

Dívida Pública: O ótimo é inimigo do bom

Márcio G. P. Garcia

22/06/2001

Departamento de Economia – PUC-Rio

Um dos efeitos mais nocivos da alta recente dos juros é a elevação imediata do custo da dívida mobiliária federal. Tal efeito decorre da composição da dívida pública. Segundo os dados mais recentes, 51% é indexada à taxa de juros de curto prazo (a taxa Selic); 24%, à taxa de câmbio; 7% , a índices de preços (**ip**); e 5%, a outras taxas, como a TR. A dívida não indexada—a dívida “pré”—perfaz apenas 13% do total. Ou seja, sete anos após termos debelado a megainflação, a composição de nossa dívida pública permanece predominantemente indexada.

A hegemonia da dívida indexada manteve-se a despeito de insistentes esforços ao longo desse período para modificar a estrutura da dívida. No início deste ano, por exemplo, o Tesouro Nacional (TN) divulgou planos de aumentar e alongar a parcela de dívida pré. Com a piora da conjuntura ocorrida recentemente, tal estratégia teve que ser corretamente revista. Afinal, frente às incertezas que ora caracterizam a economia, a tentativa de colocação de títulos pré longos acarretaria custos absurdamente altos para o TN, comprometendo o equilíbrio fiscal, que é o principal pilar da estabilização.

Portanto, é forçoso reconhecer que, no cenário internacional adverso que tem prevalecido desde a crise da Ásia (1997), a estratégia ótima de composição da dívida—títulos pré longos—não tem sido factível. Ocorre aqui um caso típico no qual o ótimo é o pior inimigo do bom. No afã de obter o ideal inatingível, tem-se deixado de lado outras estratégias que provavelmente teriam provido um menor custo e prazos mais longos para a dívida pública.

Uma das estratégias alternativas consiste em substituir gradualmente uma parte dos títulos hoje indexados à taxa Selic por títulos indexados a **ip**. Os títulos indexados à taxa Selic equivalem a títulos duplamente indexados: à inflação e à taxa real de juros. Dado que o regime de metas de inflação requer que se eleve a taxa real de juros quando a inflação esperada se eleva, tais títulos são os piores. Para o Tesouro, geram despesas extras de juros justamente quando a conjuntura econômica se deteriora; para o BC, geram um problema de inconsistência de metas, pois ao se elevar a taxa de juros para conter a inflação, piora-se o déficit público.

Nos títulos indexados a índices de preços, tais efeitos são mitigados, pois não há a indexação à taxa real de juros. Além disso, sua maturidade média tem sido bastante superior à dos títulos indexados à taxa Selic. Atualmente, considerando-se apenas a parcela da dívida pública negociada livremente em mercado, a maturidade da dívida pré é a mais reduzida de todas (menos de 6 meses), sendo a maturidade da dívida indexada à inflação a maior de todas (mais de 74 meses). Como se viu, ambas pesam pouco no total. A maturidade média da dívida pública negociada livremente tem oscilado pouco abaixo de 20 meses, sendo este também o patamar médio de suas duas principais componentes, a dívida indexada à taxa Selic e ao dólar.

A razão fundamental que permite a colocação de títulos longos indexados a índices de preço é que tais títulos constituem um *hedge* (proteção) natural para diversas instituições, como fundos de pensão, seguradoras, cias. de capitalização e outras que detenham passivos de longo prazo a serem pagos no Brasil. Tal característica tem aparecido reiteradamente em colocações muito bem sucedidas de títulos—públicos e privados—indexados a índices de preços, dentre as quais o ápice foi a venda de títulos de 30 anos pelo Tesouro em janeiro.

A substituição gradual de parte dos títulos indexados à Selic por títulos indexados a **ip** não traria a volta da inflação pois, como se viu, os primeiros também incluem a indexação à inflação. Se, até agora, a estrutura da dívida pública, majoritariamente baseada na indexação à taxa Selic, não trouxe de volta a inflação, é improvável que a substituição de parte dessa dívida por dívida indexada a **ip** o faça. O Chile, por exemplo, tem quase a totalidade de sua dívida interna indexada a um **ip** (a UF) há muitos anos, não obstante a inflação ter tido trajetória cadente no período.

As vantagens de substituir, parcial e gradualmente, a indexação à Selic pela indexação a índice de preços são muitas. Pode-se alongar mais a dívida, mitiga-se significativamente o choque fiscal negativo quando o BC tem que elevar os juros, e também abre-se o caminho para instituições privadas captarem a longo prazo em reais, ao invés de recorrerem ao mercado externo. Não se trata de panacea, mas provavelmente representaria uma significativa melhora.