

Dolarização dos títulos públicos

Dívida Pública

O governo deu mais um passo para dolarizar sua dívida interna. O Conselho Monetário Nacional autorizou a emissão de títulos cambiais pelo Banco Central (BC), com prazo mínimo de resgate de 3 meses e juros de 6% ao ano. Segundo a interpretação mais otimista, a medida simplesmente cria um título adequado ao novo índice de correção monetária, a Unidade Real de Valor (URV). Esse índice deverá ser vinculado à taxa de câmbio. Tal interpretação, porém, pode levar alguém a acreditar que o governo controla a situação e programa as mudanças. Nada mais falso.

Desde o mês passado, o BC teve dificuldade para rolar os títulos federais. De início, o problema foi determinar os juros para janeiro. A equipe do BC recusou sancionar a expectativa de uma inflação pelo menos igual a 40%. A alternativa foi recorrer

a um papel com taxa pós-fixada. Utilizou-se a Nota do Tesouro Nacional da série D (NTN-D), vinculada ao câmbio. O giro dos papéis e o controle da moeda passaram a depender dos títulos cambiais. Só houve uma venda significativa — nesta semana — de Bônus do Banco Central (BBC), especificamente desenhados para a política monetária.

Assim, o BC praticamente vendeu toda a sua carteira de NTN-D. Para dispor de mais papéis desse tipo, teria de comprá-los do Tesouro, contrariando a política de separação de contas das duas instituições.

Com títulos pós-fixados, tanto do Tesouro quanto do BC, o governo poderá, provavelmente, alongar os prazos de sua dívida interna. Por enquanto, os efeitos desse alongamento são pouco sensíveis na condução da política monetária. Há muito dinheiro no mercado e desde novem-

bro o controle tem ficado mais difícil. A cada vencimento de papéis federais, a substituição por novos títulos tem sido difícil e taxas elevadas têm sido oferecidas mesmo pelas notas cambiais. Em outras palavras: a mudança dos papéis pode trazer alguma vantagem quanto aos prazos, mas não resultará, necessariamente, em redução dos encargos financeiros do Tesouro ou do BC. A redução dos juros, no entanto, é uma hipótese importante do programa de ajuste fiscal. Também disso depende o projetado equilíbrio operacional das contas do Tesouro.

Ao dolarizar sua dívida, o governo perderá mais um pouco de liberdade na política da taxa de câmbio. Qual-

quer desvalorização mais acentuada, para tornar mais competitiva a produção nacional, repercutirá nas contas do Tesouro e do BC. Além disso, aumentará a transferência de recursos dos setores diretamente produtivos para os detentores de ativos fi-

nanceiros. O risco oposto será o "atraso" cambial, com o dólar valorizando-se e dificultando as exportações. Para evitar esse perigo, o Tesouro poderá vincular sua receita ao câmbio. Se também isso ocorrer, no en-

tanto, o governo ficará amarrado tanto pelo ativo quanto pelo passivo. Só não causará problemas para si mesmo ou para o setor privado, se conduzir a política monetária com precisão. Isso é sonho de tecnocrata.

Com os títulos pós-fixados, o governo vai poder, talvez, alongar os prazos da dívida interna

ESTADO DE SÃO PAULO

15 JUL 1994