

Afinal, qual será a política de títulos públicos *Dívida Pública*

José Julio Senna (*)

A política econômica brasileira tem-se caracterizado por frequentes mudanças de rumo. Opiniões e conceitos emitidos hoje tornam-se sem validade pouco tempo adiante. O efeito prático dessa postura é certamente aumentar o grau de incerteza, em prejuízo de toda a coletividade.



Muitos poderiam contrapor que mudar de opinião é privilégio dos homens flexíveis, dos que estão sempre dispostos a aprender. Este, no entanto, não é necessariamente o caso dos governantes brasileiros. A mudança de opinião pode ser válida, mas não quando isto se torna rotina, ao invés de fruto do aprendizado. Nossos dirigentes não apenas alteram seu posicionamento com exagerada frequência como também rapidamente voltam a assumir posições antes rejeitadas com veemência. Nesse caso, a impressão que fica é a de desorientação.

Exemplo típico desse problema relaciona-se às políticas de mercado aberto e dívida pública.

Há poucos meses, as autoridades brasileiras decidiram deixar de vender títulos públicos de curto prazo — Letras do Tesouro Nacional — sob o argumento de que esses papéis, por serem negociados com taxas de desconto prefixadas, tornavam excessivamente transparentes os níveis das taxas de juros. Além disso, de maneira otimista, como usual, imaginava-se que o ritmo inflacionário iria arrefe-

privados prefixados e adotou, para si, o mesmo comportamento.

Com isto, restou ao Banco Central a opção de vender títulos de prazos longos (ORTN) com cláusula cambial. De um lado, estava o governo, como um todo, gastando muito acima de suas reais possibilidades. De outro, havia a restrição de não poder vender títulos curtos, prefixados. A outra opção, de financiar o déficit fiscal integralmente por emissão monetária, era inviável, pois provocaria explosão inflacionária.

Como era de supor, deixar de colocar Letras do Tesouro não contribuiu em nada para a queda das taxas de juros.

Abastecido o mercado

com ORTN cambiais, viraram-se as baterias contra esses papéis. Agora, as críticas partiam dos mais variados segmentos da sociedade. Os referidos títulos tornaram-se, na realidade, verdadeiros "demônios". Poucos se lembraram de notar, porém, que o problema tivera origem na restrição (acima referida) para a política de dívida pública e no enorme déficit fiscal.

A partir do segundo trimestre do corrente ano, a estratégia alterou-se: o Banco Central começou a recomprar as ORTN cambiais e a voltar a vender Letras do Tesouro Nacional. Com isto, atendia-se, em parte, aos que propunham a "desdolarização" e aos que criticavam o Banco

Central (possivelmente com razão) por fazer política de dívida pública com títulos longos.

Como não poderia deixar de ser, a mudança de estratégia não teve nenhuma consequência em termos de alteração expressiva nos juros de mercado, em particular no que se relaciona a empréstimos bancários. O perfil da dívida, porém, piorou sensivelmente.

Agora, numa terceira fase, que em certo sentido apresenta um retorno à primeira, fala-se novamente em deixar de vender Letras do Tesouro e tornar a colocar papéis longos, eventualmente com cláusula cambial.

Segundo matéria divul-

gada pela Gazeta Mercantil em 13 de setembro último, determinado setor do governo mostra-se bastante crítico da estratégia de encurtamento dos prazos da dívida pública, em particular porque a recente venda de Letras do Tesouro pelo valor de face, veio a prejudicar o déficit fiscal.

A mesma matéria cita fontes do governo defendendo a adoção de uma estratégia cambial segundo a qual o câmbio seria desvalorizado de acordo com o ritmo de crescimento do índice de preços "expurgado", isento das chamadas "acidentalidades". A razão alegada é a mesma: reduzir o impacto da atualiza-

ção dos valores das ORTN sobre o déficit fiscal.

É preciso deixar claro, porém, que a dívida pública não é a causa, mas sim a consequência do déficit.

Desse modo, algumas providências precisam ser tomadas. Primeiro, reduzir o déficit operacional do governo, pois este é que realmente importa. Segundo, fazer a sociedade acreditar que esta estratégia é para valer, pois só assim os custos do ajustamento serão suportáveis. Por último, evitar alterações frequentes e injustificadas de política, pois isto só contribui para aumentar a incerteza e desorientar a sociedade.

(*) Professor da FGV, Rio

cer, e isto seria suficiente para provocar a redução das taxas de juros. Assim sendo, a emissão de Letras do Tesouro Nacional, às taxas de juros desejadas pelos compradores, por serem prefixadas, iria prejudicar a desejada queda dos custos financeiros.

Com base nesse raciocínio, o governo proibiu os bancos de emitir papéis