

GAZETA MERCANTIL

Proposta para a dívida ...

05 FEV 1993

por Claudia Safatle
de Brasília

(Continuação da 1ª página)

um novo título, com lastro em reservas cambiais e indexado à taxa de câmbio, como instrumento de alongamento do perfil da dívida interna. "Essas são idéias que estão circulando na área acadêmica e empresarial, que o governo examina como possível, mas não tem posição definida", disse o ministro na entrevista de quarta-feira última.

Ontem, novamente abordado pela imprensa, Haddad reiterou a declaração. Numa exposição feita aos senadores da Comissão de Constituição e Justiça, o ministro da Fazenda apontou uma das destinações que pretende dar às reservas cambiais: "Vamos usar essas reservas numa ação monetária para reduzir as taxas de juro".

O trabalho de Zini Jr. e Giambiagi é "ousado e precisa de um mínimo de consenso político para as medidas darem certo", como disse Zini Jr. a este jornal. Mas a idéia não é revolucionária, na medida em que tenta transpor para os credores da dívida interna o mesmo padrão de renegociação feito junto aos credores da dívida externa brasileira: uma reestruturação do perfil da dívida, por meio de dois tipos de novos títulos do Tesouro Nacional, com prazos de até 30 anos, em bases voluntárias.

Assim, num dia "D", a dívida interna mobiliária em poder do público seria convertida em cruzeiros livremente disponíveis, sugere o plano dos dois economistas. Nesse mesmo dia, o Tesouro Nacional ofereceria aos investidores novos títulos indexados à taxa de câmbio, mas mantendo a proibição de que as demais transações no País sejam feitas em dólar. Os depósitos em poupança e em certificados de depósito bancário (CDB) permaneceriam aplicados, mas a taxa de câmbio passaria a ser também o indexador da correção dessas aplicações.

O estudo estima que do total da dívida de US\$ 48 bilhões, aproximadamente, cerca de US\$ 8 bilhões seriam monetizados.

O menu de opções envolveria dois títulos do Tesouro, podendo, contudo, ser mais amplo. Os novos papéis, chamados Bônus de Consolidação, seriam expressos em cruzeiros, com paridade inicial de 1 para 1 em relação ao dólar, e te-

riam as seguintes características:

1) Alternativa A — Bônus lastreados em títulos do Tesouro norte-americano, adquiridos com o uso de uma parte das reservas cambiais (cerca de US\$ 4 bilhões) e juros repactuados a cada semestre. O prazo de resgate obedeceria aos dos títulos da série especial do Tesouro americano de 30 anos e os juros seriam capitalizados ao principal à taxa flutuante (hoje de 8% ao ano), além de uma taxa adicional de risco de 2 a 3% ao ano. Esse fluxo de juros anual seria pago com recursos explicitados no orçamento da união, em cruzeiros, mas com opção de conversão em dólar.

"Proposta não é alongamento compulsório nem dolarização"

2) Alternativa B — Reesalonamento do principal e juros devidos e fixa uma programação anual de pagamentos, parcelados em 10 ou 20 anos, numa proporção constante do PIB (Produto Interno Bruto), a partir de uma fórmula matemática.

Pelos cálculos de Zini Jr. e Giambiagi, pressupondo crescimento do PIB de 3% ao ano e o mesmo percentual para a inflação externa, caso a preferência recaísse sobre os títulos securitizados, os juros da dívida, que em 1992 consumiram 4,2% do PIB, cairiam imediatamente para 0,94% do PIB, tendo reduções gradativas até representar, ao final de 30 anos, 0,17% do PIB. Para o título com amortização parcelada em 20 anos (ou 10 anos), que é a alternativa B, o comprometimento de receitas tributárias para pagar as prestações da dívida seria de 0,72% do PIB (se por 20 anos) e 1,21% do PIB (se por 10 anos).

A proposta tem o mérito de não representar "um confisco ou alongar compulsoriamente os prazos da dívida mobiliária", realçou Zini Jr., salientando, ainda, que não se trata de uma "dolarização", no modelo adotado pela Argentina, embora admita que, depois de equacionado o problema do perfil da dívida, que é muito mais grave do que o seu tamanho, poderia até ser admitida a conversibilidade.

Para uma eventual implementação dessa proposta, há condições e Zini Jr. teve a cautela de dizer que "não recomendaria um plano dessa natureza para agora".

Alguns pressupostos estão listados no trabalho dos dois economistas, além de um mínimo de consenso político. "O enfrentamento do problema da alta liquidez da dívida interna mobiliária deve ser entendido como pertencente a um conjunto articulado de medidas que abrangem a obtenção de um ajuste fiscal e de um superávit primário dos governos federal, estaduais e municipais, consistente com os compromissos futuros de pagamento da dívida, e uma política de rendas que possibilite cortar o elo de transmissão da inflação".

Preenchidas essas condições, aí então os dois economistas passam a sugerir a implementação de um programa com uma âncora monetária e, apesar de não mencionarem, uma âncora cambial para reduzir a inflação mais rapidamente.

