

Prof. Laugoni



FUNDAÇÃO
GETÚLIO VARGAS

ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

CAIXA POSTAL 9052 - ZC - 02

RIO DE JANEIRO - RJ - BRASIL

C I R C U L A R N º 5 6

Assunto: Seminário de Pesquisa
Econômica II (2ª parte)

Coordenador : Fernando de Holanda Barbosa

Convidamos V.Sa. para participar do Seminário/EPGE a ser realizado na
próxima 5ª feira:

DATA: 01/10/92

HORÁRIO: 15:30h

LOCAL: Auditório Eugênio Gudin

TEMA: "RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA MOBILIÁRIA: UMA PROPOSTA" pelo Prof.
Álvaro Antonio Zini Jr. (USP).

Rio de Janeiro, 29 de setembro de 1992.

Fernando de Holanda Barbosa
Diretor de Pesquisa/EPGE

156.240-931
C-28
P

BB 64674-1

UNIDADE C-11 - VARGAS
BIDEN - EQUIPE TECNICA SIMONSEI
AB - F136199

passar p/ estante

AC 5177

27 8 655



RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA MOBILIÁRIA: UMA PROPOSTA

Fabio Giambiagi*
Álvaro Antônio Zini Jr.**

Resumo

Este artigo apresenta argumentos em favor de se recompor os prazos da dívida interna mobiliária e traz cálculos sobre o comprometimento tributário requerido por diferentes termos de pagamento dessa dívida, assumindo que ela seja reescalada. Duas alternativas são apresentadas e avaliadas. A primeira, cria um título securitizado, com o pagamento de um colateral na emissão do bônus, e calcula o pagamento de juros anual em relação ao PIB durante o repagamento. A segunda, propõe o pagamento de prestações pequenas e graduais para amortizar a dívida antiga sob um novo arcabouço institucional. As duas alternativas permitem obter uma substancial economia no tocante aos juros pagos, comparativamente à política atual. A principal conclusão é que com uma taxa de juros de longo prazo em dólar, similar àquela observada nos mercados internacionais -- cerca de 8% ao ano -- e um crescimento do PIB de 3% ao ano, a dívida interna mobiliária pública poderia ser paga em 20 anos se uma provisão anual de apenas 0,6% do PIB for alocada para esse pagamento.

ABSTRACT

This article develops arguments in favor of recomposing the time to maturity of the domestic public bond's debt and presents calculations on the amount of tax required by different terms of payment of that debt, assuming that it is rescheduled. Two alternatives are presented and evaluated. Alternative one offers a collateral for the principal owed and calculates the flow of interest in relation to GDP during the repayment period. Alternative two is based on making gradual and small down-payments to repay the old debt within a new institutional framework. Both alternatives yield a substantial alleviation of the interest burden compared to the present policy. The main conclusion is that with a dollar long-term interest rate similar to the ones observed in the international markets -- about 8% a year -- and a 3% a year GDP growth rate, the domestic public debt could be paid in 20 years if a yearly provision of only 0,6% of GDP is allocated to its payment.

* Da Fea-UFRJ e do BNDES

** Da Fea-USP e da FIPE

Agosto de 1992

Renegociação da Dívida Interna Mobiliária: uma Proposta

Sumário

1. Introdução 1

2. Sobre os problemas da dívida mobiliária doméstica e a proposta de alongamento do prazo de pagamento 3

3. A proposta de fundação da dívida pública 8

4. O cálculo do comprometimento tributário: duas alternativas. 12

 4.1. Proposta A: securitização do principal e pagamento dos juros 12

 4.2. Proposta B: amortização parcelada em progressão . . 19

 4.3. Considerações quanto às condições de mercado do novo título 31

5. Conclusões 36

Referências Bibliográficas 39

RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA MOBILIÁRIA: UMA PROPOSTA

Fabio Giambiagi
Álvaro Antônio Zini Jr.

1. Introdução

A estabilização da economia brasileira enfrenta desafios de duas dimensões. Por um lado, é praticamente consensual que um ajuste fiscal de natureza estrutural, envolvendo a eliminação do déficit público ou, pelo menos, sua redução a um nível baixo financiável por uma pequena senhoriagem é condição sine qua non para retomar o crescimento com níveis de inflação baixos.

Por outro lado, um número crescente de economistas de diversas formações acredita que a austeridade fiscal isoladamente não seja suficiente para reduzir a inflação, sem que haja uma mudança no regime monetário que, entre outras coisas, afaste a permanente ameaça de monetização súbita da dívida pública doméstica e permita uma política de controle dos agregados monetários. O raciocínio que motiva o presente trabalho pode ser assim resumido: "[para superar a inflação e recuperar o crescimento sustentado da economia é necessária uma reforma monetária e fiscal para redefinir os meios de pagamentos e as condições para controlar sua expansão]. As características desestabilizadoras da dívida doméstica financiada por depósitos bancários, mais as distorções na correção monetária, exigem um novo equacionamento. As reformas monetárias

são episódios críticos que redefinem o que é a moeda e criam novos mecanismos para controlar sua oferta" (Zini, 1992, pg 42).

Este artigo tem por objetivo contribuir para a discussão mais precisa dos contornos de uma renegociação da dívida pública mobiliária interna que altere o padrão de financiamento do governo federal. Pretende-se oferecer elementos novos para esse debate através da avaliação quantitativa do comprometimento tributário de duas alternativas de amortização da dívida interna mobiliária -- fundada em novas bases -- estabelecendo cronogramas de desembolsos associados a objetivos fiscais. Um procedimento que permite levar à renegociação, sem impor confisco ou alongar compulsoriamente os prazos, é proposto e avaliado. Suas características principais são apresentar uma engenharia financeira sólida, afastar o risco de não-pagamento e superar o problema da desconfiança no indexador. Ademais, o esquema proposto permite dar substância a uma opção estratégica para o crescimento da economia brasileira baseado no fortalecimento da integração com a economia mundial. Por fim, o desenho esquematizado aqui seria completado com uma política antiinflacionária testada no cenário internacional: qual seja, um ajuste fiscal aliado a uma política de rendas de curto prazo para elidir o fator de transmissão da inflação e reformas estruturais para consolidar a estabilidade (integração da economia junto a economia internacional e o redimensionamento do papel do Estado). Dados esses atributos, e o fato de que traria uma substancial economia nos juros pagos pelo setor público, os autores inferem que

a proposta é politicamente aceitável e viabiliza a adesão dos credores internos.

O texto está organizado em quatro partes: na segunda seção, que se segue a esta introdução, são expostas as razões e os fundamentos para o alongamento dos prazos de pagamento da dívida interna mobiliária usando princípios de securitização; na terceira seção, explica-se como a proposta de renegociação pode ser colocada em prática; na quarta, são calculados os requisitos de comprometimento tributário associados ao pagamento da dívida interna de acordo com diversos prazos e feitas considerações quanto às condições de mercado para a colocação dos novos títulos; finalmente, expõem-se as conclusões.

2. Sobre os Problemas da Dívida Mobiliária Doméstica e a Proposta de Alongamento do Prazo de Pagamento

A proposta a ser apresentada neste trabalho inspira-se em Zini (1989) e Lara Resende (1991) e parte do pressuposto de que a elevada liquidez (o caráter de quase-moeda) e o risco permanente de remonetização da dívida interna mobiliária federal, apesar do seu nível não muito elevado, implicam no pagamento de juros altos e conspiram contra a possibilidade de sucesso de se estabilizar a economia. O tratamento convencional da questão sugere que, eliminado o desequilíbrio fiscal e seguindo-se um período de estabilidade, os prazos dessa dívida se alongariam e o problema

representado pela existência de uma massa de quase-moeda da ordem de 10 a 12% do PIB tenderia a desaparecer. Mas esta postulação tem sido contraditada pelos eventos. Por exemplo, recentemente houve a divulgação da notícia que o setor público brasileiro atingiu um superávit operacional de 1,3% do PIB em 1991. Assim, pelo segundo ano consecutivo, registrou-se um superávit ex-post (1,3% do PIB também em 1990), o que mostra, porém, que a hipótese do alongamento espontâneo, não decorre naturalmente. O risco de se basear toda a política econômica nessa suposição é que a estabilidade não seja alcançada ainda por vários anos, posto que o refinanciamento diário da dívida mobiliária torna endógena a oferta monetária e tende a ser intrinsicamente instável, sujeitando a economia a "ondas" de demanda especulativa, com efeitos imediatos sobre os preços.

