

DÍVIDA PÚBLICA INTERNA
FEDERAL-VELOCIDADE
DO GIRO

SERVIÇOS DA DÍVIDA PÚBLICA INTERNA FEDERAL

ANO	AMORTIZAÇÕES			CUSTOS				TOTAL GERAL 8=3+7	RESPONSABI- LIDADE DO TESOURO PARA TÍTULO EM CIRCULAÇÃO 9	SERV./NÍVEL 10=8÷9
	ORTN 1	LTN 2	TOTAL 3=1+2	CORREÇÃO MONETÁRIA 4	DESCONTOS 5	JUROS 6(1)	TOTAL 7=4+5+6			
1970	5486	1472	6958	1237	27	1142	2406	9364	10112	0,9260
1971	4407	7199	11606	1681	321	1154	3156	14762	15445	0,9557
1972	4904	17285	22189	1928	795	1204	3927	26116	26179	0,9975
1973	4848	32248	37096	1756	1755	2061	5572	42668	38344	1,1127
1974	3434	34568	38002	2118	2532	2510	7160	45162	47769	0,9454
1975	4843	50395	55238	4200	3905	4556	12661	67899	97512	0,6963
1976	3170	97716	100886	3943	11081	5879	20903	121789	153801	0,7918
1977	8869	168961	177830	10178	25942	9269	45389	223219	240391	0,9285

Fonte: Banco Central do Brasil - Departamento da Dívida Pública - relatório anual 75/76.

(1) - inclui comissão sobre juros e resgates

PRINCIPAIS TOMADORES
DE TÍTULOS FEDERAIS

SALDOS - CR\$ MILHÕES

CATEGORIA	1970		1971		1972		1973		1974		1975		1976		1977	
	VALOR	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS	5.335	52,8	9.540	61,8	16.155	61,7	25.194	65,7	32.012	66,9	71.207	73,5	90.197	58,6	150.336	62,5
BANCO BRASIL	57	0,6	43	0,3	46	0,2	52	0,1	71	0,1	302	0,3	394	0,3	5.039	2,1
BDO CENTRAL	227	2,2	1.864	12,1	2.232	8,5	4.928	12,9	428	0,9	17.686	18,1	8.194	5,3	36.478	15,2
OUTRAS	5.051	50,0	7.633	49,4	13.877	53,0	20.214	52,7	31.513	65,9	53.219	54,6	81.609	53,0	108.819	45,2
ENT. PÚBL.																
NÃO-FINANC.	506	5,0	338	2,2	2.956	11,3	3.423	8,9	5.704	11,9	12.251	12,6	29.325	19,1	28.027	11,7
SETOR PRIV.																
NÃO-FINANC.	4.270	42,2	5.567	36,0	7.069	27,0	9.727	25,4	10.106	21,1	14.090	14,4	34.367	23,3	62.129	25,8
TOTAL	10.111	100,0	15.445	100,0	26.180	100,0	38.344	100,0	47.822	100,0	97.548	100,0	153.889	100,0	240.492	100,0
COMO ALTERNATIVA AO RECOLHIMENTO COMPULSÓRIO EM MOEDA À ORDEM DO BACEN	3.106	30,7	4.119	26,7	5.370	20,5	8.130	21,2	11.177	23,4	15.645	16,0	23.943	15,6	31.887	13,3

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil Vol 13, nº 4, e vol 14, nº 4.

Nota: Incluem-se os títulos em poder do PIS, Papep, seguradoras e IRS. Na categoria "instituições financeiras - outras".

O serviço da dívida multiplicou-se por 24, em termos nominais, no espaço de 7 anos. Entre os tomadores, o setor privado não financeiro vem perdendo participação no valor colocado

O efeito perverso da dívida: a concentração

ROSA DALCIN
Da sucursal de Brasília

A transferência dos encargos totais da dívida interna para o orçamento da União — meta do atual governo — poderá agravar ainda mais a distribuição da renda nacional. As peculiaridades institucionais quanto à colocação dos títulos federais (LTN e ORTN), aliadas às "sérias imperfeições" na administração da dívida, têm contribuído para que "o Tesouro se endivide em montante significativo com a finalidade de propiciar melhor rentabilidade ao sistema bancário".

