

Uma bomba para o próximo governo

JORNAL DA TARDE

Celso Ming

As atenções estão tão compulsivamente voltadas para a dívida externa que o País parece esquecido de ver o que se passa com a dívida interna do Tesouro.

O mínimo que se pode dizer é que a dívida interna é uma bomba de efeito retardado tão ou mais explosiva do que a dívida externa, que tanto sacrifício está custando de cada brasileiro.

Então, vamos à dívida interna. Tudo começa porque o governo vem gastando muito mais do que arrecada em impostos e taxas. Para cobrir esse déficit, existem três caminhos diferentes: ou o governo aumenta impostos; ou emite moeda; ou levanta empréstimos no mercado. No momento, o governo está fazendo as três coisas ao mesmo tempo. E, a dívida interna do Tesouro é o resultado do financiamento desse déficit por meio de levantamentos de empréstimo.

Ao final deste mês de outubro, o total contabilizado da dívida interna do Tesouro Federal deverá arrancar os 23 trilhões de cruzeiros. É preciso ter em conta que toda dívida é lastreada em títulos (promissórias, recibos, títulos, etc.) por meio dos quais os credores podem cobrar seu devedor. A dívida interna do Tesouro está representada por duas espécies de títulos: as Letras do Tesouro Nacional (LTN) e as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN).

As LTN são títulos de prazo curto, de no máximo 120 dias, e são emitidas com deságio, ou seja, com desconto: se, por exemplo, a taxa de juros até seu vencimento for de 20%, uma LTN é emitida pelo valor de Cr\$ 100 mil mas vendida pelo Banco Central, que é o agente do Tesouro, por Cr\$ 80 mil. No dia do resgate, o Banco Central pagará os Cr\$ 100 mil integrais.

As ORTN são títulos de prazo longo, de até cinco anos. Pagam juros em geral de 8% ao ano mais uma correção que, à escolha do portador, pode ser ou a correção monetária ou a correção cambial (taxa do dólar). Como a correção cambial vem sendo bem mais generosa do que a correção monetária (até hoje, a correção cambial acumulada em 1983 foi de 208,6% enquanto a correção monetária ficou nos 145,88%), é óbvio que, no vencimento das ORTN, o portador do título tem optado por receber o resgate com correção cambial.

Pra inglês ver

Nos últimos três meses em que o economista Carlos Langoni foi presidente do Banco Central, a orientação era a de reduzir ao máximo as emissões em ORTN e aumentar as emissões em LTN. O objetivo dessa política era reduzir a especulação com ORTN de opção cambial, prática que estava "dolarizando" a economia e puzando as taxas de juro — embora também estivesse reduzindo o perfil da dívida interna, ou seja, estava reduzindo o prazo médio de vencimento da dívida porque as LTN são papéis de curtíssimo prazo.

Com a troca de presidentes, o Banco Central inverteu sua política. Em vez de fazer a rolagem (roll-over) da dívida interna com a venda de LTN, isto é, em vez de pagar o resgate dos seus papéis com dinheiro



obtido com a venda de LTN, o Banco Central passou a emitir mais ORTN.

Para entender essa mudança é importante entender como é contabilizada a dívida interna, que é, por sua vez, parte do déficit do setor público. Como são papéis vendidos com deságio, as LTN são contabilizadas pelo seu valor de vencimento. E as ORTN são contabilizadas não pelo seu valor de vencimento (que vai depender de quanto será a correção monetária) mas pelo seu valor presente.

A simples troca de LTN por ORTN passou a proporcionar uma redução puramente contábil do valor da dívida interna, de modo que, ao final do ano, as autoridades de Brasília poderiam exibir aos técnicos do Fundo Monetário Internacional números mais edificantes do que se a dívida estivesse mais concentrada em LTN. Segundo cálculos extra-oficiais, a "economia" do Banco Central com essa troca de títulos ficaria, até dezembro próximo, entre 600 bilhões e 900 bilhões de cruzeiros.