Sem ter confiança de que a dívida vá ser efetivamente paga, além de estar incerto quanto ao indexador que melhor mede a inflação, o mercado reage de duas formas: recusando-se a financiar o governo a prazos mais dilatados e exigindo um prêmio de risco elevado, implícito nas taxas de juros. Os papéis do governo não chegam a assumir, então, a função de reserva de valor confiável, similar à que têm os títulos emitidos pelos Tesouros Nacionais dos países desenvolvidos.

Em função dos juros elevados, o custo do carregamento da dívida tem se tornado bastante elevado nos momentos em que não se aplicam redutores à correção monetária. O Banco Central estima que em 1992 o setor público pagará cerca de US\$ 21 bilhões de juros reais para os credores internos, ou 5% do PIB (ver Banco Central,

1992). Por outro lado, a existência da correção monetária, tal como praticada no país, não evita a ocorrência de perdas patrimoniais substantivas para os poupadores nos momentos de aceleração mais intensa da inflação. Ou seja, o atual sistema de indexação generalizada, que culminou com a moeda indexada, não impede os prejuízos financeiros que classicamente se associam com a inflação. Por exemplo, Zini (1992) traz dados que mostram que a hiperinflação de 1989 causou perdas maiores aos poupadores que o imposto sobre o capital associado ao Plano Collor 1. Isto é, enquanto as perdas causadas pelo Plano Collor 1 foram estimadas por Mendonça de Barros et al (1991) em US\$ 32 bilhões, os dados sobre os agregados monetários reportados no trabalho citado registram uma queda de US\$ 73,3 bilhões (45,4%) no valor real de M4 entre abril de 1989 e janeiro de 1990; esse montante foi dividido entre uma redução de US\$ 10,2 bilhões em M1 (66,7%), US\$ 25,7 no estoque da dívida pública (33,4%), US\$ 38,1 bilhões (64,4%) nas cadernetas de poupança e um pequeno ganho de US\$ 0,8 bilhões (7,1%) nos títulos públicos.¹ Isto se deu sem retenção de depósitos ou outros artifícios. No mesmo trabalho também se quantifica as perdas na correção monetária observadas a partir de 1975. A correção monetária, que havia acompanhado a inflação entre 1967 e 1975, acumulou uma defasagem real de 86,4% em relação à inflação medida pelo IGP-DI entre janeiro de 1975 e janeiro de 1992 .

¹ Valores em dólares constantes de dezembro de 1991. Veja na nota de rodapé 5 o procedimento de cálculo desses valores. A tabela citada está reproduzida no Apêndice.

Devido aos diversos artifícios havidos na segunda metade dos anos oitenta, Giambiagi (1992) calcula que a dívida total do setor público, excluindo a base monetária e dívidas não registradas (parte da dívida com fornecedores e outros passivos não contabilizados), caiu de 47,5% do PIB em 1985 para 37,7% em 1990. Paradoxalmente, durante esse período, o governo incorreu em déficits operacionais de 3,9% do PIB, em média, por ano. Esses números se explicam pela seignorage elevada (média de 3,4% do PIB nesse período), pela apreciação da taxa de câmbio real e pela subindexação da dívida pública.

Os problemas lembrados nesses parágrafos indicam que o modo de tratar a dívida pública nos últimos anos não aponta para uma solução eficaz. Para reduzir de forma duradoura a inflação no Brasil, o problema da alta liquidez da dívida interna mobiliária terá que ser enfrentado. Nesse sentido, a proposta a ser aqui detalhada deve ser entendida como pertencente a um conjunto articulado de medidas que abrangem a obtenção de um ajuste fiscal e de um superávit primário do governo federal consistente com os compromissos futuros de pagamento da dívida e uma política de rendas que possibilite cortar o elo de transmissão da inércia inflacionária.²

As chances de sucesso da proposta a ser apresentada na próxima seção serão bastante reforçadas se for acompanhada de uma mudança institucional que isente o Tesouro Nacional de

² Sobre a efetividade de se completar o ajuste fiscal com uma política de rendas e reformas estruturais ver Bruno (1991), Kieguel e Liviatan (1992a e 1992b) e Dornbusch (1992).

responsabilidade por eventuais déficits de outras unidades do setor público, que não o governo federal. Isso implica supor que, se as demais unidades do setor público -- Estados, municípios e empresas estatais -- incorrerem em desequilíbrios de caixa, seu financiamento deve se dar como se fossem causados por entidades privadas, ou seja, através de dívida própria e de crédito bancário ou de fornecedores, mas sem afetarem a emissão de moeda nem as contas do Tesouro Nacional. Ficaria legalmente vedada, portanto, toda e qualquer transferência de compromissos dessas unidades -- seja em termos de fluxo de despesa ou de estoques de dívida -- para o Tesouro Nacional ou o Banco Central. Conseqüentemente, o conceito amplo de Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) deixaria de ser um critério relevante para o acompanhamento da política monetária, que dependeria apenas (i) da evolução das contas do governo federal, (ii) das contas do sistema previdenciário federal, e (iii) do resultado das operações com o setor externo. Nesse quadro, o novo tratamento da dívida mobiliária criaria as condições para o controle necessário dos agregados monetários.

É importante frisar que o problema da dívida interna não é o seu montante (estoque), mas o seu potencial de instabilidade associado à sua elevada liquidez. Devido aos problemas que causa, a dívida tem sofrido "soluções" improvisadas, por exemplo, na forma de impostos implícitos ou explícitos sobre o capital. A renegociação proposta neste trabalho permite mostrar que, assim como a dívida externa após a sua renegociação recente, a dívida

interna também tem condições de ser honrada, requerendo, porém, um cronograma consistente de amortização. Seria desnecessário dizer que não se trata de uma proposta de "calote", mas de uma alternativa corriqueira nos mercados financeiros desenvolvidos qual seja, renegociar o prazo do principal e dos juros em troca de maiores garantias.

3. A Proposta de Fundação da Dívida Pública

A proposta a ser definida parte dos seguintes pressupostos:

a) A dívida interna mobiliária em poder do público antes do plano de reestruturação pode alcançar 12% do PIB (US\$ 48 bilhões), incluindo-se as Obrigações emitidas pela Federação, por Estados e por municípios.

b) A monetização que decorreria dessa reestruturação seria da ordem de 2% do PIB, o que reduziria a dívida remanescente para 10% do PIB (os números dos itens (a) e (b) serão justificados na próxima seção).

c) A partir do plano de reestruturação da dívida, o Tesouro Nacional e o Banco Central ficarão vedados de assumir quaisquer compromissos financeiros de responsabilidade de Estados, municípios ou empresas estatais.

d) Os compromissos de desembolso associados ao cronograma de reescalonamento da dívida devem ser legalmente assegurados através de dotação orçamentária específica, com caráter obrigatório, em moldes similares às transferências constitucionais -- com valores, porém, a serem fixados em função do cronograma de desembolsos a ser apresentado e não como percentagem da receita.

e) A partir do reescalonamento da dívida, o governo central - inclusive Previdência Social -- obriga-se a ter um superávit primário próximo àquele requerido para o pagamento das prestações das dívidas (interna e externa) a vencer a cada ano, eliminando seu déficit estrutural. Conforme será explicado, o Banco Central terá graus de liberdade para emitir cruzeiros quando houver entrada de divisas e poderá dentro de margens estreitas, coletar seignorage.

f) A partir da implementação da reforma o Banco Central passaria a ter como atribuição exclusiva o controle da saúde da moeda, transferindo ao Tesouro a gestão do passivo não monetário atualmente sob sua responsabilidade.

g) Os governos estaduais e municipais terão a opção de solicitar a inclusão de suas dívidas mobiliárias junto a dívida federal. Em compensação, assumirão compromissos de pagamentos proporcionais à dimensão de suas dívidas nas

mesmas condições definidas para o governo federal. Diante da substancial economia de juros que haveria, é de se prever que essas dívidas façam parte do acordo. Devido a este raciocínio, o valor dessa dívida de aproximadamente US\$ 8 bilhões foi somado ao total a ser reescalonado nos exercícios a serem apresentados.

