

As ORTRJ propõem-se a caminhar junto com o mercado

César Maia (*)

Realizar uma política de dívida pública nesta conjuntura exige assumir explicitamente os riscos de tomar decisões em meio às restrições e incertezas. Restrições como o volume de resgate de títulos federais, que alcançaram, entre outubro de 1984 e junho de 1985, Cr\$ 3,5 trilhões em LTN e Cr\$ 20 trilhões em ORTN, e incertezas na mudança de governo.

Será possível que um título estadual similar seja mais atraente ao mercado que sua matriz federal? Nós acreditamos que sim e temos a convicção de que hoje as ORTRJ o são. Entendemos a responsabilidade dos governos junto ao público por deterem obrigações (na semântica do termo).

Para tanto, a decisão de endividar-se deve corresponder à capacidade de pagar e esta a uma relação com as receitas orgânicas que não transforme o serviço da dívida numa espiral de papéis que termine mudando o sentido da palavra de obrigação de pagar para obrigação de comprar. Neste sentido, é inseparável a gestão da dívida da gestão da política fiscal que a determina. Por isso, o Rio de Janeiro atacou antes as suas finanças. No acumulado de janeiro a setembro, as receitas orgânicas do estado alcançaram Cr\$ 1,157 trilhão; e o total de suas despesas, Cr\$ 955 bilhões, produzindo um su-

peravit que, se corrigido, superaria os Cr\$ 200 bilhões.

Com isso o Rio de Janeiro cumpriu o principal objetivo de sua política fiscal: quebrar a espiral de papéis e desvincular a dívida de sua rolagem, abrindo espaço para um correto equacionamento do investimento público.

A partir de então, a relação entre o serviço da dívida e as receitas orgânicas que garantam a sustentação da capacidade de pagar passa a ser harmônica e regulada. A flutuação do investimento dependerá, assim, por um lado, da capacidade de comprimir o custeio e ampliar as receitas orgânicas e, por outro, de manter em equilíbrio a participação dinâmica do serviço da dívida. Nesta equação entra não apenas a administração direta como também o conjunto das empresas estatais, que no

Rio de Janeiro participam da unidade financeira de caixa e devem oferecer e criar, igualmente, espaços.

Saneadas as finanças públicas, definida e controlada a política fiscal, o próximo passo, então, poderá ser a reestruturação da dívida pública estadual, tendo em vista as condicionantes da conjuntura.

A primeira medida adotada foi a centralização dos tributos no Banerj, criando um fundo financeiro adicional de sustentação dos títulos e abrindo caminho para as garantias que se dariam. A segunda medida foi a reafirmação de nossas "obrigações", com garantias totais que eliminaram qualquer risco quanto ao resgate ou ao pagamento de juros. Para tanto, aprovou-se, em lei, que os tributos estaduais garantiriam o serviço da dívida em títulos e, através da

conta centralizada de arrecadação, o Banerj poderia debitar automaticamente o valor correspondente aos resgates e juros. Em seguida, devido à situação de mercado e em função dos altos prejuízos de carregamento, ofereceu-se a recompra no caso de instituições intervindas. Paralelamente se estudava a reconstrução dos títulos, com alteração de suas características de rentabilidade formais. Quando o projeto de lei que autorizava o aumento dos juros de face da ORTRJ foi encaminhado à Assembleia Legislativa, a Diverj ofereceu-se para recomprar a dívida que se encontrava em mercado. Com a aprovação da lei, o Rio de Janeiro apresentou, em reunião na Andima, em agosto, ao mercado, a mudança que faria na característica dos seus títulos. Os juros atualmente são calculados pela média dos

seis meses anteriores a seu pagamento, o que reduzia a sua percentagem efetiva, além de criar incertezas pela projeção da inflação. Além disso, o vencimento no dia 15 causava uma perda equivalente a meia correção, que outra vez exigia previsões. A primeira alteração solicitada em agosto ao Banco Central foi quanto a estas características. A ORTRJ passaria a vencer cada dia 1º, e os juros seriam calculados sobre o valor corrigido no fim de cada semestre. Com isso a percentagem de face passaria a ser a efetiva, sem necessidade de extrapolações. Um mês depois, o CMN adotou essa estrutura para os títulos federais, o que reforçou nossa postura. A solicitação feita ao Banco Central para aumentar os juros de face dos títulos já obteve resposta positiva, faltando apenas formalidades. Para refixá-

