

# Alongamento da Dívida Pública Interna e as Disfunções da Taxa Selic e do IGP

Por Olivier Jolles, julho de 2004

(versão revisada em 17.08.2004)

*Obs.: este trabalho foi escrito antes de o governo criar alguns incentivos para as aplicações de médio e longo prazo, há poucos dias, o que representa um ponto de partida na direção que estamos propondo; todavia, os aspectos que abordamos aqui continuam válidos.*

## **Resumo:**

*A nível macro-econômico, três disfunções importantes continuam a dificultar uma evolução mais favorável dos fundamentos da economia brasileira e do risco-Brasil.*

*O governo tem sido elogiado por uns e criticado por outros por ter adotado uma política econômica ortodoxa. Na realidade, a falta de um mercado doméstico de longo prazo para os títulos públicos, a utilização da taxa Selic como indexador de 50% da dívida interna, e a péssima convivência entre os dois índices de inflação mais importantes, o IPCA e o IGP, apresentam inconvenientes significativos a serem sanados ou pelo menos atenuados.*

*1- O Brasil conseguiu criar um mercado de capitais doméstico único e insólito no mundo, no qual, desde o início do Plano Real, as aplicações de curto prazo sempre foram tão privilegiadas que acabaram marginalizando as aplicações de médio e longo prazo. A remuneração e as vantagens das aplicações através das LFT's (indexadas pela taxa Selic) têm sido exageradamente favoráveis aos investidores de curto prazo, afastando assim qualquer possibilidade de alongamento efetivo da dívida pública, com títulos de características diferentes. A origem da preponderância das LFT's ocorreu de 1997 para 1998 (crise da Rússia), quando a participação das LFT's na Dpmf (Dívida Pública Mobiliária Federal) saltou de 36% para 69% (reduzindo-se para 53% em 2000, mantendo-se ao redor deste nível desde então, como se pode verificar na Tabela II abaixo). A partir de março de 1999, foram suspensos os leilões de taxas de juros originários da fase do presidente do Banco Central Gustavo Franco, e a taxa básica da economia passou a ser fixada pela determinação exclusiva da taxa Selic, feita mensalmente pelo Banco Central. A utilização exagerada da Selic (até certo ponto compreensível em 1997-1998 quando o Brasil em menos de 12 meses foi duramente afetado por duas crises externas de grandes proporções, Ásia e Rússia) de 1998 até hoje deteriorou ainda mais a dívida pública, também combatida pela maxidesvalorização do início de 1999, cujo custo para o governo foi estimado pelo mercado em US\$ 100 bilhões. Observa-se que, mesmo a partir de 2000, quando condições mais favoráveis se apresentaram, o Banco Central não se esforçou para desenvolver um mercado de longo prazo, nem procurou reduzir a participação das LFT's na dívida interna. Em qualquer economia minimamente desenvolvida, os aplicadores de médio/longo prazo recebem um prêmio, ou seja, maior remuneração. No Brasil, porém, a remuneração é muito semelhante, qualquer que seja o prazo. Por sua vez, a falta de um mercado doméstico de longo prazo impede uma melhora do perfil da dívida interna, que poderia resultar mais a frente numa redução de custos da dívida doméstica. O governo pode e deve criar e incentivar fundos e cadernetas de poupança de médio e longo prazo. O setor financeiro e segurador, assim como*

*os fundos de pensão, deveriam ser seduzidos ou induzidos a investir uma parcela mensal de seu patrimônio líquido e/ou carteira própria e/ou reservas técnicas (no caso das seguradoras), em papéis de médio/longo prazo, até completarem um percentual mínimo a ser estabelecido (20%, por exemplo). Os fundos e cadernetas de curto prazo (até um ano) deveriam ter uma carteira composta exclusivamente por títulos pré-fixados. Os fundos e cadernetas de médio e longo prazo teriam uma carteira composta por títulos pós-fixados, indexados no IPCA mais uma taxa de juros variável em função do prazo. Os fundos com prazo de 1 a 2 anos poderiam aplicar uma parte dos recursos em papéis pré-fixados, talvez até 20% da carteira (numa economia de passado recente instável e volátil como a brasileira, a negociação de papéis pré-fixados com prazo superior a dois anos representa por enquanto um risco acima da média, de difícil assimilação para a maioria dos aplicadores). A parcela de recursos destinados ao financiamento da construção civil através das cadernetas de poupança e dos recursos do FGTS deveria ser revista e limitada, ou então deveria ser sujeita a uma remuneração mais condizente com o mercado.*

*Portanto, estamos sugerindo como objetivo essencial a aposentadoria das LFT's, que ficariam limitadas ao estoque em mercado. Este objetivo implica em mudar a forma e o veículo (LFT) para se fazer política monetária no Brasil. O que queremos dizer é que a fixação da taxa básica de juros através da precificação de LFT's apresenta graves inconvenientes, e que o Banco Central deveria aprofundar seu estudos no sentido de encontrar um parâmetro mais adequado para balizar as taxas de juros de curto prazo.*

*2- A utilização abusiva da taxa Selic, como indexador de 50% da Dpmf (Dívida Pública Mobiliária Federal), representa uma proteção exagerada para o investidor, como se o mesmo fosse incapaz de assumir quaisquer riscos de oscilações desfavoráveis de mercado; o fato de ser demasiadamente atrativa, também inviabiliza ou torna restrita a possibilidade de que o governo emita títulos com outros indexadores e com prazos mais longos, no volume que seria desejável; privilegia o curto prazo e sobrecarrega o custo da dívida, transferindo integralmente para o governo o risco de oscilações desfavoráveis, provocadas por choques temporários; saliente-se ainda que o FMI jamais questionou esta forma esdrúxula de estruturar a dívida interna.*

*3-Por sua vez o conflito mal resolvido entre o IPCA (que pretende ser o índice-base da economia e da política de metas de inflação), e o IGP (um índice considerado ultrapassado em termos de formatação e forma de coleta de dados, mas que vem sendo utilizado de forma ampla e indiscriminada pela sociedade), tem prejudicado e retardado o sucesso da política antiinflacionária.*

*Apenas a título de ilustração, do início de 1999 até junho de 2004 (ou seja, praticamente desde a introdução do regime de metas de inflação) o IGP-M acumula uma variação que foi o dobro da variação do IPCA: o IGP-M acumulado de janeiro de 1999 a junho de 2004 foi de 112%, contra uma variação do IPCA, no mesmo período, de 58,2%.*

*Desde 1999, com a introdução do regime de câmbio flutuante, o IGP vem se mostrando um indexador de pior qualidade, quando comparado ao IPCA, e tem prejudicado o desempenho do sistema de metas de inflação. Grande parte dos preços administrados cujos custos não têm relação com o câmbio, como é o caso das tarifas telefônicas, por exemplo, vem acumulando uma gordura importante por conta dessa diferença significativa, assim como os reajustes de aluguel, que não são preços administrados, e cujo índice oficial de reajuste é, inexplicavelmente, o IGP-M. Ou o governo adota o IGP-M como índice-básico da economia, o que seria um tremendo retrocesso, diga-se de passagem, ou faz com que a utilização do IPCA seja amplamente difundida e respeitada. O Banco Central deveria patrocinar um amplo debate para verificar qual a melhor forma de enfrentar este problema. A alternativa provavelmente seria encomendar a confecção de um novo índice pela FGV, que passaria a ser utilizado de forma altamente seletiva, tornando inaplicável o caduco IGP para reajustes setoriais (exceto para os contratos vigentes, que seriam respeitados até o seu término, porém qualquer renovação deveria ser feita nos novos termos). Ainda assim, a possibilidade de aplicação deste novo índice deveria se restringir a setores extremamente selecionados, eventualmente de*

*forma mesclada com o IPCA, em função da estrutura de custos do setor. Simplesmente não é possível conviver com dois índices de inflação tão díspares.*

*Em conjunto, as distorções acima têm contribuído para dificultar uma redução mais rápida das taxas de juros reais domésticas e do risco-Brasil.*

## **Introdução**

O Tesouro Nacional e o Banco Central vêm aplicando inúmeras medidas na direção correta, tais como: redução do endividamento indexado ao dólar, aumento da colocação e alongamento de títulos pré-fixados, colocação de NTN's-B (papéis de longo prazo indexados ao IPCA mais juros) junto a alguns fundos de previdência, e de NTN's-F (papéis prefixados de longo prazo), maior transparência graças ao aprimoramento das informações ao mercado (em termos de quantidade e qualidade), reduções da taxa básica da economia - Selic - dentro do possível, em função de eventuais pressões inflacionárias, tudo dentro da melhor ortodoxia. Há poucas semanas, o Tesouro Nacional foi autorizado a emitir títulos da dívida externa em Reais, aproveitando-se de uma pequena janela de oportunidade proporcionada por investidores externos que apostam numa valorização da moeda brasileira frente ao dólar, o que sem dúvida é uma inovação interessante, mas provavelmente não deverá resultar em operações muito significativas. As contas externas têm sido favorecidas pelo forte superávit comercial, além de um esforço importante e bem sucedido para a obtenção de um superávit fiscal expressivo e a atividade econômica vem mostrando claros sinais de reativação.

