

Banco Central transformando mercados

CHEGOU A HORA DE O BC SAIR DO CATIVEIRO E PROMOVER UM MERCADO MAIS COMPETITIVO E TRANSPARENTE

ERNESTO LOZARDO

É uma grande irresponsabilidade ignorar os riscos econômicos da crescente dívida pública brasileira. O estoque de dívida pública mobiliária cresce de forma expressiva e com um perfil de vencimento de curto prazo. Os títulos competitivos – negociados somente entre instituições financeiras – de emissão do Banco Central (BC) – BBC, NBC e LBC – totalizam R\$ 70 bilhões. Esse volume não nos preocuparia se o vencimento fosse de longo prazo, mas, não, essa dívida vence em média a cada 5,2 meses.

A dívida mobiliária competitiva do Tesouro Nacional (TN) – LTNs, NTNs e LFTs negociadas entre instituições financeiras – totaliza R\$ 200 bilhões com vencimento médio de oito meses. Assim, a dívida mobiliária total do governo federal soma R\$ 270 bilhões, equivalente a 45% do PIB, com vencimento médio de 7,3 meses, sendo na sua grande maioria títulos com rendimentos pós-fixados.

Há muito se discute alternativas para o alongamento do perfil da dívida pública com títulos do Tesouro Nacional. Esses títulos existem para financiar os déficits do orçamento do governo federal. No entanto, quanto menor seu prazo de vencimento maior o risco de rolagem e de obtenção de novos recursos para financiar o déficit, bem como mais difícil a sustentação de juros baixos.

Em geral, quando os emissores (BC e TN) vendem seus títulos, retirando dinheiro do mercado financeiro para financiar déficits e controlar a liquidez, estes permanecem nas carteiras das instituições financeiras até o ven-

cimento, limitando a flexibilidade do custo e restringindo suas negociações entre poucas instituições financeiras. Com efeito, pode-se deduzir que as instituições financeiras brasileiras detêm duplo poder: o de manter a rentabilidade desses títulos acima daquela existente em um mercado competitivo de títulos públicos e de ser as únicas entidades a negociar com o Banco Central. Esses dois aspectos negociais entre o BC e o mercado financeiro dificultam a possibilidade de existir um mercado de títulos mais competitivo, eficaz e transparente. Daí a razão de o

perfil da dívida mobiliária brasileira ser de curtíssimo prazo e com rendimentos pós-fixados. Esse perfil de vencimento e estrutura de rendimentos não condizem com a reali-

dade brasileira – baixo nível de inflação conjugada com credibilidade social nos objetivos da política econômica. Nessas condições, o correto seria ter o atual estoque de dívida mobiliária com perfil de longo prazo, juros prefixados e competitivos. Reverter os riscos inerentes à atual situação da dívida mobiliária dependerá do aprofundamento do processo de desregulamentação do mercado financeiro.

É comum lermos nos jornais que os Estados Unidos têm títulos do Tesouro com vencimento de 30 anos. Isso não quer dizer que uma instituição financeira norte-americana compre esses títulos para manter em carteira até seu vencimento. Eles podem ser comprados e vendidos inúmeras vezes entre instituições financeiras e não financeiras, até seu vencimento. Dispor de títulos com prazo longo, podendo negociá-los em um amplo mercado, torna-os mais competitivos,

faz seus preços mais realistas e, conseqüentemente, reduz o grau de risco dos investidores. O fator risco prende-se ao preço dos títulos do Tesouro que o BC oferece ao mercado. No Brasil, antes do processo de desregulamentação das aplicações financeiras dos fundos de investimentos e de pensão, da carteira própria dos bancos comerciais e de investimentos, o preço e a quantidade de títulos públicos negociados eram definidos pelas grandes instituições financeiras. Os participantes do mercado financeiro poderiam ter lucro ou prejuízo, arbitrando as condições de risco e de rentabilidade em um mercado cativo de títulos existentes nas carteiras dos fundos de investimentos. Com a estabilidade da inflação, chegou a hora de o BC sair desse cativeiro, promovendo um mercado financeiro mais competitivo e transparente.

O processo de desregulamentar do mercado financeiro, apenas iniciado pelo BC, consolidará quatro características operacionais fundamentais nos mercados de títulos público e privado: 1) vai tornar as operações de compra e de venda desses títulos mais transparentes ao público investidor; 2) vai propiciar maior flexibilidade nas negociações dos títulos entre instituições financeiras e seus clientes; 3) vai transferir a expectativa de ganho dos intermediários financeiros para o público investidor; 4) vai aumentar expressivamente o número de participantes no mercado de títulos públicos e privados.

Os resultados práticos dessas inovações serão os seguintes: primeiro, os dealers do BC passarão a ser os verdadeiros fazedores de mercado (market makers) dos títulos públicos federais, oferecendo à sociedade um amplo leque de oportunidades de investimentos, não mais restrito às

instituições financeiras; e, segundo, eliminarão o risco da rentabilidade negativa para o cliente, caso estes optem por operações compromissadas. Para que isso seja alcançado será necessário criar um amplo mercado secundário de títulos públicos de NTNs e LTNs. Nesse aspecto a iniciativa das autoridades monetárias pela desregulamentação do mercado de títulos, instituindo um sistema de informações e de negociações eletrônicas, bem como a opção da carta de recompra, possibilitará a existência de títulos com juros menores, competitivos e de longo prazo.

Essa política inovadora do BC obrigará a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) caminhar na mesma direção, criando um amplo mercado secundário de títulos privados como debêntures, ações negociadas fora da bolsa, commercial papers, letras de câmbio, etc. Pode-se, até mesmo, avançar criando um sistema de clearing house que assegure a liquidação das negociações desse mercado. Não haverá dúvida de que surgirão muitas empresas privadas lançando seus títulos, objetivando a capitalização e o aprimoramento da sua gestão financeira, bem como obter novas opções para comprar, vender novos títulos, bem como abrir seu capital em um mercado secundário amplo, competitivo, transparente, com garantias de liquidação das negociações, com baixo custo operacional e de enorme liquidez. Essa, parece ser, a única forma de abrir uma longa e ampla avenida para a formação da poupança de longo prazo na economia brasileira: a base de sustentação do crescimento com prosperidade.

■ Ernesto Lozardo, professor de Economia da FGV-SP, é autor do livro "Derivativos no Brasil – Fundamentos e Práticas" (1998)
e-mail: elozardo@fgvsp.br