acesso ao redesconto.

⁸ A dedução completa do modelo em questão pode ser vista em Barbosa (1990) e Silva Filho (1996).

No caso do controle das reservas mutuadas, caso essas estejam em nível diferente do desejado, o BC realiza operações de mercado aberto, alterando o volume de reservas não-mutuadas e induzindo o nível de reservas mutuadas a retornar ao patamar preestabelecido. Por fim, no controle das reservas totais, qualquer variação no nível de reservas mutuadas é compensada pelo BC por variações na mesma proporção e em sentido inverso nas reservas não-mutuadas, fazendo com que o BC consiga manter constante o volume de reservas totais.

De maneira a complementar a análise acerca do funcionamento dos mercados monetários e, em específico, de como o BC realiza sua política monetária, Lavoie (2014), no bojo do debate⁹ acerca da endogeneidade da moeda, expõe o papel defensivo do BC ao utilizar metas de taxas de juros como instrumento de política monetária. Para o autor, pode-se elencar alguns princípios explicativos da condução da política monetária na atualidade: a) a meta operacional do BC é necessariamente uma meta de taxa de juros; b) as operações diárias do BC são sobre o sistema de pagamentos e não sobre requerimentos de reservas; c) as operações do BC acomodam a demanda por reservas dos bancos, compensando alterações em seu balanço que sejam inconsistentes com tal acomodação; d) as reservas compulsórias são meios para suavizar a demanda por reservas, não relacionando-se, portanto, com o controle de agregados monetários; e) a implementação de uma nova meta de taxa de juros não requer qualquer mudança na oferta de reservas; e, f) a capacidade de o BC fixar as taxas de juros tem a ver com o fato de as compensações e liquidações de todos os recursos que circulam no sistema financeiro serem realizadas, por lei, no âmbito do BC.

Tal constatação reforça a utilização da taxa de juros, sobretudo através das operações de mercado aberto, como o principal instrumento de política monetária do BC. Vale ressaltar também a importância da última característica citada por Lavoie (2014), uma vez que a capacidade de o BC influenciar o nível de liquidez da economia relaciona-se mais com o fato de ele e as instituições financeiras fazerem parte de um sistema em que há liquidações e compensações de todas as transações econômicas no âmbito no BC, do que com o fato de ele deter o monopólio da emissão de moeda. Para os fins deste trabalho, tal característica desempenha fator relevante, pois é justamente no âmbito do SELIC, que cuida da custódia e

⁹ Para os pós-keynesianos a oferta de moeda é endógena e conduzida pela demanda. Entretanto, conforme afirmam Arestis e Sawyer (2006), há divergências teóricas sobre qual rumo tomar após esse diagnóstico, levando à divisão desses autores em horizontalistas (acomodacionistas) e estruturalistas. Para os primeiros, o BC não tem controle sobre a oferta de moeda, pois deve suprir toda e qualquer demanda por reservas dos bancos comerciais para a manutenção da taxa de juros no nível predeterminado pela AM. Já os estruturalistas apontam que a criação de moeda dependerá da preferência dos bancos em expandir seus empréstimos e da função de reação do BC para dar suporte ou não a essas expansões. Para mais ver: Pollin (1991); Fontana (2002); Lavoie (2014); Paim (2014).

liquidação dos títulos públicos federais, que se busca analisar a fusão entre os mercados monetário e de dívida pública no Brasil.

Neste contexto, Lavoie (2014) expõe alguns exemplos práticos de operacionalização da política monetária na atualidade baseada em metas de taxas de juros, que se distinguem em: sistema de corredores de juros; sistema em que não há remuneração das reservas; sistema de piso de juros e sistema de teto de juros. Como ressaltado pelo autor, antes da crise financeira de 2008, o primeiro dos sistemas era muito utilizado, mas, após a crise, a política monetária de vários BC se alterou, passando-se a se observar a ocorrência de compras de ativos em larga escala, o uso de medidas macroprudenciais e o uso dos juros nominais negativos. Para exemplificar, o autor apresenta as experiências do BC do Canadá e dos Estados Unidos, o que também faz em Lavoie (2006), que serão aqui analisadas com o simples intuito de se retirarem as principais conclusões acerca do papel do BC ao operacionalizar sua política monetária de modo geral, uma vez que não é objetivo desse trabalho conhecer os pormenores dessa política em países que não o Brasil.

O BC do Canadá não utiliza reservas compulsórias e possui um sistema de juros em corredor. Todos os bancos são obrigados a liquidar suas transações no BC de modo que, além dessas trocas, o volume de moeda na economia pode se alterar através das transações do BC com reservas internacionais e por meio das transações governamentais (gastos e tributos) registradas no sistema de compensação. Para acomodar mudanças que por ventura ocorram no nível de reservas bancárias, o BC canadense age através de suas operações defensivas e da transferência de recursos entre as diversas contas do governo no sistema bancário. Suas operações defensivas são realizadas basicamente por meio do fornecimento de reservas demandadas. Para isso, o BC anuncia uma meta de taxa de juros, que se insere dentro de um corredor de juros, em que há o juros teto (colocado pelo redesconto) e o juros piso (colocado pela remuneração das reservas excedentes).

Dessa forma, caso ao final de um dia alguns bancos estejam em posição negativa na câmara de compensação, haverá a disputa entre eles pelos fundos de bancos que tenham excesso de recursos em seus balanços, que cobrarão uma taxa entre a meta e o teto de juros para emprestar aos bancos ilíquidos. Os bancos que não conseguirem tais empréstimos serão obrigados a recorrer aos empréstimos do BC, à taxa do redesconto – teto, de modo que “se a deficiência em reservas for grande, a taxa *overnight* atingirá a taxa de empréstimo de liquidez

[juros teto]” (LAVOIE, 2014, p. 220, tradução nossa¹⁰). De maneira similar, caso o sistema bancário esteja em posição positiva na câmara de compensação ao fim do dia, há a probabilidade de que a taxa *overnight* caia em direção ao nível do piso dos juros, uma vez que os recursos em excesso não encontrarão tomadores e, dessa forma, serão depositados no BC à esta taxa.

Assim, no sistema de corredor de juros o BC fornece uma taxa de juros como meta dentro de um intervalo operacional, que funciona como uma âncora nominal. Isso ocorre pois os participantes do mercado sabem que podem confiar na taxa de juros piso, caso tenham recursos em excesso e, na taxa de juros teto, caso apresentem balanços negativos. Essa âncora é crível pois o BC é capaz de assegurá-la, através de suas ações defensivas, quando por alguma razão os juros caminham para extrapolar as bandas dos juros. Dessa forma, em sistemas como o canadense “fica claro que o papel diário do Banco Central é fornecer base monetária conforme haja demanda, de modo a atingir sua meta de taxa de juros” (LAVOIE, 2006, p. 21).

Já o caso americano mostra que a lógica de operação do BC é buscar a manutenção dos juros no patamar estipulado, através de ações defensivas. Fullwiler (2003) argumenta que o principal objetivo das operações de mercado aberto do BC americano não é variar o nível de reservas para promover a expansão ou contração monetária, mas sim, manter a integridade do sistema de pagamentos através da provisão das reservas necessárias para atingir a taxa alvo estabelecida. Assim, os empréstimos não são restringidos pela disponibilidade de reservas, mas sim pelo nível de taxa de juros estipulada pelo BC. Dessa forma, através do sistema de piso de juros, o BC fixa a taxa *overnight* no nível da taxa que remunera as reservas em excesso (depositadas no BC - piso), de modo que, assim como no caso de corredores de juros, a meta de juros possa ser modificada sem que haja alteração no nível de reservas.

Esses dois exemplos trazidos por Lavoie (2006; 2014) reforçam a ideia de que para operacionalizar sua política monetária o BC conta como principal instrumento a manipulação da taxa de juros, principalmente a partir das operações de mercado aberto e indiretamente através redesconto. A título de curiosidade, a origem das operações de mercado aberto remonta ao século XIX, quando o Banco da Inglaterra passou a transacionar títulos da dívida inglesa, apesar de esse mecanismo ter sido considerado na época um instrumento auxiliar das operações de redesconto. Já no decorrer do século XX, o BC dos Estados Unidos passou a utilizar com mais intensidade as operações de mercado aberto, passando este instrumento a ser o principal

¹⁰ Todas as citações diretas das obras e artigos disponíveis em língua estrangeira foram traduzidas livremente pela autora de modo que, para evitar redundância, esta indicação vale para as demais citações em toda a Tese.

de política monetária no país, enquanto que os demais funcionavam como auxiliares. No fim deste mesmo século houve a difusão mundial do uso deste instrumento de política monetária, o que, no Brasil, só se observou a partir da década de 1960, “(...) quando o Banco Central foi autorizado a utilizar, e suas intervenções no mercado monetário, ORTN existentes em sua carteira e com prazo decorrido” (ARAÚJO, 2002, p. 28).

No Brasil, o BCB realiza sua política monetária através do depósito compulsório, redesconto (em menor grau, assim como explicam Carvalho et al (2007, p. 174-175), pelos dados do BCB (2018a) e Pellegrini (2017, p. 7-8)) e, sobretudo, operações de mercado aberto. Além disso, funcionando com base no regime de metas de inflação, tem a taxa de juros como principal meio de operacionalizar suas ações. Neste contexto, como forma de regular a liquidez da economia e a taxa de juros das operações de curto prazo, o BCB conta com as operações de mercado aberto, através da compra e venda de títulos públicos, seja por meio das operações definitivas (compra e venda final) ou compromissadas (compra e venda com compromisso de recompra/revenda), como principal instrumento de política monetária (BCB, 2005).

Para realizar as operações de mercado aberto o BCB utiliza os títulos públicos de emissão do TN, uma vez que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LFR) vedou ao BCB emitir títulos por conta própria¹¹. Assim, o TN emite os títulos públicos através de ofertas públicas – leilões de compra e venda – e emissões diretas ou para pessoas físicas, através do Tesouro Direto, com o objetivo de administrar a dívida pública mobiliária federal. Em relação à colocação dos títulos públicos no mercado, tanto o TN quanto o BCB realizam esta função, “ainda que o foco do primeiro esteja relacionado aos objetivos da política fiscal e o último esteja voltado para execução da política monetária” (HIGA; AFONSO, 2009, p. 4).

Assim, caso o BCB deseje realizar alguma alteração na liquidez do mercado com efeitos de mais longo prazo, ele atuará através do mercado primário de títulos públicos, vendendo ou comprando títulos de médio ou longo prazo. Mas, caso deseje efetuar pequenos ajustes de liquidez, buscando influenciar a ponta curta de juros, atuará por meio do mercado secundário de títulos públicos, vendendo ou comprando títulos de mais curto prazo. Para fins de política monetária o mercado secundário ganha contornos relevantes à atuação do BCB, uma vez que é neste mercado que os possuidores de títulos públicos transacionam suas posições antes do vencimento, buscando ganhos parciais em relação ao que receberiam no vencimento do título,

¹¹ Conforme explicitado por Leister e Medeiros (2016) dados confirmam que quanto mais desenvolvida uma economia, maior a tendência de uso dos títulos da Autoridade Fiscal pelo BC para a execução da política monetária. Ademais, os autores recorrem à visão de Nyawata (2012) para afirmarem que o uso exclusivo de títulos da Autoridade Fiscal para fins de política monetária proporciona uma perspectiva integrada do setor público, promove o desenvolvimento dos mercados monetários e gera externalidades positivas para toda a economia.

levando o BCB a controlar a liquidez da economia por meio dele. Neste contexto, Fanini (2005, p. 67) destaca dois papéis básicos desempenhados pelo mercado secundário de títulos públicos:

(...) o primeiro como um mercado walrasiano, em que o detentor de uma *commodity* procura a melhor oferta para o seu produto ofertando-o ao mais amplo número de possíveis interessados, e daí escolhendo a melhor oferta. Neste caso pode-se verificar, ao final de cada processo, uma troca definitiva da propriedade do título. (...) O segundo papel, reservado exclusivamente às instituições financeiras, é a utilização do mercado secundário como instrumento de controle da liquidez bancária. Atualmente, o *open market* é privativo das instituições financeiras, e é nele que ocorre a troca de reservas bancárias, lastreadas unicamente em títulos públicos federais.

É justamente por ser o local da troca de reservas bancárias por títulos públicos que o papel do mercado secundário se torna relevante para a política monetária, pois, o BCB, através do COPOM (Comitê de Política Monetária), estabelece uma meta para a taxa de juros básica da economia, a chamada taxa SELIC, e é ela que é perseguida nas operações de mercado aberto. Deste modo, cabe ao BCB equilibrar a oferta e demanda no mercado de reservas bancárias para que não ocorram variações bruscas na taxa de juros, o que ele faz por meio sobretudo das operações compromissadas, que são operações de empréstimos de recursos (reservas bancárias) com garantia em títulos públicos. Assim, a administração monetária não pode se dar de maneira totalmente independente da administração da dívida pública. Ao definir metas para a taxa SELIC e operar no *open-market*, o BCB deve levar em consideração o impacto de tais políticas sobre o estoque de títulos públicos, da mesma forma que o perfil e o nível da dívida pública influenciam sua política, sobretudo pois, “os efeitos sobre os processos de alongamento e aumento da duração da dívida serão de extrema importância para a própria condução da política monetária” (AMARAL; OREIRO, 2008, p. 494).

Majoritariamente, as operações de mercado aberto do BCB concentram-se no *overnight*, em que o tomador de moeda vende títulos públicos com a condição de recomprá-los no dia seguinte por uma taxa predeterminada. Os bancos utilizam o *overnight* para zerar suas posições junto ao BCB, comprando e vendendo títulos de acordo com a falta ou excesso de reservas bancárias. O BCB intervém de forma defensiva comprando e vendendo títulos, de modo a ajustar o nível de liquidez da economia, uma vez que é pela média dessas operações que se forma a taxa SELIC.

Dessa forma, caso essas operações se limitassem aos agentes privados, elas não afetariam, por si só, o perfil e o nível da dívida pública, uma vez que utilizariam títulos públicos que já circulam no mercado secundário. Entretanto, o nível de taxa de juros do *open-market* flutuaria de maneira intensa e inconstante. É o papel desempenhado pelo BCB que torna mais

complexa a operacionalidade do mercado de reservas bancárias, dado que, tendo o objetivo de aproximar a taxa de juros do mercado aberto à sua determinação de política monetária, ele age ativamente neste mercado, promovendo ora o enxugamento ora o aumento da liquidez, sobretudo através das operações compromissadas: “e, nesse caso de atuação do Banco Central, o Estado brasileiro, ainda que não emitindo novos títulos (...) passa a assumir obrigações financeiras junto aos agentes econômicos privados, o que impacta a dívida pública” (CHICOSKI, 2017, p. 44).

Ainda neste tocante, cabe ressaltar que no período inflacionário, a mudança ocorrida na forma de liquidação dos títulos públicos federais brasileiros é marca distintiva da fusão do mercado monetário e de dívida pública para fins fiscais no País. A partir de 1979 foi criado o sistema SELIC, um sistema informatizado que buscou registrar a custódia e a liquidação dos títulos públicos emitidos pelo TN, além de todas as operações realizadas com tais títulos. Este sistema ganhou importância significativa porque é o maior depositário dos títulos da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), sendo o local em que se instrumentalizam as ações de mercado aberto e de redesconto, além de ser onde se transacionam títulos com fins fiscais (BCB, 2016).

Por um lado, a criação deste sistema tornava as operações com títulos públicos mais eficientes e coordenadas¹². Por outro lado, conforme destacam Carneiro (2006) e Lopreato (2008), essa nova institucionalidade, somada aos títulos¹³ que foram sendo criados, que serão mais bem analisados no Capítulo 3, serviram para evitar com que o País passasse por uma hiperinflação brusca, inclusive com rejeição da moeda nacional. O que se observou foi o Estado brasileiro passando a assumir o risco de taxa de juros e risco de mercado, fornecendo *hedge* aos agentes privados. Deste modo:

A luta contra a hiperinflação aberta levou o BC a defender regras comprometidas com a atratividade a qualquer custo dos títulos públicos e a atuar de modo a minimizar o risco de mercado das instituições financeiras no carregamento dos títulos, com o objetivo de evitar que a incerteza de valorização da riqueza financeira provocasse a fuga dos investidores e forçasse a monetização da dívida, abreviando o caminho da hiperinflação (LOPREATO, 2008, p. 3).

¹² Inclusive, a criação do SELIC buscava contornar dois grandes problemas relacionados à forma de custódia e liquidação dos títulos até então vigentes: a possibilidade de falsificação dos títulos públicos, visto que o registro e emissão dos títulos era física e, a possibilidade de pagamentos com cheques sem fundos, uma vez que a liquidação dos títulos se dava por este meio (ARAÚJO, 2002).

¹³ Especialmente as Letras Financeiras do Tesouro (LFT).

Para além, a partir da implementação do SELIC todas as transações envolvendo compra e venda de títulos públicos¹⁴ passaram a se dar em seu âmbito, mas com uma especificidade, através das reservas bancárias, mesmo que para operações não destinadas ao controle de liquidez do mercado monetário, de modo que a transferência de títulos entre os agentes passou a se dar mediante compensações dessas reservas. Com isso, no mesmo mercado SELIC, há a atuação do TN operando com o objetivo de gerir a dívida pública, e ainda assim lá está o BCB, realizando a política monetária através das operações de mercado aberto, indicando, assim, uma fusão, ou confusão, entre mercado monetário e mercado da dívida pública para fins fiscais no País.

De modo a compreender com mais precisão essa fusão, busca-se no capítulo seguinte analisar as funções e a operacionalidade do mercado de dívida pública, da mesma forma como se discute aqui o mercado monetário, para, em seguida, conhecer os pormenores da história do mercado de dívida pública brasileiro, desde sua constituição até a criação do mercado SELIC, o que dará as bases para que se possa então discutir as implicações de sua institucionalidade.

¹⁴ Antes da instituição do SELIC, as liquidações financeiras das operações de compra e venda dos títulos públicos eram realizadas por meio de compensações bancárias (BARBOSA, 1995).

2. MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA: FUNÇÕES E OPERACIONALIDADE

O conceito de dívida está associado ao de crédito, de modo que para cada unidade de dívida exista outra de crédito no sistema financeiro. Em outras palavras, não existe devedor sem que haja um credor (FANINI, 2005). Assim, estabelecendo-se a dívida como uma relação entre agentes que atuam de um lado como credores e de outro como devedores, é possível analisar o conceito de dívida a partir da distinção entre dívida privada e pública.

A partir do momento em que observam-se transferências de recursos financeiros entre os agentes, podem surgir os títulos de crédito, que nada mais são do que a representação de um direito a receber e uma obrigação a pagar de determinada quantia entre os agentes envolvidos na transação. Caso a transferência de recursos seja feita entre dois agentes privados, tem-se a criação de um título privado de dívida. Mas, caso a relação estabelecida seja entre um agente privado e o governo, sendo este o tomador de recursos, tem-se a criação de dívida pública. Deste modo, a dívida pública consiste no estoque de obrigações que o setor público possui com o setor privado, que “podem assumir a forma de títulos (dívida mobiliária), base monetária (passivo da autoridade monetária), dívida bancária ou quaisquer outros contratos que resultem em direitos dos agentes contra o governo” (FANINI, 2005, p. 39).

Hermann (2002) considera a dívida pública como uma instituição da vida econômica tão antiga quanto o próprio Estado. Apesar da dificuldade em se precisar a origem do endividamento público, Silva (2009) aponta que na Grécia Antiga já haviam indícios de sua existência. Mais à frente, no período marcado pelo renascimento comercial, entre os séculos XI e XII, o consumo de artigos de luxo foi se colocando como um novo e forte hábito entre nobres, príncipes e reis. Com isso, os até então observados superávits financeiros foram sendo substituídos por recorrentes déficits, levando ao aumento dos empréstimos tomados junto a mercadores da época para contornar tal situação, uma vez que a elevação de impostos e a emissão de moeda (metais preciosos) eram consideradas soluções indesejadas.

A forma como os governantes tomavam recursos à época distingue-se muito do crédito público conhecido atualmente. Neste período, os financiamentos confundiam-se com empréstimos pessoais do representante do governo, não sendo estas obrigações transferíveis a seus sucessores. Apenas a partir do século XVII houve expressiva desvinculação do patrimônio do monarca das contas governamentais, “constituindo marco importante para a maior utilização do crédito público como meio de financiamento de despesas do governo” (SILVA, 2009, p. 34).

Ao incorrer em déficit público o governo possui alguns meios para financiá-lo, meios estes escolhidos sobretudo em função da conjuntura econômica vigente. Garselaz (2000) elenca cinco soluções para financiar o déficit governamental, quais sejam: emissão de moeda, aumento do preço de bens e serviços públicos, aumento e/ou criação de novos impostos, venda de ativos e, endividamento público.

A emissão de moeda pode ser utilizada na medida em que não gere processos inflacionários, devendo a expansão monetária ser compatível com o volume de riqueza gerada no país. O aumento de preços de bens/serviços públicos e o aumento/criação de impostos são soluções delicadas por esbararem no limite que a sociedade consegue arcar com tais aumentos, assim como a opção pela venda de ativos públicos, que pode ser dificultada por questões ideológicas acerca da legitimidade de um governante se desfazer de patrimônio público em prol do equilíbrio orçamentário (GARSELAZ, 2000). A opção pelo endividamento público é que veio, ao longo dos anos, se tornando a prática mais comum para lidar com o déficit público nas economias capitalistas.

Neste sentido, pode-se elencar quatro objetivos básicos que justificam economicamente a existência da dívida pública. Em primeiro lugar, a sua existência se justifica, como mencionado, para financiar o déficit público. Em segundo lugar, a dívida pública, neste particular a interna, é capaz de propiciar instrumentos adequados à realização da política monetária. Justifica-se sua existência também pelo fato de ela ser capaz de criar referencial de longo prazo para o financiamento do setor privado, inclusive influenciando a precificação dos demais ativos financeiros da economia. Por fim, a existência da dívida pública propicia a alocação de recursos entre gerações, “na medida em que (a depender do prazo dos instrumentos de financiamento) à geração futura caberá o pagamento das despesas realizadas no presente com recursos oriundos do endividamento” (PEDRAS, 2009, p. 58).

Hermann (2002) analisa que a emissão de moeda (ou cunhagem de metais, no sistema moeda-mercadoria) constituiu a primeira forma de dívida pública conhecida. Gradativamente, passou-se a observar o endividamento do Estado junto a bancos privados, seja por meio de contratos de empréstimos, seja através da emissão de dívida mobiliária (títulos). Essa nova forma de endividamento se tornou comum nas economias capitalistas sobretudo a partir do século XVIII, evoluindo em linha com a expansão da própria atividade bancária. Pode-se delimitar que até meados de 1940 a principal fonte de financiamento do Estado consistia no endividamento junto ao setor privado. Entretanto, após a Segunda Guerra Mundial “a dívida

pública tornou-se uma instituição regular das economias capitalistas, como parte integrante dos instrumentos de política econômica utilizados desde então” (HERMANN, 2002, p. 3).

Assim, inicialmente a captação de recursos por parte do governo se caracterizava majoritariamente como uma dívida contratual, em que as obrigações que geraram a dívida se estabeleciam através de contratos, firmados geralmente por instituições financeiras e organismos multilaterais (TN, 2018a). Entretanto, a dívida mobiliária, caracterizada pela emissão de títulos públicos, passou com o tempo a representar o principal instrumento de financiamento público das economias capitalistas. No Brasil, por exemplo, a maior parte de sua dívida pública atualmente é representada pela dívida mobiliária, sendo que “a dívida contratual de responsabilidade do Tesouro Nacional refere-se exclusivamente à dívida externa, tendo em vista que a dívida contratual interna foi securitizada ao longo dos anos, passando a ser classificada como parte da Dívida Pública Mobiliaria Federal interna (DPMFi)” (SILVA; MEDEIROS, 2009, p. 105).

Neste sentido, a Tabela 1 apresenta o estoque da DPF do Brasil ao longo dos últimos dez anos. A intenção da Tabela é mostrar como o Brasil também seguiu, nos últimos dez anos, a tendência internacional e possui a maior parte da DPF composta por dívida securitizada, sendo que a dívida contratual existente refere-se apenas à parcela da dívida pública federal externa (DPFe) do País.

Tabela 1 - Estoque da DPF Brasileira (R\$ Bilhões)

ESTOQUE DA DPF BRASILEIRA					
Período	DPF	DPMFi	DPFe*	Dívida Mobiliária*	Dívida Contratual*
Dez/08	1.397,335	1.264,823	132,512	100,924	31,587
Dez/09	1.497,389	1.398,415	98,974	78,904	20,069
Dez/10	1.694,036	1.603,940	90,096	69,393	20,702
Dez/11	1.866,353	1.783,061	83,292	71,722	11,570
Dez/12	2.007,984	1.916,709	91,275	78,194	13,081
Dez/13	2.122,808	2.028,126	94,682	85,393	9,288
Dez/14	2.295,898	2.183,611	112,287	102,550	9,736
Dez/15	2.793,005	2.650,165	142,839	130,958	11,881
Dez/16	3.112,935	2.986,415	126,521	116,563	9,957
Dez/17	3.559,271	3.435,485	123,786	111,323	12,462

Nov/18	3.826,740	3.679,770	146,960	132,750	14,220
--------	-----------	-----------	---------	---------	--------

Fonte: Elaboração própria com base nas séries temporais do TN (2018b).

* Valores da DPFe convertidos de todas as moedas para US\$ e, em seguida, de US\$ para R\$, com a cotação do último dia do mês.

O desenvolvimento do mercado de títulos públicos é importante para a economia de um país ao facilitar a implementação de estratégias de financiamento da dívida, além de auxiliar o governo na busca por minimização de seus custos e riscos. Conforme destaca Terra (2012), do ponto de vista teórico, o debate acerca da administração da dívida pública teve início a partir da busca pela redução dos custos de financiamento do governo, o que levaria à melhora das condições em que a política fiscal seria realizada. Em seguida, o tema passou a ter uma abrangência macroeconômica, no sentido de que mudanças na administração da dívida pública poderiam alterar a composição e a liquidez da riqueza privada.

Neste sentido, podem-se citar benefícios de um mercado de títulos públicos bem organizado e desenvolvido tanto no âmbito micro quanto no macroeconômico, conforme analisam Silva, Garrido e Carvalho (2009). Quanto ao primeiro âmbito, observa-se o aumento da estabilidade e intermediação financeiras; o auxílio na mudança do sistema financeiro de um perfil orientado por bancos para um perfil mais diversificado, em que o mercado de capitais tenha presença relevante; a viabilização de novos produtos financeiros, à medida que a curva de juros do país se desenvolva, contribuindo para o gerenciamento de risco e para estabilidade financeira; e, por fim, o auxílio na criação de uma infraestrutura de informação legal e institucional que gere benefícios a todo sistema financeiro.

No âmbito macroeconômico, um mercado de títulos públicos desenvolvido contribui para a administração das necessidades de financiamento de déficits governamentais, evitando ao mesmo tempo a exposição excessiva do governo a dívidas denominadas em moeda externa; o fortalecimento da transmissão e implementação da política monetária; a viabilização da suavização de gastos de consumo e investimento como resposta a choques; o auxílio na redução da exposição do governo a taxas de juros e outros riscos financeiros; e, na redução dos custos do serviço da dívida no médio e longo prazos, ao promover um mercado de dívida mais líquido.

Levando em conta tais benefícios, diversos países passaram a explicitar o objetivo de desenvolver o mercado de títulos públicos como parte de suas metas de gestão da dívida pública¹⁵. Este processo, conforme destacam Silva, Garrido e Carvalho (2009), faz parte de um

¹⁵ Silva, Carvalho e Medeiros (2009) destacam que os primeiros países a desenvolverem suas capacidades de gerenciamento da dívida pública foram justamente aqueles que passaram por sérios problemas fiscais, alto nível de endividamento em relação ao PIB (produto interno bruto) e elevada proporção da dívida em moeda estrangeira.

movimento dinâmico, em que se requer estabilidade macroeconômica e financeira, gerando, assim, credibilidade ao governo como emissor de um ativo seguro. Neste sentido, há uma série de requisitos a serem seguidos para se garantir o desenvolvimento desse mercado, tais como: o governo deve ser estável e crível; deve conduzir políticas fiscal e monetária saudáveis; deve existir eficiência na infraestrutura legal, regulatória e de impostos, além da necessidade de existirem sistemas seguros de liquidação e custódia dos títulos; e, por fim, deve-se ter um sistema financeiro com intermediários competitivos.

Entretanto, como afirmam os autores, tais requisitos, que se expressam na forma como os governos perseguem bons fundamentos econômicos, são condição necessária, mas não suficiente para se garantir a qualidade do crédito público. Isso pois, além desses requisitos, deve-se observar o compromisso com a gestão eficiente e profissional da dívida pública, que influencia diretamente a capacidade de um país absorver choques que coloquem em risco sua estabilidade econômica. Com isso, uma série de decisões são tão importantes quanto os bons fundamentos econômicos, relacionadas às características dos instrumentos de financiamento público, a composição ótima da dívida pública, seu tipo de indexação, o perfil de seus credores, dentre outras.

Neste sentido, ao atuar com o compromisso de gerir eficientemente a dívida pública, incluindo o objetivo de desenvolver o mercado de títulos públicos e privados, os governos buscam aumentar a escala desse mercado, contribuindo para a atração de novos investidores, o que pode tornar o mercado primário mais competitivo, garantir maior liquidez ao mercado secundário e, em última instância, contribuir para a redução do custo da dívida pública. Para além, ao gerir a dívida pública, os governos influenciam o perfil da oferta de títulos públicos, a própria composição da dívida e a forma pela qual os ativos financeiros, títulos públicos inclusive, entram nas carteiras dos agentes. Desta forma, “seja alterando a taxa de juros, seja modificando a maturidade, gestões na composição da dívida trazem consigo diferentes *spreads* e custos de oportunidade nas trocas de ativos nas diversas segmentações do mercado financeiro, (...) que, por sua vez, podem afetar [toda] a atividade econômica” (SILVA; PIRES; TERRA, 2012, p. 3).

Tal constatação é importante, pois os títulos públicos atuam como referência aos demais ativos financeiros de uma economia, uma vez que, considerados ativos livres de risco, por ser o próprio governo o seu emissor, a curva de juros desses ativos servem de referência à

No caso do Brasil e de outros países emergentes, os primeiros passos nesse sentido ocorreram no fim dos anos 1990, sobretudo após a crise asiática e russa, que abalaram fortemente tais economias.

precificação e negociação dos demais ativos financeiros (AMANTE; ARAUJO; JEANNEAU, 2007). Somado a isso, por afetar a atividade econômica, a gestão da dívida pública deve estar atenta à questão da liquidez do mercado de títulos públicos. Como aponta Silva (2004), a liquidez deste mercado atende aos interesses tanto do BC, ao melhorar a eficiência da política monetária; quanto do TN, ao reduzir o prêmio de risco nas negociações com títulos, levando ao menor custo de financiamento do governo; bem como, por fim, do mercado financeiro como um todo, ao promover maior competição e tornar o processo de intermediação financeira mais eficiente.

Em resumo, a liquidez do mercado de títulos públicos é importante por reduzir o custo e o risco do financiamento do governo, na medida em que “a melhoria na liquidez possibilita uma maior transparência aos preços, o que faz com que o investidor exija um prêmio menor para adquirir o título, reduzindo, assim, o custo de financiamento do emissor” (SILVA; GARRIDO; CARVALHO, 2009, p. 298). Adicionalmente, a liquidez deste mercado contribui para a melhor operacionalização da política monetária, através de diversos canais de transmissão, pois tradicionalmente os títulos públicos são utilizados pela AM para conduzir sua política. Por fim, todo o mercado financeiro se beneficia com a alta liquidez do mercado de títulos públicos ao observar o alongamento e suavização da curva de juros dos títulos públicos, que, reitere-se, servem de referência à precificação dos demais ativos financeiros.

Neste sentido cabe destacar a importância dos mercados primário e secundário de títulos públicos. O mercado primário compreende as ofertas públicas de títulos públicos, tanto de compra quanto de venda, pela instituição competente, de modo que as transferências de titularidade e custódia dos títulos se dão na data da emissão. Já no mercado secundário são livremente negociados os títulos públicos já emitidos. Como ressaltado no capítulo anterior, o mercado secundário é muito relevante para a operacionalização da política monetária.