Este bom desempenho permite que doravante o governo deva se preocupar em encontrar alguma forma de reduzir o déficit nominal, ou seja, em reduzir o déficit após o pagamento de juros. Graças à redução da taxa Selic neste ano de 2003, o déficit nominal deverá cair de R\$ 79 bilhões (2003) para cerca de R\$ 30 bilhões em 2004, e a Dívida Pública, que hoje está em 55,6% do PIB (após atingir um pico de 62% em setembro de 2002), poderá cair mais alguns pontos percentuais até o final do ano, com a ajuda do crescimento da economia de mais de 3,5%. Estes são resultados auspiciosos, mas ainda insuficientes, pois, no médio prazo, ainda não se enxerga a possibilidade de zerar o déficit nominal, uma vez que vários setores econômicos estão próximos do limite de capacidade produtiva, o que, por um lado, reduz a possibilidade de maior redução dos juros a curto prazo, e, por outro lado, impede uma aceleração ainda maior do crescimento econômico. Dentro deste contexto, uma possível redução do custo da dívida (que adiante poderia levar a uma redução efetiva e perene dos juros reais) poderia ser proporcionada por formas alternativas dos instrumentos de captação do governo. Neste sentido, uma análise mais detalhada dos instrumentos utilizados atualmente para captar recursos revela deficiências importantes.

**Em primeiro lugar, o governo poderia e deveria criar condições para facilitar o desenvolvimento de um mercado doméstico de médio e longo prazo para os títulos públicos. Em nossa opinião, a inexistência de um mercado de longo prazo no Brasil, tem como causa principal a mixórdia dos assim chamados fundos DI e de renda fixa, bem como das cadernetas de poupança, que não fazem distinção alguma entre investimentos de curto, médio e longo prazo. A estrutura atual dos fundos DI / renda fixa / cadernetas de poupança, impede que ocorra uma melhora significativa, na velocidade e magnitude desejáveis, no que se refere à gestão da dívida pública e seus custos, sobrecarregando a percepção do risco do governo (risco-Brasil).**

**Também não tem sido dada suficiente atenção às graves distorções provocadas pela utilização da taxa Selic e do IGP-M como fatores de remuneração das aplicações domésticas.**

### **1- Disfunções da taxa Selic e a criação de um mercado de longo prazo para os títulos públicos.**

**Todos reclamam, e com razão, dos níveis de taxas de juros e dos *spreads* cobrados pelos bancos e financeiras, e o governo se vê compelido a manter uma cunha fiscal elevadíssima, tão somente para poder pagar os juros exorbitantes de sua dívida, sobrando pouquíssimos recursos para investimento, só que poucas alternativas estimulantes para mudar este cenário têm sido apresentadas.**

**Neste sentido, estão absolutamente corretas as colocações do empresário Antônio Ermírio de Moraes: “O Brasil se transformou num país de rentistas”, os comentários do Vice-Presidente da República, e também empresário, José de Alencar: “um país com juros que proporcionam taxa de retorno superior a dos investimentos produtivos não estimula o empresário a investir”, e a ponderação do ex-empresário e bibliófilo José Midlin: “rentabilidade, liquidez e segurança são três fatores que não costumam coexistir quando o assunto é investimento”; ainda que não exista solução fácil ou evidente (como baixar as taxas de juros sem levar em conta as perspectivas de inflação, declarar uma moratória pura e simples, ou alongar compulsoriamente os vencimentos dos títulos domésticos) cabe ao governo encontrar uma saída. Por outro lado, dadas as distorções que apontamos aqui, é difícil admitir que o governo já tenha feito tudo o que devia e podia ser feito em termos macroeconômicos, e que, mantida a política econômica atual por mais alguns anos, chegaremos naturalmente a um porto seguro.**

Entre os estudos que analisam parte das distorções de que estamos tratando, gostaríamos de citar:

“A Taxa de Juros de Equilíbrio: uma Abordagem Múltipla”, (Miranda/Muinhos fev. 2003 - BCB, Trabalhos para discussão No. 66), que em sua conclusão afirma: “As taxas de equilíbrio no Brasil, independentemente do método escolhido, apresentam resultados elevados em relação ao resto do mundo”.

Citamos o trabalho acima porque o mesmo conclui, de forma inequívoca, aquilo que todos nós intuímos: em termos internacionais, a taxa de juros real no Brasil tem sido extremamente elevada desde meados de 1994 (Plano Real). Como adendo de nossa parte, chamamos a atenção para o fato de que o Brasil vem mantendo estas taxas elevadas por um período muito longo, qual seja, por dez anos, o que deve ser um recorde mundial.

O segundo trabalho aborda os possíveis motivos para a inexistência de um mercado doméstico de longo prazo para os títulos públicos no Brasil.

“High Interest Rates in Brazil: Conjectures on the Jurisdictional Uncertainty”, (Arida, Bacha, Lara-Rezende, preliminary version, revised 03.03.2004 – NUPE-CdG). Este estudo introduz a hipótese de que a insegurança jurídica inviabiliza a existência de um mercado doméstico de longo prazo no Brasil. Entre os principais fatores para esta insegurança estariam o nosso histórico de intervencionismo estatal, representado por: impedimentos a livre conversibilidade cambial, alongamento artificial da dívida interna de longo prazo, poupança forçada (empréstimos

compulsórios, FGTS, PIS-PASEP, entre outros. Também constata a existência de um viés de opinião pública desfavorável aos bancos e banqueiros – sem razão de ser, na opinião dos autores - que tem sido incorporado pelos juízes).

Quanto ao segundo trabalho, gostaríamos de nos colocar numa posição contrária às conclusões apresentadas, sem negar que alguns dos pontos levantados sejam relevantes. Não há como discordar de que o nosso arcabouço jurídico seja muito inferior ao de outros países por razões históricas e culturais, pois muitas vezes protege injustamente os que infringem a lei (e não somente os devedores inadimplentes), graças à profusão de medidas protelatórias que os acusados com bons advogados conseguem impetrar para se livrarem de um veredicto final desfavorável, e constitui-se num sobre peso em termos de risco-Brasil. Este é um problema jurídico-legal brasileiro que prejudica a boa execução dos contratos em geral, e que poderá ser em boa parte reduzido se e quando for aprovada a súmula-vinculante, que permitiria ao Supremo Tribunal Federal se antecipar, quando necessário, julgando de uma só vez e ao mesmo tempo, inúmeras ações com fundamentação similar, sem que as mesmas tenham que percorrer todos os degraus do judiciário.

Daí a dizer que o Brasil consegue captar a longo prazo no exterior, e não no mercado doméstico, porque os investidores se sentem confortáveis com contratos externos, cujo foro em caso de *default* estará também no exterior e não dependerá do deficiente sistema judiciário brasileiro, parece-nos uma ilação um pouco exagerada. Em nossa opinião o foro internacional é apenas um atrativo a mais, importante, mas não decisivo, para explicar o fenômeno. Suponhamos que o governo (atual ou futuro) decretasse uma moratória, propondo o cancelamento de parte da dívida e um alongamento sobre o saldo, qual seria a vantagem do foro ser no exterior, para o aplicador? Praticamente nenhuma, como bem demonstra a atual moratória da Argentina, que envolve credores internos e externos; ou seja, ainda que seja natural que os credores prefiram um foro externo, apto a julgar suas demandas sem delongas e presumivelmente com maior justiça e objetividade, nada indica que tal prerrogativa resulte numa melhora palpável do risco de crédito dos títulos do governo no mercado doméstico, ou que o aplicador doméstico se sentiria confortável para aplicar a longo prazo apenas com este respaldo.

