

# Alongamento da dívida pública

A NECESSIDADE DE CLÁUSULAS DE INDEXAÇÃO É IMPORTANTE, NO BRASIL, POR CAUSA DA INCONSISTÊNCIA INTERTEMPORAL

RUBENS PENHA CYSNE

É interessante observar a variação nos indexadores dos títulos da dívida pública mobiliária ocorrida antes e depois do Plano Real. Comparando 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%). Esses 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 ambas dificultam a eficácia da política monetária. A indexação aos juros, por seu efeito positivo sobre a renda disponível do setor privado e, conseqüentemente, sobre a demanda, sempre que a política monetária contracionista implica sua elevação. E a dívida de curto prazo com remuneração prefixada, por se aproximar bastante de uma dívida indexada nos juros.

## A mudança das regras do jogo com um indexador acaba por afetar a confiança dos credores nos demais

Isto posto, cabe a seguinte pergunta. Tendo em vista a necessidade do governo de financiar seu desequilíbrio fiscal, bem como seu intento de aumento da 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 pró e contra que precisam ser devidamente analisadas. 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 essa relação custo-benefício em função da composição de denominação (indexação) da dívida.

Do ponto de vista teórico, há diversos elementos a ser levados em consideração nesse sentido, como a existência de uma variedade de títulos suficiente para satisfazer os 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 que avaliar, dado o prazo da dívida, qual a redução de custo de colocação proporcionado por cada um dos indexa-

dores possíveis, em relação a uma colocação de títulos prefixados, bem como 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 EUA, onde a riqueza financeira é ofuscada pela riqueza de 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, diante de outros países, no período mais recente, por causa do conhecido problema de inconsistência intertemporal, em que temos sido bastante pródigos. Trata-se este do problema de que promessas feitas na data a respei-

Há também casos de inconsistência intertemporal que beneficiam os devedores do setor privado, como, por exemplo, as súbitas anistias físicas, parciais ou integrais, e os descontos inusitados para quitação de débitos no SFN (deve-se lembrar que esse tipo de inconsistência também pode ser nocivo — subotimalidade —, pois as anistias podem criar 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 a de países industrializados. De fato, a mudança das regras do jogo com um indexador (por exemplo, IGP-M) acaba por afetar a confiança dos credores em todos os demais. A saída para os

parte do governo do que no prazo de um ou dois anos. É claro que esse fato ocorre com qualquer devedor em qualquer país. A diferença é que, no Brasil, isso 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 se criar 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 fosse percebido como tal, nos livrariam dessa assimetria em relação ao resto do mundo civilizado. Evidentemente, esse primeiro melhor só se tornaria factível com o encaminhamento e a solução dos problemas atuais de origem fiscal.

Na ausência dessa possibilidade, e supondo 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 essa estratégia paliativa, contudo, reside no temor, por 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 esse setor, não é macroeconomicamente incoerente nem incompatível com controle inflacionário. EUA 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 num período, entre 1964 e 1966, em que o País logrou reduzir sua inflação anual de 90% para 25%. Pode-se até mesmo 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 elevar substancialmente a maturidade média da dívida pública com esse artifício são reduzidas, pelos motivos aqui expressos. Em adição, há sempre o trauma da generalização da indexação, por parte do governo. Tem-se a suposição, da parte dos agentes econômicos, na veracidade do erro principal de que todos os rendimentos devem ser iguais perante a correção monetária.

## A melhor solução leva tempo para se conseguir. Tratar-se-ia de se criar instituições estáveis e críveis



to de comportamento na data  $t + 1$  podem não representar o ótimo na data  $t + 1$ , levando a um comportamento intertemporalmente inconsistente. Exemplos nesse sentido são vários no Brasil, no que diz respeito à condução da 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 de se o saldo foi positivo ou negativo) veio no seio do próprio Plano Real, com o polêmico artigo 38 da MP que o introduziu, o qual modificou a remuneração dos títulos indexados ao IGP-M e gerou disputas judiciais de alguns bancos com o governo.

credores está em antever as possíveis mudanças de comportamento do governo, o que só é possível num curto espaço de tempo. É por causa dessa constante necessidade de poder de alteração de portfólio 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 considera-se muito mais capaz, com um prazo de um ou dois meses, de antecipar inconsistências intertemporais da

■ Rubens Penha Cysne é diretor de Pesquisas e do Centro de Estudos de Reforma do Estado da EPGE/FGV (Ceres)