Da mesma forma, no tocante à gestão da dívida pública, o desenvolvimento do mercado secundário de títulos pode ser considerado como uma das precondições para a eficiência do financiamento público. São nas negociações realizadas no mercado secundário de títulos públicos que se formam as referências para os preços dos demais ativos da economia, além de se determinar o custo do financiamento do governo. Além disso, a facilidade com que os agentes ingressam e deixam esse mercado, ou seja, o quanto líquido ele é, representa variável importante na determinação do interesse dos investidores, que pode levar à ampliação da escala e das operações realizadas em seu âmbito, o que pode, em última instância influenciar na

redução do custo e do risco do financiamento público (PEREIRA; PEDRAS; GRAGNANI, 2009).

Este capítulo procurou, de modo geral, mostrar em que consiste um mercado de dívida pública e qual sua importância na dinâmica de uma economia. Ao se observarem os objetivos que justificam a existência da dívida pública, a questão de ela servir como instrumento para a operacionalização da política monetária por parte da AM mostra um ponto de contato entre os mercados monetário e de dívida pública. Da mesma forma, o desenvolvimento do mercado de títulos públicos cria referencial de longo prazo para os preços dos demais ativos da economia, o que também denota a aproximação de ambos os mercados, uma vez que é de interesse da AM acompanhar a evolução desses preços, que, em última instância, influenciam a alocação de portfólio dos agentes e, consequentemente, o nível de liquidez da economia.

Entretanto, apesar dessas aproximações, o mercado monetário e o mercado de dívida pública possuem dinâmicas próprias, sendo conduzidos por interesses específicos, o primeiro buscando a controlar a liquidez da economia, enquanto o segundo lida com o problema do déficit público e as maneiras pelas quais esse déficit pode ser financiado. No caso do Brasil, percebe-se uma fusão entre estes mercados após a criação do SELIC, que se manifesta, por exemplo, pelo uso dos mesmos títulos públicos, emitidos pelo TN, para a realização tanto da política monetária quanto para a gestão da dívida pública, com a peculiaridade de todos serem compensados em reservas bancárias. Para compreender melhor essa institucionalidade, o próximo capítulo busca apresentar a história do mercado de dívida pública brasileiro, desde sua concepção até a sua operação atual.

3. A HISTÓRIA DO MERCADO BRASILEIRO DE DÍVIDA PÚBLICA: DOS PRIMÓRDIOS AO SELIC

Como ressaltado nos capítulos anteriores, há elementos operacionais que aproximam os mercados monetário e de dívida pública. Entretanto, suas características e, sobretudo, suas funções, distinguem-se. Este capítulo busca analisar a história do mercado de dívida pública e, paralelamente, do mercado monetário do País. Objetiva-se apresentar os fatos e condicionantes que fizeram parte da formação deste mercado, desde sua concepção, até os moldes como ele funciona hoje. Dessa forma, o capítulo se divide em duas seções: a primeira é destinada a analisar a história do mercado de dívida pública brasileiro em si, e a segunda é responsável pela análise de como se dá a operacionalidade do mercado SELIC atualmente.

3.1 A HISTÓRIA DO MERCADO BRASILEIRO DE DÍVIDA PÚBLICA

Entender a formação do mercado SELIC no Brasil traz a necessidade de se conhecer, primeiramente, ainda que de forma resumida, a história do mercado de dívida pública (e, por consequência, do mercado monetário) do País. A história da dívida pública brasileira tem origem nas diversas dificuldades financeiras enfrentadas pelo Brasil colônia. Os vários empréstimos realizados por governadores da colônia, que por vezes eram confundidos com empréstimos pessoais e, sem muita clareza de sua finalidade ou condições, também marcam esse período. Não obstante, nesse momento da história brasileira, alguns fatos se destacam por serem marcantes para a política, economia e finanças do País, como a abertura dos portos em 1808, a criação do Banco do Brasil¹⁶, o primeiro do Brasil, e a implantação do papel-moeda (SILVA, 2009).

Já no período imperial¹⁷ encontra-se uma vasta história financeira do Brasil, podendo-se citar a criação da primeira agência de administração da dívida pública, a Caixa de Amortização em 1827; a institucionalização da dívida pública interna, dando-lhe caráter de

¹⁶ Peláez e Suzigan (1981) apontam que os fatores econômicos do estabelecimento do Banco do Brasil resultaram da necessidade de saldos em dinheiro devido à liberdade de comércio exterior colocada em marcha e às novas despesas governamentais causadas pela guerra no sul do País. Além disso, destacam a função de banco do governo neste período inicial da existência do Banco do Brasil, fato que se observou durante muito tempo, convertendo-o em fornecedor de recursos para as despesas governamentais.

¹⁷ Importante também destacar o quanto o governo brasileiro, no período imperial, criou mecanismos restritivos à atividade bancária no País, tanto na expansão do número de bancos, quanto em relação à sua função intermediadora, fato este que, na visão de Peláez e Suzigan (1981), torna o Brasil exemplo de como as estruturas financeiras deficientes podem retardar o crescimento e a modernização da economia.

dívida nacional, desvinculando-a do caráter de dívida pessoal do governante; a ampliação dos mecanismos e instrumentos de financiamento da dívida pública interna; e, a realização das operações de reestruturação da dívida. Neste particular, ganha contornos especiais a Lei¹⁸ de 15 de novembro de 1827¹⁹, que estabeleceu o arcabouço legal para a política de endividamento do Brasil.

As principais contribuições dela consistiam no reconhecimento de dívidas passadas até 1826; no estabelecimento de regras para a inscrição de todas as dívidas reconhecidas, registradas no Brasil; no estabelecimento dos pilares para o controle, registro e administração de novas dívidas; e, na criação do primeiro órgão responsável pela administração da dívida pública, a mencionada Caixa de Amortização que, segundo Silva (2009), representou um dos principais avanços históricos promovidos pela respectiva Lei. Nesta fase, o peso da dívida pública interna tinha destaque na evolução da dívida brasileira²⁰.

No período republicano, Silva (2009) destaca que de 1889 a 1963 muitas características do comportamento da dívida pública ajudam a entender o modo como ela é hoje. Nos primeiros anos deste período muitas dificuldades em termos da gestão da dívida interna, sua fragmentação e liquidez se manifestaram. Além disso, a situação difícil do crédito público se fez perceber pela tentativa do governo de colocar títulos no mercado de forma compulsória. Entretanto, “não dispondo do crédito público e nem sendo capaz de aumentar a carga tributária, o governo financiou a quase totalidade de seus déficits via emissão de moeda, aumentando as pressões inflacionárias” (SILVA, 2009, p. 47). Aliás, Peláez e Suzigan (1981) observam que em 1923 o Banco do Brasil adquiriu o monopólio da emissão de moeda, o que tinha relação estreita com o financiamento dos déficits governamentais.

Em que pese tais dificuldades, pode-se citar como pontos positivos do período a realização de duas grandes operações de administração de passivo buscando, sobretudo, padronizar a dívida pública, resolvendo o problema de sua alta fragmentação. A primeira delas, em 1956, consistiu na reestruturação do serviço da dívida interna, com o objetivo de padronizá-la. Desta forma, observou-se o agrupamento de todos os empréstimos em circulação em quatro graus, uniformizando assim o prazo de resgate para cada grau e estabelecendo prazos mínimos

¹⁸ A título de informação, esta Lei não possui um número correspondente de identificação, sendo sua denominação representada apenas pela sua data, conforme apresentado.

¹⁹ Vale destacar que essa Lei sofreu poucas alterações até a criação do BCB, mais de cem anos depois (SILVA, 2009).

²⁰ Por se relacionar imediatamente ao objeto deste trabalho, consideram-se apenas as discussões acerca da formação e operacionalização da dívida interna no Brasil, apesar de se reconhecer o peso que a dívida externa teve durante muitas décadas e suas implicações à dinâmica econômica do País.

de amortização. A segunda operação se deu em 1962 e buscou unificar a dívida da União, compreendendo a troca de todos os títulos da dívida interna pelos chamados Títulos de Recuperação Financeira (SILVA, 2009).

Analizando todas essas dificuldades e as tentativas de contorná-las através das medidas citadas, pode-se perceber que nesse primeiro período republicano elencam-se duas características da dívida pública brasileira que se estendem ao longo de toda a sua história, quais sejam: a alta fragmentação da dívida, com taxas e prazos muito distintos; e, o financiamento via emissão de moeda, dada a incapacidade de emissão de títulos no montante necessário, gerando pressão inflacionária que, por sua vez, reduzia a demanda por títulos. Criava-se assim um ciclo vicioso ao financiamento público (GOUDARD, 2015).

Em termos de instituições e regulamentação do SFN, no período republicano tem-se a criação da SUMOC²¹, a Superintendência de Moeda e Crédito, que juntamente com o Banco do Brasil desempenhava o papel de AM, enquanto que o TN detinha o monopólio da emissão de moeda. Basicamente, enquanto o TN detinha esse monopólio, a SUMOC deveria regular as políticas monetária e creditícia. Ademais, o Banco do Brasil desempenhava o papel de banco do governo, banco comercial e agência de desenvolvimento, além de atuar como AM, ao receber depósitos de outros bancos como reservas e manter uma conta direta com o TN. Esse papel de AM e banco comercial ao mesmo tempo desempenhado pelo Banco do Brasil trouxe muitos problemas na condução da política monetária e contribuiu para o mau desenvolvimento do mercado financeiro nacional, pois

(...) pelo fato de o BB ser depositário das reservas bancárias e, ao mesmo tempo, banco comercial, o enxugamento da liquidez via depósitos compulsórios era anulado porque essas reservas permitiam a expansão monetária via Banco do Brasil; além disso, por meio de artifícios contábeis de emissão e cancelamento de créditos entre o BB, o Tesouro e a Cared [Carteira de Redesconto], havia “encampações” periódicas de papel-moeda emitido, sancionando o aumento do meio circulante e anulando qualquer tentativa da Sumoc em reduzir a liquidez do mercado (JALORETTO, 2016, p. 69).

O período ditatorial que se inicia em 1964 desenhou contornos especiais para a história da dívida pública brasileira. Em meio a objetivos de redução da inflação e políticas de modernização da economia estabeleceu-se, em 1965, o PAEG (Plano de Ação Econômica do Governo), que trazia consigo a reforma do SFN, necessária para o desenvolvimento de um

²¹ Na década de 1950 o País atravessava um período de altas taxas de inflação e a principal medida para seu controle residia na eliminação do Banco do Brasil do processo de expansão monetária fazendo com que, gradativamente, o controle sobre a oferta monetária fosse transferido à SUMOC. Esta, por sua vez, enfatizaria a necessidade de financiar os déficits orçamentários por meio da emissão de títulos e depósitos obrigatórios dos bancos comerciais, evitando-se a emissão de moeda para cobrir déficits (PELÁEZ; SUZIGAN, 1981).

mercado de títulos públicos no País. Das principais medidas adotadas no período elencam-se a instituição da correção monetária²², a criação das ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), a criação do BCB, do CMN (Conselho Monetário Nacional) e de demais instituições financeiras públicas e privadas pertencentes ao SFN. Ademais, estabeleceram-se leis que buscavam regulamentar as funções de diversos bancos e do mercado de capitais, o que contribuiu para a constituição de um mercado de dívida pública mais eficiente.

Um ponto específico em relação à criação da correção monetária vale ser ressaltado. Antes de sua implementação, duas leis praticamente inibiam ajustes deste tipo em qualquer forma de contrato: a Lei da Usura, que proibia taxas de juros superiores a 12% ao ano (a.a.), e a Cláusula-ouro, que evitava a indexação de contratos a seu equivalente em ouro ou em moeda estrangeira estável. Com a elevação da taxa de inflação observada à época, essas restrições inviabilizavam a existência de um mercado de títulos públicos desenvolvido. Dessa forma, a correção monetária “constituía peça-chave, pois permitiria garantir a prática de taxa de juros real mesmo com inflação, protegendo o valor dos ativos financeiros da aceleração dos preços, mesmo sob a Lei de Usura” (OLIVEIRA, 2010, p. 9), além de permitir que uma demanda voluntária por títulos fosse estabelecida. É neste contexto que são criadas as ORTN, primeiro título público indexado à inflação (ALMEIDA, 2007).

Vale ressaltar ainda os objetivos duplos das medidas que buscavam o desenvolvimento do mercado de títulos no Brasil, em especial com a criação do BCB e no que tange a administração da dívida pública. Tais medidas buscavam a constituição de um mercado eficiente de títulos públicos para o financiamento do déficit público, em que houvesse demanda voluntária pelos papéis, liquidez e desenvolvimento do mercado secundário, transformando-o em um mercado de referência ao mercado de dívida no País. Concomitantemente, também se queria a viabilização das operações de política monetária, de modo que “a evolução do mercado aberto se confunde com a evolução do mercado de títulos públicos federais” (ARAÚJO, 2002, p. 10).

Logo, nesse período, a política do BCB buscava melhorar tanto a captação de recursos para o TN quanto a organização do mercado de títulos públicos no País²³. Além disso, como

²² Instrumento criado num momento em que o problema inflacionário no Brasil era expressivo, mas que, utilizado para remediar esse processo, acabou por retroalimentar a inflação, ao institucionalizar a indexação dos preços correntes à inflação passada. Ao mesmo tempo, a correção monetária funcionava como uma ‘muleta’ da função reserva de valor da moeda nacional, criando uma lógica de eliminação de riscos e preservação, até mesmo elevação, da riqueza financeira dos agentes em meio ao processo inflacionário (OLIVEIRA, 2010).

²³ Antes da criação das ORTN o mercado de títulos públicos praticamente não existia, haja vista a fragmentação dos títulos e a pouca liquidez deles, o que, aliado à Lei da Usura, tornava a rentabilidade dos papéis muito baixa (FERNANDES; TUROLLA, 2005).

visto acima, esperava-se que o BCB, como resultado da reforma do SFN, utilizasse-se da compra e venda de títulos públicos federais para realizar sua política monetária. Assim, já no final da década de 1960 observava-se grande volume de venda de ORTN ao mercado por leilões do BCB. Este título caracterizava-se pela correção monetária trimestral, um mecanismo que protegia o capital de seu detentor da depreciação monetária causada pela inflação e que, assim, possibilitava ao título ter vencimento de longo prazo. Dessa maneira,

(...) com o intuito de estimular o surgimento de um mercado para esses papéis, mesmo que este processo ainda fosse embrionário, o governo se valeu de alguns mecanismos que viessem a incentivar sua aquisição como, por exemplo, a possibilidade de se utilizar as ORTN para pagamento de impostos da esfera federal e a permissão de serem utilizadas para a composição, em parte, das reservas compulsórias de bancos comerciais junto ao BCB, entre outras medidas (FERNANDES; TUROLLA, 2005, p. 163-164).

Há dois pontos a se destacar com a criação das ORTN. Por um lado, este instrumento possibilitou a criação do mercado de títulos públicos no Brasil, abrindo, inclusive, possibilidade para a operacionalização da política monetária via operações de mercado aberto. Por outro lado, este mecanismo reduziu o financiamento inflacionário do governo, comum até então. Aos poucos este título público foi ganhando a confiança dos potenciais compradores e foi cada vez mais demandado como meio de financiamento do governo, fazendo com que a dívida pública interna crescesse: “enquanto a DPFi representava cerca de 0,5% do PIB em 1965, terminou o ano de 1969 com participação próxima a 4%” (PEDRAS, 2009, p. 60).

Entretanto, já se observa nesse período um elemento de fusão entre os mercados monetário e de dívida pública no País, uma vez que as ORTN cumpriam ao mesmo tempo a função de financiar o déficit governamental e ser instrumento de política monetária para o BCB. Neste sentido, como apontam Fernandes e Turolla (2005, p. 164) “a ORTN foi assim, durante os anos sessenta, o único instrumento tanto da política monetária como da política fiscal”. Goudard (2015) acrescenta, ainda, que a fusão desses mercados se tornou mais intensa em 1967, quando a administração da dívida pública passou da Caixa de Amortização do Ministério da Fazenda para a Gerência da Dívida Pública (GEDIP) – departamento do BCB, que passou a ter poderes para administrar a dívida pública mobiliária do País como um todo.

Contudo, a operacionalização da política monetária por meio das ORTN era falha. Por se tratar de um título de longo prazo – um título tipicamente destinado a fins fiscais –, o BCB encontrava dificuldades para garantir o nível ótimo de liquidez da economia por meio da troca de reservas bancárias. Deste modo, em 1970 foi criado outro título público para cumprir as

funções da política monetária, as Letras do Tesouro Nacional (LTN). Este título era destinado às operações de *open-market*, pré-fixado e de menor prazo, no máximo um ano, sendo capaz, portanto, de proporcionar maior flexibilidade às operações de mercado aberto, além de não estar vinculado à geração de recursos para cobrir os déficits do governo, como estavam as ORTN.

Neste sentido, as LTN representaram importante medida para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos brasileiro, chegando a obter a participação de quase 40% da dívida mobiliária do País em 1973, uma alta participação, diga-se de passagem, que foi propiciada por alguns fatores. Houve no período de seu lançamento a permissão de aplicação de sobras dos depósitos à vista e a prazo captados pelos bancos comerciais em LTN e a utilização destes títulos como meio de pagamento de tributos federais (FERNANDES; TUROLLA, 2005). Ademais, esse aumento das LTN no total da dívida é reflexo do maior uso deste instrumento na condução da política monetária, sendo utilizado de maneira mais ativa por meio das operações de mercado aberto. Somando-se a isso, Loureiro e Barbosa (2003) atribuem a alta demanda de LTN à substituição pelo BCB dos leilões primários a taxas fixas por lançamentos a taxas competitivas, que refletiam as pressões de oferta e demanda do mercado, garantindo mais liquidez às operações. Dessa forma, “em curto espaço de tempo, as LTNs conquistaram alto grau de negociabilidade, contribuindo sobremaneira para consolidar o mercado de títulos públicos no Brasil” (ARAÚJO, 2002, p. 11).

Entretanto, apesar de ter sido criado de maneira específica para servir às operações de mercado aberto, este título também era emitido pelo BCB para arrecadar recursos destinados ao financiamento do governo, uma vez que a Lei complementar nº 12, de 08 de novembro de 1971, delegava a esta instituição a emissão e administração da dívida mobiliária do País. Logo, “com isso, e no âmbito de constantes déficits fiscais, forte pressão política era gerada, para que a política monetária atendesse as necessidades fiscais” (BRUNET, 2006, p. 33).

Neste contexto, no início da década de 1970, com a maior demanda por LTN, pela primeira vez o governo conseguiu captar, via emissão de títulos, um volume de recursos maior que o necessário para financiar o déficit público (FERNANDES; TUROLLA, 2005). Tem-se assim, que os primeiros anos da década de 1970 configuraram um ponto distintivo na história da dívida pública interna brasileira, tanto por observar-se o início da emissão regular de títulos prefixados no País, lançados via leilões a preços competitivos inclusive, mas também por se notar um ponto específico que funde as finalidades dos mercados monetário e de dívida pública para fins fiscais brasileiros. O fato de se utilizar o mesmo título, LTN, tanto para captar recursos

para financiar a dívida do governo quanto para operacionalizar a política monetária, dá os primeiros sinais da fusão desses mercados no Brasil.

Começa-se a se desenhar, desta forma, uma característica marcante da dívida pública brasileira: seu perfil de curto prazo. Transacionada em operações de mercado monetário, mas captando recursos para fins fiscais, a dívida pública permitiu-se pegar um risco de longo prazo, o do reequilíbrio fiscal, em juros de curto prazo, que deveriam ser menores por se relacionarem ao controle de liquidez de curtíssimo prazo por parte do emissor de moeda, ou seja, de risco baixo e, então, juro básico. Isso ocorria concomitantemente ao estabelecimento do mercado de dívida no Brasil, que se dava em um cenário conturbado por pressões inflacionárias e de dificuldades de financiamento externo do governo, devido à restrição de liquidez internacional que se seguiu em meio ao primeiro choque do petróleo em 1973.

O prazo curto é um dos mecanismos de convivência que surgem de maneira endógena na economia para permitir a existência de contratos financeiros em ambientes com elevado risco sistêmico, aquele que não pode ser eliminado pela diversificação dos portfólios (GARCIA e SALOMÃO, 2006). A continuidade do risco percebido na economia brasileira intensificou-se em meados dos anos 1970 pela deterioração das condições econômicas no Brasil, sobretudo após o primeiro choque do petróleo em 1973, fazendo a inflação escalar e o crescimento econômico se reduzir.

Neste cenário, em 1974 observou-se, como retratado pela Tabela 2, que os agentes voltaram sua preferência às ORTN, por possuir correção monetária, em detrimento das LTN, demonstrando a dificuldade de aceitação de instrumentos prefixados, dada a expectativa de a instabilidade econômica persistir. Entretanto, com a aceleração da inflação o governo resolveu excluir do cálculo da correção monetária as altas de preços resultantes de mudanças climáticas e/ou da conjuntura econômica, de modo que o reajuste nominal acabou se situando abaixo dos índices de preços da época. Com isso, os investidores sofreram muitas perdas, sobretudo aqueles detentores de ORTN, cuja participação na DPMFi caiu sobremaneira em 1976. Diante disso, frente à desconfiança dos agentes em relação à eficácia desse mecanismo de indexação, a solução encontrada foi novamente encurtar a maturidade da dívida, cujo prazo médio foi de aproximadamente 27 meses em 1975 para 13 em 1979 (FERNANDES, 2009).

O encurtamento do prazo da dívida foi ainda influenciado pela introdução das chamadas cartas de recompra, em 1976. Elas consistiam na colocação de títulos públicos no mercado com a garantia de recompra pelo BCB após o decorrer de um prazo previamente estabelecido e a um preço estipulado, ou de mercado, do dia da recompra. Fernandes e Turolla (2006) apontam que

com as cartas de recompra, o prazo médio da dívida, do ponto de vista do comprador, era encarado como se fosse o do período de recompra, por exemplo, um dia, independente da efetiva maturidade do título que lastreava as operações. Assim, o prazo médio da dívida caiu bastante, sobretudo quando se aguçava a preferência por títulos de curto prazo. Com essas garantias, conseguiu-se dar maior liquidez aos títulos, além de reduzir os riscos de seus detentores, auxiliando no funcionamento das operações de mercado aberto, de modo que se passou a observar “crescente participação das LTN nos portfólios privados ao longo da segunda metade dos anos setenta” (FERNANDES, 2009, p. 96).

Tabela 2 - Crescimento, composição e prazo médio da DPMFi (1971-79)

Ano	TAXA DE CRESCIMENTO, COMPOSIÇÃO E PRAZO DA DPMFi				Prazo Médio Total
	ORTN	LTN	ORTN	LTN	
1971	2,63	249,35	84,76	15,24	14 m 03 d
1972	19,33	236,29	66,37	33,63	15 m 12 d
1973	13,27	35,50	62,26	37,74	18 m 16 d
1974	17,78	-15,12	69,59	30,41	22 m 28 d
1975	37,02	18,81	27,47	72,53	27 m 23 d
1976	-5,29	99,98	55,56	44,44	19 m 10 d
1977	-13,31	18,16	47,84	52,16	17 m 01 d
1978	10,68	8,29	48,39	51,61	14 m 08 d
1979	-13,25	-42,90	58,75	41,25	13 m 27 d
1980	-8,65	-49,84	72,18	27,82	24 m 21 d
1981	56,74	139,79	63,19	36,81	24 m 16 d
1982	51,72	-55,41	85,39	14,61	29 m 20 d
1983	-29,20	-83,11	96,08	3,92	25 m 29 d
1984	71,64	82,97	95,83	4,17	19 m 1 d
1985	46,47	19,90	96,56	3,44	10 m 11 d

Fonte: Elaboração própria com base em Loureiro e Barbosa (2003).

Notas: Na coluna Prazo médio total, ‘m’ refere-se ao número de meses e ‘d’ ao número de dias.

A situação econômica do Brasil agravou-se com o segundo choque do petróleo, em 1979, e se manteve crítica em toda a década de 1980. O País atravessa também uma crise da dívida externa, com o esgotamento do modelo de financiamento através de recursos externos e problemas em seu balanço de pagamentos, que resultou inclusive em maxidesvalorizações do câmbio em 1979 e 1983. Com a inflação atingindo os três dígitos, a derrocada do crescimento econômico e a crise da dívida externa, observou-se o aumento da demanda do governo por recursos no plano doméstico, elevando ainda mais as taxas de juros internas (LOUREIRO;

BARBOSA, 2003). Nota-se assim, que para se financiar e tentar controlar o nível de liquidez da economia, o governo brasileiro atuava no sentido de tornar os títulos públicos ainda mais atrativos, o que, no contexto de indexação, significava mitigar o risco de capital do investidor.

Assim, pôde-se novamente observar a maior preferência dos investidores pelas ORTN, de modo que ao final de 1986 este título se configurava como o principal instrumento de dívida pública em poder do público, representando 96,56% da dívida total como visto pela Tabela 2. Dessa forma, embora permitisse a captação de recursos para o TN e a administração dos juros pelo BCB, o alastramento da pós-fixação começava a eliminar o risco de capital dos investidores e a retirar o funcionamento do efeito riqueza como canal de transmissão da política monetária.

É neste contexto que, em 1979, para dar maior transparência e agilidade às operações de mercado aberto que tanto cresceram na década, foi criado o sistema SELIC²⁴, que passou a registrar a custódia e a liquidação dos títulos públicos emitidos pelo TN, além de todas as operações realizadas com tais títulos, inclusive as secundárias entre agentes privados. Conforme expõe Silva Filho (1996), o funcionamento do mercado de reservas bancárias antes da criação do SELIC se dava da seguinte maneira: pela manhã os bancos comerciais já sabiam os resultados da câmara de compensação bancária da noite anterior, sabendo assim se sua posição era credora ou devedora. A primeira hora de funcionamento do mercado financeiro, das 8h às 9h da manhã, era dedicada exclusivamente aos bancos para zerarem suas posições, através da troca de reservas bancárias entre si. Essa operação era realizada através da troca de um cheque BB (recurso imediatamente disponível) por um cheque ADM (a compensar no dia seguinte). Durante essa uma hora as reservas bancárias eram trocadas à taxa chamada BB e, quando terminado esse período, se algum banco não tivesse conseguido zerar sua posição, deveria recorrer ao redesconto. Finalizadas as transações no mercado de reservas bancárias, começava a funcionar o mercado secundário de títulos públicos, em que títulos públicos e privados eram transacionados mediante cheques a compensar, e que se tornariam recurso disponível apenas no dia seguinte²⁵. Logo, os títulos públicos não possuíam liquidez imediata. Assim,

Portanto, até 1979, o mercado de reservas bancárias e o mercado secundário de títulos públicos eram dois mercados distintos, bem definidos. Essa distinção era bem nítida devido a dois fatores. Primeiro, o horário de funcionamento dos dois mercados era diferente. Esses horários não apenas eram distintos quanto à sua duração, mas também

²⁴ O SELIC é gerido pelo BCB e operado em parceria com a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais).

²⁵ Além disso, no mercado secundário participavam instituições financeiras bancárias e não-bancárias, enquanto que no de reservas bancárias participavam apenas aquelas instituições com conta no BCB (SILVA FILHO, 1996).

não havia a sobreposição dos mesmos, ainda que parcialmente. Assim que acabava o mercado de reservas, começava a funcionar o mercado secundário de títulos públicos. Segundo, e mais importante, a liquidação das operações no primeiro mercado ocorria com recursos imediatamente disponíveis (reservas bancárias), já no segundo mercado, os recursos só estariam disponíveis no dia seguinte (SILVA FILHO, 1996, p. 119-120).

Vale destacar, ainda no tocante ao modo de liquidação financeira até 1979, que os ativos negociados nos mercados de reservas bancárias (monetário) e de dívida pública eram distintos. No primeiro negociavam-se as reservas bancárias tendo os títulos públicos como garantia colateral. Já no segundo, os próprios títulos públicos eram negociados, de modo que havia uma clara separação entre os mercados de reservas bancárias e o de títulos públicos. Entretanto, com a criação do SELIC toda essa forma de liquidação expressa acima passou por mudanças. Na nova sistemática, “se realizaram as liquidações do Mercado Aberto diretamente na conta de Reservas Bancárias, que incorporou a conta Depósitos Compulsórios, em detrimento da Câmara de Compensação” (BRUNET, 2006, p. 35).

Ressalta-se que podem participar do SELIC, além do BCB e do TN: a) bancos, caixas econômicas, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; e, b) demais instituições e entidades autorizadas a funcionar pelo BCB²⁶. No tocante à liquidação financeira das operações, os participantes são conceituados como:

I- liquidante: se titular, no Sistema de Transferência de Reservas (STR) do Banco Central do Brasil, de conta Reservas Bancárias ou de Conta de Liquidação, desde que, nessa última hipótese, tenha optado pela condição de liquidante no Selic; e
II – não liquidante: nas demais hipóteses (BCB, 2012, p. 4).

Deste modo, a liquidação financeira das operações, próprias ou de clientes, do participante ocorre, quando agente liquidante, na conta de sua titularidade no BCB e, quando agente não liquidante, na conta reservas bancárias de qualquer participante liquidante (BCB, 2012), fazendo assim com que todas as operações envolvendo títulos públicos sejam liquidadas em reservas bancárias.

Dessa maneira, os dois mercados, o de reservas bancárias (cerne do mercado monetário) e o mercado de títulos públicos como um todo, mesmo os para fins fiscais, aproximaram-se com baixos custos de transação ou, de outro modo, existia plena substitutabilidade entre os títulos, mesmo que seus fins não fossem os mesmos. Logo, sempre que quaisquer títulos

²⁶ Destaca-se que a administração do SELIC e de seus módulos complementares é de responsabilidade exclusiva do Departamento de Operações do Mercado Aberto (DEMAB) do BCB (BCB, 2012).

públicos fossem negociados estava-se, simultaneamente, transacionando reservas bancárias. Com esse novo formato, as liquidações financeiras passaram a ser realizadas diretamente na conta reservas bancárias, no mesmo dia da operação, através de lançamentos de débito e crédito.

Deste modo, a institucionalidade do mercado de dívida no Brasil passa a ser estruturada da seguinte maneira: há um grande mercado de dívida pública, o SELIC, que contempla dois submercados: o mercado monetário e o mercado de títulos públicos para fins fiscais. Com essa nova sistemática, no mesmo mercado SELIC há a atuação do TN cujo objetivo é gerir a dívida pública e o financiamento do governo, e também a atuação do BCB realizando a política monetária através das operações de mercado aberto.

Entretanto, como retrata Barbosa (1995, p.4), “a consequência prática desta nova forma de liquidação financeira foi que os títulos públicos tornaram-se substitutos quase perfeitos para as reservas bancárias. Tudo se passou como se as reservas bancárias repentinamente tivessem a mesma remuneração dos títulos públicos”. Como os títulos públicos rendem juros e as reservas bancárias não possuem remuneração, o *trade-off* dos bancos relacionado à quantidade de reservas que devem manter *vis-à-vis* os ativos que devem adquirir pareceu, então, fácil de ser resolvido. O fato de os títulos públicos terem praticamente se tornado reservas bancárias, moeda portanto, trouxe consequências que extrapolam a dinâmica bancos-BC, como poderá ser analisado nos próximos capítulos.

Como dito, durante toda a década de 1980 continuou-se a observar a preferência pela ORTN. Neste cenário, outro problema se tornava patente: a indexação generalizada da economia, que “assumia nitidamente uma função bastante distinta daquela exercida na década de sessenta e setenta, ou seja, de uma alternativa de financiamento não-inflacionário aos déficits públicos, transformou-se em lastro da chamada moeda indexada” (FERNANDES; TUROLLA, 2006, p. 223). A indexação representou importante estratégia para facilitar o financiamento do déficit governamental, por proteger os rendimentos dos títulos da corrosão inflacionária observada no período. Entretanto, com a perda de credibilidade da correção monetária nos títulos do governo e o risco de *default* propiciado após a crise da dívida externa de 1982-1983, o BCB se viu obrigado a fazer uso de maneira mais generalizada das cartas de recompra, assumindo assim, informalmente, o compromisso de manutenção do rendimento dos títulos à taxa *overnight*, que era superior à inflação e oferecia ganhos reais de curíssimo prazo aos aplicadores. Com isso, caso houvesse mudança da taxa, o BCB recompraria os títulos e venderia novos, com rendimentos compatíveis ao novo nível da taxa básica de juros.

