

## **Alongamento da Dívida Pública**

**Rubens Penha Cysne**

É interessante observar a variação nos indexadores dos títulos da dívida pública mobiliária ocorrida antes e depois do Real. Comparando-se a posição no período de seis meses antes do Real (dezembro de 1993) com a posição mais recente, em maio de 1997, observa-se uma severa redução da indexação da dívida pública pelo IGP-M (de 42,1% para 2,6%), contrabalançada por uma grande elevação relativa dos títulos prefixados (de 26,4% para 59,4%) e dos títulos indexados à taxa Over-Selic (de 3,8% para 19,3%). Estes números mostram que a indexação aos preços tem sido substituída por indexação ao juro (TR ou SELIC) ou pela dívida com remuneração prefixada, majoritariamente de curto prazo. Ocorre que ambos dificultam a eficácia da política monetária. A indexação aos juros, através de seu efeito positivo sobre a renda disponível do setor privado, e conseqüentemente sobre a demanda, sempre que a política monetária contracionista implica em elevação dos mesmos. A dívida de curto prazo com remuneração prefixada, por aproximar-se bastante de uma dívida indexada aos juros.

Isto posto, cabe a seguinte pergunta: tendo em vista a necessidade do governo de financiar seu desequilíbrio fiscal, bem como seu intento de aumento a maturidade da dívida interna, qual seria, a melhor trajetória de denominação da dívida daqui para a frente: em dólar, TR, Selic, IGP-M, ou simplesmente prefixada em Reais?

A pergunta não comporta uma resposta simples e precisa, mas diversas prós e contras que precisam ser devidamente analisados. Do ponto de vista do governo, uma dívida com duração (maturidade) mais elevada seria mais adequada. O problema consiste em estabelecer precisamente a fronteira da relação custo - benefício de tal empreitada no momento atual, tendo em vista que os credores costumam exigir maiores retornos para títulos cujo resgate se encontra mais distante no tempo. O problema consiste em otimizar esta relação custo - benefício em função da composição de denominação (indexação) da dívida.

Do ponto de vista teórico, há diversos elementos a serem levados em consideração neste sentido, como a existência de uma variedade de títulos suficiente para satisfazer aos diferentes agentes econômicos (completamento de mercado), possível assimetria de informação entre o governo (que teria maiores informações) e o setor privado, possível perigo de extensão da indexação da dívida pública a outros ativos e passivos privados, bem como, em última instância, aos salários (o que seria ruim, evidentemente) etc.

Do ponto de vista empírico, há de se avaliar, dado o prazo da dívida: a) qual a redução de custo de colocação proporcionado por cada um dos indexadores possíveis, em relação a uma colocação de títulos prefixados, bem como b) a magnitude, para efeitos da condução de política monetária, do efeito sobre o consumo privado de uma elevação da taxa de juros. Sabe-se que este último fator não é muito relevante nos Estados Unidos, onde a

riqueza financeira é ofuscada pela riqueza em capital humano. Mas pode ser importante no Brasil, o que sugeriria uma vantagem adicional (além do alívio de caixa) de se aumentar o prazo médio de maturação da dívida.

Pragmaticamente, é preciso reconhecer que a necessidade de cláusulas de indexação de dívidas é particularmente importante no Brasil, frente a outros países, no período mais recente, devido ao conhecido problema de inconsistência intertemporal, no qual temos sido bastante pródigos. Trata-se este do problema de que promessas feitas na data  $t$  a respeito de comportamento na data  $t+1$  podem não representar o ótimo na data  $t+1$ , levando a um comportamento intertemporalmente inconsistente. Exemplos neste sentido são vários no Brasil, no que diz respeito à condução de política econômica. Alguns, apenas surpreendendo o setor privado (como quando da introdução da acidentalidade no cálculo da correção monetária, na década de 70), outros agredindo frontalmente atos jurídicos perfeitos.