**Acreditamos que a razão da inexistência de um mercado de longo prazo doméstico seja muito mais prosaica: decorre simplesmente da falta de regulamentação e de incentivos que permitam segmentar por prazo de aplicação o setor de fundos que aplicam em papéis do governo (inclusive as cadernetas de poupança, que hoje só podem aplicar em projetos da construção civil). É preciso possibilitar que os investidores decidam se querem aplicar a curto, médio ou longo prazo e escolham o veículo apropriado.** Com o mercado segmentado por prazo, os investidores teriam que confrontar o grau de liquidez desejado, com a lucratividade e risco previstos, pesando e ponderando as vantagens e desvantagens de sua escolha. Deveriam também estar cientes de que caso tivessem que resgatar parte ou o total dos recursos aplicados antes do prazo definido, seus proventos estariam sujeitos a uma taxação suplementar e que também poderiam até incorrer em prejuízo dependendo das condições de mercado no momento do resgate. No caso das cadernetas de poupança, entendemos que a remuneração deveria ser muito próxima ou igual a dos fundos de investimento, o que por um lado encareceria os financiamentos da construção civil, mas permitiria a colocação de títulos públicos de médio/longo prazo, num percentual das carteiras a ser definido.

Sugerimos, portanto, uma mudança fundamental na legislação que regulamenta a formatação da indústria de fundos de investimento e das cadernetas de poupança no Brasil, **segmentando os atuais fundos DI e de renda fixa e as cadernetas de poupança por prazos de aplicação,**

**acabando com os absurdos privilégios das aplicações de curto prazo, que são frontalmente contrários aos interesses do governo e de boa parte dos investidores.**

**Desde o início do Plano Real, tem ficado implícito que as aplicações em fundos DI/Renda Fixa e cadernetas de poupança são de curto prazo, com liquidez diária e com baixo risco de perdas por oscilações de mercado.** Ocorre que tanto os fundos quanto as cadernetas aplicam em maior ou menor grau em ativos e títulos com os mais diferentes prazos. Este descasamento, que muitas vezes é significativo, provoca sérios problemas nos fundos DI/renda fixa em situações de stress de mercado, nas quais a obrigatoriedade de marcação a mercado (cujo conceito é perfeitamente correto e vigora desde meados de 2002) força o governo a aumentar significativamente o volume de operações compromissadas (o banco central recompra antecipadamente títulos de longo prazo, com algum deságio, que são trocados por títulos de curto prazo que têm liquidez imediata; fica acertado que esta operação será revertida numa data futura, geralmente em torno de 6 meses). O objetivo é não só proporcionar liquidez ao sistema, mas também reduzir os prejuízos dos fundos que carregam títulos públicos de longo prazo, para não assustar e afugentar os investidores (que geralmente desconhecem e não têm acesso à composição da carteira dos fundos). Como consequência, as tesourarias e os grandes investidores no mercado doméstico sabem que sempre poderão contar com o governo, ou seja, o governo transmite a sensação de que está, de certa forma, sempre a mercê do mercado, e de que o alongamento da dívida interna é apenas “pró-forma”, pois existe uma ameaça permanente de monetização de boa parte da dívida (numa situação limite, a dívida seria rolada no overnight ou transformada em moeda, caso os aplicadores não desejassem rolar as suas aplicações nas condições oferecidas) se, por qualquer motivo, uma situação de stress agudo se prolongasse por alguns meses.

**O sistema atual praticamente impede a formação de uma poupança de longo prazo que ajudaria a melhorar o perfil da dívida interna, pois os aplicadores que têm a intenção de permanecer por prazos superiores a um ano num fundo DI ou de renda fixa, ou ainda numa caderneta de poupança, colocam seus recursos exatamente nos mesmos fundos que os aplicadores de curto prazo, por absoluta falta de opções.** Esta sistemática talvez atenda aos interesses de boa parte do setor bancário/financeiro, para quem é mais cômodo e seguro encastelar-se aplicando em títulos públicos a taxas altíssimas, com liquidez quase que absoluta, numa taxa pós-fixada (Selic) que incorpore imediatamente qualquer choque ou stress que porventura venha a ocorrer. Obviamente, trata-se de um jogo de soma zero; aquilo que é ótimo para um lado representa um ônus na mesma proporção para o outro, ou seja, a recíproca desta constatação é que esta tem sido uma forma de financiamento demasiadamente onerosa para o governo, e vem se constituindo no maior empecilho ao alongamento efetivo da dívida interna, muito mais importante do que a insegurança jurídica dos contratos domésticos, em nossa opinião. A única situação em que o endividamento em LFT's poderia se transformar numa vantagem financeira para o governo ocorreria num cenário de inflação em queda livre por muito tempo, e, no mesmo período, houvesse uma calma geral no front político-econômico, tanto no Brasil quanto no exterior. Seria muito otimismo, ou provavelmente uma temeridade, apostar que um período róseo como este pudesse ser mantido sem interrupção por um ou dois anos. Ainda que tal cenário viesse a ocorrer, o governo teria vantagens equivalentes se estivesse se financiando com papéis pós-fixados, corrigidos pelo IPCA mais uma taxa de juros, porém incorreria provavelmente em custos menores.

Continuando o raciocínio, **o governo deveria limitar de alguma forma os ganhos dos aplicadores de curto prazo (até um ano), o que seria mais fácil e efetivo se houvesse a segregação deste tipo de aplicação das demais. Neste contexto, sugerimos que o governo passe a ter como objetivo a progressiva extinção das LFT's, deixando aos poucos de emitir títulos remunerados pela taxa Selic. O objetivo seria o de incentivar as aplicações com prazos superiores a um ano. Como o parâmetro da política monetária atual é proporcionado pelo nível de**

**remuneração das LFT's, fixada mensalmente pelo Banco Central, estamos sugerindo que a forma de se fazer política monetária no Brasil deve ser repensada e reformulada. O detalhamento de uma fórmula alternativa é um assunto por demais complexo e delicado, com algumas possibilidades a explorar. Abordamos uma delas de forma muito sucinta abaixo. Apenas de forma embrionária e a título de exemplo, imaginamos que o Banco Central talvez possa fazer política monetária passando a fixar não somente a taxa básica para as LFT's em circulação, como também uma taxa básica para títulos pré-fixados com um ano de prazo. O objetivo seria o de progressivamente fazer política monetária com títulos pré-fixados, abandonado pouco a pouco as LFT's e a Selic.** Neste sentido, talvez fosse necessário diferenciar entre as aplicações de curto prazo (até um ano) em LFT's (pós-fixadas) existentes, das aplicações em LTN's (pré-fixadas), em termos de imposto de renda ou IOF. Ainda que todos os investimentos de curto prazo devam ser onerados, o investimento em LFT's de curto prazo deveria sofrer uma taxação superior, por oferecer vantagens que as LTN's não possuem. Entre outras providências, para as LFT's em circulação poderiam ser marcados leilões periódicos possibilitando a troca de papéis, se o investidor assim o desejasse, e, naturalmente, desde que os termos de troca fixados pelo Bacen fossem aceitos. A partir do momento "0", para as aplicações de curto prazo (até um ano) passariam a ser oferecidos exclusivamente títulos com taxas pré-fixadas (LTN's), e seria estabelecido uma alíquota de IOF, ao menos inicial e temporariamente, para estimular aplicações de prazo superior a um ano. Para o médio e longo prazo (acima de um ano) seriam oferecidos títulos indexados ao IPCA (não mais ao IGP-M) em maior grau, e/ou títulos pré-fixados (até dois anos de prazo), proporcionando também algum tipo de vantagem fiscal para quem aplicasse por mais de três anos, por exemplo. Desta forma, os investidores seriam confrontados com uma relação risco/retorno mais correta, realista e adequada para as aplicações em títulos do governo.

