

Dívida pública: Como alongá-la baixando os juros?

Márcio G. P. Garcia¹

É desejável um aumento substancial da participação dos títulos indexados a índices de preços no total de nossa dívida pública, como forma de transição mais rápida para uma economia de moeda forte no longo prazo.

O gráfico mostra a evolução da dívida pública mobiliária federal e de sua composição desde o início do plano Real, bem como a evolução recente da maturidade média da parte da dívida colocada voluntariamente junto ao mercado. Duas características saltam aos olhos: a dívida cresceu assustadoramente desde meados de 1995, e sua maturidade, ainda que tenha crescido, é bastante reduzida (menos que um ano). O tamanho da dívida não é tão grande se compararmos com outros países. Todavia, a taxa de juros extremamente elevada faz com que o custo fiscal dos juros seja extremamente pesado nas contas públicas.

O Tesouro Nacional (TN) e o Banco Central (BC) querem tanto alongar o perfil da dívida pública mobiliária federal quanto reduzir os juros. Ninguém discorda desses objetivos. Seria ótimo que a dívida pública fosse constituída de títulos longos e sem indexação (títulos “pré”), pagando taxas de juros reais que permitam o crescimento mais rápido da economia brasileira. O problema é como conseguir isto.

O caminho direto é emitir títulos pré com maturidades cada vez maiores à medida que vença a dívida velha. Contudo, os eventos recentes ilustram bem os problemas envolvidos: qualquer modificação no ambiente econômico, interno ou externo, pode trazer um súbito aumento dos juros, encarecendo sobremaneira a colocação de títulos pré, mesmo os de apenas seis meses ou de um ano. Nessas situações, que já ocorreram várias vezes desde o plano Real, o governo é forçado a escolher entre opções parcialmente insatisfatórias, tais como: 1) forçar o alongamento pagando taxas abusivas; 2) lançar títulos pré curtos, a taxas mais baixas, causando o encurtamento da dívida; e 3) lançar títulos indexados mantendo um custo razoável e alongando a dívida. O cancelamento do leilão de LTNs na terça-feira passada mostra que optou-se, nesse caso, pela terceira alternativa. Ou seja, o alongamento via o aumento **rápido** dos títulos pré parece encontrar forte resistência do mercado comprador. A crescente emissão de títulos pré cada vez mais longos deve, sem dúvida, prosseguir. Mas parece claro que esse esforço, **se perseguido isoladamente**, não conseguirá alongar substancialmente a dívida a médio prazo.

Resumindo, como mostra o gráfico, após quase seis anos do fim da megainflação, a dívida pública ainda é extremamente curta, apesar de ser majoritariamente indexada (apenas 12,5% da dívida é constituída por títulos não indexados). O caminho do alongamento da dívida passa necessariamente por se manter a indexação de grande parte da dívida até que seja possível se emitirem títulos pré **longos** a taxas razoáveis. A pergunta é, portanto, se os atuais títulos indexados são os mais adequados para empreenderem a transição até ser possível obter uma dívida longa majoritariamente não indexada.

A estrutura atual da dívida privilegia os títulos indexados a câmbio (21,7%), e à taxa Selic (56,8%). Apenas 2,6% dos títulos são indexados a índices de preços (IGP-M ou IGP-DI). Vale a pena analisar brevemente os prós e contras de cada um desses indexadores.

Indexar a dívida doméstica ao câmbio em um regime de câmbio flutuante traz uma volatilidade indesejada às despesas de juros, ocasionando um elevado risco fiscal. O governo já vem tentando paulatinamente reduzir o montante desse tipo de dívida, rolando apenas parcialmente certos vencimentos. Quanto à dívida indexada à taxa Selic, é necessário que se reconheça inicialmente que indexar aos juros nominais de curto prazo equivale a prover **cumulativamente** dois tipos de indexação: a indexação à inflação e a indexação à taxa de juros real. Ou seja, a maior parte da dívida atual já está hoje implicitamente indexada à inflação. Isso só não aconteceria

¹ Diretor do Departamento de Economia da PUC-Rio.

caso os juros reais caíssem abruptamente e se mantivessem sistematicamente muito baixos, o que não parece ser um risco de grande probabilidade no atual cenário.

