

Dois especialistas garantem: apesar dos elevados números da dívida pública — provavelmente Cr\$ 26 trilhões até o fim do ano — o governo não tem alternativa a não ser manter as ORTN atraentes para seus credores internos.

Por Fábio Pahim Jr.

Ainda é seguro ser um credor do governo

O prejuízo de Cr\$ 50 bilhões (ou mais) que as instituições financeiras tiveram a semana passada no mercado aberto acentuaram preocupações com o futuro da dívida pública. Quais as perspectivas para os papéis, em especial para as Obrigações Reajustáveis com cláusula cambial? Quais os riscos numa fase de juros mais altos? É possível uma moratória da dívida pública?

As dívidas coexistem com um momento em que os ventos sopram mais favoráveis para a dívida externa, cuja segunda renegociação deverá estar concluída com os credores ainda este mês. Mas, como a equação externa quando muito valerá por um prazo médio, persiste a idéia de que a renegociação interna pode guardar relação com a externa. Até que ponto isto é verdadeiro?

Antes da resposta, alguns números devem ser anotados. A dívida pública chegou a Cr\$ 22 trilhões em outubro, e provavelmente chegará aos Cr\$ 26 trilhões até o final do ano, pelo simples efeito da correção monetária. Esse valor parece substancial, sendo semelhante ao Orçamento da União para 1984, e terá crescido, em valores nominais (ou seja, sem descontar a inflação), cerca de 230%. Excluída a inflação, que poderá ser de 210%, o crescimento da dívida pública não passará, porém, dos 9,5% em termos reais.

Enquanto o Brasil estava discutindo valores nominais com o Fundo Monetário antes do Adendo à terceira Carta de Intenção, a situação parecia mais complicada. É que o aumento da dívida pública, se calculado somente em termos absolutos, é de fato muito elevado, porque está diretamente influenciado por uma inflação muito alta, que por sua vez determina uma correção monetária também elevada, em termos nominais, e um aumento de mesmo porte no endividamento do governo.

Afinal, dívida pública nada mais é do que endividamento do governo, recursos tomados no presente (ou no passado) ou para investir ou para tapar outros buracos gerados pelo excesso de gastos em relação às receitas.

Como o Brasil negociou com o Fundo metas operacionais, ou reais, em substituição a metas nominais, as coisas ficaram mais claras. O que contará agora é o saldo líquido das operações com títulos públicos e, até setembro, os dados do Banco Central mostram que o governo havia comprado Cr\$ 844 bilhões de títulos vencidos. Enquanto isso, a dívida crescia porque a maior parte dos papéis que venceram foram rolados para mais tarde — num processo que se chama giro da dívida.



Edy Luiz Kogut

O poder da dívida

Uma questão central é a de que a possibilidade de emitir e vender títulos públicos constitui um poder de que as autoridades não podem abrir mão. Naturalmente, esse poder fica enfraquecido quanto mais elevada é a inflação e, portanto, quanto mais elevados devem ser os juros para interessar os aplicadores.

Dois especialistas em dívida pública — o professor Edy Luiz Kogut, diretor da corretora Omega, e Renato Alves Rabello, vice-presidente de Finanças da Corporação Bonfiglioli — rebatem as apressões que existem no mercado aberto.

— Em termos de Produto Interno Bruto, a dívida pública é pequena — considera Kogut.

— O governo não abdicaria do seu poder de emitir, já que depois disso ninguém mais pagaria imposto — afirma Rabello.

As preocupações diminuem ante o fato de que, do total da dívida pública, a menor parte — cerca de 40% — está em poder das instituições particulares. O grosso da dívida está com o próprio Banco Central, que atua em nome do Tesouro e que detinha, em outubro, pouco mais de 50% dos títulos. Além disso, há uma parcela com o chamado extramercado, formado por instituições públicas (Caixa Econômica Federal, BNDES, Banco do Nordeste do Brasil, Furnas e Banco

Títulos da dívida pública em circulação em 9/9/83 (em Cr\$ bilhões)

		Em poder de
LTN	3.810	Banco Central 1.749 Extramercado 216 Setor privado 1.843
ORTN	14.663	Banco Central 8.361 Extramercado 1.459 Setor privado 4.843
Total	18.473	

Fonte: Banco Central

Nacional da Habitação). Uma vez que as contas do extramercado misturam-se em parte com o conjunto das contas públicas, melhor é colocar num mesmo lado Banco Central e extramercado e, do outro, instituições privadas, para medir o risco.

Rabello é um defensor do mecanismo das ORTN com cláusula cambial, e considera que não há uma boa alternativa para ele. “Mesmo que as instituições financeiras quisessem, não poderiam escolher outra alternativa para compor suas carteiras de títulos. Não haveria outros títulos em quantidade suficiente.” Os saldos de ORTN, formados principalmente por títulos com cláusula cambial, chegavam a quase Cr\$ 16 trilhões em setembro, enquanto os saldos de depósitos a prazo fixo — os principais concorrentes privados dos títulos públicos, em termos de flexibilidade — não chegavam à metade daquele valor, ficando em Cr\$ 6,9 trilhões.

Moratória

A idéia mais rejeitada pelos especialistas é a de uma moratória. “A identidade entre uma moratória interna e externa é extremamente perigosa — adverte Kogut. Uma coisa é sentar com os credores externos, outra é tomar uma medida unilateral com relação à dívida interna. O que fazer para substituí-la?”

— Mais tributação — responde o professor da FGV à própria questão que levantou — é intolerável. Não há possibilidade de tomar mais empréstimos externos, que hoje só estão chegando para pagar os juros. Emitir moeda, uma terceira alternativa, seria altamente inflacionário e caótico. Por isso, o governo precisa contar com a dívida pública.

— A melhor moratória — segundo Kogut — é a que está sendo feita e que consiste em liquefazer a dívida pública pelo expurgo das correções.

— O termo moratória é um contrasenso — na opinião de Rabello. Se o governo deixa de emitir moeda, outro poder se levanta. Alguém passa a emitir, e essa é a essência do pensamento econômico. A defesa dos prejudicados seria a monetização dos ativos financeiros e a redução do pagamento de impostos, ampliando-se a economia paralela.

ORTN cambiais

O vice-presidente de Finanças da Corporação Bonfiglioli considera que as ORTN com cláusula cambial sofreram muito com a mudança de curso das minidesvalorizações no início de novembro. Em sua opinião, o risco está na manipulação da correção cambial, “o que transferiria problemas para fevereiro/março”.