Na prática, conforme salienta Carvalho (2003), os bancos adquiriam títulos do governo e os vendiam ao público pelo prazo de um dia, mediante compromisso de recompra a preço definido. Essa institucionalidade, conhecida como mecanismo de zeragem automática, era positiva também para o BCB, uma vez que ele conseguia controlar a taxa de juros num ambiente permeado pela alta inflação. O BCB efetuava o ajuste diário das reservas do sistema bancário ao zerar as posições credoras e devedoras dos títulos públicos dos bancos, recomprando títulos quando o sistema não possuía recursos suficientes para atender os requerimentos de reservas e os vendendo com recompra quando os bancos apresentavam excesso de liquidez. Dessa forma, “as instituições financeiras que não lograssem financiar suas carteiras de títulos públicos no mercado podiam revendê-los, de forma parcial ou integral, ao BACEN, o que era feito com grande automaticidade, desaparecendo assim qualquer risco no carregamento destes títulos” (PAULA, 1996, p. 428).

Todas as dificuldades apresentadas na primeira metade da década 1980 se tornaram maiores pelo aumento do déficit público neste período e fizeram necessárias mudanças na estrutura fiscal do País. Neste sentido, 1986 é, então, emblemático, por ser o ano em que realmente se tentou um enfrentamento do processo inflacionário, o que exigia medidas de diversos âmbitos, sobretudo fiscal e monetário. Das medidas tomadas destacam-se o fim da conta movimento que, na prática, possibilitava ao Banco do Brasil criar moeda, sendo, assim, uma AM paralela ao BCB; a criação da Secretaria do Tesouro Nacional, visando centralizar o controle dos gastos públicos e torná-lo mais bem administrado; a transferência da administração da dívida pública do BCB para o Ministério da Fazenda – centralizada no TN de modo que o BCB ficou proibido de emitir títulos em nome do TN, devendo realizar sua política monetária através de títulos de sua própria carteira, mantendo-se a possibilidade de ele emitir títulos; a criação das OTN (Obrigações do Tesouro Nacional)²⁷, título dedicado a substituir as antigas ORTN; e, a criação das LBC (Letras do Banco Central), que serviriam de instrumento de regulação da oferta monetária (FERNANDES; TUROLA, 2005, 2006).

Já em novembro de 1987 foi elaborado o Decreto-Lei nº 2.376, que no afã de separar ainda mais as atribuições das autoridades fiscal e monetária estabelecia ferramentas de controle da dívida pública. A partir desta regulamentação, a dívida pública só poderia ser aumentada para cobrir o déficit no Orçamento Geral da União (OGU) mediante autorização legislativa e para atender à parcela do serviço da dívida não computada no OGU. Entretanto, em linha com

²⁷ A finalidade desse título era financiar as despesas da União e os seus prazos de vencimentos variavam entre um e vinte anos, sendo sua colocação no mercado realizada pelo TN, através de ofertas públicas com acesso exclusivo de instituições financeiras (FERNANDES; TUROLA, 2006).

a observação de Goudard (2015), constatam-se resquícios institucionais, apesar das mudanças pretendidas. Em primeiro lugar, apesar de o BCB não mais administrar a dívida pública, ele ainda era responsável pelo SELIC, por conta de nele se realizarem as operações de mercado aberto, necessárias à manutenção dos juros via controle da liquidez. Em segundo lugar, o Decreto acima citado dispunha que, caso o TN não colocasse títulos em valor equivalente ao montante dos que fossem resgatados, o BCB poderia subscrever a parcela não colocada. Assim, na prática, se houvesse necessidade de rolar a dívida, isso poderia se dar via financiamento do próprio BCB. Essas medidas, conforme analisa Pedras, “levaram o Banco Central, e não o mercado, a absorver as novas emissões de dívida, conforme permitido pela legislação em vigor” (2009, p. 63).

Saliente-se que com a criação das LBC, a AM passava a realizar sua política monetária apenas com títulos de sua própria emissão. Para além, o modo de funcionamento das LBC, que tinham remuneração fixada diariamente e embasada na taxa praticada pelas operações *overnight*, mudou a indexação até então utilizada no País, baseada em índices de preços, para uma vinculada à taxa média de juros praticada nas operações registradas no SELIC. As LBC foram muito bem recebidas pelo mercado, uma vez que essa nova forma de indexação permitia uma relação mais estável entre as taxas de captação e aplicação, principalmente por serem títulos pós-fixados, de curto prazo, que estavam imunes aos riscos de alteração da taxa de juros. Dessa forma, “(...) a nova LBC, no final do ano de sua criação (1986), já correspondia a 56,4% dos títulos públicos federais em poder do mercado, atingindo no ano seguinte a significativa marca de 71,3%, evidenciando, assim, uma alteração no perfil e na própria composição da dívida mobiliária” (FERNANDES; TUROLLA, 2005, p. 168).

Mas, qual o papel do BCB neste processo: ele continuava captando recursos através da maior colocação de títulos públicos no mercado com qual intuito? Explicitamente a dois diferentes, mas cujos meios foram concentrados, o controle dos juros via regulação da liquidez, um fim monetário, e o financiamento do governo, um fim fiscal. Dados de Ipeadata (2018) acerca dos condicionantes da base monetária brasileira retratam que em 1986 as operações com títulos públicos contribuíram para a expansão da base monetária, fato que se inverteu a partir de 1987, com o aumento da aceitação das LBC, contraindo a base monetária. Já a atuação do TN contribuiu de 1986 a 1990 para a expansão da base monetária, o que pode levar à indicação de que o BCB estava captando recursos tanto em função do controle da liquidez e, assim, dos juros, quanto para o financiamento do TN.

Tendo em vista o sucesso das LBC e a falta de opção de instrumentos de financiamento, foram criadas no final de 1987 as LFT, de responsabilidade do TN, que vinham substituir as LBC. Segundo Moura (2006), essa substituição se deu após o TN assumir a gestão da dívida mobiliária interna, até então sob responsabilidade do BCB, passando assim a emitir as LFT em substituição aos títulos anteriormente emitidos pela AM. As LFT possuíam características muito similares ao antigo título, inclusive tendo sua rentabilidade calculada através da taxa média de juros praticada nas operações de um dia do sistema SELIC. Entretanto, elas buscavam facilitar o financiamento do déficit público e como eram de responsabilidade do TN, objetivavam ser um instrumento de política fiscal. Esse título teve expressiva aceitação no mercado, sobretudo devido à sua rentabilidade atrelada à taxa de juros diária, assim, “ao final de 89 cerca de 98% dos títulos da dívida mobiliária em poder do público eram Letras Financeiras do Tesouro” (FERNANDES; TUROLLA, 2006, p. 225).

Saliente-se que toda a década de 1980 foi marcada por altas taxas de inflação, que tornou praticamente inviável a colocação no mercado de títulos prefixados, como a LTN. Observou-se, assim, a preferência pelas LBC e LFT, lastreados nos juros das operações *overnight* e que, mais uma vez, marcam a demanda do público por títulos de curtíssimo prazo. Neste sentido,

(...) em 1988 e 1989 praticamente não houve colocação de LTNs nem mesmo para a carteira do Banco Central, ilustrando o difícil momento pelo qual passava o país. Por sua vez, o financiamento público começou a ser efetuado com a emissão de LFTs, sendo tal título durante esses dois anos praticamente a única forma de arrecadação de recursos, via emissão de títulos, para o governo. (...) A criação das LBCs, primeiramente, e a seguir das LFTs mostra que a busca por soluções não tradicionais para problemas econômicos foi usada também na administração da dívida pública. A despeito disso, o prazo da dívida não foi alterado com a emissão desse instrumento de repactuação diária, de forma que, ao final da década, o prazo médio da dívida continuou reduzido, enquanto o percentual desta sobre o PIB representava o maior valor registrado até aquela data, indicando o crescente grau de vulnerabilidade do país ante as necessidades de refinanciamento (PEDRAS, 2009, p. 64).

Outra relevante mudança institucional foi promovida pela Constituição de 1988, em que houve a centralização das disponibilidades do TN no BCB, além de impedir o BCB de financiar a União. Conforme explicam Leister e Medeiros (2016), as disponibilidades de caixa da União podem receber dois tratamentos: a autoridade fiscal centralizar seus recursos no BC ou em instituições financeiras privadas. A centralização dos recursos em uma conta única busca efetivar uma gestão eficiente dos recursos públicos e, estando essa conta no BC há o fortalecimento dessa gestão de caixa, além de maior transparência financeira e maior facilidade de controle das variações de liquidez que as operações de arrecadação e gasto de recursos públicos, grande componentes do PIB, causam. Dessa maneira, na nova sistemática, o BCB só

poderia adquirir títulos diretamente do TN em montante equivalente ao principal vencendo em sua carteira, chegando assim “(...) à clássica forma de relacionamento entre autoridade monetária e autoridade fiscal” (PEDRAS, 2009. p. 64).

Já os anos iniciais da década de 1990 são ilustrativos das grandes dificuldades pelas quais a economia brasileira passava, com a permanência das altas taxas de inflação e dos contínuos desajustes fiscais. Logo, o endividamento público era crescente, ao tempo em que apresentava seu menor prazo médio da história e, estava, em quase toda sua totalidade, lastreado em papéis indexados à taxa de juros diária.

Neste contexto, o governo Collor realizou medidas de ajuste econômico que chegaram ao drástico congelamento de 80% dos ativos financeiros do País. Com este artifício, o governo promoveu a troca compulsória da dívida em poder do mercado por outra, retida por 18 meses no BCB, rendendo BTN²⁸ mais 6% (a.a.). Com isso, o estoque de dívida antes remunerado pela taxa SELIC passou a ter um rendimento muito inferior, gerando ganhos consideráveis ao governo. Além disso, essa medida acabou por reduzir a liquidez da economia, obrigando o BCB a recomprar LFT ainda existentes no mercado. Esses dois fatores somados ao superávit primário alcançado pelo governo em seu primeiro ano levaram “a uma queda histórica no estoque da dívida em poder do público, de 82,5% em 1990” (PEDRAS, 2009, p. 65).

Em 1991, por conta da falta de credibilidade no governo em função do congelamento dos ativos financeiros, o BCB teve que lançar um novo título público para fins de política monetária, o Bônus do Banco Central (BBC), que foi o único título ofertado durante os primeiros meses daquele ano. Entretanto, de modo a contornar as dificuldades com a rolagem da dívida, que persistiam, o BCB lançou mais um título pós-fixado, denominado Nota do Banco Central (NBC), indexado à taxa referencial diária (TR). Ainda em 1991, começaram a ser devolvidos os valores correspondentes aos ativos financeiros congelados, e, dessa forma, novas emissões de títulos eram necessárias para fazer frente à cobertura desses recursos. Assim, criaram-se as Notas do Tesouro Nacional (NTN), com diversas séries, a depender do indexador utilizado²⁹. Desta forma, “buscava-se diversificar os instrumentos para tentar ampliar a base de investidores, tentando garantir os recursos para pagamento das BTNs vincendas” (PEDRAS, 2009, p. 65).

²⁸ As BTN – Bônus do Tesouro Nacional – foram criadas em 1989 como instrumento de indexação da economia e eram corrigidas por um índice de inflação, o IPC (índice de preços ao consumidor), do IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) (PEDRAS, 2009).

²⁹ Por exemplo, a NTN-D, indexada ao dólar; NTN-C, indexada ao IGP-M (índice geral de preços de mercado); e NTN-H, indexada à TR (taxa referencial) (PEDRAS, 2009).

Em 1993 há mais uma tentativa de separação entre as atividades fiscais e monetárias, com as medidas que ficaram conhecidas como “Abertura da Caixa-Preta”, que buscavam propiciar maior transparência na relação entre TN e BCB. Conforme explicam Mochón e Troster (1999), o BCB havia assumido ao longo do tempo obrigações de empréstimos externos não-liquidados e, como compensação desse passivo, recebia títulos do TN. Com isso, parte do passivo do BCB escapava a seu domínio, dificultando o controle monetário. Com a “Operação Caixa-Preta” houve o repasse de quase todas essas obrigações externas ao TN, conferindo maior transparência às contas do BCB, que passou a atuar com instrumentos mais adequados à operacionalização da política monetária.

Em 1994, buscando sanar o processo inflacionário pelo qual passava o País, foi lançado o Plano Real, que identificava as causas da inflação como decorrentes do processo de indexação da economia aliado ao desajuste fiscal constante e crescente – o desequilíbrio orçamentário era tido como a causa estrutural da inflação enquanto que a indexação era a transmissora da inflação ao longo do tempo. O Plano constituiu-se de três fases: primeiramente, o ajuste fiscal, visando ao equilíbrio das contas do governo e eliminando, assim, aquilo que os propositores do Plano identificavam como causa estrutural da inflação brasileira; em seguida, houve a implantação da reforma monetária; e, por fim, buscou-se a realização de reformas institucionais.

Vale ressaltar a importância do regime cambial adotado no Plano Real, que ajuda a explicar tanto sua eficácia no combate à inflação, quanto aspectos relacionados ao montante da dívida pública no pós processo de estabilização econômica. A política monetária adotada com o Plano buscava controlar o crescimento da moeda em linha com a disponibilidade de reservas internacionais que o País possuía. Dessa forma, a URV (Unidade Real de Valor), referência monetária criada na segunda etapa do Plano, que funcionava inicialmente apenas como unidade de conta, pois uma outra moeda, o *Cruzeiro-Real*, manteve a função oficial de reserva de valor e meio de troca, possuía ancoragem no dólar americano, tendo assim seu valor atrelado a uma moeda estável. A sociedade passou então a utilizá-la como referência, indexando seus preços e contratos à URV, “que se tornou a coordenadora das expectativas dos agentes, com estabilidade dada pela sua ancoragem cambial e credibilidade atestada pelo compromisso do governo em manter estável seu valor” (TERRA, 2011, p. 57-58).

Com isso, à medida em que a sociedade passava a utilizar a URV, o *Cruzeiro-Real* foi sendo preterido e não mais utilizado como reserva de valor, fazendo com que sua velocidade de circulação se acelerasse sobremaneira, levando a uma forte desvalorização do seu valor, o que contribuiu ainda mais para a demanda de URV, que foi instituída como meio de pagamento

da economia em julho de 1994 e teve seu nome convertido para *Real*. Com a criação da nova moeda, a política monetária funcionava a partir de duas âncoras: a âncora cambial, em que se emitia um *Real* para cada dólar na reserva internacional e, um regime de metas monetárias, com o estabelecimento por lei do montante de moeda que poderia ser emitido pelo BCB³⁰.

A adoção do regime de âncora cambial ocorreu num contexto de abertura da economia, tanto em âmbito comercial quanto financeiro. Desse modo, com o preço do câmbio administrado, a taxa de juros era a variável que flutuava para manter a paridade cambial e garantir o influxo de divisas para o País. O problema é que isso se deu em um contexto de muita volatilidade na liquidez internacional, com alternância de excessos de liquidez com crises financeiras repentinas em países emergentes, o que contagiava a economia brasileira. Além disso, como a ancoragem cambial dedicava-se à desinflação, o câmbio foi pareado em um nível valorizado. Essa combinação acabou por fragilizar o balanço de pagamentos brasileiro, por um lado, devido ao desequilíbrio da balança comercial, em que as importações cresceram muito e em descompasso com as exportações e, por outro lado, pelo caráter instável e volátil do capital financeiro que ingressou no País. Dessa forma,

Com a geração de dólares próprios comprometida e sendo o nível de preços dependente de uma âncora cambial cuja estabilidade decorria da capacidade de atração de capitais, o Brasil detinha uma fragilidade financeira que seria testada sempre que vigorasse a preferência pela liquidez no mercado financeiro internacional (TERRA, 2011, p. 60).

Neste sentido, as crises do México em 1995, dos Tigres Asiáticos em 1997 e da Rússia em 1998 abalaram fortemente a economia brasileira e seu regime cambial. Em resposta à crise do México, as autoridades brasileiras agiram no sentido de preservar a administração cambial vigente, anunciando que trabalhariam com o regime de bandas cambiais, o que já era feito implicitamente, com a elevação a taxa de juros e com a adoção de medidas restritivas ao crédito. No contexto da crise de 1997, o governo brasileiro buscou perseguir este mesmo comportamento, de defesa da taxa de câmbio, mas, além das repercussões dessa crise terem sido mais prolongadas, somou-se à ela a crise da Rússia, culminando em fortes ataques especulativos contra o Brasil que o levaram, enfim, a abandonar a administração cambial em janeiro de 1999.

³⁰ Embora tenham sido estabelecidas, as metas monetárias passaram a ser expandidas a partir de outubro de 1994, para atender à crescente demanda por liquidez da sociedade, em função da estabilização monetária e, ao final do mesmo ano foram extintas (TERRA, 2011).

A administração do câmbio teve papel decisivo no combate à inflação no âmbito do Plano Real e, essa administração só foi possível devido ao elevado diferencial de juros existente, cujo patamar médio da taxa de juros correspondeu a 34,15% no período 1994-1999 (TERRA, 2011). Entretanto, para além de sua influência sobre toda a dinâmica econômica, o alto patamar dos juros influenciou também a composição e o custo da dívida pública brasileira. Nos primeiros anos após o Plano Real houve melhora da composição da dívida pública³¹, uma vez que o governo elevou os volumes emitidos de LTN³² e buscou aumentar seus prazos ofertados em leilão, tendo inclusive conseguido lançar títulos prefixados com dois anos de maturidade em 1997, um claro sinal de bom estado de confiança com relação ao cenário econômico então vigente, pós-estabilização inflacionária do Plano.

Entretanto, após a eclosão da crise asiática precisou-se voltar à redução dos prazos, tendo o governo de emitir LTN de três meses. Além disso, após a crise da Rússia, o governo, que até então resistia ao uso das LFT, voltou a emitir-las, interrompendo momentaneamente a emissão de prefixados (PEDRAS, 2009). Houve, assim, um aumento do estoque da dívida pública que, financiada a um alto custo por ser majoritariamente composta por títulos indexados à SELIC, que como era alta para garantir a administração cambial, trazia altos custos para sua rolagem.

No final da década de 1990 ocorreram mudanças significativas na condução da política econômica brasileira. Em 1999 o regime cambial se alterou para o flutuante e a política monetária passou a ser o regime de metas de inflação. Além disso, desde 1998, mas com efetividade a partir de 1999, o regime fiscal tornou-se submetido a metas de superávits primários, o que foi reforçado ainda mais com a promulgação do marco regulatório das finanças públicas na LRF, de 2000 que, inclusive, proíbe o BCB de emitir títulos, devendo realizar sua política monetária exclusivamente com títulos do TN.

Vale ressaltar a criação do Programa Tesouro Direto em 2002, fruto da parceria entre o TN e a BM&FBOVESPA³³, em que a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) atua como Câmara de Custódia e Liquidação das operações com os títulos públicos negociados

³¹ Diga-se de passagem que com a queda da inflação e a própria necessidade de controlar a indexação da economia, as LFT passaram a ter sua colocação no mercado suspensa em meados de 1995, voltando apenas três anos mais tarde (FERNANDES, TUROLLA, 2005), o que demonstra o reconhecimento das Autoridades Econômicas de que seria necessária uma reforma no rol de títulos públicos disponíveis.

³² Ao longo dos anos, em vista das dificuldades que enfrentou, o BCB flexibilizou as características da LTN, que de início era um título de curto prazo, mas que passou a ser ofertada em prazos maiores.

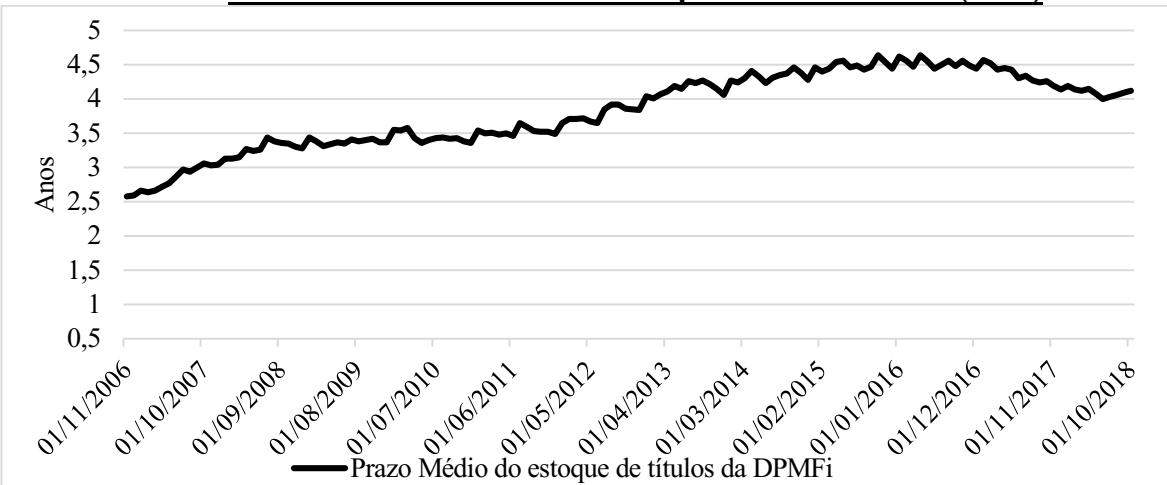
³³ Nome da companhia advindo da fusão da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA – e da Bolsa de Mercadorias e Futuros – BM&F, em 2008. Ressalta-se que, em 2017, após fusão da BM&FBOVESPA com a CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos), a bolsa de valores oficial do Brasil passou a ter o nome B3, em referência às três letras iniciais de “Brasil, Bolsa e Balcão”.

no programa. O Tesouro Direto é um programa de venda de títulos públicos federais da dívida interna diretamente a pessoas físicas por meio da internet e tem como principais objetivos a democratização do acesso aos títulos públicos, a disseminação do conceito de dívida pública, o incentivo à formação de poupança de médio e longo prazos e o aumento da base de demandantes dos títulos públicos no Brasil. Este método de vendas diretas de títulos públicos ao investidor individual já vem sendo adotado por diversos países, sobretudo os desenvolvidos, sendo que o objetivo deles, em sua maioria, consiste na oferta de alternativas de baixo custo a seus aplicadores, além da busca pela diversificação de sua base de investidores em títulos (PROITE, 2009).

Estes elementos, somados a um cenário externo benigno, fizeram com que o governo realizasse avanços na administração da dívida pública. Assim, o TN passou a desconcentrar os vencimentos da dívida, implementar leilões de compra antecipada de títulos prefixados, instituir títulos indexados ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (a NTN-B) e lançar títulos prefixados de longo prazo (NTN-F) (FERNADES; TUROLLA, 2005, 2006). Pedras (2009) destaca ainda que em 2006 o governo agiu no sentido de estimular o alongamento e a prefixação da dívida, por meio da isenção de imposto de renda sobre ganhos de capital para investidores estrangeiros. Com essa medida, a demanda dos investidores estrangeiros por títulos públicos brasileiros aumentou e, em 2007 o TN conseguiu lançar o primeiro título prefixado com prazo de dez anos (NTN-F 2017), representando um marco na gestão da dívida pública.

O Gráfico 1 expõe os avanços na administração da dívida pública com o aumento do prazo médio da DPMFi. Apesar da pequena volatilidade ao longo de todo o período analisado, há tendência de alongamento do prazo médio do estoque total de títulos da DPMFi, o que contribui para tornar as finanças públicas mais previsíveis e, então, gerenciáveis, e para a própria redução do custo da dívida em certos momentos do tempo, espaçando-o em diferentes maturidades. No início do período analisado, novembro de 2006, o prazo médio da DPMFi era de 2,58 anos, enquanto que, no dado mais recente, referente a outubro de 2018, o prazo médio da dívida sobe para 4,12 anos.

Gráfico 1 - Prazo Médio do Estoque Total da DPMFi (anos)

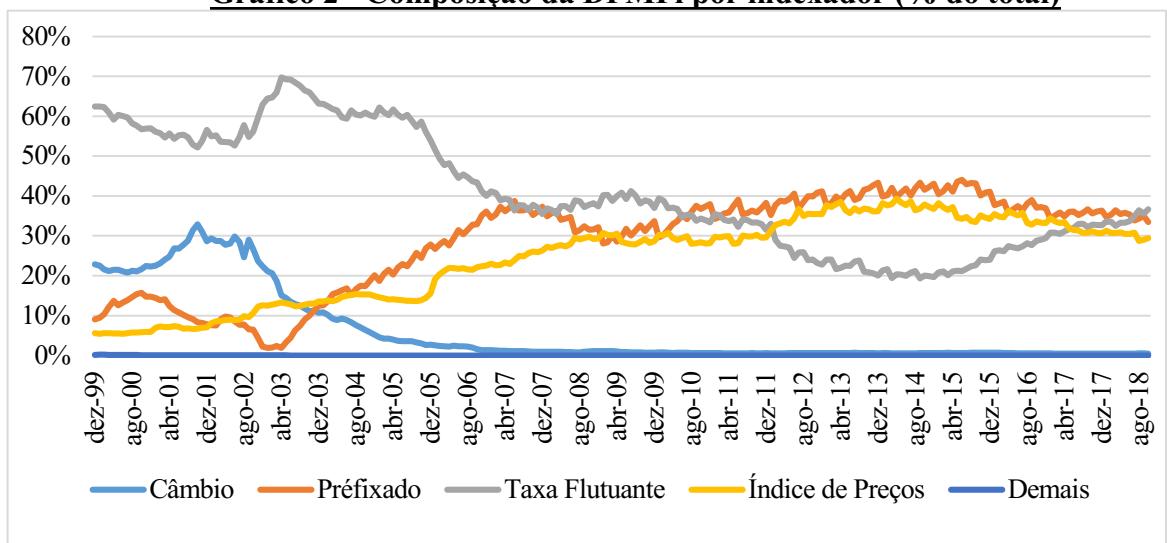


Fonte: Elaboração própria com base nas séries temporais do TN (2018b).

Nota: Dados mensais.

Em relação à composição da DPMFi, o Gráfico 2 mostra que de dezembro de 1999 a meados 2007/2008 a maior parte da dívida pública brasileira era indexada a taxas flutuantes, sobretudo pela SELIC. Apenas em 2008, com o agravamento da crise do *subprime*, a política de administração da dívida pública adotou uma postura mais conservadora em termos de sua composição.

Gráfico 2 - Composição da DPMFi por indexador (% do total)



Fonte: Elaboração própria com base nas séries temporais do TN (2018b).

Nota: Dados mensais. Unidade: R\$ bilhões.

Passou-se a se observar o aumento na participação dos títulos prefixados e indexados à inflação. Apesar da migração de títulos indexados a taxas flutuantes, que de aproximadamente 70% do total da dívida em 2003, passaram a representar cerca de 36% do total da DPMFi em

outubro de 2018, esse número ainda é expressivo, sobretudo pela indexação se dar majoritariamente pela taxa básica de juros, o que mantém o perfil curto prazista da dívida no País, além de seu alto custo no caso brasileiro, cujos juros básicos são persistentemente elevados.

Em resumo, pode-se constatar que após o Plano Real foram criadas condições para melhorar a estrutura da dívida pública brasileira, por conta da estabilização monetária e do caminho ao ajuste fiscal pós-1998, mas, apenas em 2003 observou-se alguma evolução. Atualmente o Brasil possui uma estrutura melhor – maior prefixação e prazo médio mais alongado – em termos de composição e prazo da dívida interna, permitindo uma melhor administração dela, sobretudo ao se compararem períodos anteriores, como aqui analisados. Entretanto, conforme destacam Bacha e Oliveira Filho (2006), a dívida pública, além de cara, continua predominantemente de curto prazo e indexada diariamente à taxa SELIC, mantendo o mercado de capitais brasileiro concentrado nos prazos curto e curtíssimo. Sobre isso, Pedras (2009, p. 69) denota que,

Do ponto de vista microeconômico, a história descrita ilustra a enorme dificuldade do governo em alongar o prazo da dívida e aumentar a participação dos instrumentos prefixados, em substituição aos indexados pela taxa Selic. Parece ser consenso entre os analistas que a razão deste fato está na cultura da indexação diária, consequência do histórico de inflação elevada e da convivência da indexação.

Neste sentido, com o objetivo de se analisar melhor como se operacionaliza o mercado de dívida pública atualmente no Brasil, a próxima seção descreve como funciona o mercado SELIC, no que toca às características de seus submercados, monetário e de títulos para fins fiscais. Busca-se identificar as características dos títulos hoje ofertados no País, e toda a sistemática de operacionalização deles, com as especificidades das ofertas públicas e das negociações no mercado secundário com esses títulos.

3.2 A OPERACIONALIDADE ATUAL DO MERCADO SELIC

No Brasil o TN centraliza todas as decisões de gerenciamento da DPF e é responsável pela emissão dos títulos públicos no mercado primário através de ofertas públicas – leilões de compra e venda – com a participação direta de instituições financeiras; emissões diretas, para finalidades específicas definidas em lei; e, vendas para pessoas físicas, através do Tesouro Direto. A busca pelo desenvolvimento de uma estrutura eficiente de administração da dívida

pública impulsionou instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial a estabelecerem diretrizes para a gestão da dívida pública no documento “*Guidelines for public debt management*”, publicado pela primeira vez em 2001. Neste documento, direcionado tanto a países desenvolvidos quanto em desenvolvimento, estabelecem-se parâmetros para o aprimoramento da gestão da dívida pública em diferentes temáticas, como a coordenação entre as políticas fiscal e monetária, adequada estrutura institucional da dívida, capacidade técnica da equipe responsável pela administração da dívida e uso de instrumentos tecnológicos seguros e precisos, dentre outras (ROCHA, 2009).

No tocante à estrutura institucional, internacionalmente observa-se certo consenso na prática de se concentrarem as funções de gerenciamento da dívida pública em uma única instituição governamental. Dessa forma, muitos países centralizam a administração da dívida num departamento autônomo de gerenciamento, que pode estar dentro da estrutura do Ministério da Fazenda ou do TN, conhecido como *Debt Management Office* - DMO (Departamento de Administração da Dívida) (ROCHA, 2009), mas que também pode estar fora dela. Nesta sistemática, a administração da dívida passa a ser de responsabilidade desse órgão autônomo, que pode inclusive ser independente, mas sujeito às diretrizes do Ministério da Fazenda, de modo que há a separação entre a gestão da dívida pública e política fiscal, de um lado, e, de outro, a política monetária conduzida pelo BC, entretanto mantendo a coordenação entre os objetivos dessas políticas (LOPREATO, 2014).

No Brasil, as funções relacionadas à administração da dívida pública são centralizadas pelo Ministério da Fazenda na estrutura do TN, sendo que dentre os motivos pelos quais mantém-se essa centralização no Ministério da Fazenda “destaca-se a importância de se manter um relacionamento estreito com outras partes do governo ligadas, por exemplo, à execução orçamentária e da política fiscal” (ROCHA, 2009, p. 134). Observa-se assim que a concentração das decisões acerca da DPF no TN e da política monetária no BCB torna o modelo institucional brasileiro próximo ao da experiência internacional, apesar de a articulação dos mercados monetário e de dívida pública para fins fiscais ainda preservar traços fortes do período de alta inflação pela qual o País passou.

Ainda levando-se em conta a experiência internacional, Carvalho e Moraes (2009) apontam que estudos do FMI e do Banco Mundial sugerem que uma precondição para o desenvolvimento do mercado primário de títulos públicos é a realização de emissões com base em mecanismos de mercado, como leilões competitivos ou ofertas por meio de sindicatos, sendo que os leilões competitivos constituem o mecanismo predominante nos mercados

domésticos de títulos públicos de economias industrializadas e emergentes, o que se observa também no Brasil.

O TN divulga no início de cada mês um cronograma de leilões, indicando as datas de realização e liquidação dos títulos, quais destes serão transacionados e seus prazos, além do volume máximo a ser emitido, seguindo as diretrizes de emissões definidas pelo Plano Anual de Financiamento (PAF) que estipula metas e prioridades para a emissão de dívida pública. Vale ressaltar que o PAF, publicado pelo TN desde 2001, além de uma ferramenta de planejamento, representa um instrumento de ampliação da transparência e da previsibilidade na gestão da dívida pública (SILVA; MEDEIROS, 2009).

O BCB pode adquirir títulos do TN, na data de emissão e a preço de mercado, com a finalidade de refinanciar a DPMFi que estiver vencendo em sua carteira. Para além, a Lei 11.803/2008 autorizou a União a emitir títulos diretamente ao BCB, com vistas a assegurar a quantidade de títulos necessária à execução da política monetária. Ainda neste sentido, a Portaria nº 241/2009, do Ministério da Fazenda, determinou que o “(...) TN emita títulos em favor do BCB sempre que a sua carteira de títulos livres atingir valor inferior a R\$20 bilhões” (LEISTER, 2016, p. 18).