Esta mudança deveria bem divulgada e fundamentada, para demonstrar aos investidores de as vantagens das aplicações num horizonte mais longo, pois os investidores locais estão viciados em taxas de curto prazo altíssimas, em termos reais. Os quotistas e correntistas atuais fundos DI / renda fixa e das contas de poupança poderiam ter, por exemplo, um prazo de 30 dias para decidirem o prazo de aplicação que desejam. Passado este prazo, os indecisos teriam seu investimento automaticamente transferido para uma aplicação de até um ano de prazo, podendo, daí em diante, alterar conforme desejarem os prazos de aplicação, com uma simples mudança de fundo. **A partir deste momento, a questão do prazo/risco/retorno voltaria a ser central para esta decisão.** No caso de aplicações até um ano, que teriam taxa pré-fixada, o único risco para o aplicador seria uma aceleração da inflação no período, que poderia trazer uma redução do rendimento previsto, ou, eventualmente, até gerar um prejuízo em termos reais. Para minorar esta possibilidade, o governo talvez pudesse emitir títulos híbridos para prazo de até 360 dias: seriam títulos prefixados com clausula que garanta, no mínimo, o IPCA do período. O aplicador em fundos com prazo superior a um ano teria este risco bastante diluído, por estar aplicado essencialmente em títulos pós-fixados (até dois anos mais de 80%, e mais de dois anos 100%) corrigidos pelo IPCA mais uma taxa de juros, através de um *coupon* semestral ou anual. Para facilitar a administração dos novos fundos, os saques com juros *pro-rata temporis* poderiam ser efetuados na data de aniversário da aplicação (como ocorre hoje com as cadernetas de poupança). As aplicações de curto prazo poderiam ter uma taxação suplementar, através do IOF, por exemplo, com o objetivo de favorecer o investimento com prazo superior a um ano, e/ou as aplicações de médio e longo prazo deveriam receber algum benefício fiscal, proporcional ao prazo (*Obs.: Este trabalho foi escrito antes que o governo decidisse dar algum incentivo para o alongamento, o que ocorreu no início deste mês*). Neste caso, o Banco Central sabe que seria necessário agir com alguma prudência para não desfavorecer demasiadamente o investidor de curto prazo, que poderia ser levado a consumir ao invés de poupar, com reflexos indesejáveis no controle da inflação, e poderia ocorrer também alguma fuga de capitais para o exterior. No que se refere aos capitais externos aplicados no mercado doméstico em papéis de curto prazo do governo, só o Banco Central tem condições de avaliar a importância e o volume que tais capitais representam no momento. É possível e provável que estes recursos

sejam repatriados num ritmo indesejável, se as aplicações de curto prazo vierem a perder sua atratividade no Brasil, com reflexos na taxa de câmbio e no nível de reservas internacionais, que não estamos em condições de avaliar, mas cujos efeitos acreditamos serem muito menos importantes hoje do que no passado.

Para os grandes investidores, é provável que exista uma taxa de equilíbrio subjetiva e implícita entre a remuneração interna e externa proporcionada por aplicações em títulos públicos no Brasil e no exterior. Também é difícil avaliar esta relação em virtude das características completamente diferentes dos papéis emitidos, além do fato de que parte dos investidores brasileiros com investimentos externos omitem sua posição ao fisco e ao Banco Central, e acabam, ainda que ilegalmente, não se sujeitando à incidência de imposto de renda sobre os ganhos de suas aplicações no exterior.

A tabela que apresentamos a seguir (tabela I) mostra muitos aspectos importantes não só quanto à evolução dos juros reais desde 1998, mas também revela grandes distorções na remuneração por tipo de aplicação financeira, além de permitir uma comparação da evolução do IPCA e do IGP-M nos últimos cinco anos, ou seja, desde que o regime de metas de inflação foi adotado (dezembro de 1998, a dezembro de 2003).

Tabela I

EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE JUROS REAIS NO BRASIL NOS ÚLTIMOS 5 ANOS (dezembro de 1998 a dezembro de 2003)								
	31.12.98	31.12.99	31.12.00	31.12.01	31.12. 02	31.12.03	Taxa acumulada 5 anos 12.03/12.99	Média anual (%) a.a. 12.03/12.99
Taxa de câmbio na data R\$ / US\$ <sup>1</sup>	1,1606	1,8147	1,8302	2,3627	3,6259	2,9253		
Taxa de câmbio - variação acumulada		56,36%	0,85%	29,10%	53,46%	-19,32%	152,1%	20,3%
<i>(Taxas abaixo acumuladas no ano)</i>								
Taxa Selic-média do ano		19,03%	16,19%	17,60%	19,12%	23,35%	139,0%	19,0%
JUROS REAIS a.a. (Deflator IPCA) <sup>2</sup>		9,26%	9,64%	9,22%	5,85%	12,85%	56,3%	9,3%
IPCA variação anual		8,94%	5,97%	7,67%	12,53%	9,30%	52,9%	8,9%
IGP-M variação anual		20,10%	9,95%	10,38%	25,31%	8,89%	98,9%	14,7%
Caderneta de poupança (TR + 6% a.a.)		12,25%	8,39%	8,59%	9,14%	10,09%		
Caderneta de poupança (ajustado) <sup>3</sup>		15,31%	10,49%	10,74%	11,43%	12,61%	77,0%	12,1%
FGTS (TR+3% aa)		5,73%	2,10%	2,29%	2,82%	7,06%		
FGTS (TR+3% aa ) (ajustado) <sup>3</sup>		7,16%	2,62%	2,86%	3,53%	8,83%	27,4%	5,0%

TJLP	12,50%	9,75%	9,51%	9,90%	11,50%	65,7%	10,6%
------	--------	-------	-------	-------	--------	-------	-------

- Fonte Básica: Revista Conjuntura Econômica - FGV

<sup>1</sup> Comercial (Ptax)

<sup>2</sup> Juros reais: (SELIC - IPCA) / (1+ IPCA)

<sup>3</sup> Como os juros da poupança e do FGTS são isentos de IR, o rendimento foi ajustado para um valor bruto equivalente com um IR de 20%, para fins comparativos

A tabela acima permite verificar que desde 1998 os aplicadores de longo prazo em caderneta de poupança e com saldos aplicados no FGTS vêm recebendo uma remuneração que corresponde a menos da metade (muito menos, no caso do FGTS) da remuneração dos aplicadores em fundos DI e de renda fixa, o que é particularmente anti-social, e acaba perversamente concentrando renda nos segmentos mais informados e abastados; ou seja, esta tem sido uma política concentradora de renda por excelência (é incrível como as centrais sindicais vêm aceitando este esbulho dos trabalhadores sem qualquer contestação; ainda que o financiamento da construção civil seja importante para a geração de empregos, o custo de qualquer subsídio para o setor deveria ser repartido por toda a sociedade, e não apenas pelos trabalhadores com carteira assinada). No site da CEF, informa-se que os rendimentos do FGTS sofrem “atualização monetária” – as aspas são nossas - o que é feito através da TR mensal, que é fixada arbitrariamente e cabalisticamente pelo governo, sempre com resultado muito abaixo da inflação (o que só não ocorreu em 1995, 1996 e 1997).

O estudo de Arida, Bacha, Lara-Rezende, ao qual nos referimos acima, também faz menção de que existe no Brasil uma predisposição desnecessariamente negativa da sociedade em relação aos bancos e aos banqueiros, e que os juízes do sistema judiciário brasileiro tenderiam a refletir em suas decisões esta tendência, o que novamente prejudicaria a correta execução de contratos de longo prazo em caso de litígio, quando uma das partes for uma instituição financeira. A primeira parte da constatação acima decorre simplesmente do fato de que os bancos foram efetivamente privilegiados desde o início do Plano Real. Na década de 70 e em parte da década de 80, o governo elegeu setores prioritários que foram explicitamente favorecidos (*winners picking*), com os custos de tal política recaindo sobre a sociedade. Ao longo do Plano Real o setor bancário foi amplamente favorecido, mas de forma indireta e, em parte, não deliberada: simplesmente acabou sendo o maior beneficiário da política monetária adotada, e também obteve ganhos espetaculares com a maxidesvalorização cambial de 1999, quando apostou pesado contra o Real (com raríssimas exceções, como o Banco Marka). No início do Plano, com a taxa máxima de desvalorização do câmbio predeterminada (*crowding peg*) de janeiro a dezembro pelo Banco Central, os bancos utilizaram fartamente seu crédito no exterior, obtendo recursos em dólar a taxas muito baixas para aplicar em títulos públicos domésticos com taxas altíssimas, embolsando a gorda diferença. Esta operação de arbitragem (chamada de “bicicleta” no jargão dos operadores) proporcionou um grande incremento das reservas brasileiras, que era desejado pelo Banco Central naquela época (o ápice foi em março de 1998 quando as reservas atingiram US\$ 78 bilhões, voltando, porém para US\$ 35 bilhões em setembro do mesmo ano com a crise da Rússia, com o agravante de forçar uma alta ainda maior dos juros que chegaram então ao nível incrível de 42% a.a. por algumas semanas; ao mesmo tempo o Banco Central se viu forçado a abandonar a colocação de títulos prefixados, com os títulos

