

DÍVIDA PÚBLICA E METAS PARA A INFLAÇÃO

Márcio G. P. Garcia
PUC-Rio

No final do ano passado, um auspicioso sinal foi dado pelo mercado no leilão de títulos de 30 anos indexados ao IGP-M (NTN-C). Não só venderam-se R\$4,5 bilhões, como a demanda total do leilão foi várias vezes maior, R\$14,2 bilhões. Tal resultado parece indicar que há uma significativa demanda no mercado por títulos muito longos indexados a índices de preços.

É interessante para o Tesouro Nacional promover novos leilões de títulos longos indexados a índices de preços? Claramente sim, tanto que o Tesouro já acenou com a possibilidade de repetir a oferta dos papéis indexados de 30 anos no final de janeiro. Em trabalho em co-autoria com Afonso Bevilacqua (*Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead*, obtível no sítio do Departamento de Economia da PUC-Rio, <http://www.econ.puc-rio.br/>), defendemos a tese de que os papéis longos indexados a um índice de preços devem cumprir um papel muito maior na rolagem de nossa dívida pública do que vem acontecendo até hoje. Apenas 5,7 % de nossa dívida é indexada a índices de preços (dados de novembro de 2000).

Em linhas gerais, a gerência da dívida pública deve procurar minimizar o custo fiscal esperado da dívida, bem como minimizar seu risco. Por exemplo, emitir dívida indexada ao câmbio em 1998 tinha um custo esperado bastante baixo vis-à-vis a emissão de títulos pré. Não obstante, o risco era elevado, como bem o demonstrou o salto do valor da dívida indexada ao câmbio quando da desvalorização de janeiro de 1999. Ou seja, ambos os objetivos são conflitantes, e escolher quanto de cada um se deve atender é a tarefa do gerente da dívida pública.

A dívida pública brasileira hoje tem o sério defeito de ser muito curta. O alongamento obtido após mais de seis anos de estabilidade inflacionária é medíocre. A maturidade média da parte de nossa dívida pública colocada voluntariamente junto ao mercado é de pouco mais de 15 meses. É fácil entender por que dívidas curtas aumentam muito o risco. Para uma experiência prática, tente financiar um investimento de longo prazo (a compra de uma casa, a ampliação de uma fábrica, etc.) rolando dívidas de curto prazo junto aos bancos!

A questão, portanto, é qual a melhor estratégia que leva ao alongamento da dívida. Idealmente, seria ótimo o Tesouro poder emitir a taxas razoáveis títulos pré de 30 anos, como faz o tesouro dos EUA. Infelizmente, não chegamos, ainda, ao ponto de tornar o Real uma moeda forte, ou seja, uma moeda na qual os agentes livremente contratem operações de longo prazo sem requererem algum tipo de indexação.

A segunda melhor opção é combinar títulos indexados aos títulos pré. Os indexadores disponíveis são o dólar, a taxa Selic e algum índice de preços. Como escolher dentre eles?

O dólar é muito arriscado, pois choques negativos no câmbio criam choques fiscais negativos. Sobram a indexação à Selic ou indexação a um índice de preços. Dado que a Selic tem produzido, e se espera que continue a produzir, uma taxa real de juros positiva, a indexação à Selic já inclui a indexação à inflação. Ou seja, no que tange à indexação à inflação, as NTN-C (indexadas ao IGP-M) e as LFT (indexadas à Selic) são muito semelhantes, a menos que se ache que só por que a LFT não tem o nome de título indexado à inflação, mas à taxa Selic—ou seja, não tem a associação de direito mas tem a associação de fato à inflação—, ela é um título melhor. Em suma, seria um enorme caso de ilusão coletiva, onde o nome inflação não poderia ser pronunciado.

Uma vez estabelecido que ambos os títulos (LFT e NTN-C) têm indexação (implícita e explícita, respectivamente) à inflação, deve-se analisar os demais benefícios e malefícios dos dois títulos. No caso da NTN-C, o indexador é um índice de preços. Como o objetivo da atual política monetária é a inflação baixa, o "esquema de incentivos" dos títulos indexados à inflação é perfeito. Quando o governo não consegue cumprir com o que prometeu, ele é punido com um custo mais alto de sua dívida. Quando ele cumpre o que prometeu

(inflação baixa), ele é recompensado com um custo mais baixo de sua dívida. Claro que o BC pode não cumprir sua meta de inflação por motivos alheios à sua vontade, mas nada é perfeito na vida...