Assim, como já ressaltado no primeiro capítulo, embora não seja consenso, dados confirmam que quanto mais desenvolvida uma economia, maior a tendência de uso dos títulos da Autoridade Fiscal pelo BC para a execução da política monetária. O caso brasileiro segue este desenho institucional, de modo que se pode verificar aspectos positivos do uso exclusivo de títulos do TN por parte do BCB: “não há conflito com a gestão da dívida pública; evitou-se a segmentação do mercado e a competição por investidores entre BC e MF [Ministério da Fazenda]; e garantiu-se que o balanço do BC esteja imune a deteriorações advindas do pagamento de juros sobre títulos em carteira” (LEISTER; MEDEIROS, 2013, p. 28).

Os leilões realizados pelo TN para a compra e venda de títulos públicos federais têm a finalidade de administração da dívida pública e financiamento do governo. O BCB também realiza suas operações de mercado aberto através de leilões de títulos públicos, embora com o objetivo de gerenciar o nível de liquidez da economia. Os leilões de títulos do BCB, em linhas gerais, seguem a sistemática dos leilões do TN, entretanto, algumas diferenças valem ser destacadas. Enquanto a divulgação dos leilões do TN ocorre via portaria, no caso dos leilões do BCB a divulgação ocorre por meio de comunicados³⁴, em que há a especificação de todas as

³⁴ Vale ressaltar que nos leilões do BCB restritos aos *dealers*, a comunicação da realização dos mesmos se dá através de aviso eletrônico da mesa de operações de mercado aberto do BCB diretamente aos *dealers*. Já nos leilões

informações relevantes, como datas, tipos e prazos dos títulos. Além disso, na liquidação financeira das propostas de compra e venda dos leilões do BCB são creditadas/debitadas as contas das reservas bancárias das instituições financeiras e a subconta de liquidação financeira do BCB, referentes aos títulos públicos que possui em sua carteira. Já no caso dos leilões do TN, a contrapartida aos lançamentos nas contas referentes às reservas bancárias das instituições financeiras são os lançamentos recíprocos na Conta Única do TN (ARAÚJO, 2002).

Em ambos os casos, os leilões são realizados no âmbito do SELIC, que além de funcionar como um sistema de custódia, registro e liquidação dos títulos por seus valores em tempo real, possui alguns módulos complementares: oferta pública (Ofpub), oferta a *dealers*³⁵ (Ofdealers), lastro de operações compromissadas (Lastro) e, negociação eletrônica de títulos (Negociação).

Os módulos Ofpub e Ofdealers possuem o objetivo de acolher propostas e apurar os resultados de ofertas públicas de venda e compra definitiva de títulos, de venda de títulos com compromisso de recompra ou de compra com compromisso de revenda, além de outras operações a critério do administrador do SELIC. O módulo Lastro auxilia a especificação dos títulos que são objeto das operações compromissadas. Por fim, o módulo Negociação contempla as funções de negociação para o cadastramento de ordens de compra, venda e fechamento dos negócios e de especificação para a definição das contas e dos percentuais de distribuição referentes a elas. Quanto à participação, podem participar do Ofpub todas as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, desde que sejam participantes do SELIC. Já no módulo Ofdealers participam apenas as instituições credenciadas a operar com o DEMAB do BCB e com a Coordenação Geral de Operações da Dívida Pública (CODIP) do TN. No caso do módulo Negociação, ele é acessível a todos os participantes do SELIC, embora as suas funções sejam exclusivas aos *dealers*, tendo os demais participantes acesso apenas para fins de consulta (BCB, 2012).

Neste sentido, todas as instituições financeiras regularmente habilitadas no SELIC podem participar das ofertas públicas de títulos públicos, sendo que as demais pessoas jurídicas e físicas só podem participar por intermédio dessas instituições regulamentadas. Carvalho e Moraes (2009) destacam que essa sistemática de acesso amplo a diversas instituições não constitui modelo único utilizado internacionalmente no mercado primário. As práticas

abertos à participação de todas as instituições financeiras, a comunicação se faz por meio de comunicado formal da AM (BCB, 2016).

³⁵ Dealer pode ser entendido como um agente ou instituição atuando como intermediário financeiro. No caso específico do Brasil, o conceito se refere a instituições financeiras credenciadas pelo TN e BCB com o objetivo de promover o desenvolvimento dos mercados primário e secundário de títulos públicos (TN, 2018c).

internacionais mostram que os leilões podem ser abertos (acesso amplo, como no caso do Brasil), ou fechados (acesso exclusivo a *primary dealers*). Não há consenso sobre qual forma seja a ideal, mas há evidências de que no primeiro caso há estímulo à competitividade no mercado primário, reduzindo o risco de conluios, enquanto que no segundo caso há o favorecimento do desenvolvimento do mercado secundário, haja vista a necessidade de se distribuírem a outros investidores os títulos adquiridos pelos *dealers* exclusivos.

No Brasil, desde o primeiro semestre de 2015 o sistema de *dealers* do TN foi separado do sistema de *dealers* do BCB. No novo contexto, o conjunto de *dealers* do TN conta com doze instituições, sendo que três dessas vagas são destinadas a corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários e as vagas restantes às demais instituições. O BCB conta também com doze instituições em seu conjunto de *dealers*, com a especificidade de que apenas duas vagas são destinadas a corretoras ou distribuidoras de valores mobiliários. O desempenho dessas instituições é avaliado a cada seis meses, levando à substituição daquelas que não se adequarem nos critérios tanto do BCB quanto do TN (BCB, 2015; TN, 2018c).

A Figura 1 abaixo explicita o ciclo de operação da venda de um título público no mercado primário brasileiro. De um lado há a oferta de títulos através dos leilões do TN e/ou do BCB no sistema SELIC e, de outro lado, estão as instituições habilitadas no sistema, detentoras de reservas bancárias. Dessa forma, a instituição contemplada no leilão “tem seu saldo debitado em dinheiro no mesmo dia e recebe o registro de posse do título no dia seguinte à realização do leilão” (VENCESLAU; PEDRAS, 2009, p. 348).

Figura 1 - Ciclo de operação de venda de um título público no mercado primário



Fonte: Elaboração própria com base em Venceslau; Pedras (2009, p. 348).

Os leilões de títulos públicos do TN são do tipo competitivo, ou seja, os preços ofertados pelos interessados flutuam livremente, sendo que cada instituição pode propor até cinco ofertas para cada um dos títulos ofertados. Atualmente, os principais títulos negociados nos leilões são as LTN, as NTN³⁶ e as LFT. Os leilões possuem diferentes formatos, sendo denominados leilões

³⁶ As NTN são ofertadas com diferentes séries: NTN-F, título prefixado com juros semestrais; NTN-B principal, título indexado à inflação; NTN-B, título indexado à inflação com juros semestrais.

tradicionais, de troca e de compra, ou como também são conhecidos, leilões de resgate antecipado (TN, 2018d).

Os leilões tradicionais possuem como principal função o refinanciamento da DPMFi, através da emissão de títulos com rentabilidade prefixada e aos atrelados à inflação e à taxa SELIC. Nos leilões de troca são colocados à venda novos títulos e recebidos como pagamento títulos em circulação no mercado. Basicamente, trocam-se títulos de prazos mais curtos por outros mais longos, com o objetivo de alongar e melhorar o perfil da dívida pública. Por fim, os leilões de resgate antecipado buscam estimular a liquidez dos títulos de médio e longo prazos e reduzir volumes elevados de maturação, procurando desconcentrar vencimentos. Neste caso, o TN adquire títulos públicos em circulação no mercado, com recursos próprios, e cancela-os em seguida (TN, 2018d).

Ressalta-se ainda a possibilidade de haver ofertas não competitivas de títulos públicos. Esta configura-se uma operação especial do TN com seu conjunto de *dealers* e os *dealers* do BCB. Quando pelo menos 50% do lote de títulos ofertado no leilão competitivo é vendido, é possibilitado aos *dealers* comprarem uma quantidade predefinida do título de forma não competitiva, conhecida também como segunda volta, ou segunda rodada do leilão. É fixado neste leilão um volume máximo ofertado de 5% do volume ofertado no leilão competitivo para LFT e 20% para os demais títulos (TN, 2018d).

Em relação à seleção das propostas enviadas pelas instituições participantes dos leilões, elas organizam-se em ordem decrescente³⁷ de preços (ou crescente de taxas), e seguem duas modalidades de critérios, a depender do título ofertado: preços múltiplos (leilões discriminatórios) ou preço único (leilões de preço uniforme). No caso dos preços múltiplos são aceitas todas as propostas com preço igual ou superior ao mínimo aceito na oferta de venda, denominado preço de corte, até que a quantidade ofertada seja exaurida. Já no caso do preço único, os lances mais altos serão aceitos a um preço uniforme, “correspondente ao preço apresentado pela mais alta proposta rejeitada ou última proposta aceita” (CARVALHO; MORAIS, 2009, p. 380). No caso dos leilões tradicionais de LTN e NTN-F, observa-se a seleção de propostas seguindo o critério de preços múltiplos (discriminatório). Já nos leilões tradicionais de LFT e NTN-B, utiliza-se o critério de seleção uniforme (TN, 2018d).

Gielman (2003) faz uma comparação das regras dos leilões no mercado primário de títulos brasileiro com o de outros países selecionados³⁸, a saber: Estados Unidos, Portugal,

³⁷ No caso dos leilões de compra, ocorre o inverso (TN, 2018d).

³⁸ O autor justifica a seleção dos países em função da disponibilidade de artigos científicos que os elencam como referência aos estudos acerca dos leilões de títulos públicos.

Finlândia, Suíça, França, Inglaterra, Itália, Turquia, México, Paquistão, Japão, Espanha, Noruega e Suécia. A primeira característica analisada indica que a maioria desses países utiliza o leilão discriminatório para a venda de seus títulos públicos, sendo que Estados Unidos, Suíça e Finlândia utilizam o leilão de preço uniforme, enquanto que Itália e Noruega usam o discriminatório no caso dos títulos de curto prazo e o uniforme para títulos de prazo mais longo. A única distinção se refere ao caso da Espanha, que utiliza o leilão híbrido, em que os vencedores que estiverem acima do preço médio ponderado pelo volume pagam este preço, ao passo que os vencedores que estiverem abaixo deste preço médio pagam o preço estabelecido em suas propostas.

A segunda característica elencada pelo autor aponta que a maioria dos países selecionados não permitem que o BCB participe dos leilões. No caso da Noruega, como no Brasil, durante os leilões observam-se alguns títulos reservados ao BC e, no caso da Inglaterra, a participação do BC nos leilões de títulos se dá de forma não competitiva. Por fim, o autor destaca que o número de propostas que cada participante pode enviar ao responsável pela realização dos leilões é ilimitado em quase todos os países. Apenas Portugal, Inglaterra e Itália impõem restrições, como no caso brasileiro, sendo que limitam o envio de propostas a no máximo seis, seis e três, respectivamente.

Além da atuação do TN e do BCB na compra e venda de títulos públicos através dos leilões cujas características foram acima analisadas, as negociações no âmbito do Tesouro Direto também figuram como operações no mercado primário de títulos públicos. Neste programa é o próprio TN, via agentes de custódia, que atua vendendo e comprando títulos a investidores individuais, ou seja, a negociação é feita diretamente com o emissor do título, sendo que, “o investidor somente poderá resgatar o título público antes da data de vencimento repassando-o para o Tesouro Nacional, que o recomprará ao preço que o título estiver sendo negociado no mercado no momento em questão (TN, 2018e).

Como observado na seção anterior, o Tesouro Direto funciona através da parceria entre o TN e a CBLC. Esta atua como Câmara de Custódia e Liquidação das operações com os títulos públicos negociados no programa e mantém uma conta no SELIC, onde se encontram custodiados, de forma escritural, os títulos mantidos pelos investidores no âmbito do Tesouro Direto. Dessa forma, a CBLC atua como uma plataforma que organiza a compra e a venda de títulos públicos no programa, havendo a necessidade de agentes de custódia para intermediarem as operações, que podem ser sociedades corretoras, distribuidoras e bancos comerciais,

múltiplos ou de investimento. Dessa forma, as operações de compra e venda³⁹ dos títulos públicos ocorrem na plataforma eletrônica do Tesouro Direto ou no plataforma eletrônica do agente de custódia, desde que este possua sistema integrado com o sistema da CBLC e podem se dar de duas maneiras: diretamente pelo investidor no Tesouro Direto, ou através do agente de custódia, mediante autorização do investidor (TN, 2017).

Operacionalmente, conforme explica Silvino (2016), há uma conta do Tesouro Direto no SELIC, em que se encontram custodiados os títulos mantidos pelos investidores no âmbito do programa e, uma conta investidor na CBLC, conta individualizada, sob responsabilidade de um agente de custódia, em que se encontram registradas todas as operações com os títulos custodiados na conta do Tesouro Direto no SELIC. Dessa forma, os títulos que serão depositados no Tesouro Direto são inicialmente emitidos por portaria do TN e ficam custodiados em conta do TN (tesouraria do emissor) no SELIC. A compra de títulos no programa acarreta depósito de títulos na conta do Tesouro Direto no SELIC e o concomitante registro de compra na conta do investidor na CBLC. Os títulos são assim transferidos da conta de tesouraria do emissor para a conta do Tesouro Direto no SELIC por operação sem contraparte financeira, comandada pela CBLC e TN.

No caso da venda de títulos por parte dos investidores, há a retirada dos títulos na conta Tesouro Direto no SELIC e registro de venda na conta do investidor na CBLC. Os títulos são então transferidos da conta Tesouro Direto no SELIC para conta de tesouraria do emissor (TN), sem contraparte financeira, comandada, da mesma forma pela CBLC e TN. Os títulos são, então, resgatados pelo TN, sendo debitados de sua conta de tesouraria no SELIC. Dessa forma, todas as operações de compra/venda dos títulos públicos são registradas no ambiente do Tesouro Direto, mas somente o resultado líquido dessas operações afetam a conta do Tesouro Direto no SELIC.

Além disso, todos os eventos que envolvem o emissor dos títulos, TN portanto, referentes a pagamentos relacionados ao principal, juros e amortizações no contexto do Tesouro Direto “serão pagos mediante crédito na reserva bancária do liquidante da CBLC” (SILVINO,

³⁹ Ressalta-se que no caso de solicitações de venda de títulos ao TN, essas são aceitas mediante alguns requisitos: o título deve estar na lista de títulos públicos aceitos para venda ao TN no Tesouro Direto; a quantidade de títulos que o investidor deseja vender deve ser menor ou igual à quantidade remanescente que o TN deseja adquirir; o investidor deve possuir no Tesouro Direto a quantidade de títulos que pretende vender ao TN; é necessário que o investidor tenha adquirido no Tesouro Direto a quantidade de títulos que pretende vender – confirmado-se, assim, que as negociações no âmbito desse programa referem-se a operações no mercado primário de títulos públicos, sendo as trocas feitas diretamente entre TN e investidor individual; e, a quantidade a ser vendida deve ser múltipla do fator de divisibilidade do título, previamente disponível pelo TN no programa (TN, 2017).

2016, p. 19). Da mesma forma, os eventos relacionados à contraparte dessa negociação, referentes aos pagamentos pelos títulos comprados pelos investidores no Tesouro Direto, serão também compensados em reservas bancárias, pois conforme regulamentação própria, “a CBLC manterá Conta de Liquidação no STR, para efetuar a transferência de recursos financeiros referente à Liquidação de Operações realizadas nos Ambientes de Negociação, assegurando Liquidação definitiva em reservas bancárias” (BM&FBOVESPA, 2010, p. 25). Portanto, observa-se, também no âmbito do Tesouro Direto, que a liquidação das operações realizadas com os títulos públicos se dá em reservas bancárias.

Todas as operações relatadas até agora dizem respeito ao funcionamento do mercado primário de títulos públicos brasileiro, em que há a compra e venda de títulos públicos através dos leilões de títulos recém-emitidos do TN e daqueles que estão em carteira do BCB (e que podem ser recém emitidos, igualmente), além da compra e venda direta a investidores através do Programa Tesouro Direto. No mercado secundário os títulos públicos já emitidos são livremente negociados, entre os investidores e entre estes e o BCB. Destaca-se que o mercado secundário compreende as operações com títulos públicos “a) sempre que não há a participação do Banco Central ou do Tesouro Nacional; b) quando o Banco Central vende títulos de sua carteira; c) quando o Banco Central compra títulos para sua carteira, exceto as feitas nos leilões de venda do Tesouro Nacional” (ARAÚJO, 2002, p. 22-23) que são próprias do mercado primário de títulos públicos. Como ressaltado anteriormente, é no mercado secundário que o BCB melhor operacionaliza sua política monetária, através, sobretudo, da compra e venda de títulos públicos.

As operações com títulos públicos do BCB são realizadas por meio de leilões formais, que correspondem a ofertas públicas abertas a todas as instituições financeiras cadastradas no SELIC, através do módulo Ofpub ou por meio de leilões informais (*go-around*), que são restritos aos *dealers*, através do módulo Ofdealers. As operações compromissadas, que “são o principal instrumento utilizado pelo Banco Central para perseguir esse [seu] intento” (PELLEGRINI, 2017, p. 6), também possuem os *dealers* como contraparte da negociação. Basicamente, enquanto os leilões formais seguem uma sistemática que permite a participação do público em geral, pessoas físicas ou jurídicas, mediante intermédio das instituições cadastradas no SELIC, e seguem um cronograma estipulado de dias, os leilões informais têm como participantes apenas os *dealers* do BCB e possuem duração de curtíssimo prazo. Nesse tipo de leilão, o BCB define a venda de determinada quantidade de títulos no mercado e os

dealers são chamados a buscar compradores para os títulos oferecidos. O BCB, então, seleciona as ofertas mais vantajosas e despreza as demais. Assim,

Logo, enquanto as ofertas de títulos realizadas a partir de leilões primários têm por principal objetivo o controle da liquidez de longo prazo, as ofertas em leilões informais acontecerão com títulos de curto prazo com o objetivo de controle da liquidez também de curto prazo, ajustando a taxa Selic para próximo da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (COMPOM) (CARONI, 2009, p. 31).

As operações com títulos públicos no mercado secundário possuem diversas características, podendo ser operações compromissadas, definitivas, a termo e com *swaps* cambiais. As operações compromissadas são definidas quando o comprador (ou vendedor) assume o compromisso de revenda (ou recompra) do título com a outra parte a uma data e preço predefinido, sendo que uma das principais temporalidades de realização das operações compromissadas no Brasil é a *overnight*. As operações definitivas de compra e venda de títulos públicos ocorrem quando a propriedade deles é transferida de forma definitiva e incondicional.

As operações a termo correspondem a um contrato de compra (ou venda) futura negociada entre as partes. Basicamente, “uma das partes do contrato a termo assume uma posição comprada e concorda em comprar o ativo numa data especificada por certo preço. A contraparte assume uma posição vendida e concorda em vender o ativo na mesma data pelo mesmo preço” (FANINI, 2005, p. 71). Essas operações possuem um caráter de *hedge*, ou seja, proteção que os agentes buscam em virtude da volatilidade de mercado inerente a operações financeiras. Por fim, as operações com *swaps* cambiais⁴⁰ ocorrem quando os agentes trocam seus riscos derivados de títulos corrigidos por taxas flutuantes, taxas fixas ou outros gêneros de taxa de juros existentes no mercado. Como exemplo, pode-se citar o caso de um agente que deseja fugir do risco de variação da taxa de câmbio e prefere se proteger com o risco de variação da taxa básica de juros. Vale ressaltar que para que essa operação ocorra é preciso haver o encontro de interesses opostos nas negociações.

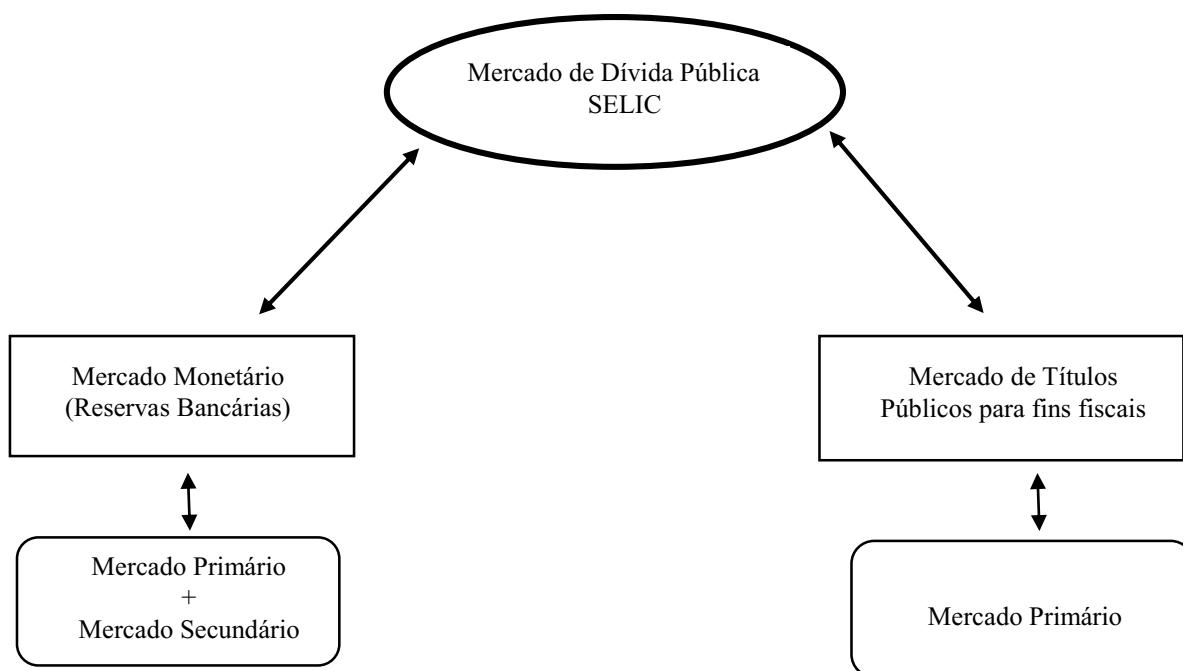
Ressalta-se ainda, que os *go-arounds* de vendas de títulos dividem-se em dois grupos: defensivos e dinâmicos. No caso do primeiro, o objetivo dos leilões é, basicamente, manter o equilíbrio do mercado de reservas bancárias no curto e curtíssimo prazos, proporcionando o nível de liquidez adequada ao bom funcionamento do sistema econômico. Já os leilões dinâmicos possuem a finalidade de alcançarem objetivos mais amplos, num horizonte de tempo

⁴⁰ O BCB opera frequentemente com *swaps* cambiais quando o mercado cambial apresenta fortes oscilações, oferecendo *hedge* cambial aos agentes.

mais longo, como uma alteração da taxa de juros. Entretanto, atualmente os leilões dinâmicos encontram-se em desuso, uma vez que as sinalizações de longo prazo acerca do nível desejado da taxa SELIC não mais se dão através das intervenções no mercado aberto, mas por meio de atas e pronunciamentos do COPOM (ARAÚJO, 2002).

Tanto as operações com títulos públicos federais referentes aos leilões do TN e ao Programa Tesouro Direto quanto as realizadas pelo BCB são registradas, custodiadas e liquidadas no âmbito do SELIC. Ademais, este sistema também registra as operações referentes ao redesconto entre o BCB e as instituições financeiras. Vale destacar ainda que toda a liquidação dos títulos públicos é feita na conta reservas bancárias, que como assinalado no primeiro capítulo, constitui o cerne do mercado monetário. Deste modo, pode-se perceber ao longo da história da dívida pública brasileira que houve, com a criação do SELIC, a fusão dos mercados monetário e de dívida pública para fins fiscais no País. Hoje, tanto o TN quanto o BCB atuam com os mesmos títulos públicos para realizarem suas operações, embora cada um possua objetivos específicos. Neste sentido, a figura 2 abaixo, busca representar a institucionalidade brasileira acerca do mercado SELIC.

Figura 2 - Institucionalidade do Mercado SELIC - o grande Mercado de Dívida Pública no Brasil



Fonte: Elaboração própria.

Pelo exposto na Figura 2, há no Brasil um grande mercado de dívida pública, o mercado SELIC, em que se observa a atuação tanto do TN, negociando títulos públicos para fins fiscais,

quanto do BCB, comprando e vendendo dívida com vistas a realizar sua política monetária via ajustamento do nível de reservas bancárias. No caso das negociações dos títulos, observa-se que no mercado primário há a atuação do TN, ao ofertar e comprar seus títulos por meio dos leilões e do Tesouro Direto, e a do BCB, que compra e vende títulos públicos recém emitidos pelo TN. Já no mercado secundário, as negociações com títulos são feitas entre os investidores e entre estes e o BCB, não se observando, assim, a atuação do TN. Neste contexto, ressalta-se que, pelo fato de todas as operações com os títulos públicos serem liquidadas em reservas bancárias, mesmo que, em hipótese, não se tivesse o BCB nas negociações próprias do mercado primário, ainda assim tais operações rebateriam no mercado monetário, pela institucionalidade própria criada com o SELIC.

Após recontar-se a história do SELIC e suas condições atuais de funcionamento, busca-se apresentar no próximo capítulo uma revisão bibliográfica de trabalhos que, de alguma forma, tratam sobre o mercado de dívida pública brasileiro, ainda que discutindo diferentes temas, de modo a se elencarem pontos envolvidos no debate acerca deste mercado no Brasil. Como poderá ser observado, diversos trabalhos discutem aspectos relacionados ao mercado de dívida pública brasileiro, mas se concentram em aspectos pontuais, ora acerca dos títulos negociados, ora acerca da política monetária e, portanto, do mercado monetário, ora discutindo a dívida pública em si, mas sem referências ao mercado monetário. Dessa forma, o intuito do capítulo seguinte é reunir esta literatura, datada sobretudo após a criação do SELIC, mas, mais especificamente pós-Plano Real.

4. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA: TEMAS RELACIONADOS AO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRO

Com a criação do SELIC os mercados monetário e de dívida pública para fins fiscais no Brasil se unificaram. No mercado SELIC observa-se tanto o BCB quanto o TN operando com títulos públicos federais, embora cada um persiga seus objetivos de política, seja monetária, seja de gestão da dívida pública e financiamento do déficit governamental, respectivamente. Entretanto, realizando-se uma revisão da literatura de trabalhos que analisam de alguma forma o mercado de dívida pública brasileiro, observa-se que a literatura não traz de maneira completa essa institucionalidade, ora tratam o mercado de títulos públicos e suas características, ora as suas relações com o mercado monetário, mas dificilmente encontram-se análises completas acerca deste tema.

Dessa forma, este capítulo busca apresentar uma revisão da literatura referente ao mercado de dívida pública brasileiro pós-criação do SELIC, mas sobretudo pós-Plano Real, de modo a se elencarem os principais pontos de debate acerca da institucionalidade do SELIC e de suas implicações. Além disso, a revisão está estruturada a partir dos principais pontos destacados acerca do funcionamento do mercado de dívida pública no Brasil, contemplando assim os seguintes aspectos, que estão respectivamente tratados nas seções seguintes: o mecanismo de zeragem automática; a indexação financeira; os aspectos relacionados às LFT; o perfil curto-prazista e as dificuldades em se alongar a dívida pública; e, as operações compromissadas do BCB.

4.1 O MECANISMO DE ZERAGEM AUTOMÁTICA

Como visto, a zeragem automática consiste num mecanismo adotado pelo BCB a partir de 1976, com a introdução das cartas de recompra, até meados de 1996, em que ele fornecia ou absorvia reservas bancárias das instituições financeiras que não conseguiam zerar suas posições no fim do dia, sejam elas devedoras ou credoras. Através das cartas de recompra, o BCB comprava e vendia títulos públicos pelo prazo de um dia, de modo que “caso um banco qualquer apresente deficiência de reservas, e não as consiga no mercado, ele não necessitará ir ao redesconto, e no caso de haver excesso de reservas, as mesmas não ficaram ociosas” (SILVA FILHO, 1996, p. 122).

Conforme Brunet (2006), à primeira vista seria possível concluir que a oferta de moeda tinha se tornado passiva, dada a efetiva zeragem do mercado diariamente pelo BCB, fornecendo as reservas bancárias que as instituições financeiras necessitavam e absorvendo as reservas em excesso do sistema. Entretanto, o controle monetário ainda era possível pelo controle direto da taxa de juros, único procedimento operacional que restou ao BCB no período em questão. É justamente acerca desta questão que se estabeleceu um debate. Conforme destaca Silva Filho (1996), apesar de o mecanismo de zeragem automática já estar presente na economia brasileira desde o fim da década 1970, somente despertou interesse a partir dos escritos do ex-presidente do BCB, Carlos Brandão (BRANDÃO, 1989a, 1989b), acerca dos impactos da criação do SELIC no mercado de reservas bancárias. Mas, a dimensão mais significativa do debate ocorreu a partir de Pastore (1991) em que, ao analisar o Plano Collor, identifica que este só teria sucesso no combate à inflação se extinguisse a zeragem automática, que, para o autor, tornava a oferta de moeda passiva.

É em meio a este ponto que, seguindo a distinção feita por Silva Filho (1996), pode-se identificar na literatura acerca da zeragem automática três linhas distintas de argumentação. A primeira delas contempla autores que acreditam que o procedimento tornava passiva a oferta monetária, impossibilitando o controle monetário por parte do BCB, sendo então necessária a extinção deste mecanismo. A segunda linha concentra autores que não identificam problemas no mecanismo de zeragem automática, considerando esse mecanismo como parte de uma regra de controle monetário no qual a taxa de juros é usada como instrumento de política. Há ainda nessa segunda linha de argumentação autores que identificam esse mecanismo como evoluído e ágil à disposição do BCB, trazendo benefícios e não problemas ao controle monetário. Por fim, na terceira linha de argumentação estão os autores que consideram o mecanismo de zeragem automática como uma consequência colateral do arranjo institucional implementado pelo BCB no mercado de reservas bancárias e do contexto macroeconômico que o País atravessava, com altas taxas de inflação, que acabava por impedir que este se zerasse sozinho.

Na primeira linha elencam-se como principais referências os trabalhos de Brandão (1989a; 1989b) e Pastore (1991), que consideram que a zeragem automática impossibilitava o controle monetário pelo BCB. Inicialmente, Brandão (1989a; 1989b) trata de questões relacionadas à dívida interna brasileira, passando desde a evolução histórica da DPMFi no País, até a análise dos problemas inerentes à institucionalidade do mercado de dívida pública brasileiro. Concentrando-se em seus argumentos, destaca-se que para o autor com a criação do SELIC em 1979, as reservas livres do sistema bancário praticamente desapareceram, uma vez

que os títulos públicos passaram a ser substitutos quase perfeitos das reservas bancárias, em função da nova forma de liquidação dos títulos públicos criada. Com isso, o BCB passou a ficar *oversold*⁴¹, se vendo obrigado a zerar o mercado diariamente, as taxas de juros do *overnight* passaram a ser determinadas pelo BCB e não pelo mercado, e a política monetária passou a ser incapaz de controlar a liquidez da economia. Considerando estes problemas, Brandão (1989b) cita uma série de recomendações para corrigir as distorções na administração da DPMFi e, consequentemente no alcance da política monetária, dentre eles o fim do mecanismo de zeragem automática.

Conforme destaca Silva Filho (1996), Brandão (1989a; 1989b) foi relevante na época por ser um dos poucos que chamava a atenção para as importantes modificações no mercado de reservas bancárias causadas pela mudança da forma de liquidação dos títulos públicos. Assim, abriu-se espaço para que novas análises fossem realizadas, ainda que não se voltassem especificamente ao funcionamento deste mercado.

O trabalho de Pastore (1991) analisa a reforma monetária proposta pelo Plano Collor e atribui sua falha, dentre outros motivos, ao fato de não ter eliminado o mecanismo de zeragem automática. Segundo o autor, o BCB utilizando a zeragem automática permitia que os agentes trocassem no curtíssimo prazo (*overnight*) títulos públicos por base monetária, o que acabava por tornar passiva a oferta de moeda na economia e, assim, fazer mais fraco o controle monetário. Ou seja,

Os *overnights* não são *moeda indexada* porque podem ser convertidos em M1, porque, se fossem convertidos em M1 sendo *comprados* por algum agente privado, estaria apenas ocorrendo uma mudança de proprietários de *moeda não-indexada* e de *moeda indexada*. Eles adquirem este poder inflacionário quando o Banco Central garante esta conversão automática em moeda com poder liberatório, reduzindo a zero o preço de sua liquidez. (...) A moeda indexada, no Brasil, somente adquire poder liberatório na medida em que o Banco Central, através do mecanismo de zeragem automática, permite a conversão dos *overnights* para M1 (PASTORE, 1991, p. 163-164, grifos do autor).