Estas são algumas das conclusões contidas no documento, mantido até agora em sigilo, sobre "dívida pública interna federal — exame crítico", elaborado pela Coordenadoria de Assuntos Econômicos do Ministério da Fazenda, a pedido do ministro Má-

rio Henrique Simonsen. O estudo, que consumiu algumas semanas de trabalho dos técnicos, tem 47 páginas, com sete quadros e 13 anexos, com dados estatísticos e indicadores que mostram a evolução e o comportamento da dívida mobiliária da União desde 1964 até 1977, cujo saldo cresceu de Cr\$ 1.102 milhões para Cr\$ 240.391 milhões. A preços de 1977. No final do ano passado, a dívida interna atingiu Cr\$ 357.850 milhões, sendo Cr\$ 194.508 milhões em LTNs, Cr\$ 163.046 milhões em ORTNs e Cr\$ 296 milhões em OTNs. Existem duas versões do trabalho: uma mais abrangente e considerada extremamente crítica e profundamente analítica não chegou até Simonsen, que recebeu uma cópia simplificada do documento. Sua existência foi negada várias vezes por assessores de Simonsen.

Administração perde poder de decisão

Ao questionar a "eficácia da administração da dívida", o estudo aponta o exíguo prazo médio de endividamento do Tesouro que, no final de 1977, chegou "ao nível crítico de 17 meses" e a "peculiaridade no arranjo institucional", pela qual o Banco Central só escolhe como "dealers" (instituição financeira especializada na colocação de títulos públicos) os grandes bancos, como causas que comprovam "as sérias imperfeições" desta administração.

A preocupação do trabalho em relação à administração da dívida está concentrada sobretudo no perfil da dívida, o qual é delineado pelo prazo médio, que experimentou um estrangulamento virtual de 1964 para 1977, passando de 59 meses e 21 dias naquele ano para 17 meses e um dia no final do ano retrasado. O menor prazo médio já verificado ocorreu em 1971, de 12 meses e 18 dias, dois anos após o início da emissão de LTN, títulos com características para aplicações de curto prazo. Contudo, o prazo médio atual é assustador, segundo o documento, "dadas as altas taxas a que evolui o saldo de responsabilidade do Tesouro por títulos em circulação".

"O perfil da dívida apresenta-se extremamente desfavorável, em razão da preferência inequívoca dos tomadores por papéis de curtíssimo prazo. Esse fato é explicado pelo ritmo do processo inflacionário, pelos efeitos da administração monetária e pelas decisões de política de colocação dos títulos federais. A velocidade do giro da dívida situa-se em nível elevado, em virtude das condições operacionais desfavoráveis quanto a custos e prazos. O mercado de títulos públicos federais não possui amplitude satisfatória, pois existe marcante concentração de papéis em poder de relativamente pequeno grupo de investidores institucionais, constituído por instituições financeiras e entidades públicas não financeiras" — afirma o estudo.

CONCENTRAÇÃO

A distorção mais evidente na estrutura do endividamento interno do País, sem dúvida, reside na concentração dos títulos federais, em poder de um pequeno número de instituições. Desde 1970 até 1977, eram as instituições financeiras as que detinham a maior participação relativa no mercado de títulos, com 53% do total em

circulação. "Tal concentração constitui aspecto altamente negativo para uma administração eficaz do endividamento público, pois a torna sensivelmente vulnerável às decisões de redução número de agentes, que passam a comandar a demanda do mercado, capacitando-se a influenciar significativamente nas cotações dos títulos através de suas ofertas nos leilões, além de poderem até interferir na política de colocação dos papéis públicos" — constata o documento.

