

# Grande salto da dívida

22 JUN 1988

por Celso Pinto  
de Brasília

GAZETA MERCANTIL

A dívida mobiliária federal deverá dar um salto enorme neste ano. A previsão da área econômica é que ela crescerá 45% em termos reais, isto é, acima da inflação, estimada em 600%.

O estoque total de papéis emitidos pelo Tesouro, que era de CZ\$ 3,9 trilhões em dezembro do ano passado, subiria para CZ\$ 39,7 trilhões no final deste ano. Ou seja, ao longo do ano o total de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), Letras do Tesouro Nacional (LTN) e Obrigações do Tesouro Nacional (OTN) subiria CZ\$ 35,8 trilhões.

A maior parte da dívida mobiliária emitida pelo Tesouro vai parar na carteira própria do Banco Central (BC) e não em mãos do público. Ao final do ano talvez cerca de 30% do total ficará fora do BC. No entanto, dentro ou fora do BC, é a dívida mobiliária do Tesou-

ro que reflete as necessidades do governo federal.

Os títulos do Tesouro entram para o ativo do BC e servem para lastrear diversas formas de passivo assumidas pelo banco junto ao setor privado. O BC, por exemplo, emite seus próprios papéis, as Letras do Banco Central (LBC), lastreados por papéis do Tesouro (ou seja, o total de LBC está embutido no total de títulos do Tesouro). Servem para lastrear, também, a própria emissão de base monetária e a remuneração dos diversos fundos de recursos privados recolhidos nos cofres do BC, como os depósitos voluntários dos exportadores e das sociedades de crédito imobiliário.

Olhar para a variação do estoque da dívida mobiliária do Tesouro, portanto, na interpretação de técnicos do governo, permite visualizar o peso das necessidades federais. E ele será, como se vê, bastante expressivo.

Parte desse total, naturalmente, significa "rolagem" do principal, isto é, o valor da correção monetária aplicada sobre os títulos e que mantém o total em termos reais. Considerada a necessidade líquida de emissão de títulos ao longo do ano (ou seja, sem levar em conta a correção monetária), o total vai a CZ\$ 5,7 trilhões, resultado de emissões líquidas totais de CZ\$ 17,3 trilhões menos resgates previstos de CZ\$ 11,6 trilhões.

Como parte desses CZ\$ 5,7 trilhões virá de outras aplicações que o setor privado já mantinha junto ao setor público, o impacto em termos de absorção adicional líquida de recursos do setor privado será ainda menor. Ele é estimado em CZ\$ 1,9 trilhão — isto, é claro, apenas consideradas as emissões de títulos federais.

Nas projeções originais do Tesouro sobre a dívida mobiliária neste ano, supondo apenas emissões de

LFT, o peso desses papéis de curtíssimo prazo sobre o total, que já é hoje de cerca de 50%, subiria para 70% no final do ano. Do ponto de vista do Tesouro, isso traria dois inconvenientes: concentraria muita dívida no curtíssimo prazo e a deixaria vulnerável às oscilações de política monetária do BC (já que a remuneração básica das LFT é a média do "overnight", determinada, em última instância, pela política do Banco Central).

Por essa razão, já não há mais resistências no Tesouro à idéia de lançar OTN, desde que cumpridas certas regras. Como a intenção é tentar ampliar o prazo da dívida, e não simplesmente aumentar a remuneração do mercado financeiro, era preciso reduzir a possibilidade de "alavancagem" das instituições financeiras (giro em suas carteiras próprias), impedir que elas contassem com dinheiro do próprio BC, para girar seus títulos, e evitar que eles fossem

(Continua na página 17)

A projeção de inflação, balizada pela taxa do "overnight", continuou estável ontem em 18,75%. Isso teve reflexos nos contratos lastreados em OTN no mercado futuro, que tiveram suas estimativas de correção monetária para julho e agosto reduzidas. As posições com vencimento em julho recuaram de 19,36 para 19,25%. Para julho o índice está em 19,08%.