O último exemplo de inconsistência intertemporal (sem entrar no mérito se o saldo foi positivo ou negativo) veio no seio do próprio Plano Real, com o polêmico artigo 38 da M. P. que o introduziu, que modificou a remuneração dos títulos indexados ao IGP-M e gerou disputas judiciais de alguns bancos com o governo. Há também casos de inconsistência intertemporal que beneficiam os devedores do setor privado, como por exemplo as súbitas anistias fiscais, parciais ou integrais, e os descontos inusitados para quitação de débitos junto ao SFN (deve-se lembrar que este tipo de inconsistência também pode ser nocivo -subotimalidade-, pois as anistias podem gerar a perspectiva de perdões futuros para os inadimplentes, o que acaba por estimular a sonegação, reduzindo-se a receita total ao longo do tempo, ainda que o governo que a introduz possa ter ganhos temporários de receita).

O problema maior é que a inconsistência intertemporal no Brasil tem sido tão elevada que mesmo as cláusulas de indexação não são capazes de possibilitar, a custos razoáveis, uma maturidade da dívida compatível com aquela de países industrializados. De fato, a mudança das regras do jogo com um indexador (por exemplo, IGP-M) acaba por afetar a credibilidade dos credores em todos os demais. A saída para os credores está em antever as possíveis mudanças de comportamento do governo, o que só é possível em um curto espaço de tempo. É devido a esta constante necessidade de poder de alteração de portfolio que os credores passam assim a exigir da dívida pública não apenas indexadores, mas, fundamentalmente, remunerações exponencialmente crescentes com a sua maturidade efetiva (referimo-nos à maturidade efetiva para incluir também possíveis operações de acordos de recompra). O setor privado se considera muito mais capaz, com um prazo de um ou dois meses, de antecipar inconsistências intertemporais da parte do governo, do que no prazo de um ou dois anos. É claro que este fato ocorre com qualquer devedor em qualquer país. A diferença é que no Brasil isto ocorre muito mais do que na maioria dos outros países. Qual a solução então, se o objetivo é alongar o prazo da dívida ?

A melhor solução leva tempo para se conseguir. Tratar-se-ia de criarem-se instituições estáveis e críveis. Um sistema legislativo e jurídico eficiente, um Orçamento da União eficientemente discutido e um Banco Central que garantisse o valor da moeda em

qualquer circunstância, e que fosse percebido como tal, nos livraria desta assimetria em relação ao resto do mundo civilizado. Evidentemente, este primeiro melhor só se tornaria factível com o encaminhamento e solução dos problemas atuais de origem fiscal.

Na ausência desta possibilidade, e supondo-se que o governo pretendesse mostrar mudança de comportamento daqui para a frente, a indexação da dívida aos preços (IGP-M ou outro índice qualquer), voluntária e parcial, para prazos acima de um ano, poderia ser utilizada para satisfazer parte do apetite por segurança dos credores. O problema com esta estratégia paliativa, contudo, reside no temor, da parte do governo, de que a indexação novamente se generalize, alcançando salários e outros rendimentos.

Sabe-se que a indexação dos títulos da dívida aos preços, contanto que restrita a este setor, não é macroeconomicamente incoerente nem incompatível com controle inflacionário. Estados Unidos e Inglaterra, países que apresentam um grau bem mais reduzido de inconsistência intertemporal, e portanto menor necessidade de oferecer seguro da dívida contra a inflação ou outros males, têm utilizado dívida pública indexada aos preços. Mesmo no Brasil, a correção monetária da dívida pública foi introduzida em um período, entre 1964 e 1966, em que o país logrou reduzir sua inflação anual de 90% para 25%. Pode-se inclusive mostrar, teoricamente, que a indexação da dívida pública aos preços é especialmente recomendável no caso, como parece ocorrer no Brasil, em que os rendimentos do trabalho e os rendimentos dos mercados acionários se correlacionam negativamente com a inflação.

Mas as perspectivas de se elevar substancialmente a maturidade média da dívida pública com este artifício são reduzidas, pelos motivos aqui expressos. Em adição, há sempre o trauma da generalização da indexação, por parte do governo. Teme-se a pressuposição, da parte dos agentes econômicos, na veracidade do errôneo princípio de que todos os rendimentos devem ser iguais perante a correção monetária.

**Rubens Penha Cysne é Diretor de Pesquisas e Diretor do CERES - Centro de Estudos de Reforma de Estado da EPGE/FGV**