Dessa forma, para o autor a reforma monetária do Plano Collor apesar de ter conseguido reduzir substancialmente o estoque de ativos da economia, não tornou a base monetária controlável, deixando inalterado o mecanismo de criação de moeda, “no caso brasileiro teria que ser imposto o controle da quantidade de moeda através da eliminação do mecanismo da

⁴¹ Considera-se que o BC está *undersold* quando a zeragem do setor bancário se dá com a venda de títulos públicos, retirando reservas bancárias do sistema. Assim, o BC está *oversold* quando a zeragem do setor bancário é feita com a compra de títulos públicos das instituições que necessitam de reservas bancárias para zerarem suas posições (SILVA, 2006).

zeragem automática, com o Banco Central exercendo a sua autoridade de realizar, ou não, operações de mercado aberto” (PASTORE, 1991, p. 168, grifos do autor).

Com a divulgação dos trabalhos de Brandão (1989a; 1989b) e de Pastore (1991), o mecanismo de zeragem automática passou a ser mais debatido. Neste sentido, numa segunda linha de argumentação encontram-se trabalhos que não enxergam problemas no uso da zeragem automática pelo BCB, sendo referências principais os trabalhos de Carvalho (1993) e Ramalho (1995). Carvalho (1993) analisa o mecanismo de zeragem automática e aponta ser este um instrumento que facilitava a realização da política monetária pelo BCB. Segundo o autor, ao mesmo tempo em que este instrumento permitia que o BCB atuasse quase sempre sobre vendido, ele obtinha a vantagem de poder fixar a taxa de juros diária desejada, alcançando com mais facilidade seus objetivos de política monetária. Dessa forma, a lógica inerente ao uso deste mecanismo pelo BCB era evitar que os investidores desviassem seus recursos das aplicações financeiras para ativos reais, o que era garantido pela manutenção dos juros reais positivos e quase total eliminação de riscos no carregamento dos títulos públicos por parte das instituições financeiras. Assim, o BCB conseguia atingir seus objetivos de política monetária tendo a zeragem automática como instrumento facilitador.

Carvalho (1993) apresenta ainda críticas a Pastore (1991). Para o autor a troca de títulos públicos (moeda indexada, para Pastore (1991)) por base monetária ocorreria independentemente de a política do BCB utilizar a zeragem automática, de modo que “a conversão de moeda indexada (*overnight*) em M1 se dá sem que o BC possa impedi-la formalmente” (CARVALHO, 1993, p. 33). Para além, o autor destaca que essa conversão poderia existir sem que, com isso, o sistema se tornasse ilíquido. Dessa forma, seria incorreto argumentar que essa conversão ocasionasse a redução do total nominal de recursos à disposição do sistema financeiro para financiar suas posição em títulos públicos, como pressupunha Pastore (1991), uma vez que, “o dinheiro sacado do *over* retorna ao sistema bancário, na forma de depósitos à vista ou de depósitos em *overnight* por parte dos vendedores dos bens reais ou ativos de risco” (CARVALHO, 1993, p. 33).

Seguindo esta mesma linha de argumentação, Ramalho (1995) ao analisar a relação entre a zeragem automática e o controle monetário também tece críticas a Pastore (1991), contrariando a ideia dele de que tal mecanismo tornava passiva a oferta de moeda e que, portanto, deveria ser extinto. Para Ramalho (1995, p. 26) este mecanismo auxiliava o controle monetário, podendo ser considerado “uma variante atualizada, efetiva e ágil de um instrumento tradicional de atuação de bancos centrais”. Ao contrapor-se à ideia de passividade monetária

causada pela zeragem automática, Ramalho (1995) aponta que o BCB não possui a capacidade de controlar a base monetária precisamente, de modo que a passividade da base monetária no curto prazo é atribuível a diversos fatores. O autor conclui ainda que, caso não houvesse a zeragem automática e havendo falta de reservas, o sistema poderia as obter por outros meios, como através do redesconto ou do *go-around*.

Ao analisar períodos maiores de tempo, Ramalho (1995) considera que a zeragem automática poderia tornar passiva a base monetária caso o BCB fixasse a taxa de juros das operações de recompra dos títulos públicos no período. Entretanto, ainda relutante, para o autor “nesse caso a passividade da base seria oriunda não da zeragem automática, mas sim do tipo de política seguida pelo Banco Central (a de fixar a taxa de juros, independente do que ocorrer no mercado de reservas)” (SILVA FILHO, 1996, p. 155). Indo além das considerações de Carvalho (1993), Ramalho (1995) aponta ainda vantagens para o controle monetário oriundas do mecanismo de zeragem automática, quais sejam: a) a zeragem automática aumentava o grau de concorrência entre os bancos ao passo que diminuía a dependência que as instituições não-bancárias tinham dos bancos no acesso a encaixes disponíveis; b) a zeragem automática tornava menor o risco de iliquidez sistêmica assumida pelos bancos; c) este mecanismo auxiliava o BCB a controlar a inflação e a diminuir o custo da dívida pública; e, d) ele representava um instrumento superior de política monetária frente ao redesconto e o *go-around*.

Por fim, numa terceira linha de argumentação encontram-se trabalhos que enxergam o mecanismo de zeragem automática como uma consequência colateral do arranjo institucional do mercado de reservas bancárias brasileiro, a citar-se Barbosa (1990; 1995), Silva Filho (1996), e Paula (1996). Em geral, estes autores consideram a zeragem automática o resultado de uma circunstância específica de gestão monetária em meio à alta inflação que o País atravessava.

Barbosa (1990; 1995) analisa os procedimentos operacionais disponíveis a qualquer BC para realizar sua política monetária e, no caso brasileiro, descreve o modo de funcionamento do mercado de reservas bancárias no Brasil e, em consequência, o mecanismo de zeragem automática. Para o autor, o mercado de reservas bancárias no País era um tanto rígido, sendo a demanda de reservas independente da taxa de juros em função tanto do sistema de reservas compulsórias brasileiro ser o defasado, quanto pela forma de liquidação financeira dos títulos públicos criada em 1979. Restava ao BCB utilizar apenas o controle da taxa de juros como procedimento operacional de sua política monetária. Sendo a demanda de reservas independente da taxa de juros, o procedimento operacional de fixação de reservas se tornava

inviável pois, caso a AM suprisse um volume de reservas bancárias inferior ao demandado, a taxa de juros subiria sobremaneira. Da mesma forma, caso a AM suprisse o mercado com excesso de reservas em relação ao volume demandado, a taxa de juros cairia muito, tendendo a zero. Assim, restava ao BCB utilizar a fixação da taxa de juros no mercado de reservas bancárias, apesar de que dificilmente existiria equilíbrio entre o nível de reservas existente na economia e o volume demandado, havendo excesso ou escassez. Logo,

No primeiro caso, o Banco Central fornece lastro, absorvendo as reservas excedentes com a venda de títulos no mercado, através do instrumento de carta de recompra. No segundo caso, o Banco Central, então, através da carta de recompra, fornece as reservas necessárias comprando títulos, numa operação que ficou conhecida como zeragem automática (BARBOSA, 1995, p. 5).

Portanto, para Barbosa (1990; 1995) o mecanismo de zeragem automática era a única alternativa disponível para o BCB realizar sua política monetária diante da institucionalidade e modo de funcionamento do mercado de reservas bancárias brasileiro. Assim, sua análise vai no sentido de haver reformas neste mercado, ao invés de se atacar unicamente a zeragem automática. O autor sugere então algumas modificações no mercado de reservas bancárias que englobam a introdução do sistema de reservas contemporâneas, a mudança na forma de liquidação financeira dos títulos públicos e a criação de uma alíquota única para o recolhimento compulsório.

Silva Filho (1996), em linha com Barbosa (1990; 1995), descreve a política monetária e os procedimentos operacionais utilizados pelo BCB, tendo como foco a análise da zeragem automática. Para o autor, este mecanismo deveria ser entendido dentro do contexto de funcionamento do mercado de reservas bancárias, e não de maneira isolada. Devido à grande rigidez deste mercado, incapaz de zerar-se sozinho, o mecanismo de zeragem automática surge como uma consequência colateral e necessária ao controle monetário, ou seja, “apesar da zeragem automática ter sido *de jure* um compromisso informal assumido pelo Banco Central do Brasil com o mercado, visto que ela não era fruto de legislação específica, ela era *de facto* uma obrigação do Banco Central do Brasil (SILVA FILHO, 1996, p. 123). Neste sentido, o mecanismo tornava o controle monetário passivo no curtíssimo prazo. Entretanto, no médio e longo prazos o controle monetário era eficaz através do controle direto da taxa de juros.

Para além, Silva Filho (1996) defende que o BCB deveria realizar algumas modificações no mercado de reservas bancárias, em linha com as modificações propostas por Barbosa (1990; 1995). Uma delas sugere que a liquidação dos títulos públicos deveria voltar a ser realizada a partir de recursos a compensar e não em reservas bancárias. Ademais, o autor afirma que o

Brasil é caso único no mundo neste quesito, tornando as reservas excedentes insensíveis à taxa de juros, além de tornar os títulos substitutos da moeda, o que não configura sua função. Não obstante, “essa modificação separaria os dois mercados: o de reservas bancárias, onde o Banco Central conduziria a política monetária, e o mercado secundário de títulos públicos, onde estes títulos são negociados” (SILVA FILHO, 1996, p. 177). A segunda proposta refere-se à adoção de um sistema de recolhimento contemporâneo das reservas compulsórias, o que contribuiria para a melhora do controle monetário por parte do BCB. Por fim, alega que o menor uso dos depósitos compulsórios como instrumento de política monetária seria benéfico, além de se reduzirem as alíquotas adotadas, com base nas utilizadas em países centrais.

Por fim, Paula (1996) realiza uma crítica a Ramalho (1995), em sua crítica à Pastore (1991), e considera o mecanismo de zeragem automática uma consequência da circunstância específica de gestão monetária no Brasil em função das altas taxas de inflação. O autor afirma que este mecanismo aumentava o grau de passividade da base monetária, ao garantir a liquidez automática às instituições bancárias, subordinando assim o nível de reservas bancárias à demanda por moeda, que era sancionada pelo BCB. Entretanto, este instrumento “foi um recurso de última instância, em um quadro de elevada fragilidade financeira do Estado e de alta inflação, de gestão monetária no Brasil (...) [que procurava] evitar a fuga de aplicações financeiras para ativos reais ou de risco e a substituição da moeda corrente legal pela moeda estrangeira forte” (PAULA, 1996, p. 424). Dessa forma, o fim deste mecanismo serviria para melhorar o controle da oferta monetária por parte do BCB, mas esta eliminação só seria possível num contexto de estabilização dos preços, em que os agentes voltassem a confiar na moeda nacional.

Vale ressaltar que tanto na visão de Pastore (1991) quanto na de Paula (1996, p. 435), a existência do mecanismo de zeragem automática ampliou sobremaneira as aplicações de curíssimo prazo no Brasil, “tornando-se a peça-básica da institucionalidade da moeda indexada”, que será analisada a seguir.

4.2 A INDEXAÇÃO FINANCEIRA

A criação da correção monetária na década de 1960 constituiu medida importante para garantir a prática de taxa de juros real diante de uma conjuntura inflacionária, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de títulos públicos no Brasil. Neste contexto criaram-se as ORTN, em 1964, que passaram a cumprir papel de referência no reajuste pela inflação passada

do valor nominal de contratos, sendo ainda uma forma de financiamento não inflacionário para o setor público. Além disso, este instrumento, em função da indexação, passou a ser cada vez mais utilizado, sobretudo em momentos de maior incerteza inflacionária por parte dos agentes.

Oliveira (2010) aponta que a generalização das ORTN como referência para a correção dos contratos converteu-a em uma quase-moeda, na medida em que a moeda corrente perdia sua função de padrão de preços para prazos superiores a algumas semanas. É neste sentido que se considera o instituto da correção monetária com a criação das ORTN, o princípio do uso da moeda indexada no Brasil, sendo que esta deve ser compreendida como um ativo financeiro de elevada liquidez, que assume, assim, “a condição de quase-moeda, cujo valor de face se apresenta vinculado a um índice de reajuste que cumpre a função de indexador o qual pode tomar como referência a inflação passada (correção monetária) ou a taxa de juros de curto prazo (indexação financeira)” (OLIVEIRA, 2010, p. 13).

Inicialmente aplicado apenas aos títulos públicos, o sistema de indexação passou a ser utilizado em outros instrumentos financeiros, levando a um rápido crescimento de haveres financeiros líquidos em relação ao volume de haveres monetários no País (OLIVEIRA, 2010). Dessa maneira, por trás da aparente solução técnica frente à inflação representada pela correção monetária, abriu-se margem na economia brasileira para que se desenvolvesse, gradativamente, um processo intenso de dependência financeira e indexação dos ativos. Pode-se considerar que o uso intenso da indexação a partir da correção monetária acabou por permitir o convívio com a inflação em curso nas décadas de 1970, 1980 e 1990, passando a funcionar como um componente do processo inflacionário, “na medida em que promovia o repasse da inflação passada nos preços presentes e acirrava a disputa pela renda entre os diversos setores da economia” (CHICOSCKI, 2017, p. 76), materializando o caráter inercial da inflação brasileira, o que foi combatido, mais tarde, pelo Plano Real.

Em meio a este contexto, conforme expõem Pastore (1991), Paula (1996) e Lopreato (2008), a zeragem automática, que auxiliava o desenvolvimento do mercado de títulos públicos no País ao eliminar o risco no carregamento de dívida mobiliária por parte das instituições financeiras, foi também importante para a propagação da indexação financeira. Ao assegurar que a rentabilidade dos títulos públicos cobriria os custos de captação de recursos no mercado, a zeragem automática ganhou ainda mais importância à medida que a inflação crescia e a moeda indexada tomava forma. Com a garantia de que a compra ou venda de títulos públicos pelo BCB pelo prazo de um dia ocorreria, a demanda pela moeda indexada se tornava cada vez maior. Neste sentido,

O formato da gestão da dívida pública atendeu aos interesses dos envolvidos e institucionalizou a prática de um mercado sem risco, em que o setor público, em última instância, é o responsável por socorrer o sistema financeiro e arcar com o custo das alterações da política monetária. Isto deu liberdade ao governo de manipular os juros e evitar o desenlace da crise e a dolarização da economia. As empresas e famílias beneficiaram-se com a liquidez diária das aplicações e a garantia de valorização da riqueza financeira. Por outro lado, as instituições financeiras viveram o mundo dos sonhos, de ganhar sem correr riscos, desfrutando do *floating* e de generosos *spreads* no carregamento da dívida pública, certos de que não seriam afetadas caso não se confirmassem suas previsões (LOPREATO, 2008, p. 5).

Na década de 1980, além da indexação por meio das ORTN, ganhou força o sistema de indexação baseado no *overnight* com a introdução das LBC. Para Barros (1993, p. 17) o fato de este título ser emitido pelo BCB e não pelo TN tinha um objetivo claro, “mostrar a todos que se tratava de uma moeda e não um título de crédito” reforçando a presença da indexação financeira na economia brasileira. Ainda segundo o autor, a principal consequência da criação deste tipo de indexação, baseada na taxa média de juros das operações de um dia com títulos públicos, foi o “casamento” entre o passivo (depósitos no *overnight*) e ativo das instituições financeiras (carteira de títulos públicos vinculados aos depósitos).

Essa situação, para Oliveira e Carvalho (2010), tornava a oferta monetária mais endógena e, consequentemente, a política monetária adquiria certa passividade. Com a instituição da moeda indexada somada à zeragem automática, os próprios bancos tornaram-se emissores da moeda indexada, ao serem capazes de oferecer depósitos remunerados ao público com seus ativos em sua maioria alocados em títulos que eram corrigidos pela taxa *overnight*. Expandia-se, assim, o uso da moeda indexada no País, sendo que “esse sistema exigia, de um lado, a atuação dos bancos enquanto compradores de títulos públicos e, de outro, ofertantes de depósitos remunerados junto ao público não-bancário” (OLIVEIRA; CARVALHO, 2010, p. 10). Lopreato (2008) reforça que a indexação à taxa *overnight* representava um aprimoramento em relação à indexação anterior à taxa de inflação, correspondendo ao auge da moeda-indexada.

Vale ressaltar que a criação do SELIC, além de proporcionar maior dinamismo ao mercado de títulos públicos, tornando as operações mais eficientes e mais bem coordenadas, teve influência na disseminação da indexação financeira no País. Para Fernandes (2009), com a criação do SELIC, as quase-moedas, na forma de depósitos em *overnight* lastreados em títulos públicos, ganharam forte impulso. Barros (1993), de maneira complementar, afirma que o SELIC deu ao *open-market* e às operações ligadas à moeda indexada as condições de segurança e operacionalidade necessárias para sua expansão.

Barbosa (1993) analisa a prática da indexação na economia brasileira e tece inúmeras críticas em relação a ela. Para o autor, embora no início de sua implementação a indexação tenha permitido que o País convivesse de maneira relativamente tranquila com a inflação, o sistema foi se deteriorando ao longo do tempo, gestando-se o embrião da hiperinflação. Essa deterioração é explicada em boa parte pelo uso discricionário das regras de indexação pelo governo, que passou a adotá-la como um instrumento de política econômica no curto prazo, perpetuando a memória inflacionária e tornando os preços, assim, rígidos para baixo. Minella (1995) compartilha deste mesmo argumento e afirma que entre 1964 e 1989 o Brasil apresentou cerca de 15 formas de se estipular a correção monetária, sendo que muitas das modificações não eram anunciadas com um tempo mínimo de antecedência. Para o autor, o arbítrio governamental se expressava na forma unilateral com que alterava a fórmula de correção monetária, mas, a discricionariedade do governo também vinha pela introdução recorrente de componentes arbitrários no próprio cálculo.

Oliveira e Carvalho (2010, p. 11) apontam que o sistema de indexação introduziu no Brasil a possibilidade de os agentes obterem, ao mesmo tempo, proteção contra a inflação em curso e liquidez imediata em suas aplicações, uma situação que “propiciou aos bancos, investidores institucionais e grandes grupos industriais e financeiros as bases para manter posições defensivas com alta liquidez e alterá-las de imediato para posições especulativas”.

Em contrapartida, para o BCB e o TN esse cenário impunha dificuldades para a gestão monetária e fiscal, além do desestímulo à estruturação do sistema financeiro voltado para financiamento de longo prazo, com prazos maiores e perfil orientado mais ao setor produtivo. Para Barros (1993), com este arranjo institucional o BCB perdia sua capacidade de reduzir as reservas bancárias, sobretudo pós-criação do SELIC, uma vez que o volume de reservas era sempre determinado pelos agentes via ajuste em suas posições com títulos públicos. Logo, perdia-se também a capacidade de operacionalizar ativamente a política monetária.

A sistemática da indexação baseada no *overnight*, para além das consequências acima elencadas, contribuiu para que houvesse a migração efetiva de todo o sistema para o mercado diário, imputando uma orientação de curíssimo prazo aos agentes. Como efeitos colaterais desse arranjo, além da financeirização dos preços, ao tornar o *overnight* referência para as expectativas de inflação dos agentes, a definição da taxa de juros diária era dificultada, uma vez que ela deveria ser “(...) ao mesmo tempo, alta a ponto de garantir rendimento real aos aplicadores, e baixa a ponto de não deteriorar as expectativas de inflação” (CARVALHO, 2010, p. 15). Para o autor, houve um claro entrelaçamento entre o mercado de dívida pública e o

mercado monetário, com a taxa deste mercado servindo de referência para a remuneração dos títulos emitidos com a finalidade de financiar o setor público. Nakano (2005) reforça que a manutenção da moeda indexada à taxa de juros diária e a remuneração da maioria das aplicações financeiras ser atrelada à taxa de juros de curtíssimo prazo configuram anomalias do sistema monetário e da estrutura do mercado de dívida pública brasileiros.

A indexação e esse entrelaçamento entre ambos os mercados se tornaram ainda mais expressivos com o lançamento das LFT, título também indexado à taxa *overnight* e que, mesmo com a estabilização de preços alcançada com o Plano Real, manteve sua operacionalidade na economia brasileira. Para Oliveira e Carvalho (2010) o Plano Real desindexou boa parte do setor produtivo da economia, mas não eliminou o atrelamento dos títulos públicos aos juros de curto prazo, o que em parte foi funcional à operacionalidade do Plano ao conquistar a estabilidade dos preços. Entretanto, a persistência da indexação financeira mesmo após conseguidas a estabilidade monetária nacional e a credibilidade da AM, implica em consequências diversas, dentre elas as dificuldades na gestão das políticas monetária e fiscal. Neste sentido, a próxima subseção analisa as implicações decorrentes da manutenção da indexação financeira pós-Plano Real na figura das LFT. Apesar de se tratar ainda do tema desta subseção, pelo conjunto extenso de referencial acerca de sua institucionalidade, decidiu-se tratar as questões referentes às LFT em subseção própria.

4.3 AS LETRAS FINANCEIRAS DO TESOURO (LFT)

Ao longo dos anos 1990 observou-se a desindexação de vários ativos na economia brasileira, entretanto, a indexação da dívida pública permanece vigente, por conta das LFT. A indexação financeira a juros elevados, no contexto do Plano Real, atuou positiva e negativamente. Por um lado, foi funcional aos objetivos mais imediatos do Plano, contribuindo para a obtenção de uma âncora cambial via atração de capital de curto prazo. Entretanto, a indexação manteve o sistema econômico atrelado à lógica do curto prazo e alta rentabilidade, contrário, portanto, à criação de instrumentos de financiamento de longo prazo na economia (CHICOSKI, 2017).

Além disso, estes títulos foram criados no intuito de reduzir o risco de crise sistêmica em razão do alto descasamento entre ativos e passivos no contexto de aceleração inflacionária, reduzir o custo de refinanciamento do governo e desestimular a dolarização da economia. Entretanto, mesmo passados há tempos os problemas gerados pela alta inflação, as LFT

possuem um peso relevante na dívida pública brasileira, representando em 2018 cerca de 35% da DPMFi (TN, 2018f). Neste particular, se observa na literatura uma série de trabalhos que abordam a questões relativas à continuidade do uso das LFT.

Neste sentido, Bacha e Oliveira Filho (2006) merece destaque ao detidamente analisarem as peculiaridades inerentes à manutenção das LFT. Segundo os organizadores, em meio ao debate sobre as LFT, o consenso parece ser mais exceção que regra, embora se reconheça com unanimidade o papel importante desempenhado por este título em sua origem ao evitar a hiperinflação, o fato de a questão fiscal brasileira ainda requerer cuidados, além de que, caso venha a ocorrer alguma substituição das LFT, tal precisar ser realizada segundo as regras de mercado, de maneira gradual e sem artificialismos.

Elencam-se, de um lado, autores que enxergam problemas pelo uso das LFT e que, portanto, sugerem sua redução na proporção da dívida pública ou mesmo sua eliminação. Por outro lado, há autores que saem em defesa deste título. Carneiro (2006) examina dois fenômenos prejudiciais à normalidade financeira no Brasil, de um lado os juros elevados e persistentes e, de outro lado, as incertezas presentes na estrutura a termo da taxa de juros. Assim, foca-se na análise das LFT, uma vez que tais problemas podem estar relacionados a fatores que tornam ineficaz a política monetária sendo que, um dos pontos mais ressaltados por autores críticos à continuidade do uso deste título público refere-se justamente ao fato de ele prejudicar a eficiência da política monetária.

Antes de analisar as implicações das LFT, Carneiro (2006, p. 208) apresenta uma visão acerca do comportamento da oferta e demanda deste título, indicando que tanto credores quanto devedores extraem vantagens de sua existência, sendo que esses “benefícios resultam de um casamento de conveniência entre credores e devedores, herdado de uma situação em que a inflação era crescente e instável, e havia, portanto, um risco permanente de uma rápida elevação dos juros”. Entretanto, considera que o custo das LFT em sua origem era muito menor do que o benefício gerado, sendo que, atualmente os riscos de não-rolagem da dívida pública e os custos a ela associados não são grandes o suficiente para, por si só, justificarem a alta participação das LFT na composição da dívida pública brasileira. Para o autor, as LFT impedem a normalidade financeira no País, impondo a existência de um piso (mas não um teto) para a taxa de juros, o que torna a liberdade do BCB de realizar sua política monetária reduzida, além de piorar a qualidade da dívida pública.

Moura (2006) dedica-se a analisar o papel das LFT no mercado financeiro brasileiro, apontando seu papel como um ativo peculiar no contexto de sua criação, as principais críticas

em relação à sua utilização na gestão da dívida pública e da política monetária, que incluem a restrição causada ao alongamento da DPMFi, e, por fim, sugerindo seu gradual desuso como instrumento de dívida pública. Criado num ambiente de vulnerabilidade do sistema financeiro, inicialmente como LBC, a sistemática de títulos indexados à taxa de juros diária tem resistido aos choques sofridos pela economia brasileira ao longo dos anos, sejam eles de origem externa ou interna. O autor sugere então que o papel fundamental desempenhado pelas LFT foi, e ainda é, o de permitir a rolagem da dívida pública em períodos críticos, como se fosse um ativo de última instância. Inclusive, Paula e Marconi (2018) destacam que no mercado as LFT são conhecidas como “papeis da crise”, justamente pela capacidade de oferecerem *hedge* ao investidor frente às elevações da taxa SELIC. Entretanto, elas transferem “praticamente todo o seu impacto para setores não-financeiros, que experimentaram os efeitos de juros mais altos sob a forma de diminuição nas vendas e queda da atividade econômica” (MOURA, 2006, p. 247).

O que ocorre é que as LFT possuem duração de um dia, sendo assim uma maneira de rolar a dívida com títulos que equivalem a moeda indexada à própria taxa de juros. Com isso, o investidor possui a garantia de liquidez imediata e ainda possui certo benefício quando se praticam taxas de juros generosas. Dessa forma, as consequências macroeconômicas do uso deste título público referem-se tanto a seu efeito no custo da dívida pública, em função de que mudanças na taxa SELIC afetam instantaneamente todo o estoque de títulos indexados a ela, quanto a seu impacto na gestão da política monetária, uma vez que um de seus canais de transmissão, o efeito riqueza, deixa de existir. Há ainda sua influência na dificuldade de se alongar a dívida, já que as LFT “(...) substituem e tornam redundante a existência de um vigoroso mercado secundário, pois acabam exercendo parte das funções desse mercado, ao proteger o investidor contra riscos de oscilação nos preços, que seriam normalmente assumidos por agentes privados” (MOURA, 2006, p. 252). O autor sugere um programa de redução da presença deste título na dívida pública, promovendo um alongamento gradual na apropriação da taxa SELIC pelo valor do principal das LFT, de modo a torná-las mais próximas a outros perfis de dívida, como títulos prefixados ou indexados a índices de preços.

Pastore (2006) compartilha dos argumentos acima e enfatiza que o uso generalizado das LFT representa uma fonte de perda da eficácia da política monetária, que passa a não mais contar com o canal de transmissão do efeito riqueza. Com títulos prefixados, o TN venderia títulos de longo prazo, com taxas de juros fixas, e uma elevação (ou redução) da taxa de referência reduziria (ou elevaria) o valor de mercado dos títulos, de modo que se contrairia (ou

expandiria) o valor de mercado do estoque de riqueza dos agentes, levando a um efeito riqueza que diminuiria (ou aumentaria) o fluxo de consumo, contribuindo para a eficácia da política monetária. Entretanto, quando há uma parcela significativa da pós-fixação via LFT na composição da dívida pública este efeito se perde, uma vez que o valor de mercado destes títulos independe da taxa de juros básica, ou seja, “(...) o seu valor de mercado é o valor presente do fluxo de rendimentos pago aos proprietários dos títulos descontado à taxa de juros r , mas como esse fluxo de rendimentos está indexado a essa mesma taxa de juros, aquele valor presente independe de r ” (PASTORE, 2006, p. 265). Deste modo, o autor propõe que se a dívida pública passasse a ser composta em sua maioria por títulos longos com taxas de juros fixas, este canal do efeito riqueza voltaria a existir e, assim, a política monetária seria mais eficaz, em linha com suas conclusões em trabalho anterior, em que afirma:

(...) se existirem títulos públicos longos vendidos pelo Tesouro, que somente os resgate no seu vencimento, se as alterações nas taxas de juros de curto prazo, por parte do Banco Central, produzirem ganhos ou perdas de capital para seus proprietários, gerando efeitos-riqueza, sem afetar o pagamento de juros por parte o Tesouro, e, portanto, sem criar efeitos-renda, a política monetária será relativamente mais eficaz. (...) *Se, no entanto, os próprios títulos públicos forem curtos, e se sempre que o Banco Central alterar a taxa de juros de curto prazo ocorrerem mudanças na renda de juros paga pelo Tesouro, sem que ocorram ganhos ou as perdas de capital para os proprietários dos títulos, a política monetária perderá sua eficiência, ainda que não existam nem os derivativos nem a própria intermediação financeira* (PASTORE, 1996, p. 310-311, grifos do autor).

Tem-se assim que a transmissão da política monetária pelo efeito riqueza no Brasil tem seus efeitos enfraquecidos devido à alta participação dos títulos pós-fixados e sem risco na composição da dívida pública (BARBOZA, 2015). Esta conclusão é compartilhada por um conjunto de autores, podendo-se citar, além das referências até agora analisadas, as contribuições de Amaral e Oreiro (2008), Lopreato (2008), Silva (2006), Magalhães e Costa (2018), Moraes (2006), Carvalho, Goldfajn e Parnes (2006), Modenesi e Modenesi (2012), Franco (2006) e Nakano (2005), que inclusive argumenta que uma elevação da taxa de juros no Brasil é capaz de produzir o efeito inverso do que se espera, elevando a riqueza financeira dos agentes.

Indo além da análise da perda do efeito riqueza na presença de LFT, o trabalho de Franco (2006) aponta que este título público representa mais que um instrumento de dívida, mas também expressa a institucionalização de um *modus operandi* do mercado de reservas bancárias brasileiro, que gera influências tanto na política monetária quanto na política de gestão da dívida pública. Relevante também a constatação de que apesar das condições em que se originaram a

sistemática da indexação à taxa de juros diária terem sido ultrapassadas, sua institucionalidade, representada hoje pelas LFT, mantém-se intacta, ressaltando a dificuldade de se romper com uma “cultura” criada. Assim,

A dependência mútua entre as LFTs 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 determinado momento se tornam duráveis e dificilmente modificáveis, ainda que as “condições iniciais” se alterem de forma drástica (FRANCO, 2006, p. 275).

Franco (2006) apresenta causas para as altas taxas de juros no Brasil. Com o Plano Real muitas mudanças ocorreram na economia, entretanto, para ele a questão fiscal não foi mitigada, sendo hoje expressa não mais pela hiperinflação, mas sim pelos juros excessivamente elevados. Para o autor, em virtude de o problema fiscal continuar grande, pode-se estar ocorrendo um *crowding out*, em que se observa o setor público competindo com o privado pela poupança nacional, não apenas para financiar o déficit público, “(...) mas também via mecanismos de natureza regulatória (como o das “exigibilidades, “direcionamentos” e sistemas de poupança compulsória) e outros aspectos associados aos prazos da dívida pública, como aqueles ensejados pelas LFTs” (FRANCO, 2006, p. 278-279).

Além deste aspecto, para Franco (2006) a concentração da dívida pública em LFT, atrelada às práticas do BCB na mecânica do *overnight* e a dificuldade (ou desinteresse) por parte do TN em construir curvas longas nos indexadores dos títulos públicos, resultam em consequências nocivas ao desenvolvimento do mercado de capitais no País. Há uma irradiação da lógica do *overnight* sobre toda a estrutura a termo da taxa de juros, o que provoca uma competição injusta para as empresas que desejam financiar projetos mais longos, forçadas a arcar com prêmios inviáveis sobre o *overnight*. Essa institucionalidade estabelece, para o autor, uma dependência mútua entre o TN e a indústria de fundos no Brasil, pois, o público, acostumado com baixos riscos e alta liquidez, exige liquidez diária e, o regulador, assim o sanciona. Dessa forma, os fundos são “obrigados” a carregar LFT ou operações compromissadas remuneradas pelo *overnight*, e TN e BCB não encontram, assim, dificuldades em rolar a dívida pública. Logo, “todos são atendidos, mas como esse estado de coisas atrofia o mercado de capitais, a solução que passa ao largo de modificações no *status quo* é o envio para o exterior ou para o BNDES⁴² das demandas por empréstimos de longo prazo” (FRANCO, 2006, p. 289).