Parte representativa dos títulos federais (cerca de 20,9% do total em circulação, no final de 1977) em poder dos bancos é utilizada como encaixe compulsório e, portanto, colocada à disposição do Banco Central como parte de seus depósitos compulsórios, os quais rendem correção monetária e juros. Nesse caso, se o pagamento dos encargos (correção monetária, juros e descontos) fosse feito mediante a utilização dos "métodos financeiros ortodoxos", isto é, com receitas tributárias do Tesouro, "o fato se constituiria num mecanismo de transferência de renda do setor produtivo para o setor financeiro". Por enquanto, a responsabilidade desses custos fica a cargo do próprio giro da dívida, o que representa a colocação de novos títulos para pagamento dos vencidos e consequentemente a aceleração no crescimento do saldo da dívida.

COMPETITIVIDADE

Entretanto, o mais grave e que tem profundas e substanciais implicações no mercado, mas poucas vezes considerado no âmbito da concentração de tomadores desses papéis — resalta o documento — "é o fato de a maior parte dos 'dealers' ser constituída por bancos de grande porte, pertencentes a conglomerados emissores de seus próprios papéis (letras de câmbio, certificados de depósito bancário, etc), os quais, evidentemente, se constituem em produtos concorrentes das ORTN e LTN. Não seria pois razoável, esperar-se de tais intermediários esforços de colocação de títulos federais junto ao público. Com intensidade tal que favorecesse estes papéis em detrimento dos de sua própria emissão. A presença minoritária de corretoras independentes e de pequeno porte entre os 'dealers' provavelmente contribui para que o mercado de títulos federais não disponha ainda das características indis-

pensáveis de profundidade, de amplitude e de elasticidade".

Essa estreiteza no mercado de papéis é comprovada pelos dados, os quais indicam uma participação média de 62,3% no período 70/77 de haveres privados (LC, CDBs), cabendo aos títulos públicos federais a parcela de 33,1% e, aos Estados e municípios, irrisórios 3,7%, de acordo com dados do Boletim do Banco Central, citados no documento. Além desses problemas, há ainda as empresas estatais que ajudam a distorcer a aplicação dos mecanismos de política monetária. "A participação significativa dessas empresas no mercado de títulos federais tem trazido algumas dificuldades na condução da política monetária, de vez que realizam grandes aplicações no início do ano e liquidam suas posições no final do ano. Tal comportamento, associado às pressões sazonais suportadas pela base monetária, introduz dificuldades adicionais no controle da oferta monetária" — reconhece o documento.

FRACASSO

O mais desolador, contudo, não é constatar as distorções surgidas na execução dessa política nem reconhecer que sua administração deixa muito a desejar, mas, sim, comprovar que o objetivo ensejado com a colocação dos títulos públicos foi completamente desviado e quase ou nenhum resultado plausível pôde ser obtido. As ORTN e LTN foram criadas com a finalidade de neutralizar as sucessivas e crescentes emissões de papel-moeda. Porém, passado esse longo tempo, o governo admite que "apesar da acentuada expansão da dívida pública federal nesses últimos sete anos, o resultado final sobre o controle da base monetária não tem correspondido ao vigor de seu crescimento, acusando extraordinário descompasso".

O documento contesta também as versões oficiais apresentadas na explicação desse insucesso no endividamento: "Esse desempenho tem sido explicado como decorrência da necessidade da ação da política monetária para neutralizar o expressivo crescimento das reservas cambiais. Entretanto, levantamento mais profundo das contas das autoridades indica que as responsabilidades do Tesouro (subsídios ao abastecimento e ao crédito), embutidos nas operações do Banco do Brasil e do Banco Central, alcançaram, ao final de 1977, a vultosa cifra de Cr\$ 67.600 milhões, enquanto os seus encargos líquidos junto às autoridades, provenientes da colocação de títulos, atingiram Cr\$ 60.990 milhões, havendo, portanto, ainda um descoberto de 6.610 milhões" — revela o estudo.

