

# A dívida que gira

**1** O valor alcançado nos últimos meses pela dívida pública interna, representada por Obrigações Reajustáveis e Letras do Tesouro Nacional, passou a preocupar alguns economistas e empresários do mercado financeiro. Esta preocupação não se restringe ao crescimento da dívida em si, mas também quanto à redução do prazo médio de sua amortização.

Os técnicos do Banco Central reconhecem que o ideal seria que a dívida pública tivesse um perfil de amortização melhor distribuído ao longo do tempo, mas acham que há um certo exagero na apreensão manifestada por estes empresários.

Ao colocar esta preocupação, os economistas e empresários estariam levando em consideração a hipótese de que esta dívida um dia será toda resgatada. Mas o segredo de toda a dívida pública em títulos é exatamente nunca amortizá-la e sim "girá-la". A dívida pode variar de montante, de acordo com os interesses econômicos do Governo, porém sempre permanecerá em níveis expressivos.

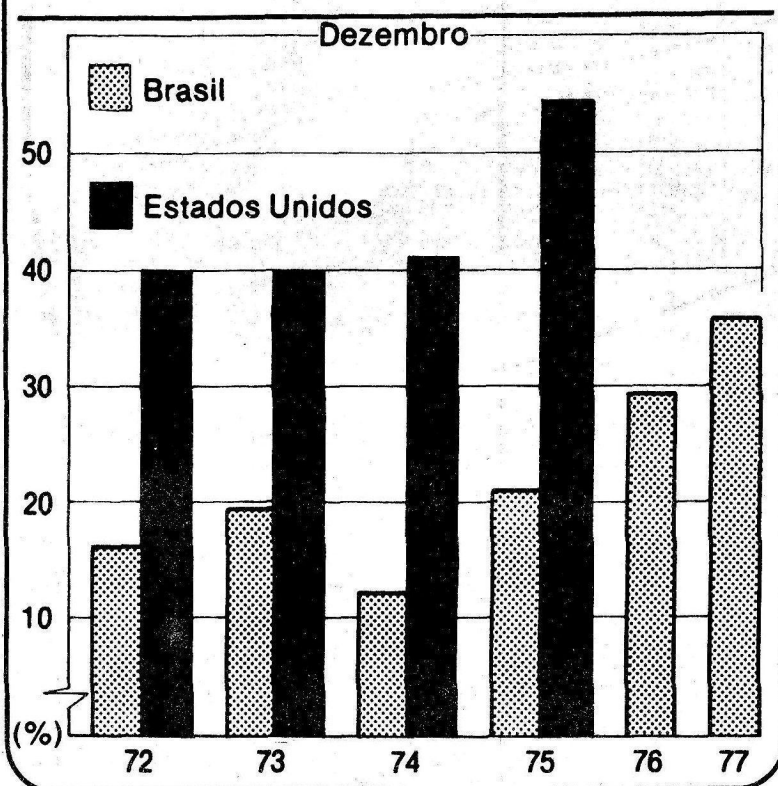
Em primeiro lugar, dizem os técnicos do Banco Central, porque não é possível se condicionar o lançamento de títulos públicos a programas de curto prazo do Governo, como é o caso do Orçamento anual da União. Nem mesmo uma entidade poderosa, como o Estado, pode hoje deixar de recorrer ao crédito. Mas, para que seus títulos sejam aceitos pelo público, voluntariamente, é preciso se criar um mercado. Ainda segundo os técnicos governamentais, se o Banco Central abrisse mão desse mercado, o custo social para o País seria bem maior do que os juros, a correção monetária e o deságio pagos pelos títulos federais.

Além disso, para cumprir seu papel na execução da política monetária, é necessário haver realmente um grande volume de Letras do Tesouro Nacional, que são títulos de 1 a 365 dias de prazo, em circulação.

**2** A diferença básica entre as dívidas públicas americana e brasileira é o custo de cada uma. Nos Estados Unidos não há correção monetária e as taxas de juros jamais se elevam acima de 9% ao ano. Os títulos federais rendem de 5 a 8% ao ano, nos EUA, enquanto no Brasil, em termos nominais, a rentabilidade dos papéis públicos se situa na faixa de 37% ao ano. A inflação americana não chega também a um quinto da brasileira.

A aplicação dos recursos é também inteiramente diferente nos dois países. Nos EUA, o que não fica esterilizado nos cofres públicos, é acrescido aos gastos orçamentários (geralmente investimentos em pesquisa e infra-estrutura). Já no Brasil este recurso são repassados, quase em sua totalidade, ao setor privado sob a forma de empréstimos e linhas especiais de crédito, provocando uma grande transferência de juros (e renda) em toda a economia. Alguns economistas e empresários consideram que estes seriam melhor aplicados

Relação Letras do Tesouro/ Meios de Pagamentos



Um exemplo extremo seria o dos Estados Unidos, país onde a iniciativa privada teria alcançado o maior nível de participação na economia em todo mundo. Em 1975, a dívida pública em títulos americana correspondia a 160% do total de meios de pagamento (montante de dinheiro em circulação na economia), enquanto no Brasil este percentual não ultrapassava a 65%. Considerando apenas as Letras do Tesouro (Treasury Bills), a participação sobre os meios de pagamentos nos EUA era de 54% em 1975, e no Brasil de 21,7%.