los, levamos em consideração dois elementos. Os juros reais nos países centrais oscilam entre 4 e 5% ao ano para uma inflação média de 7 a 8%. Se a política interna de preços e moeda continuar a igualar a inflação e as correções monetária e cambial, a taxa-base para a economia brasileira a médio prazo será de 12 a 13%. É esta a hipótese que adotamos para mudar os juros de face da ORTRJ para 13%. O mesmo poderia ser conseguido com o deságio, no entanto este exigiria maior desembolso, reduzindo a disponibilidade de caixa. Assim, a elevação da rentabilidade à taxa de mercado requererá muito menor esforço financeiro, particularmente porque os fundos estaduais são imunes ao Imposto de Renda.

(*) Secretário da Fazenda do Estado do Rio de Janeiro.

peravit fiscal orgânico de Cr\$ 202 bilhões. Este foi suficiente para cobrir os Cr\$ 196 bilhões do serviço da dívida. O resultado final foi um superavit de Cr\$ 6 bilhões, e não foi necessária a emissão de novos títulos, embora 8,6 milhões tenham sido autorizados.

Em 1982, no mesmo período, o estado teve de recorrer a operações de crédito para cobrir um de-

As ORTRJ propõem-se a... (final)

23 OUT 1984

GAZETA MERCANTIL

Divida Publica

23 OUT 1984

César Maia (*)

Para completar o conjunto de medidas adotadas, a Secretaria da Fazenda do Rio de Janeiro autorizará, através de resolução, o Fundo da Dívida Pública a recomprar a qualquer momento as ORTRJ em mercado, desde que pelo mesmo preço que elas forem colocadas. Desta forma, a recolocação das ORTRJ em mercado oferecerá liquidez plena pelo preço de colocação, guardada apenas uma carência primária de noventa dias, conformando progressivamente uma tabela de preços. O Rio de Janeiro, embora tenha achado importante o espaço compulsório criado pelo CMN nos Fundos de Pensão para os pa-



péis estaduais, mostra, ao oferecer liquidez aos seus, que operará em mercado.

Em resumo, as ORTRJ passaram a ser títulos de um Tesouro saneado e elástico, com garantias absolutas, juros de face efetivos e iguais à taxa base normal externa e liquidez plena.

Por estas razões, a ORTRJ é o título público de melhor estrutura em mercado, e não há por que haver qualquer sobrepreço em relação à ORTN; ao contrário. Nos últimos sete meses, o custo de carregamento dos papéis federais ultrapassou em 13% a correção monetária. Assim, a Diverj foi autorizada sem pressa, a iniciar contatos em mercado, tomando como base uma taxa imediata de 15% sobre a correção monetária, taxa esta líquida, já levando em consideração o custo de oportunidade da retenção do Impos-

to de Renda com sua posterior devolução. O alongamento definirá a progressividade dos preços. A Diverj também foi autorizada a discutir um dispositivo compensatório que ofereça as ORTRJ à taxa Andima mais 2%, com base numa média trimestral. A compensação ocorreria nos dois sentidos, havendo garantia de carregamento positivo na margem. Os contratos seriam, neste caso, no mínimo semestrais.

Finalmente, o Rio de Janeiro lançou no dia 15 seu projeto de antecipação do ICM. Com ele cria o mais seguro instrumento de captação, pois o imposto já estará previamente pago parcial ou totalmente, além de rentabilidade superior, por evitar o ônus fiscal. Espera em três meses arrecadar meio mês de ICM (Cr\$ 100 bilhões de hoje) e o dobro num prazo maior. Abre-se o mercado

de aplicação para qualquer valor e qualquer prazo. O sistema, quando consolidado, criará um novo mercado: o mercado do consumidor, que aplicará na empresa em que faz compras retirando o resultado da aplicação em mercadorias. Neste momento a antecipação do ICM poderá transformar-se no mais dinâmico instrumento de captação.

Nossa convicção é que as políticas fiscal e de dívida assumidas pelo Rio de Janeiro transformarão, após dois anos de governo, o sistema financeiro estadual de tomador em doador de recursos, desencilhando sua dívida e retomando os investimentos de forma sustentada.

Caminhando convergentemente com o mercado, não poderemos esperar outro resultado.

(*) Secretário da Fazenda do Estado do Rio de Janeiro.