A implementação da reforma se daria da seguinte maneira:

i) Em uma determinada data a dívida interna mobiliária em poder do público seria convertida em cruzeiros livremente disponíveis. Isto é, os depósitos do FAF, os Depósitos Especiais Remunerados, outros depósitos aplicados em títulos públicos (a parcela correspondente de CDBs) e os tomadores finais de títulos públicos teriam seus saldos, inclusive juros devidos até aquela data, creditados em cruzeiros. O montante de depósitos de poupança e CDBs fora do FAF que financia operações comerciais dos bancos permaneceria aplicado, mudando-se, porém, o indexador para a variação da taxa de câmbio.

ii) Nessa mesma data, seria oferecida aos investidores, a possibilidade de, voluntariamente, adquirirem títulos do Tesouro com características novas e prazos maiores. Esses títulos, em duas modalidades, apresentariam a característica de tomarem por referência o dólar. O primeiro deles seria

lastreado por títulos do Tesouro Americano e asseguraria o pagamento de juros anuais de 8% ao ano. O segundo, seria emitido com diversos cupons de pagamento, resgatáveis um por ano até o vencimento do papel, escalonando os desembolsos ao longo do tempo (20 anos).³

iii) Provisoriamente esses títulos serão denominados de Bônus Brasil (BB) nos próximos parágrafos. Esses ativos seriam títulos a serem resgatados em cruzeiros, com opção de resgate em dólares, como se resultassem de uma aplicação na moeda americana. A utilização da moeda americana para transações domésticas continuaria vedada, contudo, mantendo-se as regras atuais.

iv) Os Títulos BB serão expressos em cruzeiros, com paridade inicial de 1 para 1 em relação ao dólar, e corrigidos a partir de então pela variação da taxa de câmbio, rendendo juros equivalentes à taxa nominal de juros dos títulos de longo prazo no mercado internacional (8%).

v) Pela Alternativa A seriam lançados títulos cujo principal seria lastreado desde sua emissão, podendo, portanto, ser negociado no mercado internacional. Pela Alternativa B, os

³ Opções alternativas mesclando essas características também podem ser oferecidas; por exemplo, o esquema é inteiramente consistente com o pagamento mensal de 1/12 do desembolso anual previsto (com juros descontados, no caso de vencimento antecipado).

títulos seriam resgatados em parcelas a serem definidas por uma fórmula matemática que tem como objetivo calcular o desembolso do Tesouro como uma percentagem fixa do PIB (salvo no caso de os parâmetros de inflação externa e da taxa de crescimento da economia serem maiores (menores) que os usados nos cálculos da reprogramação financeira).

vi) Os Títulos BB teriam livre circulação na economia para a realização de transações entre particulares (mercado secundário), vedando-se a realização de pagamentos correntes ao setor público. Ademais, como se explicará posteriormente, os detentores dos títulos serão parceiros prioritários de um plano estratégico de crescimento que permite aliar bancos e detentores de títulos a uma opção de crescimento que reforça a integração da economia brasileira com a economia mundial (formando a base política para a renegociação contemplada).

4. O Cálculo do Comprometimento Tributário: Duas Alternativas

4.1. Proposta A: Securitização do Principal e Pagamento dos Juros

A primeira alternativa inspira-se na experiência secular de fundação das dívidas públicas e em sua faceta mais atual que é a securitização da dívida externa dos países em desenvolvimento. O valor do principal é reescalonado e garantido pela compra de

títulos do Tesouro Americano (títulos da série especial com maturidade de 30 anos e taxa de juros capitalizada ao principal de 8% ao ano), sendo o montante necessário para a compra do lastro pago na emissão dos Títulos BB. O fluxo de juros sobre o principal é pago anualmente com recursos explicitamente alocados no orçamento (juros pagos em cruzeiros, com opção de conversão em dólar).

Dado que esses serão títulos lastreados em dólar desde sua emissão, com uma taxa de rentabilidade mais alta que a Libor atual, poderão ser negociados no mercado internacional e devem ter boa aceitação. Com isso, será possível para um aplicador que necessite resgatar sua aplicação fazê-lo diretamente no mercado internacional e converter as divisas junto ao Banco Central, recebendo a contrapartida em cruzeiros. Este aspecto garante, também, que haverá um mercado secundário dentro do país para dar liquidez ao papel.

Supondo que seja reescalonado um valor equivalente a US\$ 40 bilhões pelo prazo de 30 anos e uma taxa de juros de 8% ao ano, seriam necessários um pouco menos do que US\$ 4,0 bilhões para a compra do colateral. A escolha do período de trinta anos para o vencimento do papel corresponde ao prazo com que são emitidos os títulos da série especial do Tesouro Americano usados para a securitização.

A quantia de US\$ 4,0 bilhões, com se sabe, pode ser retirada das reservas internacionais do país, sem maior prejuízo aos graus de liberdade necessários para as Autoridades monetárias defenderem

a moeda doméstica.⁴ Posto que as reservas internacionais brasileiras atingiram US\$ 20,5 bilhões no conceito de liquidez internacional (US\$ 17 bilhões no conceito de caixa) em maio de 1992, a dedução de \$4,0 bilhões ainda deixaria US\$ 16,5 bilhões de saldo.

O montante de US\$ 40 bilhões a ser reescalonado foi estimado pelo seguinte raciocínio. A dívida mobiliária federal fora do Banco Central no final de junho de 1992 representava cerca de US\$ 34 bilhões ao câmbio comercial do dia 30 de junho, valor que deve ser acrescido de US\$ 3 bilhões de depósitos sob a ordem do Bacen (VOBs). A esse montante pode-se somar US\$ 8 bilhões de títulos estaduais e municipais que também apresentam refinanciamento problemático. Supondo-se que, no momento do reescalonamento, a dívida mobiliária total em circulação atinja US\$ 48 bilhões e que se permita a monetização de cerca de US\$ 8 bilhões, obtem-se o valor citado. No tocante à emissão dos cruzeiros equivalentes a US\$ 8 bilhões cabe observar que esse valor é compatível com o acréscimo da demanda por moeda observado nos episódios de queda rápida da inflação. Para ilustrar esse ponto a Tabela 1 mostra o valor da base monetária e dos meios de pagamentos (M1), em dólares

⁴ Para se lançar títulos resgatáveis em vinte anos, por exemplo, seriam necessários US\$ 8,6 bilhões para o lastro inicial. Embora pareça alta, mesmo essa quantia pode ser obtida sem dificuldades impeditivas: uma parcela vindo das reservas do país, e outra, complementar, vindo de instituições como o FMI e o Banco Mundial -- aspecto que reforçaria a credibilidade do papel. Esses recursos poderiam, ainda, serem cobertos com parte da receita futura da privatização.

constantes,⁵ nos meses anteriores e subseqüentes aos planos Cruzado e Collor 1. A possibilidade de emissão acrescida corresponde ao aumento real da base; já a variação de M1 equivale à maior demanda por saldos reais pelos agentes (sendo a diferença entre os dois provida através do multiplicador bancário). A Tabela 2 mostra o valor da base e do M1 em proporção ao PIB, por trimestre, de 1985 a 1992, e permite ver quão reduzido é o atual coeficiente de monetização da economia.