⁴² Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Como forma de corrigir tais problemas, o autor sugere propostas relacionadas à mecânica do *overnight*, à política de dívida pública e à indústria de fundos de investimentos. No primeiro quesito, seriam necessárias reformas dos procedimentos adotados pelo BCB para zerar o mercado de reservas bancárias, tendo o objetivo de remunerar mais modestamente o excesso de liquidez no *overnight* e introduzir volatilidade na taxa SELIC. Com isso, haveria maior interesse nas operações compromissadas e de títulos prefixados a taxas superiores, de modo a levar a taxa básica para um patamar distante do *overnight*. Dessa forma, “(...) a retirada do *overnight* da posição central em que se encontra hoje, como “âncora” da estrutura a termo da taxa de juros, indexador, *benchmark* e ponto focal do mundo financeiro, teria para o mercado de capitais um papel análogo ao que a desindexação teve para o processo de estabilização” (FRANCO, 2006, p. 290).

Em segundo lugar, com a mudança no *overnight*, tornando-o mais volátil, haveria perda de interesse nas LFT em relação a títulos prefixados de mesmo prazo. Assim, estes títulos poderiam passar a servir de referência a toda estrutura a termo da taxa de juros, permitindo o alongamento do prazo das aplicações financeiras. Por fim, seriam necessárias também reformas na indústria de fundos, considerada o principal comprador dos títulos do TN, pois como retratado por Franco (2006), a liquidez diária das cotas dos fundos de investimento os enviesa em direção às LFT, que garante a liquidez diária. Tais reformas poderiam se concentrar no âmbito de limitações regulatórias e até mesmo medidas de cunho tributário, no sentido de modificar essa especialização da demanda dos fundos.

O outro lado do debate acerca das LFT apresenta discussões que defendem o uso deste título público na economia brasileira. Resende (2006) refuta a crítica às LFT em relação à perda do efeito riqueza, afirmando que este é apenas um dos mecanismos de transmissão da política monetária. Além disso, considera um exagero atribuir à existência das LFT parte significativa da baixa eficiência da política monetária. Para o autor, a causa dessa baixa eficiência e da persistência das altas taxas de juros refere-se ao desequilíbrio fiscal perene do País.

Assim, ele reconhece que o alongamento da dívida pública seja positivo tanto para a gestão da dívida pública quanto para a operacionalidade da política monetária. Entretanto, não vê nas LFT a causa das dificuldades em se alongar a dívida, ressaltando haver uma inversão do sentido da causalidade em questão: “a dívida é curta e as LFTs continuam a ter peso relativo significativo porque o risco sistêmico do país, ou risco de jurisdição, é alto e não o contrário.

(...) É a redução da incerteza que leva ao alongamento e não o alongamento – sobretudo, se artificialmente induzido – que leva à redução da incerteza” (RESENDE, 2006, p. 225).

Além disso, para o autor mesmo que se reconheça que as LFT são desestabilizadoras em termos fiscais, elas são menos onerosas e estabilizadoras em momentos de crise sistêmica, quando comparadas à alternativa de resgate do sistema financeiro por parte da AM. Ele conclui que estes títulos funcionam como uma alternativa para reduzir o descasamento da intermediação financeira em ambientes de incerteza exacerbada, representando um seguro contra crises e elevações súbitas dos juros, reduzindo o custo da dívida pública. Se prevalecem títulos indexados na composição da dívida é porque a percepção de incerteza pelos agentes é alta. Portanto, mais uma vez não se deve inverter a ordem causal na busca pela redução dos títulos de indexação: é a redução da incerteza e consequentemente da demanda do público por títulos indexados que devem ser buscadas. Com isso, “a menor participação das LFTs na dívida deve, portanto, resultar naturalmente do abrandamento da percepção de risco e de incerteza, e não de uma imposição por via regulatória” (RESENDE, 2006, p. 227).

Arida (2006) também compartilha da ideia de que as LFT não representam um dos fatores que causam as altas taxas de juros e que inibem o desenvolvimento do mercado de longo prazo no Brasil. O autor argumenta que a administração da dívida pública tem como objetivos a minimização dos riscos de refinanciamento, a redução do custo esperado da dívida sem incorrer em riscos excessivos, e, a melhoria do bem-estar da sociedade, e neste contexto o autor analisa as LFT. Em relação ao primeiro ponto, nota-se que desde sua criação, este título passou a ser continuamente mais utilizado com o intuito de diminuir os riscos de refinanciamento nas situações de crise que surgiam, ou seja, “(...) a utilização de LFTs em situações de crise serviu para evitar que o risco de preço dos títulos da dívida pública contaminasse o risco de crédito” (ARIDA, 2006, p. 236).

Sobre o segundo ponto, observa-se que a parcela de LFT no total da dívida pública é muito elevada, mas se justifica pelo fato de o TN estar buscando reduzir o custo da dívida, uma vez que os prêmios de risco para títulos com maior duração são muito elevados no Brasil. Assim, Arida (2006) conclui que o TN ao manter uma parcela significativa da dívida em LFT, “(...) está optando implicitamente por uma estratégia de muito risco e elevado retorno. É possível obter mais estabilidade na relação dívida/PIB, desde que ao custo de “cravar” prêmios de risco que parecem exagerados diante das perspectivas de estabilização que hoje desfrutamos” (ARIDA, 2006, p. 237, grifos do autor).

No terceiro ponto a discussão reside no fato de que ao emitir LFT o TN tornaria perene a cultura do *overnight* na economia, gerando um efeito *crowding out* em consequência. Entretanto, para o autor, este título não é imune a riscos, podendo seu preço cair em virtude da piora da qualidade do crédito do TN, por exemplo. Além disso, o fato de este título ser indexado à taxa de juros não faz com que ele seja incompatível com a estabilidade de preços. No que toca a questão do *crowding out*, Arida (2006, p. 239) considera haver no Brasil, “(...) uma complementaridade na exploração de um mercado ainda incipiente, e emissões públicas de longa duração abrindo o mercado para emissões privadas”. Por fim, considera equivocada a ideia de que a preferência por LFT seja resquício da cultura do *overnight* após tanto tempo desde sua criação. Para o autor, há no País uma exigência de prêmios de risco elevados para aplicações com maior duração, em função da incerteza e dos riscos a que a economia está sujeita.

Por fim, sobre a política monetária, o autor reconhece que as LFT tiram a eficácia dela, pois aumentam a volatilidade da taxa de juros. Já quando se refere às LFT como moeda indexada e, portanto líquida a ponto de substituir a moeda corrente, Arida (2006) discorda dessa ideia ao argumentar que é a política do BCB que cria um substituto da moeda e não a indexação financeira. Neste sentido, argumenta que a única vantagem em se eliminar este título público seria em amenizar a volatilidade da taxa de juros. Dessa forma,

O ideal, em nosso caso, é seguir uma política de redução da dívida em LFTs apenas quando os prêmios de risco incorridos em papéis com maior duração não forem excessivos; o *trade-off* entre os ganhos de duração e custo da dívida deve ser exercido na margem e com parcimônia (ARIDA, 2006, p. 244).

Em meio ao debate acerca da continuidade do uso das LFT vários problemas foram apontados, tanto no tocante à operacionalização da política monetária quanto na gestão da dívida pública. Dentre os temas observados alguns autores destacaram o perfil curto-prazista que a dívida pública brasileira apresenta, desde sua criação, além das peculiaridades que impedem o alongamento dela e que trazem, como consequência, as dificuldades em se desenvolver o mercado de capitais no País. É isso o que se analisa na próxima seção.

4.4 O PERFIL CURTO-PRAZISTA E AS DIFICULDADES EM SE ALONGAR A DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

A dívida pública brasileira é caracterizada pelo seu perfil de curto prazo, tendo se observado avanços em sua composição apenas a partir da década de 2000, em que pese a continuidade do uso das LFT. Bacha e Oliveira Filho (2006) argumentam que apesar dos avanços significativos, a dívida pública brasileira continua predominantemente de curto prazo e indexada à taxa SELIC, levando, em consequência, o mercado de capitais no País a também ter maturidade de curto prazo.

Para Nakano (2005) essa concentração no curto prazo é consequência da anomalia originada no período hiperinflacionário em que o mercado de dívida pública e o de moeda tornaram-se um só. Observa-se que o BCB determina diretamente a taxa de juros que remunera títulos da dívida pública pós-fixados (LFT) e, utiliza esta mesma taxa, SELIC, como meta operacional ao operar no mercado de reservas bancárias. Dessa forma, o autor entende ser impossível ao TN alongar a dívida pública pois encontra no papel do BCB um competidor, uma vez que, “se o Banco Central “impõe” ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos tenham total preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo” (NAKANO, 2005, p. 11).

Garcia e Salomão (2006) iniciam seu trabalho apontando os benefícios em se desenvolver mercados para contratos financeiros de longo prazo, dentre eles sua ligação positiva com o crescimento econômico e negativa com a incidência de crises. No Brasil, muitos analistas imaginavam que a estabilização monetária facilitaria o desenvolvimento desses mercados. Entretanto, mesmo após o Plano Real, os progressos no alongamento dos mercados de renda fixa, público e privado, ainda são distantes do que se esperava. Para os autores, o alongamento dos títulos de renda fixa deve ser analisado abordando-se o conjunto de riscos contidos nos títulos, incluindo o risco sistêmico, que é aquele que não pode ser eliminado pela diversificação do portfólio. Tendo como objetivo o alongamento da dívida pública, as autoridades responsáveis devem buscar reduzir o risco sistêmico inicialmente para, em seguida, atuar em reformas microestruturais dos mercados de títulos.

Os autores analisam três experiências internacionais bem sucedidas de alongamento, Israel, Polônia e México e, em todas observou-se um efetivo programa de estabilização, baseado em fundamentos fiscais e monetários fortes, que permitiu a redução do risco sistêmico. Em todas houve redução da dívida pública, queda da inflação e da taxa de juros real. Logo, a evidência internacional não condiz com o alongamento no Brasil, dada a alta e volátil taxa de juros observada, reflexo do alto risco sistêmico no País. Dessa forma, para Garcia e Salomão

(2006) o alongamento do mercado de renda fixa seria incentivado à medida em que se observasse a redução da taxa SELIC, mantendo-se a inflação sob controle.

Lopreato (2008) compartilha dessa argumentação e enfatiza que a ausência de risco e a alta rentabilidade dos títulos públicos, sobretudo os indexados à SELIC, inibem o alongamento da dívida pública e a construção da curva de juros. Assim, “a demanda de títulos mais longos só se concretiza com remuneração elevada, expectativa consistente de queda de juros e acordo implícito de cobertura do risco de mercado” (LOPREATO, 2008, p. 12).

Figueiredo e Megale (2006) complementam essa ideia ao argumentarem que a dificuldade em se alongar a dívida pública está ligada a fatores conjunturais, como de gestão das políticas macroeconômicas, e também a fatores microeconômicos que inibem a demanda por ativos mais longos, referentes ao arcabouço regulatório, por exemplo. Eles destacam a volatilidade da taxa de juros básica no Brasil como um primeiro e importante aspecto inibidor de investimentos de prazo mais longo. Em segundo lugar, os autores apontam um certo conforto que o investidor encontra ao manter sua carteira de ativos com baixa maturidade. Esses elementos correspondem ao alto risco sistêmico pelo qual o mercado brasileiro se caracteriza.

Entretanto, os autores acrescentam obstáculos de natureza microeconômica, relacionadas ao arcabouço fiscal e regulatório brasileiro, que desestimulam a demanda por ativos longos. Eles analisam o caso das seguradoras e fundos de pensão, instituições interessadas em manter ativos de perfil mais longo em seu portfólio. Entretanto, a legislação do BCB obriga os fundos a apurar seus ativos a preços de mercado e, considerando-se a volatilidade dos preços no curto prazo, a maioria dos fundos de pensão mantém uma parcela significativa de seus ativos em títulos de baixa duração. Outro perfil demandante de recursos de longo prazo são os fundos de investimento, mas, a maioria permite resgates de curto prazo. Dessa forma, o viés de alta liquidez associado à obrigação legal de se divulgar diariamente o valor das cotas, leva o gestor dos fundos a se concentrar em ativos de curta duração.

Assim, os autores apontam que a solução para o alongamento da dívida pública e, por conseguinte, para o desenvolvimento de um mercado de longo prazo no Brasil, deve combinar políticas que reduzem a volatilidade macroeconômica com medidas microeconômicas de incentivo à demanda por risco nos mercados financeiros domésticos, uma vez que:

Em nossa visão, um programa de alongamento da dívida pública precisa ser mais amplo do que as propostas que vêm sendo debatidas no país. As dificuldades do alongamento não se restringem a estratégias de política monetária. Aspectos regulatórios, a estrutura do mercado de fundos mútuos e a própria volatilidade macroeconômica do país são fatores complicadores desse processo, pois inibem a

formação de uma massa de investidores dispostos a assumir riscos em busca de retornos maiores no longo prazo (FIGUEIREDO; MEGALE, 2006, p. 167-169).

Moura (2006) e Franco (2006) também apontam o perfil de curto prazo e as dificuldades em se alongar a dívida pública no Brasil, sobretudo em razão da operacionalidade das LFT, que contemplam parcela significativa da DPMFi. No tocante à análise da demanda por essa dívida de curto prazo, Franco (2006) argumenta que a institucionalidade criada com a indexação à taxa básica de juros acabou por moldar as instituições e mercados. Ele chama a atenção para a criação da indústria de fundos mútuos separada dos bancos, mas patrocinada por eles, “(...) com os objetivos de carregar dívida pública, fragmentar a tarefa em fundos individuais, *tal 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), entregando-o integralmente aos cotistas de tais fundos” (FRANCO, 2006, p. 288, grifos do autor).

Paula e Marconi (2018) apontam que as LFT em poder do público destinam-se, majoritariamente, aos fundos de investimento, às próprias instituições financeiras e aos fundos de previdência. Para Franco (2006), os fundos de investimento representam o maior demandante de títulos públicos do TN, sobretudo os pós-fixados, como as LFT. Dados de novembro de 2018 confirmam esta afirmação, sendo que cerca de 65% da carteira dos fundos de investimento é composta por dívida pública indexada à taxa flutuante (TN, 2018f), representando o perfil da estrutura patrimonial destas instituições no Brasil, que para Franco (2006) e Paula e Marconi (2018), representam um mercado cativo para os títulos públicos. Em linha com essa atuação, as tesourarias dos bancos também não se caracterizam por possuírem uma demanda por títulos prefixados. Dessa forma,

(...) de um modo geral, o mercado de dívida pública não conta com investidores e demandantes finais de títulos longos e prefixados, enfatizando um estímulo ao carregamento de posições de curto prazo até por aqueles que têm objetivos de longo prazo, como é o caso da maioria dos investidores comuns que carregam suas poupanças nos fundos de investimento. O que se vê aqui é, de certa forma, um *clone* do que era o *overnight* no passado, porém com uma diferença importante. As posições não são mais carregadas nos balanços dos bancos, mas em estruturas apartadas deles, nos fundos de investimento, ainda que patrocinadas pelos primeiros (SILVA, 2006, p. 98).

Neste aspecto específico relacionado à demanda pelos títulos públicos, Silva (2006) sugere o uso da regulamentação e da tributação no incentivo aos títulos de prazo mais longo e aos prefixados. Para o autor, somente com uma estratégia de atuação abrangente o governo pode ter condições de administrar melhor a dívida pública, estimular o surgimento de uma

demanda final para títulos prefixados e de prazos maiores, além de induzir a formação de uma estrutura a termo da taxa de juros mais líquida e estável.

Pode-se concluir que o perfil de curto prazo da dívida pública brasileira, apesar dos avanços nos últimos anos, ainda se faz presente. Este perfil é influenciado tanto pela operacionalidade das LFT, quanto pela alta taxa de juros praticada, como pela adaptação dos investidores à institucionalidade criada, que faz com que não haja demanda para ativos de mais longa duração, e contribui para as dificuldades em se alongar a dívida pública e ao mesmo tempo criar condições para o desenvolvimento do mercado de capitais no País.

4.5 AS OPERAÇÕES COMPROMISSADAS DO BCB

Tendo em vista as discussões elencadas na seção anterior acerca do perfil de curto prazo da dívida pública e as dificuldades de seu alongamento, pode-se considerar que as operações compromissadas realizadas pelo BCB também cumprem papel relevante para a continuidade desses problemas. Como retratam Paula e Sangui (2016), o estoque de operações compromissadas apresentou crescimento impressionante nos últimos anos, passando de R\$77 bilhões em 2006 para R\$1 trilhão em 2016, em decorrência da esterilização das reservas internacionais que cresceram muito no período, do crescimento dos empréstimos do TN para bancos públicos a partir de 2009 e do uso mais intenso de *swaps* cambiais pelo BCB. Como se trata de uma operação de curtíssimo prazo, o aumento das compromissadas gerou desafios à política econômica. Em momentos de aversão ao risco, observam-se movimentos dos agentes em busca de liquidez e segurança e, como apontam os autores, na crise financeira mundial de 2008, os investidores migraram seus investimentos em títulos públicos diretamente emitidos pelo TN para leilões de compromissadas do BCB.

Essa situação, na prática, equivale a manter-se a lógica do *overnight*, independentemente da presença das LFT⁴³, reforçando os problemas referentes à eficácia da gestão da dívida e da política monetária. Destaca-se ainda que este aumento do estoque de compromissadas no total da dívida bruta sugere uma perda relativa de controle do TN sobre a gestão da dívida pública e um maior peso do BCB neste processo. Para os autores, este conflito entre TN e BCB no caso brasileiro se torna mais evidente ao coexistirem LFT e as operações compromissadas,

⁴³ Entretanto, o aumento das compromissadas somado à presença das LFT como instrumento de dívida tornam ainda mais “de curto prazo” o perfil da dívida pública brasileira.

(...) o que faz com que haja um contágio em mão dupla entre o financiamento da dívida pública e a política monetária; tanto uma piora nas condições de colocação de títulos públicos afeta a condução da política monetária quanto uma mudança na meta de juros pelo COPOM impacta diretamente os custos financeiros da dívida (PAULA; SANGOI, 2016, p. 2).

Dessa forma, tendo em vista os problemas que o uso exagerado das compromissadas pode ocasionar, somados ao fato de que o BCB é proibido de emitir títulos próprios, os autores sugerem que o ideal seria a implementação gradual de depósitos remunerados voluntários, seguindo a tendência internacional recente, o que ensejaria uma separação mais clara entre BC e TN.

Lopreato (2014, p. 281) compartilha desta visão e considera que o majorado uso das compromissadas pelo BCB torna essa prática semelhante ao observado no período em que toda a riqueza financeira do País girava no *overnight*, já que, na prática, “(...) os saldos ociosos estão aplicados a curto prazo e a remuneração atrelada à taxa SELIC, isto é, a ação permite valorizar o excesso de liquidez com juros equivalentes aos dos ganhos dos títulos públicos de longo prazo (Selic)”. Assim, a cultura criada e arraigada na economia brasileira de os agentes buscarem, e conseguirem, baixo risco e liquidez, permanece.

Para o autor, a política de redução da participação das LFT observadas sobretudo em 2012, levou as instituições a se adequarem e buscarem meios semelhantes para atingirem seus objetivos de risco baixo, alta liquidez e rentabilidade. Foram nas operações compromissadas que encontraram essa alternativa, o que explica, em parte, o crescimento delas. As instituições trocaram o ganho em LFT por juros da SELIC diária, preservando seu comportamento ao garantirem “(...) proteção e o privilégio de obter no curto prazo rendimento igual ao de longo” (LOPREATO, 2014, p. 286). Como meio de contornar este cenário, o autor sugere a eliminação da indexação diária, a redução do estoque de compromissadas, mas, mais do que isso, a maior questão está em separar, de fato, os mercados monetário e de títulos públicos no País.

Pellegrini (2017) estuda as operações compromissadas como instrumento de política monetária do BCB e afirma que apesar de existirem outros instrumentos, no Brasil a política monetária concentra-se majoritariamente nos depósitos compulsórios e nas compromissadas. Inclusive, comparando-se a estrutura de ativos e passivos do BC de quatorze países emergentes com elevado volume de reservas internacionais, o autor destaca que apenas o Brasil fez o uso intenso de operações compromissadas nos últimos anos. Dessa forma, o caso brasileiro parece se distanciar da experiência internacional, em que a política monetária de faz por outros instrumentos. Ademais, essas operações no País são caracterizadas por três detalhes, quais

sejam, seu elevado tamanho, seja em relação ao PIB ou como participação na dívida pública, sua correção pela taxa de juros básica da economia, e seus reduzidos prazos e vencimento.

Para além do forte aumento das operações compromissadas observado sobretudo a partir de 2006, elas são incluídas no cômputo da dívida pública, representando seu caráter híbrido, monetário e fiscal ao mesmo tempo, indicando-se, mais uma vez, a fusão existente entre os mercados monetário e de dívida pública no País. Neste sentido, o autor identifica fatores que condicionaram o aumento das operações compromissadas no período 2005-2017. Dentre eles, dá-se destaque ao depósito compulsório, ao acúmulo de reservas internacionais, ao papel dos juros e à atuação do TN. No primeiro caso, considera-se que, como também figura-se como um instrumento de política monetária, o depósito compulsório pode ser utilizado de modo alternativo ou complementar às operações compromissadas. Neste sentido, quando as alíquotas do compulsório aumentam, há redução da liquidez da economia, e, em consequência, há menor necessidade de se recorrerem às compromissadas. Ao longo do período observou-se que ambos estes instrumentos evoluíram em direções opostas, sendo que no cômputo líquido do período não se pôde evidenciar que o compulsório foi determinante da evolução das operações compromissadas.

Já no segundo caso, parece inquestionável a relação entre aumento das reservas internacionais e o uso das operações compromissadas, sobretudo até 2012. Deste período em diante, destaca-se o maior uso por parte do BCB das operações de *swap* cambial, o que exerceu influência também no nível de liquidez da economia, e, assim, no uso das compromissadas. No terceiro caso, a análise recai sobre os juros que incidem diretamente sobre o saldo resultante dos fluxos das operações compromissadas, que dependem da taxa SELIC. No período, o que se observou foi tanto o aumento do fluxo das operações, como da própria taxa SELIC, resultando, dessa forma, em um dos componentes que mais contribuiu para o aumento do saldo das operações compromissadas, ou seja, “na verdade, desde 2015, a incidência dos juros vem se constituindo no principal responsável pelo aumento do saldo das compromissadas” (PELLEGRINI, 2017, p. 21).

Por fim, ao analisar o papel do TN no contexto das operações compromissadas, o autor analisa tanto o comportamento da conta única⁴⁴ do TN, quanto as operações que o órgão realiza no mercado primário de títulos públicos. Em relação à conta única do TN, até 2014 ela constituiu o principal fator para a contração da base monetária e, então, para contrair as

⁴⁴ As receitas da União são depositadas na Conta Única do TN, enquanto suas despesas resultam em saques desta conta (PELLEGRINI, 2017).

operações compromissadas. Após esse período, entretanto, as dificuldades fiscais pelas quais o País passa inverteram essa relação e, “(...) por consequência, a conta única deixou de ser um fator de contração da base monetária, para tornar-se expansionista” (PELLEGRINI, 2017, p. 23).

Já no que toca às operações com títulos públicos no mercado primário, caso o TN decida resgatar títulos, há expansão da liquidez da economia, o que leva o BCB a utilizar compromissadas para ajustar o nível de liquidez. Mas, caso haja emissão líquida de títulos por parte do TN, o efeito é o oposto. O que se observou no período analisado foi o resgate de títulos pelo TN entre 2006 e 2014, deixando para o BCB a tarefa de enxugar a liquidez da economia, utilizando-se de operações compromissadas. Dessa forma, pode-se concluir que de 2006 a 2017, os fatores determinantes para a evolução das operações compromissadas se comportaram da seguinte maneira:

As compromissadas subiram de modo acentuado de 2006 ao início de 2010 por conta da necessidade de enxugar a liquidez criada pela compra das reservas internacionais. Dada a intensidade desse processo, no biênio 2010-2011, os depósitos compulsórios foram acionados para reduzir o uso excessivo das compromissadas como instrumento de política monetária. Ao mesmo tempo, houve a opção de resgatar títulos públicos no mercado primário com o uso dos superávits fiscais de 2006 até 2014, opção que também foi decisiva para o acentuado aumento das compromissadas no período, pois deixou a cargo dessas o controle da liquidez gerada pela aquisição das reservas internacionais. Pesou também a opção do Banco Central pelo não emprego da venda definitiva de títulos públicos da sua carteira. A partir de 2015, a conversão dos superávits em déficits primários foi acompanhada da emissão líquida de títulos no mercado primário, o que evitou pressão extra sobre as compromissadas. Entretanto, o saldo das compromissadas continuou a subir, agora, em boa medida, por causa da incidência dos juros (PELLEGRINI, 2017, p. 28).

O autor conclui que de 2006 a 2014 a atuação do TN concentrou-se no resgate de títulos públicos e na redução da participação de papéis indexados à SELIC, enquanto que o BCB teve como foco o controle da liquidez, por meio das compromissadas. Entretanto, com a elevada liquidez da economia pelo acúmulo de reservas internacionais, o resultado desse arranjo foi o crescimento das compromissadas, um instrumento relevante de política monetária, mas que acabou se transformando no segundo componente mais importante da dívida pública.

Essa relevância, contudo, não é gestão da dívida do TN, uma vez que as compromissadas são instrumento do BCB. Dessa forma, para o autor deveria haver uma estratégia mais coordenada entre TN e BCB, de modo que a emissão de títulos no mercado primário seja definida de maneira que o BCB reduza as operações compromissadas sem prejudicar a política monetária. De maneira complementar, o BCB deveria vender de maneira definitiva parte de sua carteira de títulos públicos, utilizando os recursos provenientes para

resgatar compromissadas. “Assim, ao longo dos anos, as compromissadas cairiam e a dívida mobiliária subiria compensatoriamente, ao mesmo tempo que parcela crescente da dívida pública passaria a ser alvo da gestão apreendida pelo Tesouro Nacional” (PELLEGRINI, 2017, p. 42).

Apresentaram-se neste capítulo várias contribuições sobre pontos fundamentais ao funcionamento do mercado de dívida pública brasileiro. Neste particular, o próximo capítulo analisa quais destes principais elementos ainda exercem efeito atualmente, além de ressaltar outros problemas pertinentes à discussão.

5. IMPLICAÇÕES DA INSTITUCIONALIDADE DO MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRO – O MERCADO SELIC

Após analisar o que configura um mercado monetário e um mercado de dívida pública, pôde-se, através do estudo da história de ambos no Brasil, concluir que houve uma fusão deles no País, que hoje se materializa no mercado SELIC. Esta institucionalidade criada em 1979, que incorporou alguns elementos do longo período inflacionário da economia brasileira e que não foram extintos com a estabilização monetária do Plano Real, traz problemas à gestão da política econômica, sobretudo às política monetária e de gestão da dívida pública. A análise da revisão bibliográfica de trabalhos que tratam de alguma forma sobre o mercado de dívida pública brasileiro permite reunir os principais problemas desta institucionalidade nos pontos apresentados no Quadro 2.

Quadro 2 - Problemas relacionados à institucionalidade do mercado SELIC

Principais problemas ligados à criação e funcionamento do mercado SELIC, segundo a revisão da literatura

1. Mecanismo de Zeragem Automática

2. Indexação Financeira

3. Aspectos relacionados à LFT

4. Perfil curto-prazista e as dificuldades em se alongar a dívida pública

5. Operações compromissadas do BCB

Fonte: Elaboração própria.

Cada um desses pontos foi analisado no capítulo anterior à luz de referências da literatura, para se compreender do que se tratam e suas principais decorrências. Neste capítulo busca-se discutir outras consequências geradas pela institucionalidade do SELIC, sobretudo aquelas que possuem relevância no período atual. Dessa forma, vale ressaltar que os pontos indicados no Quadro 2 contribuem para o entendimento dos demais problemas decorrentes do mercado SELIC na atualidade, de modo que eles aparecem na análise a seguir, em função de sua importância. Contudo, pretende-se ir além destes pontos, acrescendo-se outros à literatura relevante sobre o SELIC.

O primeiro ponto elencado refere-se ao mecanismo de zeragem automática, que consistiu no comprometimento do BCB de recomprar e revender títulos públicos, pelo prazo de um dia, das instituições financeiras que não conseguiam zerar suas posições diárias, sejam elas devedoras ou credoras, entre 1976 e meados de 1996. Vale ressaltar que este mecanismo foi o

que restou ao BCB para conseguir controlar a liquidez da economia, tendo em vista o contexto em que fora implementado, cuja inflação era crescente e o mercado de reservas bancárias muito rígido. Destaca-se ainda que com a criação do SELIC e sua forma de liquidação dos títulos públicos o uso deste mecanismo por parte do BCB foi facilitado, uma vez que toda a contrapartida da venda ou compra de títulos se dava por meio das reservas bancárias, cuja administração passa por ele. Esta observação reflete um importante problema decorrente da institucionalidade do mercado SELIC: a substitutabilidade quase perfeita entre reservas bancárias e títulos públicos, que fez com que houvesse uma diminuição das reservas excedentes mantidas pelos bancos, uma vez que elas não são remuneradas, enquanto que os títulos públicos sim. Assim, os bancos passaram a manter as reservas que não são compulsórias em títulos públicos, tendo nelas um mecanismo de aplicação de seus recursos.

Neste sentido, para os bancos o *trade-off* quantidade de reservas que devem manter *vis-à-vis* os ativos que devem adquirir é resolvido baseando-se no custo de oportunidade que terão ao alocar recursos ao público, qual seja, a taxa básica de juros que remunera os títulos em que, *de facto*, se mantêm as reservas. Decorre deste problema a possibilidade de exercício pelos bancos de taxas de juros elevadas para empréstimos ao público, uma vez que suas próprias reservas, voluntárias e técnicas, encontram meio de serem remuneradas.

Nestas condições, os cálculos risco *versus* rentabilidade dos bancos partem de um risco baixo com boa remuneração. Por consequência, qualquer *spread* é marcado à ponta tomadora quando da concessão de crédito partindo-se de um nível que qualquer agente na economia é incapaz de competir: o preço pago pelo BCB para ser ponta receptora de recursos, a taxa SELIC. Como o BCB é o agente com menor risco, pois toma a dívida de curto prazo e é ao mesmo tempo emissor de moeda no SFN, ele paga os juros básicos pelos títulos que operacionaliza sua política monetária. Mas, como é o caso histórico do Brasil, se esse preço (os juros) que o BCB oferece é alto, todos os demais ativos financeiros terão como ponto de partida essa remuneração (TERRA; SILVA, 2013). Assim, a institucionalidade do SELIC ao tornar as reservas bancárias e os títulos públicos substitutos quase perfeitos impõe altas taxas de juros para a captação de recursos na economia, o que se traduz em taxas bastante competitivas com o investimento produtivo.

Outro ponto relevante vigente na atualidade é a difícil ruptura do perfil curto prazista dos investimentos financeiros no Brasil, que se torna ainda mais intenso pelo alastrado uso das operações compromissadas do BCB, um instrumento de curtíssimo prazo e atrelado à taxa SELIC, mas que funciona para os bancos não como uma forma de zerar posições, mas como

fundo de investimento. Como já ressaltado, o BCB tem utilizado as operações compromissadas como principal instrumento de política monetária, tendo o saldo dessas operações em dezembro de 2018 apresentado médias diárias de R\$1,1 trilhão (BCB, 2018c). O uso das compromissadas deu a essa prática características semelhantes ao observado no período em que toda a riqueza do País girava no *overnight* via zeragem automática e, assim, este elemento repercute não só no reforço da manutenção do perfil de curto prazo dos investimento no Brasil, como também implica outras consequências, inclusive relacionadas à eficiência das políticas monetária e de gestão da dívida pública.

