

# É hora de abandonar as muletas da moeda indexada

*Substituir gradualmente as LFTs por títulos flutuantes permitiria alongar naturalmente a dívida pública.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
8 de setembro, 2005

Recentemente, o Tesouro Nacional (TN) anunciou que vai recomprar todo o estoque remanescente dos famosos *C-Bonds*, que foram, durante muitos anos, a principal estrela do mercado das dívidas externas de mercados emergentes. Os *C-Bonds* trazem a marca de uma página que se quer virar definitivamente, a do *default* da dívida externa na década de oitenta. Vários países já fizeram o mesmo, e os títulos oriundos das renegociações da dívida soberana sob a égide do Plano *Brady* estão desaparecendo, substituídos por outros títulos mais adequados às novas condições de mercado.

Quanto à dívida interna, a grande alteração positiva tem sido a redução da parcela do passivo indexado ao dólar. Já tendo representado mais de um terço da dívida interna, a dívida vinculada à taxa de câmbio encontra-se hoje reduzida a modestos 4%. Desde 2003, a dívida cambial tem sido sistematicamente substituída por dívida prefixada em reais, cuja participação hoje perfaz 21,5% da dívida interna.

O problema da composição da dívida interna permanece sendo a excessiva importância dos títulos indexados à taxa Selic, que é hoje superior a 55%. As atuais LFTs (Letras Financeiras do Tesouro) são as herdeiras das LBCs (Letras do Banco Central), criadas em 1986 para permitir ao governo minimizar o pagamento dos juros na época da moeda indexada. Tal como os *C-Bonds* e a dívida interna vinculada ao dólar, as LFTs também deveriam ser gradativamente aposentadas.

A principal razão pela qual o recurso excessivo aos títulos vinculados ao dólar e à taxa Selic deve ser evitado reside no comportamento dos respectivos indexadores durante as crises. Em tempos ruins, como na crise asiática (1997) e na crise da eleição de 2002, o capital tende a fugir do país, causando recessão e depreciação cambial. A reação do Banco Central (BC) é a de subir os juros, tentando mitigar a fuga de capitais e evitar o agravamento da recessão que adviria de uma depreciação ainda maior.

Ou seja, durante as crises, justamente quando o orçamento fiscal está sob mais tensão, a indexação ao dólar e à Selic contribui para piorar a situação fiscal. Para o governo, é situação análoga à de um cidadão que contrai uma hipoteca cujo contrato preveja aumento dos juros se o tomador perder o emprego! Ainda que os juros pagos pelo TN nos títulos vinculados ao câmbio e à Selic fora das crises sejam normalmente menores dos que os pagos em outros tipos de títulos (prefixados ou indexados a índices de preços internos), o aumento do risco representado pela maior vulnerabilidade às crises

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

recomenda uso parcimonioso da indexação ao câmbio e à Selic. Mais da metade da dívida indexada à Selic é certamente um exagero que deve ser modificado.

Em recente debate sobre o assunto, um ex-presidente do BC sugeriu uma idéia interessante para reduzir a maciça indexação da dívida pública à Selic. Trata-se da substituição gradual das LFTs vincendas por títulos cuja indexação à Selic não seja diária. As atuais LFTs pagam o acúmulo (*accrual*) das taxas (diárias) Selic. Os novos títulos pagariam o acúmulo dos juros de maturidades mais longas do que um dia. Por exemplo, o TN emitiria um título de três anos que pagaria o acúmulo das seis taxas semestrais de juros prefixados vigentes no início de cada um de seus seis semestres. Esse tipo de título com taxas de juros flutuantes é comum em vários mercados internacionais, e o cálculo acima descrito é semelhante ao utilizado para títulos flutuantes com indexação à *Libor* (*London Interbank Offered Rate*).

Se bem sucedida, a substituição das LFTs pelos títulos flutuantes promoveria substancial aumento da duração da dívida pública, que é a mais importante medida de quão longa é a dívida. A duração da dívida interna, atualmente inferior a um ano, está inversamente ligada ao impacto fiscal negativo do aumento dos juros durante as crises. Ao aumentar a duração da dívida pública, reduz-se o risco do endividamento público e, conseqüentemente, o risco sistêmico da economia. Tudo isso torna as crises menos prováveis e aumenta a probabilidade de o país crescer mais por mais tempo.

Há, contudo, inúmeros obstáculos a tal mudança. O mais evidente advém do fato de nosso mercado financeiro ter ficado “viciado” nas taxas diárias (Selic e CDI). Um administrador típico de fundo de investimentos não quererá, ou até mesmo não poderá, comprar títulos flutuantes no lugar das LFTs se for obrigado a prover diariamente rentabilidade igual ou maior do que a do CDI. É necessário que a estrutura da demanda final pelos fundos passe a refletir a nova estrutura da oferta dos títulos. Seria extremamente arriscado se os fundos proovessem garantia diária de rentabilidade igual ou superior à Selic ou ao CDI, mas tivessem títulos flutuantes em seus ativos. O alongamento da duração da dívida pública tem que passar necessariamente pela alteração da demanda final dos fundos.

A mudança da estrutura da demanda final dos fundos envolve múltiplos aspectos, do cultural ao regulatório. A boa notícia é que estamos em um período bastante propício a tal mudança. Isto porque a expectativa é que a trajetória futura da taxa Selic seja declinante. O alongamento torna-se particularmente atraente em períodos de queda da taxa real de juros como o atual. É preciso, portanto, aproveitar o momento.

O alongamento da duração proveniente da substituição das LFTs pelos títulos flutuantes—aliado aos movimentos já existentes de ampliação da parcela dos títulos prefixados e indexados a índices de preços—não representará um alongamento artificial. Representará, sim, alongamento natural, advindo da redução do risco sistêmico da economia brasileira, mercê da perseverança em políticas econômicas consistentes. Os novos títulos flutuantes e as modificações que deverão ser introduzidas na indústria de fundos para permitir o alongamento constituem inovações financeiras que visam adaptar o mercado financeiro à nova realidade de uma economia com risco sistêmico mais baixo. As LFTs são muletas que nos foram muito úteis para claudicar na época da moeda indexada. Para podermos correr no mundo atual, contudo, é preciso deixá-las de lado. O caminho para isso é gradual, mas o objetivo final deve ser o de dar

aos títulos indexados à Selic participação tão reduzida quanto a que hoje têm os títulos indexados ao dólar.