Quanto ao prazo médio, a dívida pública americana se situa em 30 meses; os papéis com mais de cinco anos, negociáveis, não correspondem a mais de 15% do total da dívida. Incluindo os títulos não negociáveis, este percentual chegaria a 20%. No Brasil, no auge da euforia do mercado de Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, em 1974/75, o prazo

médio da dívida pública atingiu 36 meses; - hoje encontra-se na faixa dos dois anos.

No país da iniciativa privada, os Estados Unidos, a dívida pública em títulos corresponde a 53% do produto interno bruto (produção total da economia). No Brasil, onde o Estado está presente em mais da metade dos investimentos, a participação da dívida do produto não vai além de 16%.

E óbvio que os Estados Unidos precisam ter em circulação um montante de títulos bem maior do que o Brasil, pois para lá fluem capitais de diferentes países. Nos últimos anos, os árabes passaram a aplicar quantias altíssimas em títulos públicos americanos. Com isto, o Federal Reserv (espécie de Banco Central americano) conseguiu neutralizar o impacto desses recursos sobre o total de meios de pagamento e ainda canalizou para o país as divisas que saíram em decorrência da importação de petróleo.

se fossem investidos em programas sociais ou de infra-estrutura, capazes de criar empregos e demanda por bens e serviços (beneficiando com isto o setor privado).

Além do custo, outro problema recente da dívida pública interna foi o rápido estreitamento no prazo médio de resgate dos títulos. Este fato teria ocorrido não em decorrência de uma maior emissão de Letras do ao Tesouro (títulos de curto prazo), mas sim pelas dificuldades de colocação de ORTNs. As LTNs cresceram o que deviam, mas as Obrigações ficaram bem aquém do que se esperava. Vários fatores contribuíram para isto: primeiro, o corte da correção monetária, em relação à taxa de inflação, o que diminuiu também, substancialmente, os rendimentos nominais das Obrigações; segundo, a redução do limite de aplicação, em títulos federais, do depósito compulsório dos bancos comerciais, que caiu de 55 para 35% do total; terceiro, a liberação das taxas de juros dos papéis privados, especialmente dos depósitos a prazo fixo.

Neste momento em que se discute a necessidade de se diminuir a dependência do Brasil quanto à utilização da poupança externa (empréstimos em dólares), abrir mão da dívida pública interna seria um contra-senso. Deops, esta se configura na forma mais eficiente de captação de recursos na economia (a outra alternativa do Governo seria drástica, ou seja, a cobrança de mais impostos). A questão do prazo poderá ser resolvida através de uma reativação do mercado de ORTNs. De qualquer maneira sempre haverá ocasiões mais propícias para colocação de títulos de longo prazo, e outras onde isto será difícil. A fixação de um prazo médio ideal, dizem os técnicos, não pode ser rígida. Além do mais, a dívida pública interna é um cruzeiros, o que é bem mais fácil pagar do que uma dívida em dólares.

Cabe discutir (e nisto todos concordam, até mesmo os analistas do Governo), no entanto, a forma de aplicação dos recursos captados, que certamente não tem sido a melhor.

BRASIL — DÍVIDA PÚBLICA

|           | Meios de pagamento            | Títulos Federais      | Relação Dívida Pública Meios de Pagamento (B/A) |
|-----------|-------------------------------|-----------------------|-------------------------------------------------|
|           | (A)                           | (B)<br>(Cr\$ milhões) |                                                 |
| dez. 1972 | 61.550                        | 26.179                | 42,5%                                           |
| dez. 1973 | 90.490                        | 38.340                | 42,4%                                           |
| dez. 1974 | 120.700                       | 47.800                | 39,6%                                           |
| dez. 1975 | 173.400                       | 97.500                | 56,5%                                           |
| dez. 1976 | 236.500                       | 153.800               | 65%                                             |
| dez. 1977 | 325.243                       | 240.958               | 74%                                             |
|           | Estados Unidos (US\$ milhões) |                       |                                                 |
| dez. 1972 | —                             | —                     | 135%                                            |
| dez. 1973 | 270.500                       | —                     | 133%                                            |
| dez. 1974 | 283.100                       | —                     | 131%                                            |
| dez. 1975 | 295.000                       | —                     | 160%                                            |

BRASIL

|          | Saldo de Letras do Tesouro em circulação (Cr\$ milhões) | Rel. Letras do Tesouro/ Meios de pagamento |
|----------|---------------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| dez 1972 | 10.204                                                  | 16 %                                       |
| dez 1973 | 17.400                                                  | 19,2%                                      |
| dez 1974 | 14.801                                                  | 12,2%                                      |
| dez 1975 | 37.400                                                  | 21,7%                                      |
| dez 1976 | 69.404                                                  | 29,3%                                      |
| dez 1977 | 121.001                                                 | 36,7%                                      |
|          | Estados Unidos (US\$ milhões)                           |                                            |
| dez 1972 | 103.900                                                 | 40 %                                       |
| dez 1973 | 107.800                                                 | 40 %                                       |
| dez 1974 | 119.700                                                 | 42,4%                                      |
| dez 1975 | 157.500                                                 | 54 %                                       |