Neste sentido, relacionando-se tanto à dificuldade de se romper o perfil de curto prazo dos investimentos no País, quanto à baixa eficiência da política monetária, terem as operações compromissadas se tornado uma fonte de ganhos implica na dificuldade em se estabelecer uma estrutura a termo da taxa de juros no Brasil. Isso é ainda mais grave com a pós-fixação, pois o longo prazo na curva de rendimentos da economia segue o prazo médio da dívida pública que, por ter muita operação compromissada pós-fixada, é curto.

No tocante à gestão da dívida pública, o uso alastrado das operações compromissadas, que fazem parte do cômputo da dívida pública, mas que constituem um instrumento do BCB, traz problemas ao TN que, assim, não tem controle sobre este instrumento, mas precisa administrar o tamanho da dívida. As operações compromissadas do BCB não deveriam, do ponto de vista estático, contribuir para o aumento do endividamento, uma vez que a elevação das compromissadas tem como contrapartida o enxugamento da base monetária. Entretanto, o que se observa é que do ponto de vista dinâmico, “a substituição de um passivo como a base monetária, sobre o qual o governo não paga juros, por outro passivo mobiliário, remunerado pela taxa SELIC, impõe um custo para o Tesouro que nada tem a ver com a política fiscal” (GOBETTI; SCHETTINI, 2010, p. 25). Assim, uma parcela significativa da dívida pública, de prazo curto inclusive, não pode ser diretamente controlada pelo TN.

Além disso, pela junção dos mercados, as operações compromissadas configuram uma competidora imediata e custosa aos títulos que o TN utiliza para realizar sua política de gestão da dívida pública e financiamento do governo. Como essas operações oferecem boa rentabilidade e baixo risco, os agentes têm pouca disposição em buscarem lucros investindo em títulos mais longos não remunerados pela SELIC. Com a facilidade de se migrar de um título para o outro, sobretudo por parte das instituições financeiras, o TN precisaria necessariamente marcar um *spread* relevante para atrair o investidor, sendo que quanto maior for a maturidade da dívida, maior será o *mark-up* pedido sobre os juros curtos pagos nas compromissadas.

Ressalta-se ainda, neste contexto, a possibilidade dos bancos, ao terem as operações compromissadas como um ativo, utilizarem-se delas como fundo de aplicação de recursos que captam do público, a exemplo do que se conhece como a cultura dos certificados de depósitos bancários, o CDB. Assim, o público aplica seus recursos em CDB e os bancos utilizam esses recursos para aplicar em operações compromissadas, majoritariamente. O BCB, para evitar oscilações bruscas na taxa de juros, oferta essas operações e, assim, a dinâmica das operações compromissadas continua a crescer no País.

Assim, mais uma vez, essa institucionalidade reforça as dificuldades em se romper com o perfil de curto prazo dos investimentos no Brasil, além do fato de a gestão da dívida pública estar condicionada a esta estrutura financeira vigente. Neste sentido, o perfil curto prazista implicado sobre a dívida pública pelas compromissadas serem não meramente um instrumento de controle da liquidez, mas um ativo requerido para investimento, faz com que o TN tenha que oferecer títulos de natureza semelhante. Observa-se então no País a vasta existência de LFT para a gestão de dívida e financiamento do governo, bem como de títulos híbridos, como as NTN-B, em que o rendimento é composto por duas parcelas, uma taxa de juros prefixada e a variação da inflação.

Observa-se, ademais, como outro ponto relevante decorrente da institucionalidade do mercado SELIC que este perfil de endividamento, muito baseado na pós-fixação e em títulos híbridos, faz com que os custos de rolagem e do serviço da dívida sejam muito voláteis. Assim, os dispêndios financeiros do TN têm a capacidade de se alterarem com rapidez, como mostram Terra e Ferrari Filho (2018). Não obstante o alto e volátil custo de financiamento da dívida pública, cria-se um ciclo vicioso - cobram-se altos prêmios pela falta de credibilidade de um governo que emite dívida de curto prazo e, com a continuidade da emissão dessa dívida, o custo dela aumenta.

A indexação financeira é outro problema ainda hoje existente no SELIC. Ela se iniciou a partir da instituição da correção monetária e da criação das ORTN, mas se expandiu, primeiramente na figura das LBC e em seguida das LFT, para a indexação à taxa básica de juros. Assim como a zeragem automática, a indexação financeira configura-se num instrumento criado para lidar com o processo inflacionário. Entretanto, no caso brasileiro, apesar da estabilidade monetária alcançada com o Plano Real, a indexação dos ativos financeiros não foi eliminada.

Relacionando-se a indexação financeira com aspectos das LFT, que são a principal forma de indexação financeira no País, há diversos problemas que surgem da continuidade do

uso deste título público. O alto peso das LFT na composição da DPMFi reflete a demanda dos investidores por ativos que lhes proporcionem liquidez, rentabilidade, além de menor risco. Muito importante destacar neste contexto que o mercado de fundos de investimento no Brasil, por exemplo, é um forte demandante das LFT, podendo-se considerá-lo um mercado cativo para esses títulos públicos.

Neste sentido, a Tabela 3 apresenta dados da composição da carteira de alguns fundos de investimento dos principais bancos do País⁴⁵, separando-se em fundos de renda fixa, fundos multimercado, fundos cambiais e fundos de ações. Ressalta-se que apenas no caso do Banco do Brasil havia dados com a distinção de cada título público na carteira de investimentos dos fundos. Nos demais, com exceção dos fundos de ações, há alta participação dos títulos públicos, embora não discriminada se em LFT, ou não. Entretanto, observam-se em todos os tipos de fundos de investimento aplicações consideráveis em operações compromissadas e LFT.

Tabela 3 - Composição da carteira de alguns fundos de investimento no Brasil - dez/2018

BANCOS	COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO			
	Renda Fixa	Multimercado	Cambial	Ações
Banco do Brasil S.A. (BB)	78,98% em Op. Compromissadas 16,25% em LFT	2,80% em Op. Compromissadas 28,06% em LFT	7,61% em Op. Compromissadas 53,73% em LFT	2,70% em Op. Compromissadas
Caixa Econômica Federal (CEF)	13,3% em Op. Compromissadas 59,65% em Títulos Públicos	15,43% em Op. Compromissadas 77,48% em Títulos Públicos	78,07% em Op. Compromissadas 22,35% em Títulos Públicos	-
Banco Bradesco S.A. (BRADESCO)	19,62% em Op. Compromissadas 56,28% em Títulos Públicos	-	-	8,20% em Op. Compromissadas
Banco Santander Brasil S. A. (SANTANDER)	42% Op. Compromissadas 58% em Títulos Públicos	53% em Op. Compromissadas 42% em Títulos Públicos	-	-

Fonte: Elaboração própria com base em BB (2019), CEF (2019), Bradesco (2019) e Santander (2019)

Notas: *Os fundos de investimento da CEF, BRADESCO e SANTANDER consultados também investem em títulos públicos, mas não especificam em quais títulos, como no caso do BB.

** Os espaços em branco (representados por “-”) devem-se à falta de dados disponíveis.

A análise destes dados referentes a fundos de investimento indica a estrutura de curto prazo dos balanços financeiros no Brasil, fruto de nosso passado inflacionário, mas que mantém

⁴⁵ Destaque-se que não foram incluídos os dados referentes aos fundos de investimento do Banco Itaú Unibanco Holding S.A, por não conter, nas lâminas referentes aos fundos, as informações discriminadas da composição da carteira deles.

sua continuidade devido aos fatores institucionais que se vêm ressaltando sobre como funciona o mercado SELIC. Pague-se um fundo cambial do Banco do Brasil, por exemplo: 53,73% dos investimentos dele estão em LFT, enquanto que no caso da Caixa Econômica Federal, a composição de carteira do fundo cambial é toda em título público, o que indica, certamente, o uso das operações de *swap* cambial. Dessa forma, pode-se observar que a opção dos gestores dos fundos é minimizar o risco – caso do Banco do Brasil – ou dirimir completamente o risco, como o faz a Caixa Econômica Federal. O mesmo se pode dizer da carteira dos fundos de ações do Bradesco deterem 8,20% de compromissadas, que representa a constituição de bases isentas de risco fundadas em títulos públicos.

Vale ressaltar que as operações de *swap* cambial também têm a taxa SELIC como parâmetro de referência. O custo dessas operações depende da variação da moeda externa, geralmente o dólar, e da taxa SELIC no momento do vencimento do contrato e podem gerar ganhos ou perdas ao BCB. Em situações de queda do crescimento econômico e maior incerteza, o custo dessas operações tende a se elevar, com a valorização da moeda estrangeira frente à nacional. Dessa forma, conforme destacam Magalhães e Costa (2018), o maior uso das operações de *swap* cambial além de gerarem maiores custos fiscais, também utiliza a taxa SELIC, uma forma de indexador pós-fixado, como parâmetro de valorização.

Muito mais do que riscos iminentes de instabilidade política e econômica percebidos pelos investidores, parece haver uma cultura arraigada de segurança – elevada liquidez e curta maturidade, que se encontram sanadas em operações compromissadas, LFT e *swap* cambial – nos investidores. Na outra ponta, o governo chancela a demanda dos investidores e, ao mesmo tempo, o TN consegue rolar sua dívida e financiar o governo, enquanto que o BCB realiza suas políticas monetária e cambial. Há, assim, uma custosa simbiose entre BCB, TN e mercado financeiro.

Não obstante, títulos da dívida pública são *benchmark* da formação dos juros para os demais contratos de dívida – e, inclusive, parâmetro da remuneração relativa de ativos reais com financeiros. É esperado que eles formem parte da carteira dos fundos de investimento. Porém, como os dados acima deixam claro, e como também se discutiu acerca do perfil que se observa de investimentos financeiros no Brasil, a persistência dessa estrutura há tempos criou um problema estrutural, qual seja, o balanço das instituições financeiras é montado sobre títulos públicos, sobretudo LFT e compromissadas, além do uso crescente das operações de *swap* cambial. Assim, essas circunstâncias sugerem que a persistente rolagem da dívida do governo, majoritariamente de curto prazo, parece interessar principalmente ao sistema financeiro

brasileiro, que criou uma dependência em relação aos títulos públicos, caracterizados pelo baixo risco e alta liquidez e rentabilidade (GOBETTI; SCHETTINI, 2010).

Portanto, qualquer tentativa de desarme deste sistema necessita passar por um difícil processo de reestruturação de balanço do sistema financeiro como um todo, que não cause descasamento entre ativo e passivo. O problema é que na ponta de captação dos recursos bancários, os doadores para o sistema bancário (investidores) também estão demandando o perfil de dívida que os bancos pedem ao BCB e TN. Logo, como num ciclo, esta cultura arraigada implica esta determinada estrutura do sistema financeiro que, por sua vez, confirma e perpetua a cultura estabelecida.

Além disso, outra consequência vigente da indexação financeira é a redução da eficiência da política monetária no Brasil. O efeito riqueza existe exclusivamente na parcela de títulos prefixados da dívida pública, que apresentam perda de riqueza por conta da redução de seus preços em razão de uma elevação da taxa de juros. Contudo, ao demandarem juros futuros prefixados, que servem de fato à gestão da dívida pública, e que, portanto, são longos, os investidores já fazem *hedge* com relação a eventuais variações da SELIC, que se alterará na busca pela convergência da inflação⁴⁶. Deste modo, buscam obter ganhos em ambos os tipos de títulos, pós e prefixados. Na precificação do título, pelo menos a inflação esperada é inserida no diferencial de marcação entre o juro prefixado *versus* a taxa SELIC. Caso não fosse, não haveria demanda voluntária pelos títulos prefixados, uma vez que enfrentariam o custo de oportunidade dos títulos indexados a índices pós-fixados, como os que pagam a taxa SELIC ou juro real fixo sobre a variação da inflação.

A própria SELIC será marcada pelo BCB levando em conta a variação da inflação e também um ganho real ao investidor. Assim, a precificação que os investidores fazem dos títulos prefixados embute um pequeno risco em relação a qualquer variação da taxa básica de juros. Logo, a pós-fixação impõe a ineficiência do efeito riqueza enquanto canal de transmissão da política monetária e, ao mesmo tempo, ela faz com que a parte da dívida que sofre oscilações em seu valor de face seja coberta por *mark-ups* que façam *hedge* a eventuais aumentos da SELIC. Fazer cobertura a juros pós-fixados requer bom prêmio, o que implica, assim, juros prefixados longos elevados para a dívida sob administração do TN.

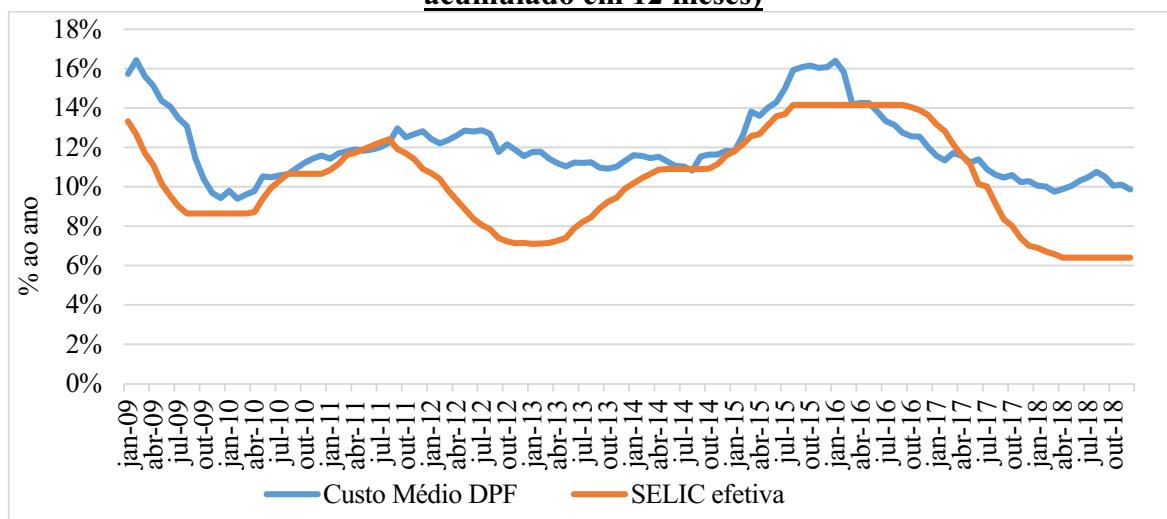
Adiciona-se ainda a possibilidade de o efeito renda constituir um canal de transmissão capaz de afetar a eficiência da política monetária em função da presença das LFT e das

⁴⁶ Quando ocorre a marcação a mercado dos títulos prefixados, os investidores consideram um ganho de juros real, tendo em vista o valor da taxa SELIC, mais o risco da inflação esperada, além de um risco de alteração da taxa SELIC, que corresponde ao *hedge* sobre o que esperam das variações da taxa básica de juros.

compromissadas. Como a estrutura do SFN está, em grande parte, ancorada em títulos públicos, e, em sua maioria, os investimentos ofertados pelo mercado financeiro possuem elevado grau de liquidez, podendo ser resgatados a baixos custos, até mesmo tributários, abre-se espaço para que uma eventual variação da renda das famílias decorra das próprias operações com títulos pós-fixados, que oferecem ganho certo aos seus detentores. Quanto maior a taxa de juros, inclusive, maior a renda ofertada à ponta doadora e, assim, mais requerida será no médio prazo a elevação dos juros para conter a capacidade de dispêndio das famílias, implicando maiores dificuldades à operacionalização da política monetária. Assim, “a queda do consumo, com o aumento da taxa Selic, seria atenuada, o que também contribuiria para a perda de eficiência da política monetária” (MAGALHÃES; COSTA, 2018, p. 26-27). Logo, espera-se que a taxa de juros brasileira possa ter que atingir patamares elevados para buscar controlar a inflação, pois esta espécie de efeito renda às avessas consiste num segundo canal de transmissão pelo qual a continuidade da indexação financeira impõe ineficiência à política monetária.

Outra consequência da institucionalidade do mercado SELIC é que, independente do indexador majoritário da dívida, seu custo médio acompanhará a evolução da taxa SELIC, caso contrário, haveriam custos de oportunidade consideráveis aos demandantes de dívida pública. Neste sentido, o Gráfico 3 busca evidenciar a relação existente entre o custo médio da DPF e a taxa SELIC nos últimos dez anos no País.

Gráfico 3 - Evolução do custo médio da DPF e da taxa SELIC (% a.a. - acumulado em 12 meses)



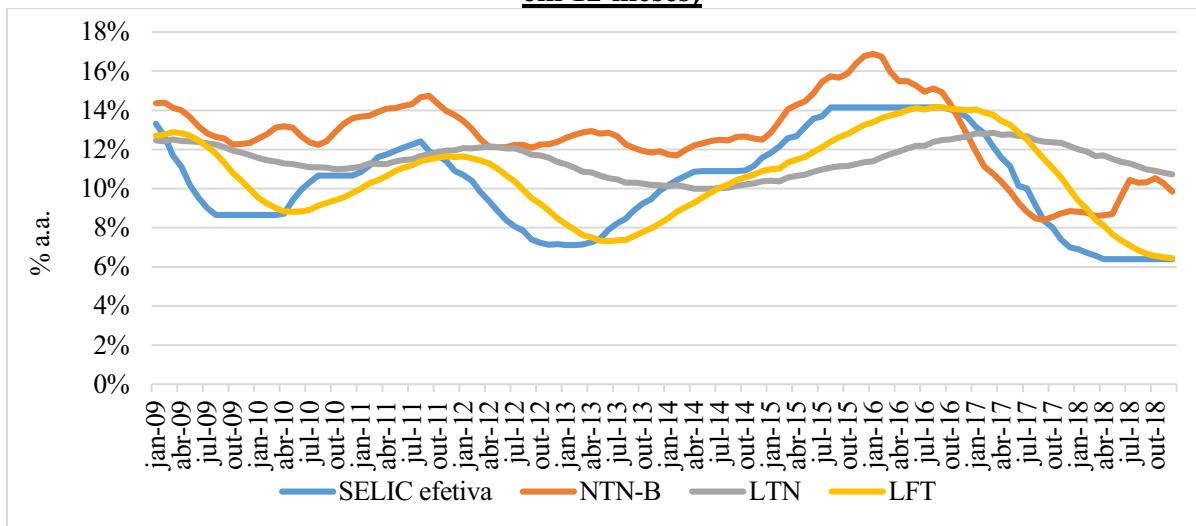
Fonte: Elaboração própria com base nas séries temporais do TN (2018b) e BCB (2018b).

O custo médio é um indicador da rentabilidade sem risco da DPF para os investidores. Por isso, observa-se uma relação similar entre os comportamentos da taxa SELIC e do custo

médio da DPF no período analisado. Os movimentos de elevação da taxa básica de juros são acompanhados de aumento no custo da DPF, da mesma forma que a queda da taxa SELIC, iniciada em meados de 2016, por exemplo, contribui para a queda do custo médio da DPF, que apresenta seu último valor em 9,86% em dezembro de 2018. Sugere-se que a queda do custo médio pós-2016 só não acompanhou o movimento observado na SELIC por causa do prêmio pedido aos demandantes da DPF em meio à crise fiscal que assola a economia brasileira desde 2014. Não obstante, além de ressaltar essa relação próxima, o Gráfico 3 expressa o fato de a taxa SELIC representar o piso da remuneração dos títulos públicos brasileiros, sendo, portanto, o valor mínimo do custo da DPF, um valor alto, diga-se de passagem.

Dessa forma, em momentos de elevação da SELIC, observa-se aumento da demanda por títulos indexados a ela, enquanto que, em momentos de queda dessa taxa, os investidores passam a demandar títulos prefixados e indexados a índices de preço, mas exigindo maiores prêmios para compensar o risco em relação ao custo de oportunidade implicado pelos títulos pós-fixados “quase” livres de risco. O Gráfico 4 abaixo apresenta a evolução da taxa SELIC e do custo médio das LFT, LTN e NTN-B, portanto, um título indexado à SELIC, um prefixado e um indexado à índice de preços, nos últimos dez anos.

Gráfico 4 - Evolução da taxa SELIC e do custo médio de título indexado à SELIC (LFT), prefixado (LTN) e indexado ao índice de preços (NTN-B) (% a.a. - acumulado em 12 meses)



Fonte: Elaboração própria com base nas séries temporais do TN (2018b) e BCB (2018b).

É notável o comportamento muito próximo do custo médio das LFT em relação às variações da taxa SELIC. Em contrapartida, se há queda da taxa pós-fixada observa-se aumento do custo médio dos títulos prefixados e indexados à índices de preços, contribuindo para a

rigidez do custo da dívida em momentos de redução da SELIC. Observa-se, assim, que a taxa SELIC representa importante e decisivo custo de oportunidade aos investidores, de modo que na presença de títulos indexados, o custo médio da dívida pública acompanha a trajetória da taxa de juros básica brasileira.

Adicionalmente, o fato de a mesma taxa de juros – SELIC –, remunerar, por um lado, um título público, destinado à gestão da dívida pública e financiamento do governo, e, por outro lado, as operações do BCB, destinadas a controlar a liquidez, apresenta outro problema decorrente desta institucionalidade. Atravanca-se o desenvolvimento do mercado de capitais no País, pois recursos privados não enfrentarão o custo de oportunidade de ir ao longo prazo frente à toda estrutura sedimentada de balanço de curto prazo que se tem no SFN. O nível elevado dos juros no mercado de títulos públicos, por servir de *benchmark* a outros preços, exerce muita influência no mercado privado, que é obrigado a responder ao custo de oportunidade de aplicação em títulos públicos com alta rentabilidade e baixo risco. Com isso, o custo do financiamento privado se torna alto e o mercado de capitais se vê limitado, com a demanda de crédito de longo prazo sendo deslocada para o exterior ou para o BNDES (FRANCO, 2006). Neste sentido, conforme destaca Terra (2018), a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), extinta em 2017, era um artifício para reduzir o custo ao *funding* no Brasil em face de como a estrutura financeira do País se dá e não a causa desta estrutura, sobretudo no que toca ao custo de se aportarem recursos para financiar o longo prazo, defronte o custo de oportunidade imposto pelo curto prazo.

Pode-se observar dessa forma, a partir das discussões aqui levantadas, que o modo como se constituiu e hoje funciona o mercado SELIC traz peculiaridades próprias ao desenvolvimento do mercado monetário e de dívida pública no Brasil. A principal representação dessas peculiaridades se dá pela própria estrutura financeira do País, que se mantém majoritariamente no curto prazo e ancorada em títulos públicos, indicando mesmo uma cultura dos investidores pela busca de segurança, que se traduz em liquidez, baixo risco e alta rentabilidade. Ademais, essa cultura mantém-se e se fortalece pela própria institucionalidade criada com o SELIC, em que o modo de agir e os instrumentos do BCB e TN buscaram se adequar, para tentarem lograr êxito em seus objetivos de política.

Neste sentido, decorrem da operacionalidade do mercado SELIC e de toda a estrutura financeira criada desde então, dificuldades à economia brasileira, como aqui se analisou e que são sintetizadas no Quadro 3.

Quadro 3 - Dificuldades impostas pelo modo de funcionamento do mercado SELIC

Principais dificuldades decorrentes do modo de funcionamento do mercado SELIC

1. Alta taxa de juros cobrada pelos bancos e instituições financeiras
2. Dificuldade de se romper o perfil de curto prazo dos investimentos no País
3. Perda de eficácia das políticas monetária e de gestão da dívida pública e financiamento do governo
4. Alto custo e volatilidade da DPF
5. Taxa de juros básica elevada
6. Dificuldades ao desenvolvimento do mercado de capitais

Fonte: Elaboração Própria

Contudo, reconhece-se a dificuldade em se alterar o modo de funcionamento do mercado SELIC no País, que condiciona a estrutura financeira de todo o SFN, e que funciona assim há mais de quarenta anos. Dessa forma, mudanças que poderiam partir tanto do TN quanto do BCB envolvem riscos, ao implicarem novas regras e modo de funcionamento ao SFN. Entretanto, isto não significa que não são desejáveis mudanças no modo de funcionamento do SELIC. Na verdade, é preciso considerar que qualquer alteração desse *modus operandi* envolve a reestruturação da forma pela qual o SFN funciona desde a criação do SELIC e, portanto, estruturaram a precificação de ativos dos agentes, famílias e empresas. Logo, mudanças devem ser pensadas numa temporalidade longa: não cabem mudanças rápidas e pontuais. As mudanças devem levar em conta não pontos específicos, como a existência ou não das LFT, que tantos autores discutem, mas sim, a restruturação de todo o modo de funcionamento do mercado SELIC que demanda, assim, uma estratégia de longo prazo.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

No Brasil, principalmente nos últimos anos, muito se tem discutido acerca da eficácia das políticas monetária e de gestão da dívida pública, principalmente por causa das recorrentes necessidades de financiamento do setor público e dos constantes altos juros básicos vigentes no País. Para além da importância do debate acerca da eficácia dessas políticas, o desenvolvimento deste trabalho levou em conta a especificidade brasileira de os mercados monetário e de dívida pública serem fundidos, de modo que se observam suas operações em um único mercado, o SELIC. Criado em 1979, nos idos do período inflacionário, o SELIC constitui-se num sistema informatizado que registra a custódia, a liquidação e todas as transações dos títulos públicos emitidos pelo TN. Assim, o objetivo desta Tese consistiu em pesquisar o mercado SELIC desde a sua formação, ressaltando os condicionantes de sua origem e evolução, além do seu modo de funcionamento nos dias de hoje. Além disso, analisaram-se consequências de sua institucionalidade à economia brasileira.

Neste sentido, inicialmente buscou-se entender as características, funções e modo de funcionamento, além da importância econômica tanto de mercados monetários quanto de mercados de dívida pública, de um modo geral. Em relação às características do mercado monetário, nele concentram-se as transações de recursos a curto e curtíssimo prazos, que visam, essencialmente, ao controle do nível de liquidez. Neste mercado atua o BC, que realiza sua política monetária buscando alcançar a estabilidade da taxa de juros de curtíssimo prazo. Para o alcance desse objetivo o BC conta com alguns instrumentos, sendo os mais comuns o depósito compulsório, o redesconto e, sobretudo, as operações de mercado aberto, de modo que é no mercado de reservas bancárias – o cerne do mercado monetário – que ele gerencia a liquidez da economia. Neste mercado são negociadas as reservas bancárias entre os bancos e entre eles e o BC – instituições que formam o chamado sistema monetário. No Brasil não é diferente: o BCB se utiliza sobretudo das operações de mercado aberto para realizar sua política monetária e tem a taxa de juros como principal meio de operacionalizar suas ações. Logo, através da compra e venda de títulos públicos emitidos pelo TN, o BCB controla o nível de liquidez da economia brasileira.

Em relação às características do mercado de dívida pública, a opção pelo endividamento público veio, ao longo dos anos, se tornando a prática mais comum para lidar com o financiamento do déficit público. Entretanto, além de sua função de financiar o déficit, a dívida pública se justifica também por ser capaz, sobretudo a dívida interna, de propiciar instrumentos

adequados à realização da política monetária e de criar referencial de longo prazo para o financiamento do setor privado, influenciando assim a precificação dos demais ativos financeiros, além de propiciar a alocação de recursos entre gerações. Nota-se também que a dívida mobiliária se constitui o principal instrumento de financiamento ao setor público na atualidade. Então, se ter um mercado de títulos públicos desenvolvido é um objetivo da gestão da dívida pública de diversos países. Com isso, os governos buscam aumentar a escala desse mercado, atraindo novos investidores e dando-o maior liquidez, o que, em última instância, contribui para a rolagem e redução do custo da dívida pública, além de criar *benchmark* para os sistemas financeiros nacionais, viabilizando seu desenvolvimento.

Pela análise das funções e operacionalidade de ambos os mercados, veem-se elementos operacionais que os aproximam. Contudo, suas características e, marcadamente suas funções, distinguem-se. Os mercados monetário e de dívida pública possuem dinâmicas próprias, sendo conduzidos por interesses específicos, o primeiro controlar a liquidez da economia, enquanto que o segundo lida com o déficit público e as maneiras pelas quais o financiar. Todavia, ao se analisarem a história do mercado de dívida pública e, paralelamente, do mercado monetário brasileiro, observa-se uma fusão deles, marcada pela criação do SELIC, que se configura na atualidade no mercado de dívida pública brasileiro.

Como pôde ser analisado através da história do mercado brasileiro de dívida pública, sempre houve dificuldades em se estabelecer um mercado desenvolvido de títulos públicos no País, que, no princípio caracterizava-se pela alta fragmentação da dívida pública e pouca liquidez. Foi no período ditatorial que essa história ganhou novos contornos, tendo as medidas do PAEG se estendido à área financeira, abrangendo uma reforma no SFN que contribuiu para que se constituísse um mercado de dívida pública de fato. Todavia, observou-se durante anos algumas características que já indicavam certa confusão entre os mercados monetário e de dívida pública, como o fato de um mesmo título público, a ORTN, cumprir a função de financiar o déficit público e ser instrumento de política monetária para o BCB. Inclusive, quando lançou-se a LTN, título destinado às operações de mercado aberto do BCB, abriu-se espaço, via Lei complementar nº 12, de 08 de novembro de 1971, para que ela também funcionasse para financiar o governo, ressaltando os primeiros sinais da fusão entre esses mercados.

Neste contexto já se esboçava uma característica peculiar da dívida pública brasileira que se estende à atualidade, seu perfil de curto prazo. Em meio a períodos conturbados, de elevada incerteza diante da aceleração inflacionária e queda do crescimento econômico, observou-se a preferência dos investidores por títulos públicos pós-fixados em detrimento dos

prefixados. Entretanto, mesmo diante de cenários mais otimistas e de melhor dinâmica econômica, o perfil dos investimentos no Brasil, inclusive da dívida pública, continuou majoritariamente de curto prazo, com os agentes demandando segurança, que se traduzia em alta rentabilidade, liquidez e baixo risco, algo que apenas títulos públicos oferecia no Brasil daquela época.

Neste sentido, a criação do SELIC em 1979 confirmou uma institucionalidade na economia brasileira que balizava também toda a estrutura do SFN, contribuindo para a manutenção desse perfil de curto prazo dos investimentos no País, e, mais do que isso, gerando outras consequências, em linha com o argumento subjacente à hipótese deste trabalho. A partir do SELIC as diferenças nos títulos que operacionalizam as políticas monetária e de gestão de dívida, ou seja, a distinção entre o mercado de dívida pública e o mercado monetário, deixaram de existir. Com a nova forma de liquidação dos títulos públicos, sempre que qualquer título for negociado tem-se, simultaneamente, a transação de reservas bancárias. Com isto, os títulos públicos passaram a funcionar como substitutos quase perfeitos das reservas bancárias.

Essa questão da substitutibilidade entre reservas bancárias e títulos públicos decorrente desta forma de liquidação, implicou em problemas relacionados à dinâmica bancos-BC. Como as reservas bancárias, à exceção das compulsórias, não são remuneradas, enquanto que os títulos públicos sim, os bancos se deparam com um *trade-off* relacionado à quantidade de reservas que devem manter em relação aos ativos que devem adquirir e ao total de seu passivo. Em consequência, um dos problemas atuais da institucionalidade do SELIC são as altas taxas de juros cobradas do público pelos bancos e instituições financeiras, uma vez que suas próprias reservas, voluntárias, técnicas e sobras de caixa, encontram meio de serem remuneradas sem risco e alta liquidez.

Porém, caso as consequências da institucionalidade criada com o SELIC se circundassem apenas nessa questão da dinâmica bancos-BC, seria mais fácil discutir soluções, que poderiam relacionar-se, por exemplo, à mudança na forma de liquidação dos títulos públicos. Ocorre que com a criação do SELIC, mas também com toda a institucionalidade criada no período de alta inflação no País, que impediu o colapso do mercado de títulos públicos e o descontrole dos juros do BCB em meio à hiperinflação, através de ações tanto do BCB quanto do TN, como o mecanismo de zeragem automática, a indexação financeira e a oferta de ativos de curto e curíssimo prazo aos agentes, observam-se na atualidade outros problemas decorrentes do SELIC. O sucesso alcançado no período da hiperinflação trouxe custos que se estendem à atualidade.