indexados na taxa Selic passando de 35% para 69% da Dívida Pública Mobiliária Federal (Dpmf) de 1997 para 1998 (vide Tabela II abaixo). Paralelamente, o setor foi beneficiado, sem ter gasto um só centavo, pelo saneamento dos bancos problemáticos, através do PROER/PROES. À medida que o governo foi obrigado a aumentar seu endividamento, o fenômeno de *crowding out*, no qual o apetite do governo por títulos públicos induziu os bancos a se afastarem dos empréstimos ao setor privado, os lucros continuaram aumentando, com a simples compra de títulos federais. Recentemente, foram publicados estudos comparativos demonstrando que o aumento de tarifas bancárias vem superando de longe todos os índices inflacionários e que a redução recente da taxa Selic não foi acompanhada pela redução proporcional do spread bancário. Diante destes fatos, é inegável que o setor bancário foi o setor econômico premiado nos últimos dez anos. Isto não significa que agora deva ser punido por isto, pois, em boa parte, foi favorecido pela conjuntura, e simplesmente operou da forma mais conveniente para ampliar seus lucros. Estamos apenas constatando que, com certeza, este é um setor que foi amplamente capitalizado com a acumulação de lucros nos últimos anos, e que, portanto, não precisa de benefício ou incentivo de qualquer espécie no momento. Por outro lado, imaginamos que no caso de disputas judiciais, um juiz esclarecido também leve em conta, entre outros aspectos, o poder daquele que geralmente é mais forte (um banco), contra o mais fraco (um terceiro), e procure ser equânime, sem precisar atropelar a lei.

Finalmente, a tese da liberalização cambial como fator de equalização dos mercados doméstico e externo para títulos públicos é no mínimo perigosa, pela desestabilização que poderia provocar num momento de crise, por facilitar uma eventual fuga em massa de capital, como os próprios autores reconhecem.

## **2- Disfunções da taxa Selic: mercado doméstico de títulos públicos x mercado internacional (dívida soberana)**

O Plano Real instituído em 1994 acaba de completar 10 anos. Se por um lado houve um grande sucesso na redução da enorme taxa inflacionária vigente na época, até hoje persistem inúmeras disfunções nos instrumentos utilizados, que resultam num mercado de capitais pouco estruturado, e que opera abaixo das possibilidades e necessidades do país. **Dito de outra forma, os alicerces desta redução inflacionária continuam fracos, tremendo e fazendo balançar o edifício sempre que ocorrem ventos de média intensidade para cima.**

Com a política monetária implantada desde o início do Plano Real, a elevação da taxa de juros foi necessária para impedir a formação de estoques especulativos, para atrair recursos externos e/ou dificultar a saída de recursos do país, ou seja, para regular o fluxo cambial e a acumulação de reservas, já que o câmbio estava engessado pela âncora cambial, e também como freio ao consumo doméstico exagerado. Em quatro anos (1994-1998), o país sofreu a conseqüência indigesta de nada menos que três choques externos: México em 1995, Ásia em 1997 e Rússia em 1998 (esta última se somou e coincidiu com a tensão pré-eleições presidenciais naquele mesmo ano), e as taxas reais explodiram. Após 1999, quando foi instaurado o regime de metas de inflação, ocorreram a crise da Argentina, que se acentuou a partir de 2001, e a tensão que antecedeu as eleições presidenciais de 2002. Novamente, nos dois casos houve necessidade de elevar os juros internos, por causa dos reflexos inflacionários, mas a ajuda do câmbio flutuante amenizou um pouco o problema: os juros tiveram que ser elevados, mas num nível inferior ao período anterior. Ocorre que a cada crise, o estoque de papéis *selicados* em poder do mercado (que se manteve acima de 50%) é integralmente corrigido pelas taxas correntes, provocando um rombo apreciável nas contas públicas.

Temos, portanto, um mercado de capitais anômalo e inadequado, pois os aplicadores em títulos federais continuam viciados no curto prazo, com dois agravantes:

2.1 - Em primeiro lugar, o “mercado” “exige” essencialmente aplicações “pós-fixadas” indexadas na taxa Selic, cuja participação na Dívida Pública Mobiliária Federal (Dpmpf) têm se mantido inexoravelmente acima da faixa dos 50%, desde o choque de 1998 (como se pode ver na Tabela II abaixo). Em 1997 o volume de títulos indexados à taxa Selic era de 35%, pulando para 69% em 1998, sendo reduzido para 53% em 2000, e vem oscilando com valores próximos a este nível desde então. Note-se que em 1997 os títulos pré-fixados correspondiam a 41% da Dpmpf, contra apenas 13% em 2003.

Esta característica tem sido terrível para a dívida pública, porque os principais riscos de mercado da dívida corrigida pela Selic são essencialmente transferidos para o governo.

O “alongamento” da dívida “selicada” numa época de calmaria, constitui-se, portanto, numa falácia em termos de melhora de perfil ou de blindagem, pois proporciona a falsa impressão de que a situação da dívida pública fica mais confortável. Em termos de vulnerabilidade, qualquer crise futura transmite imediatamente todos os seus custos para a taxa Selic, que atingirá todos os papéis em circulação com este indexador, independentemente do prazo, e quando isto acontece, o grande perdedor é sempre o governo, como ocorreu nas crises anteriores. Uma desvantagem adicional para o país é que o investidor remunerado desta forma não tem o menor receio de especular contra o governo quando lhe convém, pois a taxa Selic representa um *hedge* (proteção) contra uma crise ou situação de stress de maiores proporções. Se o investidor tivesse comprado um título pré-fixado, ou mesmo um papel indexado ao IPCA mais juros, qualquer crise futura que viesse a ocorrer antes do vencimento do papel poderia causar um prejuízo ou reduziria o lucro de suas aplicações em papéis do governo, ou seja, os detentores de papéis indexados à taxa Selic sempre terão maior propensão a especular contra o governo. Em suma, a prática da indexação através da taxa Selic constitui-se na mais absoluta e verdadeira capitulação de direitos do devedor perante o credor, pois o investidor nestes títulos praticamente não tem que se preocupar com as crises de mercado, pois este risco foi transferido essencialmente para o emissor.

2.2 - Em segundo lugar, o “mercado” “exige” liquidez absoluta para os títulos que adquire, a ser proporcionada pelas autoridades monetárias sempre que necessário, através de “operações compromissadas”.

Que o “mercado” deseje ambas as condições (aplicar em papéis com taxa Selic e com liquidez absoluta) é perfeitamente compreensível, pois dessa forma obtém simultaneamente a maior rentabilidade, o menor risco e a maior liquidez possíveis. Causa espanto que a contrapartida dessa equação seja permanentemente aceita sem maior resistência, com o governo sujeitando-se a estes dois preceitos ao mesmo tempo. Qualquer advogado de formação mediana observaria que se trata de uma forma de contrato implícito absolutamente leonino, com todas as vantagens para o “mercado” e nenhuma para o governo. O “mercado” no contexto que estamos abordando está entre aspas porque os bancos, que detêm mais de 40% dos títulos públicos em circulação em carteira própria, também são os gestores dos fundos que aplicam em tais papéis, ou seja, na prática, os interesses dos interlocutores do governo que representam o mercado (bancos e demais aplicadores) estão convenientemente (para o setor financeiro) entrelaçados, não sendo possível distinguir os interesses efetivos de cada um; isto permite que os fundos sejam possivelmente utilizados como massa de manobra em movimentos especulativos, por exemplo.