RESPONSABILIDADE DO TESOURO POR TÍTULOS EM CIRCULAÇÃO

CR\$ MILHÕES (PREÇOS DE 1977)

ANO	ORTN				LTN			RESPONSABILIDADE POR TÍTULOS EM CIRCULAÇÃO
	VALOR SUBSCRITO	CORREÇÃO MONETÁRIA	JUROS	SUB-TOTAL	VALOR LÍQUIDO	DESCONTOS	SUB-TOTAL	
64	1102	—	—	1102	—	—	—	1102
65	6575	651	137	7363	—	—	—	7363
66	13524	3300	558	17382	—	—	—	17382
67	18425	4860	696	23981	—	—	—	23981
68	20140	6407	599	27146	—	—	—	27146
69	29929	7128	811	37868	—	—	—	37868
70	38441	10468	1693	50602	—	—	—	50602
71	37006	12655	1946	51606	16524	790	17314	68920
72	44666	14296	1988	60950	36593	2339	38932	99882
73	52015	15409	1995	69419	52857	4816	57673	127083
74	56258	26652	1996	84906	34285	3830	38115	123021
75	88482	30651	2085	121218	67667	7751	75418	196636
76	70571	48029	1864	120464	82606	16457	99063	219527
77	69372	48232	1786	119390	101957	19044	121001	240391

Detalhado: Índice Geral de Preços - disponibilidade interna.

Dívida cresceu de 1 para 240 bilhões

Austeridade, uma das sugestões dos técnicos

Em face dos resultados do estudo, seus autores apresentam as seguintes sugestões:

1. Manter estável, em termos reais, o saldo atual da dívida mobiliária da União. Esta sugestão é o resultado óbvio da constatação de que, não havendo déficits orçamentários a financiar, não deveria haver, consequentemente, crescimento da dívida em termos reais;
2. Além do ajustamento contábil ora em estudo, com vistas à cobertura das despesas com subsídios realizados no passado e financiamentos via orçamento monetário, passar a incluir obrigatoriamente tais gastos no orçamento da União. Uma variante desta concepção seria o uso dos recursos da reserva monetária, em sua futura composição, para os pagamentos da espécie;
3. Definir os custos da captação de recursos no mercado financeiro decorrentes efetivamente de despesas do Tesouro e aqueles incorridos por considerações de política monetária. Para melhor caracterizar a responsabilidade desses encargos, poder-se-ia adotar uma das alternativas abaixo:
 - 3.1 — O Banco Central, em sua ação de política monetária, utilizaria a faculdade expressa no art. 11, item V, da lei nº 4.595, de 31.12.64, que permite a emissão de títulos de sua própria responsabilidade, de acordo com as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional;
 - 3.2 — Transferir ao Banco Central o ônus financeiro da emissão de títulos federais e da dívida gerada, quando desnecessária ao financiamento do Tesouro. Isto poderia ser feito pela localização na Fazenda da gestão da dívida pública, deixando no Banco Central a execução da política de mercado aberto;
 4. Melhorar o perfil da dívida através da adoção das seguintes medidas:
 - 4.1 — Política de taxas de juros mais realista, que gere re-

torno real capaz de motivar a preferência dos investidores por ORTN;

4.2 — Maior estabilidade na política de colocação de ORTN, evitando a descontinuidade da emissão desses títulos;

4.3 — Utilização mais intensa do mecanismo de "refunding" e 4.4 — Aumentar a participação relativa dos títulos federais de prazo mais longo nas reservas técnicas de investidores institucionais e nas carteiras de fundos de investimento;

5. Eliminar a posição residual dos títulos federais na composição do encaixe compulsório dos bancos comerciais;

6. Criar condições para formação de grandes corretoras independentes cuja participação no grupamento de "dealers" poderia contribuir para crescimento horizontal do mercado de títulos federais, o que viria reduzir a vulnerabilidade da administração da dívida pública federal;

7. Regular as aplicações das disponibilidades das entidades públicas não financeiras mediante a adoção de uma das alternativas abaixo:

7.1 — Executar com maior severidade a medida determinada pelo ministro da Fazenda, através da qual as entidades públicas não financeiras ficaram impedidas, no início do ano, de manter posições em títulos federais acima da média observada nos últimos meses do ano ou

7.2 — Suspender a proibição de essas entidades adquirirem ativos financeiros privados;

8. Substituir a prática da reciclagem de recursos com ORTN pela realização de depósitos a prazo e correspondentes empréstimos em instituição financeira pública que não seja autoridade monetária;

9. Promover estudos com o objetivo de examinar a viabilidade da formação, no Banco Central, de carteira de títulos privados, mecanismo esse que teria o mesmo efeito das operações com títulos federais.

