

Uma estrutura ainda distante do ideal

Alongamento da dívida pública e política monetária

Por Carlos Kawall Leal Ferreira, Murilo Robotton e Adriana Beltrão Dupita

Os sinais cada vez mais expressivos de recuperação da economia, a gradativa melhora na solvência externa e o sólido desempenho fiscal têm sido os grandes fiadores da melhora recente do risco-país, mesmo em um contexto de incerteza quanto ao ritmo de elevação dos juros nos EUA. No "front" doméstico, a preocupação voltou-se para a trajetória da inflação, levando o Banco Central a prever um período prolongado de manutenção da taxa básica de juros.

Esta perspectiva cria um momento oportuno para um debate sereno de propostas que busquem avançar quanto a um dos fundamentos em que o progresso tem sido relevante, mas lento: a estrutura da dívida pública interna, ainda muito distante do ideal.

São extremamente positivos tanto o rápido processo de redução da exposição cambial da dívida interna como o aumento relativo da participação de títulos pré-fixados e indexados à inflação. Contudo, nos meses recentes, mesmo fundamentos econômicos positivos não têm possibilitado uma melhora mais significativa da estrutura da dívida interna, ainda fortemente concentrada no curto prazo e contratada, sobretudo, com títulos pós-fixados. Nos meses recentes, salta aos olhos o forte encurtamento da liquidez do mercado de taxas de juros futuras, concentrada em prazos em torno de seis meses.

Diferentemente do passado - quando tentativas de alongamento da dívida pública foram inviabilizadas por políticas macroeconômicas inconsistentes ou por medo de descontinuidade política -, no contexto atual o maior obstáculo é a inexistência de um custo de oportunidade relevante para que investidores domésticos desloquem seus investimentos para ativos pré-fixados de prazos mais longos, dado o elevado patamar real da taxa de juros (10%) que remunera aplicações de curto prazo com liquidez diária.

Desta forma, o espaço para a colocação de títulos pré-fixados não vai muito além da demanda de tesourarias de bancos e de fundos de investimento alavancados, voltada para ganhos de capital, e de fundos de renda fixa-RF, estes últimos concentrando sua demanda em títulos pré-fixados de curto prazo. Em momentos de volatilidade de mercado, os modelos de supervisão de risco destes agentes determinam a necessidade de reduzir posições em ativos pré-fixados, prejudicando iniciativas de alongamento da dívida pública e gerando movimentos abruptos de alta dos juros no mercado futuro, como verificado em maio passado.

É o notável ganho de credibilidade obtido pela atual equipe econômica (incluindo a direção do Banco Central) que viabiliza um debate sobre uma política gradual e cautelosa de buscar uma estratégia alternativa de alongamento da dívida pública pré-fixada, estritamente coordenada com a gestão da política monetária. O objetivo seria criar uma crescente base de investidores finais para títulos públicos pré-fixados, como observado em economias estáveis e mesmo em países emergentes, como o México.

De um lado, o Banco Central buscaria gradualmente (em prazo de um a dois anos) reduzir o patamar real da taxa de juros overnight visando situá-la, a médio prazo, em níveis internacionais (entre 0 e 3% em termos reais). O objetivo seria garantir diferencial entre as taxas nominais de juros do overnight e de 180/360 dias no intervalo de 3 a 5 pontos percentuais. Não haveria, contudo, mudança na forma de operacionalização da política monetária, que continuaria a atuar tão-somente pela definição da taxa overnight. A atuação da política monetária sobre o nível de atividade e inflação teria como foco o comportamento das taxas de juros de médio e longo prazo.

De outro, o Tesouro Nacional alongaria também de modo gradual a dívida interna, buscando a criação de um mercado de investidores para papéis pré-fixados de médio e longo prazos. A emissão de títulos pré-fixados em prazos gradualmente mais elevados é parte fundamental da estratégia, já que contribuiria para sustentar o diferencial positivo entre as taxas de curto e médio/longo prazos, criando um custo de oportunidade relevante para o investidor manter-se

em investimentos remunerados pela taxa de curtíssimo prazo (CDI). A migração de aplicações para novos produtos financeiros, aliás, será facilitada a partir de outubro próximo com a criação da conta-investimento e estimulada pelas alíquotas de imposto de renda decrescentes com o prazo para aplicações em renda fixa a partir de janeiro de 2005.

Ao criar de forma consistente um mercado para títulos públicos de médio e longo prazo, construindo uma curva de taxa de juros que fosse positivamente inclinada em relação aos prazos, esta estratégia permitiria que a política monetária operasse no sentido clássico, desvalorizando a riqueza privada quando os juros fossem elevados, contrariamente ao que ocorre atualmente.

Cabe deixar claro que esta proposta nada tem a ver com sugestões de queda forçada ou artificial da taxa de juros real, visando sim um movimento estritamente técnico e delicado de mudança da estrutura a termo da taxa de juros real. A proposta aqui feita não prega mudanças no "mix" da política macroeconômica, mas sim busca uma reforma de características "microeconômicas", embora com importantes conexões com a execução da política macro.

A atual concentração da dívida interna em títulos pós-fixados e seu prazo extremamente curto representam uma "jabuticaba" de difícil vendagem junto a investidores internacionais e agências de classificação de risco. Mudar este perfil seria contribuição importante para a redução do risco-Brasil e, indiretamente, do próprio patamar da taxa de juros real. Ainda, a construção de uma curva a termo de taxa de juros também seria um passo fundamental na direção de aprofundar o próprio mercado de capitais no Brasil.

Carlos Kawall Leal Ferreira é economista-chefe do Citibank e professor titular do Programa de Pós Graduação em Economia Política da PUC-SP.

Murilo Robotton é superintendente executivo da Tesouraria do Citibank e economista pela FAAP.

Adriana Beltrão Dupita é economista do Citibank, professora da Unip, e mestra pela London School of Economics.