A justificativa mais comum é de que como a dívida pública é alta o “mercado” exige condições excepcionais para continuar o seu financiamento. Este argumento não resiste a um teste comparativo esclarecedor: como explicar as colocações (inclusive recentes) no exterior de títulos soberanos brasileiros que não são “pós-fixados” e não têm garantia de liquidez antes do vencimento? Como também explicar que títulos soberanos brasileiros com 10 anos de prazo são colocados com juros pré-fixados de cerca de 10% a.a. em dólares, quando a inflação americana é atualmente de mais de 2% a.a. e tende a crescer, reduzindo a provável remuneração real futura para menos de 7% a.a.? Vale observar que o investidor que compra tais títulos de longo prazo está sujeito a flutuações diárias do papel, ou seja, a “marcação a mercado” destes títulos é feita diariamente, e que, se o investidor que aplica em títulos da dívida externa do governo resolver vender antes do vencimento, estará sujeito às flutuações de mercado negativas ou positivas por sua conta e risco, o que não ocorre com os títulos da dívida interna.

O parágrafo acima leva a uma conclusão paradoxal: **os títulos do governo brasileiro têm maior credibilidade e aceitação no exterior do que internamente, ou seja, as condições obtidas para financiar a dívida brasileira são melhores no exterior do que no Brasil.** Esta observação também consta do mencionado trabalho de Arida, Bacha, Lara-Rezende, porém a razão apontada para tal distorção difere completamente de nossa avaliação, como já comentamos.

Naturalmente, a comparação não é perfeita, pois os investimentos em títulos soberanos brasileiros no exterior são feitos em dólares enquanto que no Brasil, exceto os *swapps* de LFT's, que estão atrelados ao dólar mas são pagos em reais, as demais aplicações são feitas exclusivamente em reais. É interessante observar que desde 1998, a dívida externa total brasileira (longo e curto prazo) tem se mantido na faixa dos US\$ 200/225 bilhões, dos quais cerca US\$ 120 bilhões são dívidas do governo. Ou seja, **ao contrário do que muitos pensam, a dívida externa brasileira tem se mantido praticamente constante em dólares.** Já a dívida interna tem se elevado para níveis acima do desejável (considerando o prazo médio aparente em torno de 3 anos, a forma de remuneração e o custo), com a relação dívida interna/PIB ao redor de 56%, fruto das altas taxas de juros e choques cambiais, ainda que tenha evoluído abaixo da variação cambial no período considerado (1998-2003). Note-se que o reconhecimento de “esqueletos”, que também inflaram a dívida, ocorreu essencialmente antes de 1998.

Fica visível o córner permanente a que vem se sujeitando a autoridade monetária brasileira no tocante à gestão da dívida interna:

a) boa parte das colocações de longo prazo é apenas nominal, pois em momentos de crise o governo se sente compelido a fazer a troca por títulos de curto prazo, para não dar prejuízo aos investidores e colocar mais lenha na fogueira.

b) mais de 50% da dívida é indexada pela taxa Selic (50,6% em maio de 2004)

Em junho de 2004, 14,2% da dívida estava indexada em dólares através dos *swapps* de LFT's (o Banco Central agindo com total acerto, conseguiu reduzir drasticamente a participação deste item nos últimos 18 meses). Entretanto o nível da dívida indexada em LFT's (corrigida pela taxa Selic) continuava muito alto, o que representa uma vulnerabilidade muito grande, pois está sujeita a fortes oscilações em caso de crise.

Na tabela abaixo também observamos como é ilusório medir o PIB e a renda per capita sem levar em conta o poder de paridade de compra, num país com alta volatilidade cambial como o Brasil.

Tabela II

EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL NOS ÚLTIMOS 5 ANOS (dezembro de 1998 a dezembro de 2003)								
	31.12.97	31.12.98	31.12.99	31.12.00	31.12.01	31.12.02	31.12.03	12.03/12.98
<b>DLSP R\$ bi</b>	nd	389	517	563	661	881	913	134,9%
DLSP/PIB	nd	43%	57%	49%	53%	56%	58%	
Carga Tributária/PIB	29%	29%	32%	32%	34%	36%	38%	29,6%
<b>Dpmf R\$ bi</b>	256	324	415	511	624	623	731	125,8%
% da Dpmf com taxa Selic	35%	69%	61%	53%	54%	55%	50%	
% da Dpmf com taxa cambial	15%	21%	24%	23%	30%	36%	22%	
% da Dpmf com taxa prefixada	41%	4%	9%	15%	8%	2%	13%	
% da Dpmf com índice de preços	9%	6%	6%	10%	8%	7%	15%	
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
<b>Dívida Externa Total US\$ bi</b>	200	224	226	217	210	211	215	-3,9%
Curto Prazo	37	26	27	27	28	23	20	
Longo e médio Prazo	163	197	199	190	182	187	195	
% Dívida Externa Governo <sup>1</sup>	nd	nd	nd	nd	40%	40%	40%	
% Dívida Externa Privada <sup>1</sup>	nd	nd	nd	nd	60%	60%	60%	
<b>PIB em US\$ bi</b>	808	788	537	602	510	451	498	
Crescimento real do PIB	3,3%	0,1%	0,8%	4,4%	1,4%	1,5%	-0,22%	
PIB per capita US\$	4.942	4.755	3.195	3.539	2.961	2.582	2.818	
<b>Reservas sem FMI US\$ bi</b>	52	34	24	32	28	16	21	
<b>Taxa de câmbio R\$ / US\$</b>	1,0780	1,1606	1,81	1,83	2,36	3,63	2,9253	
Varição da taxa de câmbio	7,25%	7,66%	56,36%	0,85%	29,10%	53,46%	-19,32%	152,1%
<b>IPCA</b>	5,22%	1,65%	8,94%	5,97%	7,67%	12,53%	9,30%	52,9%
<b>IGP-M</b>	7,74%	1,78%	20,10%	9,95%	10,38%	25,31%	8,89%	98,9%
<b>Taxa Selic-média do ano</b>			19,03%	16,19%	17,60%	19,12%	23,35%	139,0%

- Fonte: Revista Conjuntura Econômica - FGV com exceção de <sup>1</sup> (estimativa do autor)

DLSP = Dívida Líquida do Setor Público  
Dpmf = Dívida Pública Mobiliária Federal

A maior causa deste imbróglio é que não existem no Brasil fundo de investimento que carreguem títulos do governo com características específicas de curto, médio e longo prazo, segregados e separados, com rentabilidades/risco diferenciadas em função do prazo, e a responsabilidade (irresponsabilidade?) pelo absurdo dessa situação é do governo, que desde o início do Plano Real tem sido incapaz de estruturar este mercado, em parte por causa da sucessivas crises que o país atravessou no período. Como consequência, não há como negar que o Brasil realmente tornou-se um país de rentistas. Não existe nenhum incentivo para aplicações de longo prazo, muito pelo contrário, a grande maioria dos investidores é induzida a permanecer no curto prazo, pela falta absoluta de um cardápio mais adequado.

**O que torna essa disparidade ainda mais injusta do ponto de vista social e de concentração de renda, é que pelo sistema atual existem três grandes categorias de investidores, estratificadas como segue (a Tabela I permite visualizar com clareza as constatações abaixo):**

**1ª classe: acolhe os grandes investidores institucionais (bancos, seguradoras e instituições financeiras em geral, além de fundos de previdência e empresas) e particulares. A preferência da maior parte deste grupo tem sido pelos investimentos de curto prazo indexado a taxa Selic, ou eventualmente aplicações em títulos cambiais. É o grupo que, de longe, mais se beneficiou com a política monetária e os choques cambiais.**

**2ª classe: acolhe os investidores em caderneta de poupança, que desde 1998 recebem uma remuneração líquida significativamente menor que os de 1ª classe. É interessante notar que boa parte dos investidores em cadernetas de poupança, senão a maior, aplica a longo prazo, e ainda assim recebe remuneração substancialmente inferior aos de 1ª classe.**

**3ª classe: acolhe os aplicadores compulsórios de longo prazo, que recebem créditos do FGTS (trabalhadores assalariados do mercado formal), cujos rendimentos representaram apenas metade da inflação de janeiro de 1999 a dezembro de 2003. Esta classe de aplicadores tem sido literalmente expropriada, considerando a baixíssima rentabilidade face ao prazo de aplicação. Em nossa opinião, o governo atual, que tem sua origem vinculada à defesa dos interesses dos trabalhadores, tem a obrigação de corrigir este despropósito.**

Como consequência, acreditamos que o papel e a remuneração dos investimentos de curto / longo prazo (através dos fundos DI / renda fixa), das cadernetas de poupança e do FGTS deveriam ser repensados.