(Ver página 16)

TÍTULOS PÚBLICOS

GAZETA MERCANTIL

## Grande salto da dívida

22 JUN 1988

por Celso Pinto  
de Brasília

(Continuação da 1ª página)

apenas substituir aplicações de fundos voluntários já existentes no setor público (como os depósitos das entidades de poupança no BC).

Como estas pré-condições estão atendidas, é possível que o Tesouro faça novos lançamentos de OTN. Não há datas marcadas nem montantes decididos — as indicações já dadas pelo BC dependem, na realidade, da ratificação do Tesouro, responsável último pela emissão.

A questão do custo desses papéis para o Tesouro tem algumas sutilezas a considerar, do ponto de vista do Tesouro. As LFT têm sido colocadas a custos extremamente reduzidos, pouco mais de 0,2% ao ano (que é equivalente ao deságio). No entanto, seu custo efetivo tem sido maior que este nos últimos meses, desde que o BC resolveu dar um adicional na média do "overnight", acima da taxa efetiva de inflação. Esse adicional tem ficado entre 0,5 e 1%. Se ele se mantiver nessa faixa, o custo das LFT acabará subindo, ao longo de doze meses, para algo em torno de 10 a 12% acima da inflação.

Se as OTN fossem colocadas a um custo real de 12 a 13% acima da inflação, descontado o Imposto de Renda (IR) que volta aos cofres públicos, seu custo efetivo ficaria em cerca de 7 a 8%.

É claro que o BC poderia simplesmente não fazer com que o "over" ficasse acima da inflação. Isso tem acontecido porque a administração do BC alega que o IR de 3% cobrado nas aplicações exige algum adicional para que o investidor fique, liquidamente, com uma remuneração equivalente à inflação e não fuja para outras aplicações especulativas.

O Tesouro preferiria simplesmente eliminar o IR de curto prazo e resolver o problema por aí. A Receita Federal alega razões de justiça fiscal para a manutenção da cobrança do IR (já que é difícil taxar esses

rendimentos financeiros no progressivo do IR do aplicador) e alega que quem aplica no curtíssimo prazo pode perfeitamente ganhar algo menos que a inflação.

Uma solução para esse impasse poderá ser a cobrança diferenciada de IR sobre aplicações de curtíssimo prazo: uma taxa maior, talvez de 10%, para aplicações muito curtas (digamos, até sete dias), um pouco menor para uma faixa intermediária (até, por exemplo, dezessete dias) e outra ainda mais baixa para quem se dispuser a colocar de dezessete até trinta dias seu dinheiro no "over" (e que apenas neste caso teria direito à remuneração equivalente à inflação).

Seja como for, a preocupação central do BC é oferecer aplicações a taxas de juro reais mais atraentes, de preferência para quem se dispuser a poupar por prazo um pouco mais longo (através, em especial, das OTN). A do Tesouro é fazer com que isso se dê ao menor custo possível para a dívida pública (e, portanto, para o déficit público).

Em relação à hipótese de lançamento das OTN com correção cambial, contudo, não há acordo. O BC é a favor, o Tesouro é contra. Uma idéia que o Tesouro poderá eventualmente vir a admitir é a emissão de OTN cambiais num montante limitado e para compradores finais (com restrição para revenda no mercado). A suposição é que há, de fato, uma demanda relativamente estável e não especulativa por esse tipo de papel: os exportadores que têm depósitos voluntários no BC e as empresas estrangeiras que querem proteger-se contra oscilações cambiais. Para esse mercado, seria possível vender as OTN por um custo bastante interessante, do ponto de vista do Tesouro, e minimizando a especulação cambial que o papel traria. O ministro da Fazenda, Mailson Ferreira da Nóbrega, quando perguntado sobre a possibilidade de emissão da OTN cambial diz apenas que o assunto continua em estudos.