O problema maior da dívida indexada à Selic reside no seu outro indexador, a taxa real de juros. Ter a maior parte da dívida indexada à taxa Selic é incompatível com o atual regime de política monetária, o de metas de inflação. Como se sabe, o funcionamento básico do sistema de metas de inflação requer que o BC eleve os juros (reais e nominais) quando há riscos que as metas de inflação não sejam atingidas. Dado que mais da metade de nossa dívida pública doméstica é atualmente indexada à taxa Selic, elevações de juros pelo BC implicam em imediato custo fiscal adicional. A deterioração fiscal, por sua vez, pode ter um impacto inflacionário que prejudicaria a potência da ação do BC, ou, se compensada por cortes de gastos, prejudicaria a ação do governo, possivelmente os gastos e investimentos de cunho social, já hoje bastante reduzidos. Tais efeitos deletérios da elevação dos juros sobre a posição fiscal se somariam a eventuais restrições políticas a uma eventual elevação dos juros pelo BC, prejudicando a credibilidade do regime de metas de inflação. Além de prejudicar a credibilidade da política monetária, a indexação à taxa Selic é a que mais prejudica a potência das intervenções do BC, ao tornar o valor dos títulos totalmente insensíveis às variações nos juros.

Por essas razões, algum índice de preços parece ser o indexador mais adequado para proceder a transição da atual situação para uma outra na qual a dívida seja predominantemente longa e não indexada.² Há hoje na economia brasileira vários agentes que têm uma demanda natural por títulos indexados a índices de preços. A estrutura dos passivos dos fundos de pensão, seguradoras, sociedades de capitalização e outros encaixa-se naturalmente com ativos indexados a índices de preços. Assim, o TN e o BC poderiam colocar um volume muito maior que os atuais 2,6% da dívida pública em títulos indexados a índices de preços, a prazos bem mais longos e a taxas bem menos onerosas. Na ausência destes, a demanda por títulos indexados a índices de preços tem sido direcionada aos títulos indexado à taxa Selic, os quais também provêm indexação implícita à inflação.

Contra a sugestão de aumentar substancialmente a participação dos títulos indexados a índices de preços tenho ouvido a crítica que isso representaria um grave risco de reindexação da economia. Minha resposta baseia-se nos seguintes pontos:

- i. deve-se lembrar que mais da metade da dívida atual já é (implicitamente) indexada à inflação;
- ii. não há na literatura econômica evidência conclusiva de causalidade entre indexação de ativos financeiros e inflação; e
- iii. quanto a exemplos práticos, o Chile conseguiu reduzir paulatinamente sua inflação a despeito de uma indexação mais ampla do que apenas a de ativos financeiros longos; e, guardadas as devidas ressalvas, o Reino Unido e os EUA têm emitido regularmente títulos indexados a índices de preços sem qualquer efeito inflacionário.

O mercado de dívida pública serve como modelo (*benchmark*) para outros mercados, como o de fundos para investimento ou o de fundos para o financiamento habitacional. A reativação desses mercados passa necessariamente pela existência de títulos de longa maturidade. Esperar até que tais títulos possam ser emitidos em reais é possivelmente atrasar demais a retomada do crescimento sustentado, e as alternativas de indexação parecem piores que a indexação a índices de preços. Portanto, é desejável um aumento substancial da participação dos títulos indexados a índices de preços no total de nossa dívida pública, como forma de transição mais rápida para uma economia de moeda forte no longo prazo.

² Este ponto é elaborado no artigo *Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead* escrito em co-autoria com Afonso S. Bevilaqua (disponível no site <http://www.puc-rio.br/sobrepuc/depto/economia/>).

Dívida Pública Mobiliária Federal : Composição e Maturidade