O objetivo original do FGTS deveria ser restabelecido, cumprindo a finalidade de complementar de forma justa a renda do trabalhador aposentado; as cadernetas de poupança deveriam ser melhor remuneradas, principalmente quando se tratar de aplicações de médio/longo prazo; os fundos de investimento atuais (DI / renda fixa) deveriam ser reformatados, e as aplicações a médio e longo prazo incentivadas, de modo geral.

### **3- A utilização indiscriminada do IGP e suas disfunções na economia brasileira desde a introdução do regime de metas de inflação (1999)**

Em terceiro lugar, existem fortes indícios de que o IGP (IGP-M e IGP-DI), cuja utilização como indexador é muito mais disseminada e importante do que o IPCA, esteja realimentando e contaminando o próprio IPCA. A forma de construção e o sistema de coleta de dados do IGP vêm sendo extremamente questionados por vários especialistas. Se o IGP continuar a ser usado como principal indexador das tarifas e preços administrados, se o conjunto dos preços administrados continuar a subir quase sempre acima do IPCA e se o IGP continuar a ser o indexador mais utilizado em contratos, qual o sentido de fixar metas inflacionárias usando-se o IPCA? Atualmente existe uma dicotomia evidente e que solapa boa parte do esforço antiinflacionário, pois oficialmente o IPCA é o índice-base da economia, mas na prática, o índice-base tem sido o IGP, com seus inúmeros defeitos, e o governo não tem logrado promover, fortalecer e valorizar o IPCA, para minorar os efeitos perniciosos deste conflito. Este comportamento, se mantido, deverá continuar a prejudicar o desempenho do atual sistema de metas de inflação, constituindo-se num importante obstáculo a uma maior e mais rápida redução dos juros reais, que todos almejam.

Apesar do IPCA ser o índice oficial de inflação do país (e por consequência ser o índice-base para a política de metas inflacionárias do Banco Central), na prática o governo não se mobiliza para fazer com que este índice se transforme no mais importante balizador do mercado, ou seja, o IPCA não é prestigiado pelo maior interessado, que é o próprio governo. Os reajustes de aluguel (estes, por incrível que pareça, por força de lei) e de uma série de outros contratos, são efetuados indiscriminadamente pelo IGP-M, em boa parte sem fundamento para tal. Os preços administrados (tarifas públicas) têm subido quase que sistematicamente acima do IPCA, tendo como base essencial de reajuste o IGP. O indexador das dívidas renegociadas entre os estados, municípios e o governo é o IGP. Quando emite títulos sujeitos a atualização monetária, o próprio governo tem lançado geralmente títulos indexados ao IGP-M e não ao IPCA. Tudo indica que a utilização do IGP para reajustar contratos e como indexador financeiro seja, em si, uma fonte importante de realimentação inflacionária, pois ao longo dos últimos anos o IGP tem superado consistentemente o IPCA. Neste caso, a afirmação de que a longo prazo todos os índices de inflação convergem para um valor semelhante tem sido desmentida pelos fatos, como se pode verificar na tabela III-a abaixo. O que é pior, é que quando ocorrem choques de oferta e sempre que ocorre uma desvalorização cambial um pouco mais pronunciada, enquanto o IPCA sobe pela escada, o IGP já subiu pelo elevador. Quando o stress se reduz, ainda que ocorra uma apreciação do câmbio (como em 2003), o mal já foi feito e propagou-se pelo restante da economia, e o IGP passa simplesmente a acompanhar o IPCA, ficando aproximadamente no mesmo nível, ou seja, nem mesmo uma apreciação cambial tem resultado num IGP inferior ao IPCA.

Esta situação pode ser visualizada claramente no quadro abaixo, que mostra a tremenda disparidade entre o IGP-M (112,37%) e o IPCA (58,20%), acumulados no período que vai de janeiro de 1999 até junho de 2004 (tabela III - a). Fica evidente que os choques cambiais, por menores que sejam, deixam uma marca provavelmente indelével no IGP-M. Em 1999 e 2002, ocorreram dois grandes choques cambiais, que fizeram com que, nestes anos, a inflação medida pelo IGP-M fosse mais que o dobro da inflação medida pelo IPCA. Em 2004, um ano relativamente tranqüilo, em que ocorreu apenas um leve stress por conta da perspectiva de aumento gradual das taxas de juros nos Estados- Unidos, houve uma desvalorização cambial de cerca de 13% no período que vai de março a maio/junho, e imediatamente, o IGP-M, que tinha se acalmado em 2003, voltou a sinalizar uma inflação duas vezes maior do que o IPCA para o 1º semestre de 2004 (tabela III - b). Note-se também que em 2003 houve uma apreciação importante do Real frente ao dólar e, em menor grau, frente ao euro; pois bem, neste período (2003), o IGP-

M praticamente empatou com o IPCA, ou seja, o elevador passou o ano emperrado no andar para o qual havia subido em grande velocidade no ano anterior.

Tabela III - a

<b>Evolução do IGP-M e do IPCA de janeiro de 1999 a junho de 2004</b>						
	1999	2000	2001	2002	2003	jan-jun 2004
<b>IGP-M</b>	20,10%	9,95%	10,38%	25,31%	8,89%	6,78%
<b>Inflação Oficial - IPCA</b>	8,94%	5,97%	7,67%	12,53%	9,30%	3,48%
<b>IGP-M acumulado</b>	20,10%	32,05%	45,76%	82,65%	98,89%	112,37%
<b>Inflação Oficial - IPCA - acumulado</b>	8,94%	15,44%	24,30%	39,87%	52,88%	58,20%

Tabela III - b

<b>IGP-M versus IPCA: janeiro de 2004 a junho de 2004</b>						
	jan.04	fev.04	mar.04	abr.04	mai.04	jun.04
<b>IGP-M</b>	0,88%	0,69%	1,13%	1,21%	1,31%	1,38%
<b>Inflação Oficial - IPCA</b>	0,76%	0,61%	0,47%	0,37%	0,51%	0,71%
<b>IGP-M (acumulado)</b>	0,88%	1,58%	2,73%	3,97%	5,33%	6,78%
<b>Inflação Oficial - IPCA - (acumulado)</b>	0,76%	1,37%	1,85%	2,23%	2,75%	3,48%

O principal motivo do IGP ser tão popular é que, quando ocorre uma desvalorização cambial, seu efeito é imediatamente sentido no principal componente do índice, que é o IPA (Índice de Preços por Atacado), o que, num país onde a legislação impede que o dólar seja explicitamente utilizado como indexador, e onde ocorrem freqüentes crises cambiais, é um tremendo atrativo para os credores. Em outras palavras, o IGP tem o poder de atrelar um contrato, preço ou serviço, ao dólar, ainda que de forma parcial e indireta. Um exame do comportamento do IGP versus IPCA nos últimos 5 anos mostra que os credores que vêm adotando o IGP estão cobertos de razão. Alguns contratos vigentes, como no caso das tarifas telefônicas, ainda que extremamente favoráveis ao setor e, portanto, tremendamente onerosos aos consumidores, devem ser respeitados, mas assim que terminar a vigência do contrato, o reajuste de tarifas deveria levar em conta os índices de produtividade setorial e o IPCA (e não o IGP-M, como consta de uma recente proposta das empresas do setor). A rigor os únicos preços administrados que têm alguma relação com o dólar na sua formação de custos não financeiros, são a energia elétrica (o preço da energia comprada do Paraguai na usina de Itaipú é contratualmente estabelecido em dólares), o gás e os transportes públicos, que consomem óleo diesel.

