

Reflexões sobre a dívida pública e o mercado aberto

26 FEV 1985

GAZETA MERCANTIL

Edy Luiz Kogut (*)

Cabe inicialmente distinguir operações da dívida pública das operações de mercado aberto.



No primeiro caso, o Banco Central (BC), por delegação do Tesouro Nacional, vende, em leilões, títulos de emissão do Tesouro, sejam Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) sejam Letras do Tesouro Nacional (LTN), para cobrir parcela do excesso das despesas do governo federal sobre sua receita, ou para repor os títulos que estão vencendo. Esta última operação é comumente chamada de "fazer o giro da dívida".

No segundo caso, nas operações de mercado aberto, o BC, utilizando títulos do Tesouro de sua carteira, procura "calibrar" a liquidez da economia. A médio e longo prazos, o BC procura atingir determinadas metas de expansão da base monetária e dos meios de pagamento. A curtíssimo prazo, há preocupação com o volume de reservas bancárias existentes no sistema econômico, tendo em vista que essas reservas constituem o componente mais importante da base monetária.

Idealmente, seria preferível que o Tesouro tivesse uma dívida pública de vencimentos razoavelmente espaçados no tempo. Isso sugere a utilização de ORTN na política da dívida pública. Também idealmente, seria mais interessante corrigir eventuais desvios das metas de expansão da base monetária através da colocação de títulos de curto prazo, as LTN. As LTN, por serem títulos com taxas pre-

essas taxas sem maiores problemas nas próximas colocações.

As considerações acima fazem parte de um cenário ideal. O fato concreto, hoje, porém, é que 95% da dívida pública é constituída de ORTN e 75% dessa dívida em ORTN vence em 1985.

Essa concentração resulta de duas causas principais. De um lado, pretendeu-se, no início de 1984, "desdolarizar" a dívida, vale dizer, procurou-se retirar os títulos de cinco anos, do mercado, os quais contêm cláusula que torna sua rentabilidade igual à da correção cambial mais um percentual de juros ao ano. Tendo em vista constantes boatos nessa época sobre mudanças nas regras da correção monetária, caiu sobremaneira a demanda de títulos de longo prazo. A solução foi colocar ORTN curtas, vencendo em 1984 e no início de 1985.

A dívida mobiliária da União não é elevada. Afinal, a parcela em mercado, Cr\$ 42,1 trilhões em 31/12/84, representa menos de 10% do PIB. O seu maior

problema consiste, porém, na concentração dos seus vencimentos e nas altas taxas de juros que o mercado exige para girá-la.

O mercado de títulos públicos é o desaguadouro dos diversos problemas que afligem a saúde das finanças do País. Existe consenso atualmente sobre a necessidade de transferência das contas fiscais do orçamento monetário para o orçamento da União, da separação do Banco do Brasil do BC, do saneamento dos bancos estaduais, déficit da Previdência, etc.

Não pretendemos, porém, comentar essas propostas. Nossas sugestões pretendem-se exclusivamente à gerência da dívida pública e do mercado aberto, procurando torná-la mais eficiente.

As sugestões são as seguintes, numa primeira fase:

1 — Assegurar ao mercado que a correção monetária continuará seguindo algum indicador oficial da inflação, seja o IGP ou o INPC;

2 — Girar a dívida atual através da colocação de ORTN de prazo mais longo. Colocar, também em mercado, LTN da carteira do BC, mesmo que, numa primeira etapa, seja necessário abrir as taxas das LTN;

3 — O BC não pode ser só vendedor de papéis. Ele deve também ser comprador de papéis. A compra e a venda podem ser feitas simultaneamente através de leilões, ou operando através dos seus "dealers". Para isso é preciso que a mesa do BC tenha operadores competentes e seja feita fiscalização rigorosa de suas operações. Quem vende sempre certamente deprecia os preços de seus papéis.

4 — O BC não deve fazer projeção da inflação do mês nem assegurar nenhum determinado custo de financiamento ao mercado. Na verdade, a prática atual é perversa. Ao procurar financiamento do BC, o mercado hoje dá lances no leilão do dinheiro ofertado pelo BC baseado numa taxa de inflação

mais 1%, uma vez que existe garantia informal do Banco que o custo do financiamento será próximo à correção mais 1%.

A busca de taxas de financiamento próximas a esse valor provoca instabilidade e aumento de risco acima daqueles inerentes ao setor.

Adicionalmente, nota-se que o acordo com o FMI prevê correção cambial igual ao IGP em bases trimestrais. Será necessário atrelá-la mensalmente ao IGP? A prática atual do IGP igual a câmbio, mês a mês, transmite logo para o mercado as expectativas inflacionárias das autoridades monetárias.

5 — Por fim, o Tesouro poderia emitir ORTN que, como as atuais, pagassem correção mais juros, mas que fossem também conversíveis em suas atuais ações de empresas estatais (sem perda do controle acionário). Desde que a conversibilidade fosse factível, seria de esperar que os preços de colocação desses papéis fossem me-

lhores que os das ORTN sem cláusula de conversibilidade. Vale dizer, na margem, estar-se-ia baixando as taxas de juros dos títulos públicos e, por arbitragem, as taxas dos demais títulos financeiros. A preços atuais, o Tesouro possui Cr\$ 8 trilhões só de Vale do Rio Doce, Petrobrás e Banco do Brasil. O atual valor de mercado de suas ações preferenciais dessas companhias mais as ordinárias, mantendo 51% das mesmas, está em torno de Cr\$ 3 trilhões.

É possível que essa ORTN conversível atraia compradores finais do papel, isto é, instituições que a manteriam em carteira sem recorrer a cartas de recompra. Afinal, outro problema da nossa dívida pública é que ela é praticamente toda financiada no "overnight". Esse assunto fica, porém, para outra vez.

(*) Diretor executivo da Corretora Omega, doutor em Economia pela Universidade de Chicago.

facilidade operacional. Adicionalmente, por serem títulos de curto prazo, além de serem menos penalizados por variações das taxas de juros, dão maior flexibilidade às autoridades monetárias na fixação das taxas de colocação dos títulos. Assim, por exemplo, se o BC tiver de colocar LTN a altas taxas hoje, pelas condições de mercado, seu alto custo vigorará por pouco tempo e ele poderá alterar