A partir dessa ótica, eles falam em "mudança do regime monetário do País". Por mudança de regime monetário entende-se um novo conjunto de regras que permita estabelecer que o Tesouro Nacional terá de respeitar uma rígida disciplina orçamentária, que o Banco Central não será co-responsável por cobrir desequilíbrios nos balanços dos agentes financeiros públicos, que haverá normas bem delimitadas da política de controle da liquidez e que as dívidas públicas estarão consolidadas e com perfil de pagamento adequado ao orçamento do setor público, define o documento.

Todas essas condições dadas, a emissão de moeda ficaria assim condicionada pela administração das reservas.

O diagnóstico dos dois economistas parte do pressuposto de que a dívida mobiliária em poder do público é pequena, de 12% do PIB, mas sua elevada liquidez (quase-moeda), o permanente risco de monetização e a insegurança quanto ao indexador levam o governo a pagar juros extremamente elevados, impedindo uma política monetária restritiva e produzindo "ondas" especulativas na economia.

O trabalho de Zini Jr. e Giambiagi busca atrelar os novos títulos indexados ao dólar a um programa de crescimento econômico, sugerindo que os detento-

res dos novos papéis sejam "parceiros prioritários de um plano estratégico de crescimento". Essa seria, aliás, uma das três maneiras de dar liquidez a esses novos papéis: 1) o resgate antecipado para projetos de investimento em áreas importantes para a economia, como modernização dos portos, armazenagem, telecomunicações, entre outros; 2) venda do título no mercado internacional e a conversão dos dólares em cruzeiros; e o surgimento do mercado secundário privado.

A proposta deixa facultativa aos governos dos estados que têm dívida mobiliária, que totaliza cerca de US\$ 13 bilhões, a opção de incluir esses débitos no programa de renegociação da dívida mobiliária federal.

O trabalho de Zini Jr. e Giambiagi, datado de outubro do ano passado, tem sido objeto de debate na área privada. O ex-ministro da Fazenda e um dos sócios da MCM Consultores, Mailson Ferreira da Nóbrega, fez recentemente uma mesa-redonda com os autores da proposta e seus clientes e, depois, produziu um texto, levantando uma série de problemas implícitos na renegociação sugerida pelos dois economistas.

Um deles é que essa proposta teria de ser objeto de projeto de lei ou medida provisória ao Congresso Nacional, antes de ser implementada, e "causaria pânico e fuga das aplicações financeiras para ativos reais", provocando hiperinflação.

Outra crítica da MCM refere-se a um problema conceitual, pois misturam-se aplicações financeiras que representam poupança com aplicações de recursos para capital de giro, que busca proteção à corrosão inflacionária, misturando poupança com quase-moeda.

Zini Jr. não considera esta última objeção como impeditiva da aplicação do plano, pois os cruzeiros correspondentes às aplicações em títulos da dívida estariam, no dia "D", totalmente disponíveis. Caberia a cada investidor decidir o que fazer com o dinheiro. Até o valor de Cr\$ 60 milhões a Cr\$ 70 milhões, ele acha que os depósitos poderiam ser convertidos automaticamente em cadernetas de poupança com uso obrigatório para o financiamento da construção civil.

"Hiperinflação, seguramente, essa proposta não gera", garantiu Zini Jr.

Proposta para a dívida interna

Publica

por Claudia Safatle
de Brasília

Não basta um ajuste rigoroso das contas públicas para o País alcançar a estabilidade econômica. É preciso ir além, reestruturar a dívida mobiliária interna, que, pela sua liquidez quase instantânea, conspira contra a queda da inflação.

A partir desse diagnóstico, hoje compartilhado por economistas do governo, começa a ganhar consistência o debate em torno da renegociação do estoque da dívida pública, de cerca de US\$ 48 bilhões, em poder do público, a prazos mais longos, mas com garantia de lastro em reservas cambiais e tendo, também, um indexador mais confiável: a taxa de câmbio.

Hoje, o documento "Renegociação da Dívida Interna numa Proposta", de autoria de dois economistas, Álvaro Zini Jr. (FEA/USP) e Fábio Giambiagi (UFRJ), que detalha um modelo de renegociação voluntária da dívida, através de sua securitização, pode ser encontrado nas mesas dos principais assessores da equipe econômica do governo. Chegou, inclusive, a ser avaliado com carinho pela equipe do então ministro da Fazenda, Gustavo Krause.

As propostas desse trabalho são polêmicas. Não existem indicações reais de que elas venham a fazer parte de um programa de estabilização do governo Itamar Franco. Não devem, contudo, ser descartadas de antemão, como uma linha de raciocínio para fundamentar o plano de combate à inflação que o ministro Paulo Haddad pretende começar a implementar dentro de dois a três meses. Prazo em que o ministro da Fazenda espera ver concretizadas as condições para um ataque mais duro à inflação.

Em dois momentos, ontem e anteontem, Haddad foi indagado sobre a possibilidade de o governo lançar

(Continua na página 3)

O ministro da Fazenda, Paulo Haddad, disse ontem no Senado que o governo estudará a isenção do IPMF para estados e municípios. Pouco depois da exposição do ministro, a Comissão de Constituição e Justiça aprovou o projeto de ajuste fiscal, que deverá ser incluído na ordem do dia do Senado na próxima terça-feira.

(Ver página 5)