Verificamos portanto que o IPCA é um índice com uma característica fantástica: não serve de indexador para nenhum contrato importante, a não ser para os salários (algumas categorias), mas é o índice-base para a política de metas de inflação, enquanto que o IGP, que deveria ser um indexador secundário, indexa todos os contratos importantes, sempre em níveis superiores ao IPCA. O que esta situação produz é, mais uma vez, um subproduto talvez involuntário, mas nem por isso menos questionável: a classe dos indivíduos e pessoas jurídicas (principalmente) que são credores em algum tipo de contrato que tem como base o IGP, e que são portanto favorecidos, em detrimento dos devedores em IGP, mas cujos proventos estão vinculados direta ou indiretamente ao IPCA, que inclui naturalmente boa parte dos assalariados formais. Mesmo com referência aos assalariados, verifica-se que as categorias com maior poder de pressão também estão levando em conta a variação do IGP nas suas reivindicações de reposição salarial. Finalmente não se pode descartar a possibilidade de que os choques transmitidos quase que instantaneamente pelo IGP, tenham, como efeito colateral, um grande peso entre os fatores que têm inviabilizado maiores reduções da taxas de juros reais de equilíbrio, que têm sido, na média dos últimos anos, sempre superiores a 9,5% a.a.. Se alguém conseguir demonstrar como a coexistência entre o IGP (da forma como é aferido atualmente, e com a multiplicidade de contratos que indexa) e o IPCA pode ser pacífica, e como a inflação e os juros poderão ser reduzidos com este confronto, talvez possa se candidatar ao prêmio Nobel de economia.

Finalmente, a relevância de tentar medir a inflação mais acuradamente através de uma profusão de índices (IPC-Fipe, INPC, IPC-FGV etc.) revela uma insegurança patológica, e é uma reminiscência dos tempos de inflação galopante; reproduz, em sua plenitude, a malfadada memória inflacionária de que estamos tentando nos livrar já faz dez anos. A rigor, o país atualmente só tem necessidade de 2 índices básicos bem construídos: um índice de preços ao consumidor e um índice de preços por atacado, ambos com um núcleo bem definido que possa ser analisado separadamente.

**No que se refere às críticas quanto à fórmula de construção do índice e à forma de tomada de preços do IGP, gostaríamos de citar alguns respeitados economistas e analistas como, entre outros, o economista Paulo Rabello de Castro, fortemente ligado à FGV (Fundação Getúlio Vargas) do Rio de Janeiro, que é a entidade responsável pela criação e levantamento mensal dos dados do IGP (“Extingam o IGP”, artigo publicado no jornal Folha de São Paulo em 19.03.2003); o economista Roberto Macedo (“Por um novo IGP”, artigo publicado no jornal O Estado de São Paulo em 27.03.2003); o jornalista Celso Ming (“Termômetro pouco confiável”, artigo publicado no jornal O Estado de São Paulo em 11.06.2004, que também cita o economista e especialista em índices inflacionários Ricardo Braule, ex-**

**chefe do Departamento de Índices de Preços do IBGE), e em pelo menos uma citação informal e pontual, o economista, ex-ministro e deputado federal Delfim Netto.**

**Uma das características principais do IGP (Índice Geral de Preços) é, ao mesmo tempo, uma de suas principais fraquezas: foi construído em 1947 pela FGV no Rio de Janeiro, e, segundo consta, a essência de sua sistemática de construção e de coleta de dados jamais foi modificada;** a força está na sua consistência e imutabilidade ao longo dos anos, e as fraquezas são arroladas a seguir. Com uma participação de 60% dos preços por atacado (IPA), 30% dos preços ao consumidor (IPC), e 10% dos preços da construção civil (INCC), o IGP foi muito útil desde a sua criação, mas apresenta inconvenientes evidentes ao ser utilizado nos dias de hoje. O IGP-M (M para Mercado) e o IGP-DI (DI para Disponibilidade Interna) são estruturados exatamente da mesma forma, diferindo apenas quanto ao período de coleta de preços e quanto à data de divulgação (o IGP-M mede os preços do dia 21 ao dia 20 do mês seguinte e está sempre disponível antes do dia 1º do mês subsequente). Já o IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) do IBGE, que é utilizado pelo governo com meta de inflação, mede a inflação das famílias com renda mensal de 1 a 40 salários mínimos abrangendo as regiões metropolitanas do Rio de Janeiro, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, São Paulo, Belém, Fortaleza, Salvador e Curitiba, Brasília e Goiânia. Um dos maiores problemas do IGP está relacionado à confecção do IPA (Índice de Preços por Atacado).

Entre os principais defeitos do IGP, apontados por especialistas estão:

- 1- Por que razão um índice que pretende medir a inflação brasileira tem como componente principal (60%) um indicador de preços por atacado, o IPA (note-se que o índice foi criado em 1947, quando a indústria nacional ainda era incipiente).
- 2- O IPA é levantado com base em preços de lista, e não pelos valores efetivamente transacionados. Por sua vez, os preços de lista não levam em conta se o cliente é grande ou pequeno, nem a quantidade da venda, ou seja, são geralmente superiores aos realmente praticados; não levam em conta descontos, promoções, nem o prazo de pagamento (na venda a prazo existem obviamente juros embutidos). Em momentos de insegurança, os preços de lista são inchados, e depois são reduzidos indiretamente através de descontos; enquanto isso, os preços de lista são mantidos. Em momentos difíceis, os aumentos são menores para os melhores clientes, e muitos aumentos não são integralmente repassados ao consumidor final por questões de mercado, ou seja, o IPA acaba refletindo um aumento irreal e superior ao praticado efetivamente.
- 3- Desde 1999, com a adoção do sistema de câmbio flutuante, os efeitos perversos do IGP se tornaram exagerados, passando a superestimar a inflação efetivamente ocorrida.

Como o IGP é o principal indexador para os preços e tarifas administrados (tarifas públicas), suas distorções são imediatamente repassadas para o restante da economia.

Em suma, sugerimos que o governo adote uma posição mais agressiva para reduzir o peso da utilização indiscriminada, inadequada e desestabilizadora e predatória do IGP (IGP-M e IGP-DI) como índice de correção de preços e contratos no Brasil.

#### 4- Conclusão

Para finalizar, peço permissão para parafrasear o Sr. Júlio Ribeiro, presidente da Talent, que num artigo recente afirma:

“Mudar de atitude não é muito fácil... **Tentar resolver problemas crônicos com respostas velhas é o mesmo que curar uma doença com remédio vencido**... Não basta compreender os caminhos seguros... Chega-se às respostas certas por meio das perguntas certas. Só pergunta quem duvida, quem intui que pode existir uma saída melhor, e sabe procurar por ela.”

Essas frases foram escritas no contexto da empregabilidade dos profissionais de propaganda nos dias de hoje, mas, a meu ver, poderiam ser úteis, no que diz respeito aos tópicos que abordamos. É ótimo que o governo atual tenha adotado desde o início uma postura tradicional e conservadora, que perdura até o momento, conseguindo assim uma substancial redução da inflação, do risco-Brasil, que possibilitou uma retomada ordenada e promissora do nível de atividade e de emprego. É alentador que a atividade econômica esteja dando sinais positivos de retomada, e que alguns economistas estejam projetando um saldo de mais de US\$ 30 bilhões na balança comercial, que poderá reduzir ainda mais o importante coeficiente de dívida externa líquida sobre exportações. **A criação de um mercado de médio/longo prazo para os títulos públicos e a redução das disfunções causadas pela utilização exagerada e indiscriminada da taxa Selic e do IGP são problemas delicados, mas que exigem uma postura inovadora. O Brasil continua a ter uma dívida interna alta, mal estruturada, com um custo brutal, e com prazo médio muito inferior ao desejável, além de ter dois índices de inflação absolutamente incompatíveis. Também tem tarifas públicas (preços administrados) mais do que atualizadas, ou seja, sem defasagem (e com boa gordura em alguns casos), e um sistema bancário altamente capitalizado e lucrativo, o que nos leva a afirmar que estes setores não têm, no momento, nenhuma necessidade de proteção especial. Em nossa opinião, manter o *statu quo* nos assuntos abordados representa um risco maior do que buscar soluções inovadoras: ainda que o Brasil esteja aparentemente menos vulnerável a uma nova crise, em alguns aspectos a margem de manobra está cada vez mais estreita, e é muito melhor e mais fácil prevenir do que remediar.**

---

#### Nota sobre o autor:

**Olivier Jolles, graduado em administração de empresas (FGV - São Paulo), foi executivo no mercado financeiro por mais de 30 anos (Bolsa de Valores de São Paulo, corretora Cabral de Menezes e nos bancos: Lar Brasileiro-Chase, Lloyds, Multiplic, Bozano-Simonsen e BNL). Atualmente é consultor de investimentos.**

---