⁵ O cálculo do valor em dólar foi feito inflacionando os valores nominais em final de mês pela variação do IGP-DI centrado no dia 30 de cada mês (denominado IGP_30), tomando junho de 1992 como base, e dividindo-se esses valores pela taxa de câmbio comercial de venda do dia 30 de junho, equivalente a Cr\$ 3447,70.

Tabela 1. Base Monetária e Meios de Pagamentos em dólares de Junho de 1992 (US\$ bilhões)

	Base	M1		Base	M1
Dez/85	7,5	18,6	Jan/90	3,5	5,1
Jan/86	6,5	14,5	Fev/90	3,5	5,6
Fev/86	6,6	15,0	Mar/90	6,0	11,5
Mar/86	8,8	26,4	Abr/90	9,2	14,2
Abr/86	12,0	31,7	Mai/90	13,4	17,7
Mai/86	13,7	36,3	Jun/90	11,0	15,9
Jun/86	15,1	41,8	Jul/90	8,8	14,0
Jul/86	17,1	41,3	Ago/90	8,1	13,6
Memória:			Mai/92*	4,4	7,3
			Jun/92*	4,7	7,7

Nota: valores nominais inflacionados pelo IGP centrado no dia 30 de cada mês (Jun/92 = 100) e divididos pela taxa de câmbio de 30 de junho de 1992 (Cr\$ 3447,70).

* Valores preliminares.

Tabela 2. Coeficientes de Monetização em Relação ao PIB

(em %)

Ano	Base Monetária/PIB					M1/PIB				
	I	II	III	IV	Ano	I	II	III	IV	Ano
1985	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	3,3	3,1	3,4	3,7	3,5
1986	1,7	2,7	3,6	3,9	3,1	4,3	7,2	8,7	9,7	7,7
1987	3,2	1,8	1,8	2,1	2,1	6,7	3,7	3,8	4,0	4,2
1988	1,8	1,4	1,2	1,3	1,3	3,3	2,7	2,4	2,5	2,5
1989	1,5	1,7	1,1	1,1	1,2	2,6	2,8	2,2	1,7	2,0
1990	1,0	2,5	2,2	2,2	2,1	1,7	3,9	3,4	3,4	3,3
1991	2,1	1,9	1,7	1,5	1,7	3,6	3,2	2,8	2,5	2,8
1992	1,3	1,2				2,1	2,0			

Fonte: Pereira e Giambiagi (1990), dados corrigidos e atualizados. Os valores representam a média aritmética dos saldos diários da base monetária dividida pelo PIB trimestral a preços correntes calculado pelo IPEA; o mesmo valendo para os meios de pagamentos.

Para efetuar o cálculo do comprometimento tributário para o pagamento dos juros anuais será suposto que o PIB brasileiro seja de US\$ 400 bilhões em 1992.⁶ O valor em dólar desse produto, supondo-se uma paridade real constante da taxa de câmbio, cresce ao longo do tempo pela taxa de crescimento real da economia mais a inflação média dos países industrializados. Adotando-se alguns parâmetros ilustrativos para a taxa de crescimento da economia e para a taxa de inflação internacional, uma taxa de juros de 8% aos Títulos BB (remuneração elevada, mas que equipara a taxa paga para títulos longos no mercado internacional), e o valor de US\$ 40 bilhões para a dívida interna mobiliária a ser reescalada, chega-se à estimativa do fluxo de juros a ser pago e sua proporção em relação ao PIB -- ver Tabela 3.

Esta primeira alternativa apresenta a característica que os encargos com os juros em proporção ao PIB diminuem ao longo do tempo. No caso de 3% a.a. de crescimento da economia e 3% a.a. de inflação internacional, os encargos seriam de 0,75% do PIB após o primeiro ano, e iriam se reduzindo paulatinamente. Caso se adote a taxa de 5% para os dois parâmetros, os pagamentos representariam 0,73% do PIB no primeiro ano, declinando rapidamente a partir de então.

⁶ O valor do PIB de 1992 em dólar foi estimado com base no PIB de 1991 (Cr\$ 168 trilhões), inflacionado pelo IGP-DI médio previsto para 1992 e dividido pela taxa de câmbio média prevista para o mesmo ano. Supõe-se, ainda, estabilidade da taxa de inflação mensal e da desvalorização cambial em 22% ao mês, a partir de julho, e um crescimento de 2% da economia no ano.

Tabela 3. Pagamentos de Juros pelo Esquema Securitizado

(em US\$ bilhões)					
Ano	Fluxo Anual de Juros	(p = 5%, q = 5%)		(p = 3%, q = 3%)	
		PIB	% PIB	PIB	% PIB
0	-	400	-	400	-
1	3,2	441	0,73	424	0,75
2	3,2	486	0,66	450	0,71
3	3,2	536	0,60	478	0,67
4	3,2	591	0,54	507	0,63
5	3,2	652	0,49	538	0,60
6	3,2	718	0,45	570	0,56
7	3,2	792	0,40	605	0,53
8	3,2	873	0,37	642	0,50
9	3,2	963	0,33	681	0,47
10	3,2	1.061	0,30	722	0,44
11	3,2	1.170	0,27	766	0,42
12	3,2	1.290	0,25	813	0,39
13	3,2	1.422	0,22	863	0,37
14	3,2	1.568	0,20	915	0,35
15	3,2	1.729	0,19	971	0,33
16	3,2	1.906	0,17	1.030	0,31
17	3,2	2.101	0,15	1.093	0,29
18	3,2	2.317	0,14	1.159	0,28
19	3,2	2.554	0,13	1.230	0,26
20	3,2	2.816	0,11	1.305	0,25
21	3,2	3.105	0,10	1.384	0,23
22	3,2	3.423	0,09	1.469	0,22
23	3,2	3.774	0,09	1.558	0,21
24	3,2	4.161	0,08	1.653	0,19
25	3,2	4.587	0,07	1.754	0,18
26	3,2	5.057	0,06	1.860	0,17
27	3,2	5.575	0,06	1.974	0,16
28	3,2	6.147	0,05	2.094	0,15
29	3,2	6.777	0,04	2.221	0,14
30	3,2	7.472	0,04	2.357	0,14

Nota: (p) representa a taxa de inflação internacional e
(q), a taxa de crescimento real da economia.

4.2. Proposta B: Amortização Parcelada em Progressão

A segunda alternativa reescalona o principal e os juros devidos e estabelece uma programação bem definida de pagamentos parcelados da dívida. Para calcular o comprometimento tributário dessa alternativa é necessário apresentar a engenharia financeira que dá base aos cálculos.

Considere-se o valor do fluxo de desembolsos do Tesouro Nacional em divisas com o pagamento do serviço da dívida mobiliária interna (serviço definido como a soma dos juros mais o principal devidos no período). Esse desembolso tem como contrapartida um volume de recursos tributários que deve ser gerado para pagar a prestação anual da dívida. Chamando de (R) a esses recursos tributários, cada prestação pode ser entendida como uma fração constante (a) do PIB (Y), de modo que:

$$R_1 = a \cdot Y_1$$

$$R_2 = a \cdot Y_2$$

$$\cdot \quad \cdot \quad \cdot$$

$$\cdot \quad \cdot \quad \cdot$$

$$R_n = a \cdot Y_n$$

e, genericamente,

$$R_n = a \cdot Y_n \quad (1)$$

onde (R) e (Y) são expressos em dólar corrente e (n) é o período considerado.