Ocorre que, com essa manobra, o governo fechou os olhos para a intensificação do processo de dolarização da dívida interna. E como está contabilizando as ORTN apenas com correção monetária, ignorando o fato de que vai ter de resgatá-las com correção cambial, está mostrando números inferiores aos reais.

Foi a partir de fevereiro, quando houve a maxidesvalorização cambial de 30%; e, depois, a partir de maio, quando a correção cambial começou a disparar à frente da correção monetária, que a dívida interna mostrada nas estatísticas oficiais começou a ficar abaixo da dívida real. Hoje, a diferença entre correção cambial e correção monetária, na remuneração das ORTN, é de 3,6 trilhões de cruzeiros, o que dá 18% da dívida interna. Como o expurgo da correção monetária vai continuar, e como a correção cambial continuará seguindo a inflação real, é evidente que essa diferença de 3,6 trilhões de cruzeiros vai alargar-se. É bastante provável que, até o fim deste ano, estará superior a 6 trilhões de cruzeiros, tendendo a crescer em proporção geométrica.

Como o grosso dessas ORTN vai começar a vencer a partir de 1985, é óbvio que o atual governo está armando a bomba para que estoure só quando o próximo governo estiver no poder.

A outra bomba

A prazo bem mais curto, está sendo armada outra bomba no open

market, onde o Banco Central regula a quantidade de dinheiro (e de títulos) em poder do mercado.

O professor Afonso Celso Pastore assumiu a presidência do Banco Central prometendo uma firme redução das taxas internas de juro, uma velha e insistente reivindicação do setor privado. Para isso, mandou "tabelar" os juros pagos no overnight, mercado onde o dinheiro é emprestado por apenas um dia.

Esse "tabelamento" só pôde ser executado graças ao giro ininterrupto da guitarra monetária: para impedir que as taxas de juro subissem acima do nível "tabelado", o Banco Central viu-se obrigado a emitir moeda. Em outras palavras, foi obrigado a deixar em segundo plano o recurso ao endividamento (emissão de títulos), o que puxaria inevitavelmente as taxas de juro, e despejar dinheiro no mercado, em grande parte por meio da recompra de títulos.

Tanto foi assim que, apenas no mês de setembro, os chamados meios de pagamento cresceram nada menos que 15,1%, significativamente acima da inflação, que ficou nos 12,8%. Por aí ficou comprovado que não foi apenas a escassez de alimentos, principalmente de milho, soja e carne, que insuflou a inflação. A inflação passou a deitar e rolar também porque o governo emitiu dinheiro demais.

Ocorre que o governo tem de enfrentar o grilo falante: tem de cumprir os compromissos assumidos com o Fundo Monetário Internacional. Entre os mais sagrados compromissos está o de impedir que os meios de pagamentos cresçam mais de 90%, dê o que der a inflação — meta fortemente ameaçada de estouro.

E porque não pode brincar com as impressoras da Casa da Moeda, sob pena de ter de enfrentar sérios problemas com o Fundo Monetário Internacional, o governo reduziu bruscamente a velocidade das rotativas de papel-moeda e passou a emitir ORTN para enxugar o mercado, ou seja, para retirar dinheiro de circulação. Só na última segunda-feira, soltou no mercado nada menos que 1 trilhão de cruzeiros em ORTN.

A principal consequência dessa reviravolta será um novo esticamento das taxas de juro. Isso deve aparecer, em primeiro lugar, no overnight e daí vai espalhar-se inevitavelmente para todo o mercado financeiro.

As autoridades da área estão prometendo um novo aumento do imposto na fonte de maneira a desviar para a boca do leão uma boa parte desse aumento de taxas. É muito provável que, uma vez confirmada essa sobrecarga de impostos, o que vão conseguir será aumentar ainda mais as taxas de juro para o tomador de empréstimos.

É possível que uma alta das taxas de juro provocará pelo menos uma consequência positiva: a desova de estoques de alimentos, principalmente soja e milho, cuja estocagem ficará proibitiva a partir do momento em que as novas taxas de juro forem repassadas para o custo de financiamento desses estoques. Mas, de quebra, tornará ainda mais altos os custos dos empréstimos para atividades produtivas.