Mas o que ocorre com as LFTs? Suponha que haja uma explosão da demanda agregada. O correto nesse caso é o BC elevar os juros (a taxa Selic). Mas aí o BC geraria um choque fiscal negativo, o que seria ainda mais grave se o excesso de demanda tivesse sido causado originariamente por uma política fiscal menos austera. Então estaria sendo gerado um incentivo perverso, pois o BC teria um custo adicional por fazer a política monetária correta, possivelmente levando-o a ser leniente com choques inflacionários.

Em suma, se a indexação dos títulos da dívida pública à inflação é um mal em si (segundo alguns, de quem eu discordo, poderia trazer de volta a indexação generalizada e a volta da megainflação), as LFTs têm tanto desse mal quanto as NTN-Cs. Mais ainda, as LFTs têm o incentivo perverso explicado acima, e apresentam uma duração muito menor do que a das NTN-Cs. Ou seja, manter o status quo, com mais de 50% de LFTs, com base no argumento de que a indexação dos títulos da dívida pública à inflação poderia trazer de volta a indexação generalizada e a volta da megainflação não faz sentido. Mas se a indexação dos títulos da dívida pública à inflação contém pouco risco de trazer de volta a inflação, tese da qual partilho, o título indexado à inflação permanece sendo superior ao indexado à taxa Selic por ter maior duração e não gerar incentivos perversos.

O melhor do resultado do leilão de NTN-C de 30 anos foi demonstrar que, além de ser muito melhor para o governo emitir dívida indexada a índices de preços, o mercado também apresenta forte demanda por tais títulos. Cabe, portanto, prosseguir na estratégia de substituir as atuais LFTs por títulos indexados a índices de preços.

A última questão relevante é qual o melhor índice de preços para servir como indexador. Do ponto de vista do governo, o melhor índice é o IPCA. As razões pelas quais o IPCA é o melhor índice são as mesmas que levaram o BC a elegê-lo como o da meta de inflação. Por ser um índice de preços ao consumidor, ele reflete melhor a inflação que interessa à população. Os IGPs da FGV são determinados em sua maior parte (60%) pelo IPA, que refletem preços que não entram diretamente a cesta de consumo da população. Além disso, os IPAs têm notórios problemas metodológicos, como, por exemplo, o de não observarem os preços efetivos das transações, usando apenas os preços listados pelas empresas vendedoras. Além de ser um melhor índice, o IPCA já é o índice escolhido pelo BC para aferir a meta de inflação. Assim, para evitar eventuais diferenças entre dois índices de preços distintos (o chamado “risco de base”), é desejável que o indexador da dívida seja o mesmo que o da meta perseguida pelo BC.

Para o mercado, um possível problema é que vários investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, cias. de capitalização) têm seus passivos de alguma forma indexados a outros índices, como os IGPs ou o INPC. Assim, para que tais instituições pudessem absorver títulos indexados ao IPCA seria melhor que normas e regulamentos fossem modificados. Note-se que tais modificações redundariam em ganhos para os principais interessados, posto que o IPCA melhor reflete a inflação relevante para os consumidores.

Outro possível problema do IPCA é ser um índice apurado por uma instituição governamental, o IBGE. Embora, desde o plano Real, as mágicas anti-inflacionárias tenham desaparecido, há ainda o temor de que nos próximos 30 anos haja uma eventual recaída. Se tal evento sucedesse, os compradores dos títulos indexados ao IPCA teriam fortes perdas. Para tal desconfiança, não há solução imediata. Só o passar dos anos, persistindo em políticas macroeconomicamente consistentes, ao mesmo tempo em que nossa jovem democracia se consolida, podem amenizar a desconfiança do mercado.

Em suma, é importante que a política de gerência da dívida pública integre da melhor maneira possível o processo ora em curso de consolidação das políticas macroeconômicas: fiscal, cambial e monetária. A melhor forma de se alcançar tal objetivo é conjugar a emissão de títulos pré com títulos indexados ao IPCA, aposentando gradativamente a dívida indexada ao câmbio e à taxa Selic.