O valor da renda nacional em dólar, por sua vez, é dado por:

$$Y_n = Y_0 \cdot (1 + q)^n \cdot (1 + p)^n \quad (2)$$

onde o sub-índice (0) refere-se ao período inicial, (q) é a taxa de crescimento real da economia e (p) é a inflação externa.

Substituindo (2) em (1), chega-se a:

$$R_n = a \cdot Y_0 \cdot (1 + q)^n \cdot (1 + p)^n \quad (3)$$

A dívida inicial pode ser entendida como o valor presente dos fluxos futuros de pagamentos a serem feitos pelo Tesouro, descontados a uma taxa de juros nominal (i) expressa em dólar:

$$D_0 = \frac{R_1}{(1 + i)} + \frac{R_2}{(1 + i)^2} + \dots + \frac{R_N}{(1 + i)^N}$$

ou

$$D_0 = \sum_{n=1}^N \frac{R_n}{(1+i)^n} ; \quad (1 \leq n \leq N) \quad (4)$$

onde (D) é a dívida interna mobiliária em poder do público e (N) é o número de anos contemplados no exercício.

Substituindo (3) em (4), (D_0) pode ser reescrito como:

$$D_0 = \sum_{n=1}^N a \cdot Y_0 \cdot \frac{(1+q)^n \cdot (1+p)^n}{(1+i)^n}; \quad (1 \leq n \leq N) \quad (5)$$

Esta equação deve ser interpretada como a soma de uma progressão geométrica. O primeiro termo dessa progressão, correspondente ao valor presente da primeira prestação a preços do período zero, pode ser representado pela expressão (b) e a razão multiplicativa, por (c). Ou seja:

$$D_0 = b \cdot \frac{(1 - c^N)}{(1 - c)} \quad (6)$$

onde

$$b = a \cdot Y_0 \cdot \frac{(1+q) \cdot (1+p)}{(1+i)} \quad (7)$$

e

$$c = \frac{(1+q) \cdot (1+p)}{(1+i)} \quad (8)$$

Substituindo (7) e (8) em (6), chega-se a:

$$D_0 = a \cdot Y_0 \cdot \left[\frac{(1+q) \cdot (1+p)}{(1+i) - (1+q) \cdot (1+p)} \right] \cdot$$

$$\left[\frac{(1+i)^N - [(1+q) \cdot (1+p)]^N}{(1+i)^N} \right] ; \quad [i = (q + p + q \cdot p)] \quad (9)$$

Conseqüentemente, após algumas manipulações de (9), o valor da parcela (a) do PIB a ser comprometida a cada ano pelo Tesouro Nacional com o pagamento da prestação anual da dívida interna é dado por:

$$a = d_0 \cdot \left[\frac{(1+i) - (1+q) \cdot (1+p)}{(1+q) \cdot (1+p)} \right] \cdot$$

$$\left[\frac{(1+i)^N}{(1+i)^N - [(1+q) \cdot (1+p)]^N} \right] ; \quad [i \neq (q + p + q \cdot p)] \quad (10)$$

onde $d_0 = D_0/Y_0$.

Quando $[(1 + i) = (1 + q) \cdot (1 + p)]$, por (3), o valor de (4) é $D_0 = N \cdot a \cdot Y_0$. Neste caso,

$$a = \frac{d_0}{N} ; \quad [i = (q + p + q \cdot p)] \quad (11)$$

Conhecendo (d_0) e estabelecendo a duração do período de repagamento (N) é possível, com base em (10) ou (11), calcular (a) para diferentes valores de (i) e (q) .

O valor de (d_0) utilizado no exercício a ser apresentado a seguir foi de 10%, que, pelo raciocínio exposto anteriormente, corresponde à estimativa da dívida interna mobiliária que permaneceria na forma de títulos depois da remonetização. Os resultados de (a) para (N) igual a dez e a vinte anos, diversos valores da taxa de juros nominal em dólar e da taxa de crescimento da economia estão expostos nas Tabelas de 4 a 7.

Supondo que se adote uma taxa de juros para os títulos brasileiros igual à dos títulos de longo prazo no mercado internacional 8%, que a economia brasileira cresça 3% ao ano, e a inflação internacional seja de 3% ao ano, a receita tributária que o Tesouro precisaria para pagar as prestações da sua dívida seria de 0,60% do PIB, quando a dívida é paga em 20 anos, e de 1,10% do PIB quando ela é paga em 10 anos. Se se supõe que o crescimento da economia deva ser de 5% ao ano e a inflação internacional de 5% a.a., essas frações se reduzem para 0,40% e 0,89% do PIB,

respectivamente. Os números escolhidos para o primeiro exemplo são reconhecidamente baixos a fim de sublinhar a mensagem que não é necessário projetar um cenário superavaliado para facilitar a aceitação da proposta. No exercício, foi suposto, ademais, que a desvalorização cambial conserva a paridade do poder de compra (purchasing power parity, PPP), de modo que o valor real de cada dólar segue o diferencial da inflação interna e externa.

Tabela 4 - Valores de (a) para (N) de 10 anos e (p = 3%), em %

N = 10		Taxa de crescimento do produto (q)				
		1%	2%	3%	4%	5%
Taxa de juros (i)	6%	1.11	1.05	1.00	0.94	0.89
	7%	1.16	1.10	1.05	0.99	0.94
	8%	1.22	1.16	1.10	1.05	0.99
	9%	1.28	1.22	1.16	1.10	1.04
	10%	1.34	1.28	1.21	1.15	1.10
	11%	1.40	1.34	1.27	1.21	1.15
	12%	1.47	1.40	1.33	1.27	1.21

Tabela 5 - Valores de (a) para (N) de 20 anos e (p = 3%), em %

N = 20		Taxa de crescimento do produto (q)				
		1%	2%	3%	4%	5%
Taxa de juros (i)	6%	0.61	0.55	0.50	0.45	0.40
	7%	0.66	0.60	0.55	0.49	0.45
	8%	0.72	0.66	0.60	0.54	0.49
	9%	0.79	0.72	0.66	0.60	0.54
	10%	0.85	0.78	0.72	0.65	0.59
	11%	0.92	0.85	0.78	0.71	0.65
	12%	0.99	0.92	0.84	0.77	0.71

Tabela 6 - Valores de (a) para (N) de 10 anos e (p = 5%), em %

N = 10		Taxa de crescimento do produto (q)				
		1%	2%	3%	4%	5%
Taxa de juros (i)	6%	1.00	0.94	0.89	0.85	0.80
	7%	1.05	0.99	0.94	0.89	0.85
	8%	1.10	1.05	0.99	0.94	0.89
	9%	1.16	1.10	1.04	0.99	0.94
	10%	1.22	1.15	1.10	1.04	0.99
	11%	1.27	1.21	1.15	1.09	1.04
	12%	1.33	1.27	1.21	1.15	1.09

Tabela 7 - Valores de (a) para (N) de 20 anos e (p = 5%), em %

N = 20		Taxa de crescimento do produto (q)				
		1%	2%	3%	4%	5%
Taxa de juros (i)	6%	0.50	0.45	0.40	0.36	0.32
	7%	0.55	0.50	0.45	0.40	0.36
	8%	0.60	0.55	0.49	0.44	0.40
	9%	0.66	0.60	0.54	0.49	0.44
	10%	0.72	0.65	0.59	0.54	0.49
	11%	0.78	0.71	0.65	0.59	0.54
	12%	0.84	0.77	0.71	0.65	0.59

Supondo um PIB inicial de US\$ 400 bilhões, os valores dos compromissos financeiros do governo federal com o total das prestações da dívida a serem pagas a cada ano seriam determinados por (3'), conforme:

$$R_n = a \cdot 400 \cdot (1 + q)^n : (1 + p)^n \tag{3'}$$

onde (a) é obtido por (10) ou (11), (n) é o período e o resultado é expresso em US\$ bilhões correntes. Os valores do fluxo de pagamentos (amortizações mais juros) ficam definidos no ato do reescalonamento para os anos seguintes, independentemente da eventual diferença entre os valores utilizados para os parâmetros (q) e (p) e os que efetivamente forem observados ao longo do tempo.