Imposto é de todos, juro é de poucos

O trabalho foi motivado por inúmeras críticas surgidas no ano passado, sendo a principal a do ministro Batista Ramos do Tribunal de Contas da União, que ao dar seu voto sobre a prestação de contas do governo, relativas a 1977, acusou as autoridades de "fantasiarem a realidade". Entretanto, este estudo não parece ter sido considerado por Mário Simonsen quando sugeriu ao general João Baptista Figueiredo as alterações na estrutura da dívida pública, especialmente em relação ao seu giro, pois a partir de 1981 ele passará a ser ônus integral do orçamento da União, como prevê o item 10.3 (I) das metas setoriais da Secretaria de Planejamento (serão incluídas nas despesas orçamentárias todos os subsídios inclusive juros e abateimentos, bem como os encargos da dívida federal).

"Caso o Tesouro alocasse ao seu orçamento os custos da dívida, alguns aspectos de natureza econômica deveriam ser devidamente avaliados" — recomenda o documento. E aponta quais: "Considerando que a carga tributária no Brasil é preponderantemente regressiva e ainda que seja válida a suposição de que os financiadores do Tesouro sejam exatamente aqueles mais bem situados dentro da distribuição de riqueza, na realidade estaríamos agravando a repartição da

renda, na medida em que o governo arrecada recursos, via impostos, de todos os contribuintes, indiscriminadamente, e os devolve sob a forma de juros, correção monetária ou descontos às camadas mais bem situadas na pirâmide de riqueza e renda". Outro ponto que deveria ser muito bem examinado é "o alto custo incorrido na colocação dos papéis, o que torna impraticável manter em constante expansão a dívida pública federal". Este aspecto associado à necessidade de constantes emissões de títulos para o pagamento das amortizações de dívida "tem-se constituído em fator de influência primordial no extraordinário crescimento da dívida pública federal" — destaca o estudo.

SUGESTÃO

Apesar de condenar a prática da transferência integral dos custos da dívida interna para o Tesouro (atualmente a União absorve parcialmente as despesas de comissões e juros), o documento utiliza-se dos dados disponíveis "apenas para argumentar e legitimar nossa reflexão" e demonstra que a responsabilidade por títulos em circulação em 1977 (Cr\$ 240.391 milhões) poderia ter sido reduzida para Cr\$ 147.947 milhões (61,54% a menos) caso o Tesouro pudesse ter absorvido inte-

gralmente os custos da dívida (o grifo é do próprio trabalho).

Embora considere impraticável a absorção dos custos totais da dívida pelo Tesouro devido às consequências sobre a distribuição da renda nacional, o documento acredita que estes "efeitos perversos" poderiam ser eliminados, caso os encargos da dívida encontrassem suporte num aumento da captação de tributos diretos ou numa sensível redução de despesas. No entanto, o desconfortante volume da dívida desencorajaria qualquer solução por esse caminho: "a necessidade de conhecer o limite da dívida pública federal só tem relevância pelas tensões e fricções que podem ocorrer pelo aumento da carga tributária para absorver os custos da dívida".

Diante destas contatações, em vez de simplesmente transferir mais este ônus para o orçamento da União como o ministro Mário Simonsen pretende que se faça, o documento acredita que "para melhor caracterizar a responsabilidade desses encargos" poder-se-ia dividir as atribuições: o Banco Central se responsabilizaria pelo ônus financeiro da emissão de LTN e ORTN e da dívida gerada quando a finalidade fosse de política monetária e a Fazenda administraria a dívida decorrente do financiamento dos déficits do Tesouro.