

Preocupações com a dívida mobiliária federal

30 JUN 1992
GAZETA MERCANTIL

Carlos Eduardo
Carvalho *



Numa iniciativa elo-giável e pouco comum, o Banco Central (BC) divulgou há pouco (19/5) o trabalho "Evolução Recente da Dívida Mobiliária", no qual expõe o ponto de vista oficial sobre os problemas aí envolvidos. Em princípio tem razão o BC ao apontar que muitas avaliações mais pessimistas sobre o tema têm incorrido no duplo equívoco de não considerar a dívida pública federal em seu conjunto e de extrapolar para os próximos meses os mesmos níveis de juros reais verificados desde o final de 1991. Mas isso não responde às preocupações quanto ao aumento do custo e do grau de liquidez da dívida mobiliária federal, com previsível reforço das dificuldades para se conseguir rebaixar os juros reais mais à frente, caso a equipe econômica opte por fazê-lo.

O crescimento real de 162,2% da dívida pública mobiliária federal entre setembro de 1991 e março último contrasta com a expansão real de apenas 0,8% da dívida total do governo federal no mesmo período, conforme dados do BC. Além dos efeitos dos juros sobre o estoque de títulos federais, a divergência se explica por que as pesadas colocações destes papéis nos últimos meses têm-se destinado basicamente a retirar do mercado os cruzeiros resultantes da liberação de cruzados e da acumulação de reservas internacionais. Nos dois casos, haveria em tese apenas uma mudança na composição da dívida total da União, já que os cruzados retidos representavam dívida do BC frente ao público e o aumento das reservas internacionais reduz a dívida externa líquida do governo.

Essa mudança não é neutra, porém. Há um evidente aumento de custo para o governo, mesmo que se admita uma eventual moderação dos juros reais nos próximos meses. Os cruzados retidos custam TR mais 6% ao ano e agora parte deles se transforma em títulos vendidos pelas taxas de mercado, sensivelmente mais altas. E os juros internacionais estão hoje bem menores que o custo de financiamento em cruzeiros.

Alega o BC que os juros reais elevados, além de incidirem sobre base reduzida, irão declinar nos próximos meses. E sustenta esta convicção nos esperados efeitos benéficos do ajuste fiscal, em particular os projetos do governo no Congresso, supostamente capazes de reverter de forma consistente as expectativas inflacionárias pela sinalização de um quadro de equilíbrio financeiro do setor público.

O otimismo é exagerado, diante das muitas dificuldades que o governo enfrenta nesta área. A eventual decisão de aliviar os juros reais não contará com esta retaguarda para enfrentar os riscos de movimentações bruscas dos haveres financeiros líquidos e de reversão dos fluxos de capital externo.

O primeiro problema é

realçado pelo fato de que em abril o M5 alcançou a marca de 22,6% do PIB, ultrapassando os 21,9% do final de 1989. É certo que a dívida mobiliária federal cresceu bem menos: frente à marca de 15,2% do PIB em dezembro de 1989, em abril atingia apenas 6,5% do PIB, devendo chegar a 8% do PIB nos próximos meses, segundo as projeções oficiais, com a liberação do estoque restante de cruzados retidos. Mas não é por si mesma tranquilizadora a constatação de que esses percentuais não são elevados em comparação com o tamanho relativo da dívida pública mobiliária ou dos haveres financeiros em outros países. Também em 1989 os dois agregados eram muito pequenos diante de economias de desenvolvimento semelhante ou frente aos indicadores dos países ricos. Como se apontava naquele momento, o mais significativo nesta comparação não é o tamanho, mas sim o grau de liquidez. E este não é hoje tão menor que em 1989, como afirma o BC.

É verdade que o IOF penaliza os saques de curtíssimo prazo nos fundos e que a parcela representada pelos CDB com trinta dias de prazo é bem mais elevada que no passado (os títulos privados representavam 5,5% do PIB em abril, contra apenas 2,7% em dezembro de 1989). Pode-se argumentar ainda que nos últimos meses os movimentos especulativos têm mostrado fôlego menor que na fase anterior ao Plano Collor. Mas a parcela de recursos com liquidez imediata continua muito alta e nada garante que, frente a uma expectativa de juros reais menores, esses movimentos não venham a se intensificar.

Espera o BC que o processo de acumulação de reservas diminua de intensidade, aliviando a pressão sobre a liquidez interna. Mas vale observar que, se o ritmo menor resultar da normalização do fluxo de pagamentos ao exterior, o efeito monetário será desprezível, posto que a dívida está concentrada no próprio setor estatal. Haveria redução de reservas sem enxugamento proporcional dos haveres do público em cruzeiros. Este processo pode inclusive se somar com uma reversão da entrada de recursos externos por conta de uma redução dos juros internos, capaz de enfraquecer a âncora que as reservas elevadas vêm proporcionando à atual política econômica.

Por outro lado, o rápido crescimento do M5 contrasta com a estagnação da economia e com a reduzida demanda de crédito e vem se dando mesmo sem que se verifiquem vendas sistemáticas de títulos federais para financiar déficits de caixa expressivos, como em 1989. O estoque de haveres financeiros revela a pressão dos juros reais muito altos, alimentando o receio de que se esteja formando um novo círculo vicioso, em que os juros inflam o estoque de riqueza financeira líquida e os temores de que esta seja monetizada reforçam a necessidade de sinalizar permanentemente juros reais elevados.

* Economista do Centro de Análise Macroeconômica (CEMA) do Instituto de Economia do Setor Público, (IESP)/Fundap.