Isto é, os parâmetros usados na determinação do valor inicial da fração (a), estabelecem os valores subsequente de (R_n) ; a vantagem desta característica é que permite uma programação de gastos bem definida e facilita a compreensão, pelos credores, do fluxo de recebimentos em haver. Ademais, esta alternativa não exige, conceitualmente, o desembolso inicial de dólares para garantia do principal, embora, se necessário, isso possa ocorrer.⁷

Para visualizar melhor o funcionamento do esquema proposto, a Tabela 8 mostra como evoluiriam ao longo do tempo a cotação do Título BB em dólar, o fluxo de dispêndio do Tesouro Nacional com o pagamento dos juros e amortizações e a dívida interna mobiliária remanescente. Nesse exemplo foram adotados os seguintes valores: $(N = 20)$, $(i = 8\%)$, $(q = 3\%)$ e $(p = 3\%)$. Assim, por (10), $(a = 0,599848\%)$ do PIB. A variável-chave é a coluna (C), obtida com base na multiplicação do termo (a) pelo PIB previsto para o ano,

⁷ A fim de reforçar a atratividade inicial dos papéis o governo pode, por exemplo, se propor a lastrear, já na emissão, metade do valor do fluxo de pagamentos dos primeiros três anos. Necessitaria, neste caso, reservar de US\$ 3,5 bilhões (valor do fluxo de pagamentos mostrado na coluna C da Tabela 8 para os três primeiros anos, descontados à taxa de 8% a.a.). A utilidade dessa ação é que esses títulos também se tornariam negociáveis no mercado internacional, de forma semelhante à alternativa A.

respeitados as hipóteses referentes aos valores de (p) e (q). A cotação do BB aumenta 8,0% e 4,85% a.a. em termos nominais e reais, respectivamente, o valor real dos desembolsos do Tesouro cresce em linha com o PIB e a dívida é totalmente quitada no final do prazo acordado. A Tabela 9 mostra quais seriam esses valores com ($i = 8\%$), ($q = 5\%$) e ($p = 5\%$).

Para tornar a proposta compreensível para a opinião pública e para os poupadores, pode-se divulgar a Tabela 8, dando-se ênfase à coluna (H) que mostra a distribuição percentual das prestações durante o período de repagamento. A Tabela 10, por sua vez, mostra como se distribuiriam os recebimentos de um credor que tenha US\$ 10.000,00 aplicados no novo título, com a distribuição das amortizações obtida na Tabela 8.

Tanto a alternativa A como a B, discutidas nesta seção, levam à criação de um título de boa qualidade e de perfil longo. Essas alternativas podem ser complementadas com mais alguns atributos que permitam diferenciar um cardápio de opções que seria, então, aberto aos aplicadores. Ou seja, pode se adotar um enfoque parecido com o usado na renegociação da dívida externa, oferecendo uma lista de opções aos credores. Para propósitos comparativos, e para ilustrar como o princípio da securitização foi aplicado na renegociação da dívida externa brasileira, o apêndice reporta uma Tabela Resumo das alternativas previstas para os credores externos.

Tabela 8. Evolução da dívida e dos desembolsos do Tesouro em dólar, supondo-se prazo de amortização de 20 anos, ($p = 3\%$) e ($q = 3\%$)

Ano (n)	Valor do Título		Fluxo do Tesouro ^a		Valor da Dívida ^a		Número de Títulos (G = C/A)	Distribuição das Amortizações (em %) (H = G/Dívida inicial)
	Nominal (A)	Real (B)	Nominal (C)	Real (D)	Nominal (E)	Real (F)		
0	1,000	1,000	-	-	40.000	40.000	-	-
1	1,080	1,049	2.546	2.471	40.654	39.470	2.357	5,89
2	1,166	1,099	2.701	2.546	41.206	38.841	2.315	5,79
3	1,260	1,153	2.865	2.622	41.638	38.104	2.274	5,69
4	1,360	1,209	3.039	2.701	41.929	37.254	2.234	5,59
5	1,469	1,267	3.225	2.782	42.059	36.281	2.195	5,49
6	1,587	1,329	3.421	2.865	42.003	35.177	2.156	5,39
7	1,714	1,393	3.629	2.951	41.734	33.933	2.118	5,29
8	1,851	1,461	3.850	3.039	41.222	32.541	2.080	5,20
9	1,999	1,532	4.085	3.131	40.435	30.990	2.043	5,11
10	2,159	1,606	4.334	3.225	39.336	29.270	2.007	5,02
11	2,332	1,684	4.597	3.321	37.886	27.370	1.972	4,93
12	2,518	1,766	4.877	3.421	36.039	25.277	1.937	4,84
13	2,720	1,852	5.175	3.524	33.748	22.981	1.903	4,76
14	2,937	1,942	5.490	3.629	30.958	20.467	1.869	4,67
15	3,172	2,036	5.824	3.738	27.611	17.722	1.836	4,59
16	3,426	2,135	6.179	3.850	23.641	14.732	1.803	4,51
17	3,700	2,239	6.555	3.966	18.977	11.482	1.772	4,43
18	3,996	2,347	6.954	4.085	13.541	7.954	1.740	4,35
19	4,316	2,461	7.378	4.207	7.247	4.133	1.709	4,27
20	4,661	2,581	7.827	4.334	0	0	1.679	4,20
Total	-	-	94.549	66.407	-	-	40.000	100

OBS.: Os valores nominais estão expressos em US\$ correntes e os valores reais foram deflacionados para preços constantes do ano zero, com base em uma inflação externa de 3% a.a..
Hipóteses: Taxa nominal de juros de 8% e taxa de crescimento da economia de 3%.

^a Em US\$ milhões.

Tabela 9. Evolução da dívida e dos desembolsos do Tesouro em dólar, supondo-se prazo de amortização de 20 anos, (p = 5%) e (q = 5 %)

Ano (n)	Valor do Título		Fluxo do Tesouro ^a		Valor da Dívida ^a		Número de Títulos (G = C/A)	Distribuição das Amortizações (em %) (H = G/Dívida inicial)
	Nominal (A)	Real (B)	Nominal (C)	Real (D)	Nominal (E)	Real (F)		
0	1,000	1,000	-	-	40.000	40.000	-	-
1	1,080	1,029	1.763	1.679	41.437	39.464	1.633	4,08
2	1,166	1,058	1.944	1.763	42.808	38.828	1.667	4,17
3	1,260	1,088	2.143	1.851	44.089	38.086	1.701	4,25
4	1,360	1,119	2.363	1.944	45.253	37.230	1.737	4,34
5	1,469	1,151	2.605	2.041	46.268	36.252	1.773	4,43
6	1,587	1,184	2.872	2.143	47.098	35.145	1.810	4,52
7	1,714	1,218	3.167	2.250	47.699	33.899	1.848	4,62
8	1,851	1,253	3.491	2.363	48.024	32.504	1.886	4,72
9	1,999	1,289	3.849	2.481	48.017	30.952	1.925	4,81
10	2,159	1,325	4.244	2.605	47.614	29.231	1.966	4,91
11	2,332	1,363	4.678	2.735	46.745	27.331	2.007	5,02
12	2,518	1,402	5.158	2.872	45.327	25.240	2.048	5,12
13	2,720	1,442	5.687	3.016	43.266	22.945	2.091	5,23
14	2,937	1,484	6.270	3.167	40.458	20.434	2.135	5,34
15	3,172	1,526	6.912	3.325	36.782	17.693	2.179	5,45
16	3,426	1,570	7.621	3.491	32.104	14.707	2.224	5,56
17	3,700	1,614	8.402	3.666	26.271	11.462	2.271	5,68
18	3,996	1,660	9.263	3.849	19.109	7.940	2.318	5,79
19	4,316	1,708	10.212	4.041	10.425	4.126	2.366	5,92
20	4,661	1,757	11.259	4.244	0	0	2.416	6,04
Total	--	--	103.903	55.528	--	--	40.000	100,0

OBS.: Os valores nominais estão expressos em US\$ correntes e os valores reais foram deflacionados para preços constantes do ano zero, com base em uma inflação externa de 5% a.a..
Hipóteses: Taxa nominal de juros de 8% e taxa de crescimento da economia de 5%.