Neste sentido, pode-se concluir que no SELIC observa-se a cultura dos investidores no Brasil pela busca de ativos que lhes gerem rentabilidade e baixo risco. De outro lado, o BCB e o TN, condicionados à própria estrutura financeira criada com o SELIC, atendem a essa demanda, seja pelo uso extensivo das operações compromissadas não apenas como um instrumento de política monetária, mas também como um ativo altamente demandado por fundos de investimentos, por exemplo, seja pela oferta de títulos públicos para fins fiscais que praticamente não possuem risco e ainda oferecem rentabilidade real certa, pois são pós-fixados para se readjustarem à inflação, como as LFT. Ressalta-se ainda, neste contexto, a possibilidade dos bancos, ao terem as operações compromissadas como um ativo, utilizarem-se delas como fundo de aplicação de recursos que captam do público, a exemplo do que se conhece como a cultura dos certificados de depósitos bancários, o CDB.

Como consequência, o curto prazo prevalece no País e a gestão das políticas monetária e de dívida pública carregam custos. Na política monetária, com a perda do efeito riqueza como canal de transmissão, por conta da pós-fixação dos títulos públicos componentes da dívida mobiliária e também operacionalizadas nas operações compromissadas, e ainda pelo efeito renda às avessas, a taxa de juros básica do BCB precisa permanecer em patamares elevados para ter eficácia em promover a convergência da inflação para a meta. Enquanto isso, como parte-se da taxa SELIC para a definição de outras taxas, inclusive do rendimento dos títulos públicos, pelo lado da política de gestão da dívida pública e financiamento do governo há problemas, tais como o alto custo e a alta volatilidade da dívida.

Ainda, esta estrutura financeira coloca outro problema à economia brasileira: as dificuldades em se estabelecer um mercado de capitais eficiente no País. Assim, o custo do investimento produtivo no Brasil torna-se muito alto, em termos tanto de custo efetivo de financiamento, sobretudo pós-TLP⁴⁷, quanto de custo de oportunidade. Isso talvez ajude a explicar as taxas baixas de investimento na economia brasileira desde início dos anos 1990.

Apesar de se reconhecerem todas as dificuldades impostas à economia brasileira pelo modo de funcionamento do SELIC, que baliza toda a estrutura financeira do País, entende-se ser difícil a ruptura desse *modus operandi*, que funciona há mais de quarenta anos, no curto

⁴⁷ A TLP (Taxa de Longo Prazo) foi criada em 2017, em substituição à TJLP, no intuído de, por um lado, dar mais realismo às taxas dos financiamentos concedidos pelo BNDES e, por outro lado, eliminar os subsídios implícitos custeados pelo TN ao fazer capitalizações ao BNDES. Conforme discute Terra (2018), os propositores dessa mudança atrelavam os problemas ao financiamento de longo prazo no País à configuração da TJLP e não da SELIC. Conforme observou-se nesse trabalho, a questão é muito mais estrutural e relacionada à todo o SFN do que apenas pontual do que parece se indicar com a nova forma de cálculo da taxa de juros dos financiamentos do BNDES.

prazo. Muitos dos autores que trabalham com o tema apontam a extinção das LFT ou a mudança na forma de liquidação dos títulos públicos como soluções aos problemas inerentes ao mercado de dívida pública brasileiro. Entretanto, a institucionalidade do mercado SELIC é algo estrutural e que, pela própria natureza de mercados de dívida pública, que são *benchmark* para contratos privados de dívida, espraia-se por toda a estrutura do SFN. Dessa forma, qualquer alteração ou solução que venha a ser proposta deve levar em conta a reestruturação da forma pela qual o SFN funciona há anos, o que envolve os comportamentos de famílias, empresas, inclusive das instituições que formam o SFN, do governo e até mesmo de agentes do resto do mundo que aplicam no Brasil. Logo, mudanças devem ser pensadas para surtirem efeito em longo prazo. Elas só não podem deixar de existir.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, I. F. **Composição da dívida pública brasileira e a crise de 2002: uma análise contrafactual de estratégias alternativas.** 2007. 51 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2007. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/1613/043202024_Dissertacao_Iana_Ferrao.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 20/08/2018.

AMANTE, A.; ARAÚJO, M.; JEANNEAU, S. *The search for liquidity in the Brazilian domestic government bond market. BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements June*, 2007. Disponível em: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0706h.pdf>. Acesso em: 25/11/2018.

AMARAL, R. Q.; OREIRO, J. L. A relação entre o mercado de dívida pública e a política monetária no Brasil. **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, vol. 12, n. 3, p. 491-517, set/dez., 2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-98482008000300004&lng=en&nrm=iso&tlang=pt>. Acesso em: 20/07/2018.

ARAÚJO, C. H. V. Mercado de Títulos Públicos e Operações de Mercado Aberto no Brasil – aspectos históricos e operacionais. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, Banco Central do Brasil: Brasília, n. 12, p. 1-60, jan. 2002. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/conteudo/depec/NotasTecnicas/2002nt12mercadotitulopublicop.pdf>>. Acesso em: 04/02/2018.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, 2006.

ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 229-244, 2006.

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Introdução. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 15-39, 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Mercado Aberto**. Banco Central do Brasil: Brasília, Palestras – BC e Universidades, 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/Pre/bcUniversidade/Palestras/BC%20e%20Universidade%2011-11-2005.pdf>. Acesso em 15 jul. 2017.

_____. **Carta Circular**, n. 3587. Banco Central do Brasil: Brasília, 2012. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/49228/Circ_3587_v3_P.pdf>. Acesso em 02 nov. 2018.

_____. **Carta Circular**, n. 3692. Banco Central do Brasil: Brasília, 2015. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48581/C_Circ_3692_v1_O.pdf>. Acesso em 03 nov. 2018.

_____. **Títulos Públicos e Gestão da Dívida Mobiliária.** Banco Central do Brasil: Brasília, Série perguntas mais frequentes, 2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2006-T%C3%ADtulos%20P%C3%A3blicos%20e%20Gest%C3%A3o%20da%20Dívida%20Mobil%C3%ADa.pdf>. Acesso em 20 mar. 2018.

_____. **Estatística de Operações – SELIC: evolução mensal por tipo de operação.** Banco Central do Brasil: Brasília, 2018a. Disponível em: <<https://www4.bcb.gov.br/pom/demab/estatistica/evolmensal.asp?idpai=SELICESTATOP&operacao=1024>>. Acesso em: 25 jul. 2018.

_____. **SGS - Sistema Gerenciador de Séries Temporais.** Banco Central do Brasil: Brasília, 2018b. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>>. Acesso em: 01/02/2019.

_____. **Nota para a Imprensa – dezembro/2018.** Banco Central do Brasil: Brasília, 2018c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https://www.bcb.gov.br%2Fhtms%2Finfecon%2Fdemab%2Fma201812%2Findex.asp>. Acesso em: 30/01/2019.

BANCO DO BRASIL (BB). BB Renda Fixa Simples. BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.: Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <https://www.bb.com.br/docs/portal/dtvm/inf22051699.pdf>. Acesso em 28/01/2019.

_____. **BB Multimercado LP Macro 200.** BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.: Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <<https://www.bb.com.br/docs/portal/dtvm/inf01394744.pdf>>. Acesso em: 28/01/2019.

_____. **BB Cambial Dólar LP 20 MIL.** BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.: Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <<https://www.bb.com.br/docs/portal/dtvm/inf00822063.pdf>>. Acesso em: 28/01/2019.

_____. **BB Ações Exportação.** BB Gestão de Recursos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.: Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: <https://www.bb.com.br/docs/portal/dtvm/inf05100213.pdf>. Acesso em: 28/01/2019.

BARBOSA, F. H. Mercado Aberto Brasileiro: análise dos procedimentos operacionais. **Ensaios Econômicos**, Rio de Janeiro, n. 160, p. 1-24, jan., 1990. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/568/1163.pdf?sequence=2&isAllowed=y>>. Acesso em: 22/04/2018.

_____. A Indexação dos Ativos Brasileiros: a experiência brasileira. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, vol. 47, n. 3, p. 373-397, jul./set., 1993. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/viewFile/580/7930>>. Acesso em: 22/04/2018.

_____. **O Sistema Financeiro Brasileiro.** Brasília, 1995. Mimeografado.

Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/265306972_O_SISTEMA_FIN>. Acesso em: 22/04/2018.

BARBOZA, R. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 35, n. 1 (138), p. 133-155, jan./mar., 2015. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572015000100133>. Acesso em: 12/12/2018.

BARROS, L. C. M. A Moeda Indexada: uma experiência brasileira. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, vol. 2, n. 1, p. 3-24, 1993. Disponível em: <<https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643297/10822>>. Acesso em: 15/12/2018.

BM&FBOVESPA. **Regulamento de Operações da Câmara de Compensação, Liquidação e Gerenciamento de Riscos de Operações no Segmento BOVESPA, e da Central Depositária de Ativos (CBLC)**. BM&FBOVESPA: São Paulo, 2010. Disponível em: <<https://www.renatrader.com.br/images/stories/legislacao/regulamentodeoperacoesclc.pdf>>. Acesso em: 12/11/2018.

BRADESCO. **LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS SOBRE O BRADESCO FDO DE INVESTIMENTO EM COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO RENDA FIXA MULTI-ÍNDICES LONGO PRAZO**. São Paulo, 2019. Disponível em: <<https://wwwss.shopinvest.com.br/infofundos/ConsultaInformativo.do?site=VAREJO&cnpjFundodo=05084445000110&codigoTipoDocumento=20>>. Acesso em: 29/01/2019.

_____. **LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS SOBRE O BRADESCO H FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES IBOVESPA**. São Paulo, 2019. Disponível em: <<https://wwwss.shopinvest.com.br/infofundos/ConsultaInformativo.do?site=VAREJO&codigoFundo=1644&codigoTipoDocumento=20&nomeFundo=BRADESCO%20H%20FIA%20IBOVESPA>>. Acesso em: 29/01/2019.

BRANDÃO C. A dívida pública interna, seus problemas e soluções – I parte. **Conjuntura Econômica**, São Paulo, vol. 43, n. 10, out., 1989a. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/58569/57048>>. Acesso em: 14/12/2018.

_____. A dívida pública interna, seus problemas e soluções – II parte. **Conjuntura Econômica**, São Paulo, vol. 43, n. 11, nov., 1989b. Disponível em : <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/58597/57082>>. Acesso em: 14/12/2018.

BRASIL. Lei de 15 de novembro de 1827. Do reconhecimento e legislação da dívida pública, fundação da dívida interna e estabelecimento da Caixa de Amortização. **Coleção de Leis do Brasil de 1827**, 15 nov. 1827. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim_-15-11-1827.htm>. Acesso em: 20/03/2018.

_____. Lei complementar, n. 12, de 08 de novembro de 1971. Regula o art. 69 da Constituição e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 08 nov. 1971.

Disponível: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp12.htm>. Acesso em: 20/09/2018.

_____. Decreto-Lei, n. 2376, de 25 nov. 1987. Dispõe sobre a dívida mobiliária interna da União, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 25 nov. 1987. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2376.htm>. Acesso em: 20/03/2018.

_____. Lei complementar, n. 101, de 04 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 05 mai. 2000. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp101.htm>. Acesso em: 20/04/2018.

_____. Lei n. 11.803, de 05 de novembro de 2008. Altera a Lei n. 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, dispõe sobre a utilização do superávit financeiro em 31 de dezembro de 2007, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 06 nov. 2008. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2007-2010/2008/Lei/L11803.htm>. Acesso em: 15/04/2018.

_____. Portaria n. 241, de 04 de junho de 2009. **Diário Oficial da União**, Brasília, 08 jun. 2009. Disponível em: <<http://pesquisa.in.gov.br/imprensa/jsp/visualiza/index.jsp?data=08/06/2009&jornal=1&pagina=21&totalArquivos=120>>. Acesso em: 22/04/2018.

BRUNET, J. P. J. **Política Monetária no Brasil, 1950-2005: objetivos e procedimentos operacionais**. 2006. 52 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2006.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL (CEF). **CAIXA FIC EXECUTIVO RF LONGO PRAZO**. Brasília, 2019. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/Downloads/aplicacao-financeira-laminas/LA_0058.pdf>. Acesso em: 29/01/2019.

_____. **CAIXA FIC ALOCAÇÃO MACRO MULT LP**. Brasília, 2019. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/downloads/aplicacao-financeira-laminas/LA_5492.pdf>. Acesso em: 29/01/2019.

_____. **CAIXA FIC CAMBIAL DOLAR**. Brasília, 2019. Disponível em: <http://www.caixa.gov.br/downloads/aplicacao-financeira-laminas/LA_5403.pdf>. Acesso em: 29/01/2019.

CARNEIRO, D. D. Letras Financeiras do Tesouro e normalidade financeira: haverá um “*peso problem*”? In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 197-218, 2006.

CARONI, E. **A influência da liquidez do mercado secundário de títulos públicos no custo da dívida pública**. 2009. 76 f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Florianópolis, 2009. Disponível em: <

<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/123619/Economia291581.pdf?sequencia=1&isAllowed=y>. Acesso em: 12/01/2018.

CARVALHO, C. E. Liquidez dos haveres financeiros e zeragem automática do mercado. **Revista de Economia Política**, vol. 13, n. 1 (49), jan./mar., 1993. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/PDF/49-2.PDF>>. Acesso em: 22/03/2018.

_____. Bancos e Inflação no Brasil: da crise dos anos 1980 ao Plano Real. In: V Congresso Brasileiro de História Econômica e 6ª Conferência internacional de História de Empresas, Caxambu, 2003. **Anais do V Congresso Brasileiro de História Econômica e 6ª Conferência internacional de História de Empresas**, Caxambu, 2003. Disponível em: <http://www.abphe.org.br/arquivos/2003_carlos_eduardo_carvalho_bancos-e-inflacao-no-brasil_da-crise-dos-anos-1980-ao-plano-real.pdf>. Acesso em: 22/05/2018.

CARVALHO, B.; GOLDFAJN, I.; PARNES, B. O que fazer com as Letras Financeiras do Tesouro? Estimando o custo de sua redução. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 337-350, 2006.

CARVALHO, F. C.; et al. **Economia Monetária e Financeira: teoria e política**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

CARVALHO, L. O.; MORAIS, J. F. M. Mercado primário da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 359-382, 2009.

CHICOSKI, D. **A indexação da dívida pública à taxa Selic: origem e a persistência após o Plano Real**. 2017. 176 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2017. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/20371/2/Davi%20Chicoski.pdf>>. Acesso em: 22/03/2018.

FANINI, V. **Dívida Pública Mobiliária e Mercado de Títulos Públicos**. 2005. 107 f. Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento Econômico) – Programa de Pós-graduação em Desenvolvimento Econômico da Universidade Federal do Paraná (UFPR), Curitiba, 2005. Disponível em: <<http://www.economia.ufpr.br/Teses%20Doutorado/Valter%20Fanini.pdf>>. Acesso em: 20/05/2018.

FERNANDES, O. A. **Dívida Mobiliária Pública e Financeirização da Riqueza: uma análise das singularidades do endividamento mobiliário interno no Brasil**. 2009. 243 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 2009. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/285682/1/Fernandes_OrlandoAssuncao_D.pdf>. Acesso em: 20/10/2017.

FERNANDES, O. A.; TUROLLA, F. A. A gestão da dívida mobiliária interna sob a hipótese do pecado original. **Brazilian Business Review (em linea)**, vol. 2, n. 2, p. 162-179, jul./dez., 2005. Disponível em: <

<http://www.spell.org.br/documentos/buscareduca/periodico/brazilian-business-review/ideca/2103>. Acesso em: 20/01/2018.

_____. Uma revisão de quarenta anos da dívida mobiliária interna (1964-2004). **Pesquisa & Debate**, São Paulo, vol. 17, n. 2 (30), p. 215-236, 2006. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/viewFile/11822/8547>>. Acesso em: 22/01/2018.

FIGUEIREDO, L. F.; MEGALE, C. O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 155-176, 2006.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI). *Guidelines for public debt management*. Washington, mar. 2001. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/guide.pdf>>. Acesso em: 20/11/2018.

FONTANA, G. *The making of monetary policy in endogenous money theory: an introduction*. **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 24, n. 4, p. 503-509, Summer, 2002. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/4538795?sid=21105099336341&uid=3737664&uid=2&uid=4>>. Acesso em 25 out. 2017.

FRANCO, G. H. B. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 273-296, 2006.

FULLWILER, S. T. *Timeliness and the Fed's daily tactics*. **Journal of Economic Issues**, vol. 37, n. 4, p. 851-80, 2003. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00213624.2003.11506634?journalCode=mjei20>>. Acesso em: 20/11/2018.

GARCIA, M. G. P., SALOMÃO, J. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 93-146, 2006.

GARSELAZ, P. S. **Dívida Pública: uma abordagem teórica, em relato histórico e o caso do Rio Grande do Sul**. 2000. 133 f. Dissertação (Mestrado em Administração Pública) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, 2000. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/3820/000344102.pdf?se>>. Acesso em: 20/07/2018.

GIELMAN, R. **Leilões primários de títulos públicos brasileiros: uma análise das Letras do Tesouro Nacional**. 2003. 107 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/10104>>. Acesso em: 25/07/2018.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002. Disponível em: <https://professores.faccat.br/moodle/pluginfile.php/13410/mod_resource/content/1/como_elaborar_projeto_de_pesquisa - antonio_carlos_gil.pdf>. Acesso em: 31/01/2019.

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. **Texto para Discussão/Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**. Rio de Janeiro: IPEA, n. 1514, dez., 2010. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1367/1/TD_1514.pdf>. Acesso em: 30/01/2019.

GOUDARD, G. C. **Para além da taxa de juros: a história do Mercado Selic no Brasil**. 2015. 207 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, 2015. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/132955>>. Acesso em: 22/09/2017.

HERMANN, J. A Macroeconomia da Dívida Pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002). Rio de Janeiro, IE-UFRJ: **Texto para Discussão**, n. 835, 2002. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/a_macroeconomia_da_divida_publica.pdf>. Acesso em: 20/08/2018.

HIGA, A. P.; AFONSO, J. R. Algumas Inter-relações da Política Fiscal com a Monetária, Cambial e Creditícia no Brasil. Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal, **Texto para Discussão**, n. 66, nov., 2009. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-66-algumas-inter-relacoes-da-politica-fiscal-com-a-monetaria-cambial-e-crediticia-no-brasil>>. Acesso em: 15/08/2018.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA). **IPEA-DATA**. Brasília, 2018. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em 25 out. 2018.

JALORETTO, C. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais. In: BACHA, E. (org.). **A crise fiscal e monetária brasileira**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, p. 67-85, 2016.

LAVOIE, M. *Endogenous Money: accommodationist*. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. (org.). **A Handbook of Alternative Monetary Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, p. 17-34, 2006.

_____. **Post-Keynesian Economics – New Foundations**. Cheltenham: Edward Elgar, 2014.

LAGIOIA, U. C. T. **Fundamentos do mercado de capitais**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LEISTER, M. D. O Banco Central deveria emitir títulos públicos? Brasília: Tesouro Nacional - **Textos para Discussão**, n. 26, 2016. Disponível em: <<https://www.google.com/search?q=O+Banco+Central+deveria+emitir+t%C3%ADtulos+p%C3%BAblicos%3F&oq=O+Banco+Central+deveria+emitir+t%C3%ADtulos+p%C3%BAblicos%3F&aqs=chrome..69i57.589j0j4&sourceid=chrome&ie=UTF-8#>>. Acesso em: 20/08/2018.

_____.; MEDEIROS, O. L. **Relacionamento entre autoridade fiscal e autoridade monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro.** Tesouro Nacional: Brasília, 2013. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/269523/Artigo_BCB_STN/b30f3a47-8a5a-41ec-9cd3-fd818682f167>. Acesso em: 04/12/2018.

_____.; _____. Relacionamento entre Autoridade Fiscal e Autoridade Monetária: a experiência internacional e o caso brasileiro. In: BACHA, E. (org.) **A crise fiscal e monetária brasileira.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, p. 119-151, 2016.

LOPREATO, F. L. C. Problemas de Gestão da Dívida Pública Brasileira. Campinas: IE/UNICAMP - **Texto para discussão**, n. 139, 2008. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1769&tp=a>>. Acesso em: 15/12/2017.

_____. BIANCARELLI, A. M.; CINTRA, M. A. M. (org). **Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro.** Brasília: IPEA, p. 261-292, 2014. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/cecon/images/arquivos/publicacoes/lopreato/DividaPublica.pdf>>. Acesso em: 15/12/2017.

LOUREIRO, A. S.; BARBOSA, F. H. Dívida Pública e Prêmio de Risco dos Títulos Públicos no Brasil. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, Brasília: n. 42, p. 1-28, nov. 2003. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/depec/NotasTecnicas/2003nt42DividaPubPremioRisco_TP_Bp.pdf>. Acesso em: 20/09/2018.

MAGALHÃES, L. C. G.; COSTA, C. R. Arranjos Institucionais, Custo da Dívida Pública e Equilíbrio Fiscal: a despesa “ausente” e os limites do ajuste estrutural. **Texto para Discussão/Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.** Rio de Janeiro: IPEA, n. 2403, ago., 2018. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2403jjj.pdf. Acesso em: 22/09/2018.

MINELLA, A. **A Indexação dos Contratos Financeiros em Contexto de Alta Inflação: o caso brasileiro (1964-1990).** 1995. 296 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 1995. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/bitstream/REPOSIP/286078/1/Minella_Aandre_M.pdf>. Acesso em: 15/11/2018.

MOCHÓN, F. M.; TROSTER, R. L. **Introdução à Economia.** São Paulo: *Makron Books*, 1999.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Quinze anos de rigidez monetária no Brasil pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 32, n. 3 (128), p. 389-411, jul./set., 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v32n3/03.pdf>>. Acesso em: 20/01/2019.

MORAES, P. L. B. As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública –**

tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 255-260, 2006.

MOURA, A. R. Letras Financeiras do Tesouro: *quosque tandem?* In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento.** Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 245-254, 2006.

NAKANO, Y. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. **Revista Conjuntura Econômica**, São Paulo, vol. 59, n.11, p. 10-12, 2005. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rce/article/view/28218/27093>. Acesso em: 20/11/2017.

NYAWATA, O. *Treasury Bills and/or Central Bank Bills for Absorbing Surplus Liquidity: The Main Considerations. IMF Working Paper*, vol. 12, n. 40, jan., 2012. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Treasury-Bills-and-Or-Central-Bank-Bills-for-Absorbing-Surplus-Liquidity-The-Main-25697>>. Acesso em: 20/09/2018.

OLIVEIRA, G. C. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia: vol. 24, n. 2, p. 7-26, jan./jun., 2010. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/view/3749/7855>>. Acesso em: 15/11/2018.

OLIVEIRA, G. C.; CARVALHO, C. E. Indexação Financeira e Comportamento Pró-cíclico da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna no Brasil. **Análise Econômica**, Porto Alegre, ano 28, n. 53, p. 7-36, mar. 2010. Disponível em: <https://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/6857>. Acesso em: 16/11/2018.

PAIM, B. **Oferta de Moeda Endógena e Taxa de Juros Exógena: as visões keynesiana e pós-keynesianas.** 2014. 154 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Porto Alegre, 2014. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/109283>>. Acesso em: 20/11/2017.

PARTIDO DO MOVIMENTO DEMOCRÁTICO BRASILEIRO (PMDB). **Uma ponte para o futuro.** Brasília, 29 out., 2015. Disponível em: <<https://www.fundacaoulysses.org.br/wp-content/uploads/2016/11/UMA-PONTE-PARA-O-FUTURO.pdf>>. Acesso em: 15/07/2017.

PASTORE, A. C. A Reforma Monetária do Plano Collor. **R. Bras. Economia.** Rio de Janeiro, vol. 45 (espec.), p. 157-74, jan., 1991. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/477>>. Acesso em: 22/11/2018.

_____. Por que a política monetária perde eficácia? **R. Bras. Economia.** Rio de Janeiro, vol. 50, n. 3, p. 281-311, jul./set., 1996. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/viewFile/675/2362>>. Acesso em: 15/11/2018.

_____. As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária. In: BACHA, E.L.; OLIVEIRA FILHO, L.C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 261-272, 2006.

PAULA, L. F. R. Liquidez e zeragem automática: crítica da crítica. **Estudos Econômicos**. São Paulo: vol. 26, n. 3, p. 411-439, set./dez., 1996. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/ee/article/download/116800/115354>>. Acesso em: 20/07/2018.

_____.; SANGOI, R. Compromissadas, a jabuticaba brasileira. **Valor Econômico**, São Paulo, 24 jun., 2016. Disponível em: <<http://www.luizfernandodepaula.com.br/ups/compromissadas-a-jabuticaba-brasileira-valor-24.pdf>>. Acesso em 15/12/2018.

_____.; MARCONI, N. Uma proposta de extinção da indexação financeira na dívida pública no Brasil. **Dossiê V da AKB – O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros**. São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira (AKB), p. 188-198, jul. 2018. Disponível em: <<https://associacaokeynesianabrasileira.files.wordpress.com/2018/07/dossic3aa-v-o-brasil-pc3b3s-recessc3a3o-das-origens-da-crise-c3a0s-perspectivas-e-desafios-futuros1.pdf>>. Acesso em: 22/11/2018.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 57-80, 2009.

PELÁEZ, C. M.; SUZIGAN, W. **História Monetária do Brasil**. 2^a ed .Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1981.

PELLEGRINI, J. A. As Operações Compromissadas do Banco Central. Brasília: Instituição Fiscal Independente, **Estudos Especiais**, n. 3, out. 2017. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/533520/Estudo_OpCompromissadas.pdf?sequence=1>. Acesso em: 20/11/2017.

PEREIRA, F. M.; PEDRAS, G. B. V.; GRAGNANI, J. A. Mercado Secundário da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 415-442, 2009.

PROITE, A. Venda de títulos públicos pela internet: Programa Tesouro Direto. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 443-466, 2009.

POOLIN, R. *Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence*. **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 13, n. 3, p. 366-396, Spring, 1991. Disponível em: <<http://www.jstor.org/discover/10.2307/4538249?sid=21105099336341&uid=4&uid=3737664>>. Acesso em 20 set. 2017.

RAMALHO, V. Zeragem automática no mercado aberto e controle monetário. **Revista Estudos Econômicos**, vol. 25, n. 1, jan./abr. 1995.

RESENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C (org.). **Mercado de Capitais e dívida pública – tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, p. 219-228, 2006.

RIBEIRO, E. M. O. **A Demanda de Reservas Bancárias no Brasil**. 2004. 60 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Escola de Pós-graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV), Rio de Janeiro, 2004.

ROCHA, K. L. Estrutura institucional e eventos recentes na administração da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 131-148, 2009.

SANTANDER. **SANTANDER FIC RENDA FIXA SIMPLES**. São Paulo, 2019. Disponível em:

<https://www.santander.com.br/portal/pam/script/lamina/LaminaFundoAsset.do?codFundo=1433>. Acesso em: 29/01/2019.

_____. **SANTANDER STAR LONG & SHORT DIRECIONAL MULTIMERCADO FIC FI**. São Paulo, 2019. Disponível em:
<https://www.santander.com.br/portal/pam/script/lamina/LaminaFundoAsset.do?codFundo=1576>. Acesso em: 29/01/2019.

SILVA, A. L. P. **Liquidez e microestrutura do mercado de títulos públicos no Brasil**. 2004. 123 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVA, G. M. **O mercado de dívida pública: uma proposta para induzir a formação da estrutura a termo da taxa de juros**. 2006. 180 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Campinas, 2006. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/bitstream/REPOSIP/285519/1/Silva_GustavoMartinsda_M.pdf>. Acesso em: 15/11/2018.

SILVA, A. C. Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 33-56, 2009.

_____.; GARRIDO, F. E. P.; CARVALHO, L. O. Evolução recente do mercado de títulos da Dívida Pública Federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 281-306, 2009.

_____.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. Introdução. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 281-306, 2009.

SILVA, A. D. B. M.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 101-130, 2009.

SILVA FILHO, T. N. T. **A Política Monetária e os Procedimentos Operacionais do Banco Central (um estudo do mecanismo de zeragem automática)**. 1996. 204 f. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) - Programa de Pós-Graduação em Economia de Empresas da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV), São Paulo, 1996. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5444/1199700552.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em: 15/10/2017.

SILVA, C. G.; PIRES, M. C. C.; TERRA, F. H. B. Efeitos da Gestão da Dívida Pública sobre o Equilíbrio Macroeconômico: uma análise do caso brasileiro. In: 40º Encontro Nacional de Economia – ANPEC, Porto de Galinhas, 2012. **Anais do 40º Encontro Nacional de Economia – ANPEC**, Porto de Galinhas, 2012. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files_I/i3-4ec95a3894ed49acb49b70625a79919c.pdf>. Acesso em: 15/11/2018.

SILVINO, M. N. Interligações com o Selic. In: Fórum Sistema De Pagamentos Brasileiro – Banco Central do Brasil, Brasília, 2016. Anais do **Fórum Sistema De Pagamentos Brasileiro** – Banco Central do Brasil, Brasília, 2016. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pom/spb/seminarios/2016_Dez_ForumSPB/Links%20em%20deposit%C3%A1rios%20centrais_Selic.pdf>. Acesso em: 13/12/2018.

TERRA, F. H. B. **A Dívida Líquida do Setor Público no Brasil Pós-Real: uma interpretação keynesiana**. 2011. 161 f. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Porto Alegre, 2011. Disponível em: <<https://lume.ufrgs.br/handle/10183/36100>>. Acesso em: 12/12/2018.

_____.; SILVA, C. G.; PIRES, M. C. C. Efeitos da gestão da dívida pública sobre a política monetária, as finanças públicas e o equilíbrio macroeconômico: uma análise do caso brasileiro. In: XVII Prêmio Tesouro Nacional, Brasília, 2012. **Anais do XVII Prêmio Tesouro Nacional**, Brasília, 2012. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/325345/Tema1_2oLugar_Fabio_Henrique_Bittes_Terra_081.pdf>. Acesso em: 20/11/2018.

_____.; SILVA, G. J. C. A armadilha ao investimento produtivo no Brasil: uma análise dos custos de oportunidade dos ativos financeiros. **Dossiê da Crise IV: a economia brasileira na encruzilhada**. São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira (AKB), p. 87-106, out., 2013.

_____. A TLP: um erro de cálculo. **Revista Rumos**, Brasília, vol. 299, p. 16-17, mai./jun., 2018. Disponível em: <<http://abde.org.br/wp-content/uploads/2018/07/16-e-17.pdf>>. Acesso em 02/02/2019.

_____.; FERRARI FILHO, F. Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público: uma análise para o governo federal brasileiro no período 2000-2016. **Concurso X Prêmio SOF de Monografias**, Escola de Administração Fazendária, Brasília, 2018. Disponível em: <<http://esaf.fazenda.gov.br/assuntos/pesquisas-e-premios/premio-sof/x-premio-sof/x-premio-sof-de-monografias>>. Acesso em 02/02/2019.

TESOURO NACIONAL (TN). **Regulamento Tesouro Direto.** Tesouro Nacional: Brasília, 2017. Disponível em: <<http://www.stn.fazenda.gov.br/tesouro-direto-regras-do-tesouro-direto>>. Acesso em: 12/12/2018.

_____. **FAQ: Dívida Pública - Conceitos Básicos.** Tesouro Nacional: Brasília, 2018a. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/conceitos-basicos-faq>>. Acesso em: 20/09/2018.

_____. **Séries Temporais.** Tesouro Nacional: Brasília, 2018b. Disponível em: <<https://sisstn.tesouro.gov.br/series-temporais-ext/#>>. Acesso em: 20/09/2018.

_____. **Portaria STN, nº 90.** Tesouro Nacional: Brasília, 2018c. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/342765/Portaria_90.pdf>. Acesso em: 05/11/2018.

_____. **Leilões.** Tesouro Nacional: Brasília, 2018d. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/leiloes>>. Acesso em: 07/11/2018.

_____. **Tesouro Direto – Perguntas Frequentes.** Tesouro Nacional: Brasília, 2018e. Disponível em: <<http://www.tesouro.gov.br/tesouro-direto-perguntas-frequentes#this>>. Acesso em: 12/12/2018.

_____. **Relatório Mensal Dívida Pública Federal.** Tesouro Nacional: Brasília, 2018f. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695667/Texto_RMD_Nov_18.pdf/037843ec-64ee-41ec-bc3f-d36e5a58df14. Acesso em: 10/01/2019.

VENCESLAU, H. M.; PEDRAS, G. B. V. Organização do mercado financeiro no Brasil. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (org.). **Dívida pública: a experiência brasileira.** Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, p. 339-358, 2009.