^a Em US\$ milhões.

Tabela 10. Evolução dos Recebimentos de um
Credor de US\$ 10.000,00

Ano	Número de Títulos (A)	Valor a Receber em US\$	
		Nominal (B)	Real (C)
1	589	636	618
2	579	675	636
3	569	716	655
4	559	760	675
5	549	806	695
6	539	855	716
7	529	907	738
8	520	963	760
9	511	1.021	783
10	502	1.083	806
11	493	1.149	830
12	484	1.219	855
13	476	1.294	881
14	467	1.372	907
15	459	1.456	935
16	451	1.545	963
17	443	1.639	991
18	435	1.739	1.021
19	427	1.844	1.052
20	420	1.957	1.083
Total	10.000	23.637	16.602

OBS.: O valor da coluna B está expresso em US\$ correntes, enquanto que o da coluna C foi deflacionado para preços constantes do ano zero, supondo uma inflação externa de 3% a.a., lembrando-se que cada título equivale a US\$ 1,00 no momento da emissão e tem rendimento de 8% ao ano.

4.3. Considerações Quanto às Condições de Mercado do Novo Título

A fundação da dívida pública aqui recomendada apoia-se em dois princípios. Primeiro, a proposta faz uso da noção de que há um trade-off entre a rentabilidade exigida pelos agentes e a confiabilidade dos papéis como reserva de valor. Atualmente, os títulos públicos não são totalmente confiáveis e, em consequência, para serem colocados junto ao público, devem pagar um prêmio de risco considerável. O esquema sugerido acarreta uma redução da rentabilidade nominal das aplicações em troca de maior segurança, tanto pela eliminação da desconfiança no indexador, como pela força legal das garantias oferecidas. Do ponto de vista do governo federal, este deixa de contar com a alternativa da correção não-integral do estoque da dívida, mas, em compensação, substitui uma dívida interna cara por outra não tão onerosa.

Em segundo lugar, propõe-se monetizar as aplicações lastreadas em títulos públicos a fim de deflagrar o processo de renegociação. Isto se baseia no reconhecimento de que, uma vez em circulação, os encaixes monetários não podem fugir da economia, salvo por via da inflação. Isto é, os encaixes monetários despendidos por um agente se transformam em saldo de outro; o valor nominal não deixa a economia.⁸ Por esta razão, a monetização das aplicações coloca os agentes ante o dilema de uma hiperinflação ou

⁸ Exceto quando as cédulas de papel moeda são fisicamente destruídas ou são transportadas para fora das fronteiras, mas esses são casos limites que não afetam o raciocínio para a média da economia.

de uma renegociação. Havendo confiança na consistência do ajuste fiscal e nas garantias oferecidas para os novos títulos, é baixa a possibilidade de não prevalecer a racionalidade econômica, principalmente no caso dos grandes aplicadores que têm interesse na continuidade do funcionamento da economia monetária.

Há outras alternativas possíveis em vez da monetização súbita. Um caminho atraente, embora com certo risco, seria definir um período não muito extenso para se transitar ao novo sistema permitindo-se aos aplicadores a opção de comprarem o Título BB nesse intervalo. Ou seja, pode se estabelecer que no final de, por exemplo, quinze dias, ficarão extintos o overnight, o FAF e os títulos públicos de curto prazo remanescentes, paralelamente ao anúncio que o governo só irá vender títulos de longo-prazo para captar a moeda devolvida ao sistema nesse intervalo. Uma transição com alguma semelhança deu-se em fevereiro de 1991 após a criação do FAF e não causou grandes transtornos. Também neste caso irá se verificar o fato que ao se eliminar a opção de aplicações de curto prazo lastreadas em títulos públicos, os grandes depósitos do sistema são canalizados para outras aplicações financeiras, sem fuga massiva do sistema monetário, tão logo fique claro que a alternativa oferecida propicia segurança para os aplicadores.

Superada a questão de como se deflagra o processo de renegociação, cabe indagar quais seriam os principais tomadores do novo título. Basicamente os mesmos que os atuais: pessoas jurídicas, bancos e algumas pessoas físicas. Para que os agentes aceitem carregar o novo papel, além das garantias dadas, precisam

saber que poderão contar com algumas possibilidades de sair, quando necessário, da posição de estoque para a de fluxo (isto é, obter liquidez em troca do papel).

As maneiras previstas nesta proposta são três. A primeira delas é a venda do título no mercado internacional e a conversão dos dólares em cruzeiros (esta é uma das razões de se dar um lastro em dólar);⁹ a segunda, é através do resgate antecipado para projetos de investimento compreendidos em um novo programa de desenvolvimento brasileiro. A terceira forma é via o surgimento de um mercado secundário privado. Esse mercado operará exclusivamente entre agentes privados, ficando vedadas operações de redesconto ou quaisquer outras que resultem em emissão de moeda ou em pressão sobre o Banco Central.

O sistema bancário, por exemplo, pode carregar uma boa carteira de títulos longos reordenando o modo como compatibiliza seus ativos e passivos. Uma das funções básicas do sistema financeiro é intermediar riscos e melhorar a alocação de recursos da economia ao exercer essa atividade. Faz isso financiando uma carteira de ativos de maior prazo e risco com passivos que, embora de menor prazo, tenham uma composição e média de refinanciamento consistentes com os ativos detidos; a rentabilidade advém do spread com a intermediação.

⁹ A compra de dólares pelo Banco Central, por sua vez, será pautada pela programação da evolução das reservas internacionais, evitando-se tanto o acúmulo excessivo de divisas, quanto sua queda acentuada.

O spread bancário fica preservado pela proposta em discussão na medida em que os bancos compatibilizem os prazos de seus passivos, tornando-os consistentes com a estrutura da carteira de títulos públicos. Por exemplo, supondo-se que a captação via CDBs seja usada para carregar a carteira de ativos longos, ficaria definido que o prazo mínimo legal dos CDBs passaria para 90 dias. Os CDBs, assim como as demais aplicações financeiras, teriam correção cambial (ex-post) mais juros. A taxa de juro de captação seria determinada pelo mercado e pela concorrência; o spread bancário continuaria positivo toda vez que essa taxa medida em dólar não ultrapassasse 8% ao ano (uma rentabilidade real bastante razoável em condições de crescimento económico). Mesmo algumas situações de curto prazo que resultem em uma taxa de juros um pouco mais alta não devem ser pensadas como impeditivas pois o importante para o banco é que a rentabilidade média do seu ativo supere o custo médio do passivo.¹⁰

A atratividade dos títulos pode ser bastante acrescida, ademais, se a mudança de política for acompanhada por uma formulação que permita a concessão de preferência aos detentores dos Títulos BB em um novo programa de crescimento a ser anunciado quando da reforma. Isto é, seriam concedidos estímulos a projetos privados de investimento em áreas de maior inserção junto à economia mundial como em modernização dos portos, meios de

¹⁰ Outra possibilidade seria permitir-se que os juros sejam flutuantes, seguindo, por exemplo, a flutuação da Libor. Recorde-se que os juros no mercado internacional costumam ser repactuados de seis em seis meses, tomando por base a evolução da Libor no período anterior.

transporte, telecomunicações, armazenagem, etc. O incentivo poderia ser dado através do financiamento pelo BNDES complementado com o resgate antecipado de parte dos valores aplicados (limitado a 10% ao ano do valor do estoque de títulos). A utilização dos títulos BB nos leilões de privatização também estaria prevista.

A razão de ser dessa formulação estratégica é que será bastante benéfico ao país se o policy move for acoplado a um projeto de crescimento claro que hoje já está identificado pelos principais agentes econômicos. Uma opção estratégica dessa ordem permitirá gerar a coesão política exigida para a superação da crise econômica e a adesão dos credores internos.

Um dos benefícios importantes da reestruturação da dívida pública sugerida neste trabalho é resultar em uma substancial economia dos juros pagos pelo setor público. Isso permitiria uma diminuição do montante de superávit primário necessário para equilibrar as contas do setor público. Os números são eloquentes. Supondo-se que os juros pagos para os credores externos, após completada a renegociação externa, sejam de 1,5% do PIB,¹¹ e que os desembolsos associados com as dívidas internas requeiram mais 1% do PIB (de 0,4 a 0,6% do PIB para o pagamento da dívida mobiliária e cerca de 0,5% para o pagamento dos encargos de outras dívidas do setor público junto a credores internos), chega-se a uma necessidade de superávit primário da ordem de 2,5% do PIB. Esse

¹¹ Número citado pela imprensa e que equivaleria ao pagamento de cerca de US\$ 6,0 bilhões anuais; esse valor é compatível com os números conhecidos da dívida externa do setor público e a Libor em vigor.

número se contrapõe à avaliação do ex-ministro M. H. Simonsen de que, para estabilizar a economia, o governo necessitaria gerar um superávit primário de 6 a 8% do PIB a fim de poder repetir os caminhos da estabilização Mexicana.¹² O superávit fiscal requerido após a reconsolidação da dívida pública (2,5% do PIB) fica próximo dos valores previstos pelo governo para 1992 (e um pouco aquém do que foi obtido em 1990 e 1991); portanto, o próprio ajuste fiscal necessário ficaria facilitado, por ser menor.

5. Conclusões

Levando-se em conta os números apresentados neste trabalho e a opção estratégica de crescimento via reforço da integração na economia mundial, pode-se concluir que o esquema de amortização proposto não implicaria uma carga excessiva para a União. Mesmo no caso pouco favorável de amortização em 10 anos, o comprometimento de receitas tributárias -- supondo um crescimento da economia de 3% a.a. e inflação externa de 3% a.a. -- seria da ordem de 1,1% do PIB. Observe-se que isto -- que soma não apenas os juros, mas também as amortizações -- é menos do que o governo federal paga hoje apenas na forma de juros reais, por conta do prêmio de risco relacionado com o temor da eventual insolvência do governo e de

¹² Entrevista para Armando Ourique, Folha de São Paulo, 4 de dezembro de 1991.

"confisco implícito" que pode decorrer de uma subindexação dos títulos, em caso de aceleração inflacionária.

Naturalmente, para que o governo incorra em despesas com o pagamento de juros e amortizações inferiores às que paga atualmente, é preciso que a taxa real de juros caia. Isso, porém, será viável se o governo, ademais de oferecer maiores garantias ao principal, se comprometer legalmente a fazer o pagamento dos vencimentos com opção cambial (possibilitando condições de remuneração similares às aplicações no exterior). Com a rentabilidade e o pagamento sendo garantidos em dólar, os credores internos não terão motivos para fugir dessas aplicações. Do ponto de vista do governo, tal fato equivaleria a trocar uma dívida cara mas incerta para o credor, por outra barata, cujo pagamento, porém, não causasse dúvidas.

A formulação geral da proposta visualiza um Brasil mais integrado aos fluxos internacionais de capitais, o que, para não ser um elemento de instabilidade, deve ser complementado pela geração adicional de divisas, via intensificação dos fluxos de trocas com o exterior. A opção estratégica apoia-se, assim, no crescimento do comércio exterior.

Em termos econômicos mais precisos, a renegociação da dívida interna objetiva abrir um espaço maior entre a moeda e as quase-moedas, de modo a permitir o controle de valores nominais ou de um dos agregados monetários no bojo de um plano de combate à inflação. Ao mesmo tempo, embora amplie a menção ao dólar como indexador e implique em uma maior liberdade aos fluxos de capital, evita-se a

dolarização radical (entendida de forma restrita como a circulação da moeda americana em substituição à moeda local).

Em conclusão, o ponto mais importante desse trabalho é que a renegociação da dívida interna é factível, contrariamente ao que comumente se acredita, e faz enorme sentido econômico. Os filósofos e outros estudiosos do comportamento humano costumam ressaltar que uma das maneiras sábias para se vencer uma crise, quer ela seja pessoal ou de grupos sociais grandes, é tornar o problema em parte da solução. A proposta apresentada aqui propõe transformar uma dívida líquida, cara, instável e que vem inviabilizando sucessivos programas antiinflacionários, em uma dívida estabilizada, mais barata, que permitirá alavancar o crescimento da economia e desenvolver um mercado de títulos de longo prazo, algo há muito requerido ante o estágio de desenvolvimento industrial e comercial do Brasil.

Referências Bibliográficas

- Banco Central do Brasil (1992). "Evolução Recente da Dívida Pública". Mimeo, Brasília, Banco Central.
- Bruno, Michael (1991). High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy. Princeton Essays in International Finance, no. 183. Princeton: Princeton University Press.
- Dornbusch, Rudiger (1992). "Lessons from Experiences with High Inflation". The World Bank Economic Review. 6(1):13-32.
- Giambiagi, Fabio (1992). "Problemas de Financiamento do Setor Público". Mimeo, Rio de Janeiro.
- Kieguel, Miguel e Nissan Liviatan (1992a). "When do Heterodox Stabilization Programs Work? Lessons from Experience". The World Bank Research Observer, 7(1):35-57.
- Kieguel, Miguel e Nissan Liviatan (1992b). "The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations". The World Bank Economic Review, 6(2):279-306.
- Lara Resende, André (1991). "Para evitar a dolarização", Revista Exame, 26 de junho.
- Mendonça de Barros, José Roberto, Luís C. M. de Barros, Maria Cristina Pinotti e Maria Cristina B. de Mello (1991). "Perdas de Capital de Giro do Setor Privado desde março de 1990". Mimeo, São Paulo, M.B. Associados.
- Pereira, P. e Giambiagi, Fabio (1990). "Déficit Público e Inflação: O Caso Brasileiro", Pesquisa e Planejamento Econômico, 20(1):191-210.
- Zini Jr., Álvaro A. (1989). "Fundar a Dívida Pública", in Planejamento e Políticas Públicas, 1(2):39-60.
- _____. (1992). "Reforma Monetária, Intervenção Estatal e o Plano Collor", Texto para Discussão IPE 3/92. São Paulo, FIPE.

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

BIBLIOTECA

ESTE VOLUME DEVE SER DEVOLVIDO A BIBLIOTECA
NA ÚLTIMA DATA MARCADA

000089365



N.Cham. P/EPGE SPE Z77r

Autor: Zini Junior, Alvaro A. (Alvaro A

Título: Renegociação da dívida interna mobiliária : uma



089365

52199

FGV - BMHS

Nº Pat.:ABF136/99