

# Estudo do governo aponta dívida interna como foco de inflação

por Arnolfo Carvalho  
de Brasília

Por mais que todos os candidatos a presidente da República evitem falar de seus planos para a questão da dívida pública interna em títulos, cujo estoque deve chegar a algo como US\$ 100 bilhões até o fim do ano, os economistas dentro e fora do governo já pressentem que será impossível baixar a inflação e começar a resolver a crise econômica sem uma renegociação com os credores internos.

Um estudo técnico concluído na semana passada pelo Instituto de Planejamento Econômico e Social (IPEA), vinculado à Secretaria de Planejamento da Presidência da República (Seplan), é a mais recente comprovação do que todos já suspeitavam: sem uma renegociação dos títulos do governo em poder do mercado, prorrogando vencimento ou consolidando seus saldos, será inútil qualquer programa de ajustamento econômico.

"As perspectivas para o reequilíbrio macroeconômico dependem do tratamento aplicado ao estoque da dívida pública interna de curto prazo, que funciona como dinamizador das taxas de inflação; bem com do controle do déficit público, que condiciona as expectativas, e da solução dada aos vazamentos da rede nacional na forma de transferências ao exterior" — diz o documento do IPEA, intitulado "prioridades e perspectivas de políticas públicas para a década de 90".

## Temor de que a inflação suba com o documento

A decisão de manter sob reserva o estudo, segundo o secretário-geral da Seplan e presidente do IPEA, Ricardo Santiago, deve-se à necessidade de dar uma apresentação melhor ao trabalho, editado internamente em "versão preliminar". Mas economistas da Seplan levantam a hipótese de que o governo temeria as implicações da divulgação de conclusões sobre temas explosivos como a dívida mobiliária, num momento de "equilíbrio precário" da inflação.

A parte do estudo que aborda a dívida mobiliária — "A Economia Brasileira e a Questão Fiscal, Diagnóstico dos Anos 80 e Perspectivas para o Limiar da Próxima Década" — é apenas um dos doze capítulos do trabalho, que teria sido elaborado com independência acadêmica, embora o IPEA seja uma fundação pública, oficialmente sob responsabilidade do ministro do Planejamento, João Batista de Abreu.

Usando modelos macro-métricos, os economistas do IPEA concluem que "o quadro da administração da dívida pública está no centro da dinamização do processo inflacionário", explicando a atual inflação e deixando sempre à vista o risco de se cair na hiperinflação, além de impedir a retomada dos investimentos necessários para aumentar a produção e manter o processo de concentração de renda através da chamada "ciranda financeira".

Se o governo eleva as taxas de juro, como vem fazendo desde junho, não só deterioraria ainda mais as contas públicas (aumentando o déficit) como também provocaria inflação ao aumentar a renda dos detentores de aplicações financeiras e, com isso, pressionaria a demanda por bens e serviços. Se faz o

contrário, como pedem os empresários e prometem alguns candidatos como solução para a retomada dos investimentos produtivos, o efeito também é um aumento da inflação, segundo o IPEA.

"A redução das taxas de juros cria uma repulsa aos títulos públicos e inflaciona o mercado de bens", diz o documento na medida em que o mercado deixa de aplicar em papéis do governo (que ficaria sem financiamento diário para seu déficit) e transfere os recursos para o consumo. Além da natureza inflacionária do atual sistema de financiamento do governo via títulos, ou mesmo apenas de suas rolagem, existiria o "caráter extremamente anti-social dessa ciranda", segundo os economistas.

"Os juros são pagos àquelas camadas da população que consegue se indexar ao mercado aberto", dizem. "Parte dos recursos que financiam este jogo financeiro decorre do imposto inflacionário coletado sobre a parcela da população que retém a base monetária (papel-moeda emitido), geralmente assalariados de baixa renda." A riqueza que os juros pagos pelo governo gera "é em parte a devolução do imposto inflacionário aos financiadores do giro da dívida".

A mecânica pela qual a dívida mobiliária causa inflação com juros altos ou baixos se deveria à sua concentração no curtíssimo prazo, no mercado aberto. "As dinâmicas ao longo do dia pode ser descritas como saques das aplicações de 'overnight' de parte dos fundos disponíveis pela manhã, para financiar diversas transações ao longo do dia no mercado de bens" — explica o trabalho do IPEA.

"Concluídas as negociações nesse mercado, os vendedores de bens ficam de posse da massa de recursos monetários. Como não lhes resta melhor alternativa, aplicam esses recursos de volta no 'overnight', numa posição de desequilíbrio equivalente a uma menor demanda por títulos." Com as transações ao longo do dia pressionando a taxa de inflação, o Banco Central tenderá a subir as taxas de compra e venda de dinheiro, tentando preservar o valor do dinheiro de seus financiadores do giro da dívida.

"Essa estratégia, com a dívida mobiliária representada em Letras Financeiras do Tesouro (LFT), aumenta o valor da dívida a ser girada, fazendo com que a massa de recursos monetários sacada pela manhã seja insuficiente para refinarçar o passivo do governo ao final do dia, exi-

gindo aumento das taxas de juros para atrair novos recursos."

O trabalho da coordenação de planejamento macroeconômico do IPEA, elaborado sob supervisão dos economistas Eduardo Ohana, Paulo Zolhoff e José Hamilton Bizarria, divide a questão da inflação em dois aspectos: o primeiro seria o "estado inflacionário", resultado de choques externos (petróleo, juros, endividamento) que exigem parcelas maiores da renda nacional, obrigando os agentes nacionais a procurarem se defender via aumento de preços.

O segundo aspecto refere-se aos chamados "esquemas de dinamização da inflação", que decorrem da não-aceitação das mudanças de preços e padrões de consumo pelos diversos segmentos da sociedade. Assim, mesmo que fosse eliminado o déficit público mediante choque fiscal, contenção de despesas e privatizações, "restaria a conjuntura do estado inflacionário" — isto é, a continuidade do conflito na apropriação da renda, pois a privatização e o saneamento das finanças públicas não iriam melhorar o padrão de consumo da sociedade como um todo porque as transferências ao exterior continuariam.

Esta análise leva os técnicos do IPEA a concluir que a solução da crise dependeria de resolver o problema da dívida pública ("uma das alternativas é alongar seu perfil"), que funcionaria como dinamizador das taxas de inflação, assim como do reequilíbrio orçamentário do setor público (que cria expectativas inflacionárias na sociedade, consciente da pré-inadimplência do estado) e da contenção das transferências de renda ao exterior (pela renegociação da dívida externa).

## Dívida interna da Bélgica e Itália não é de curto prazo

"O estoque da dívida interna transformou-se em um problema macroeconômico por ter sido transformado em 'hot money'", dizem os economistas, lembrando que a Bélgica e a Itália têm um volume de dívida pública interna até cinco vezes superior à do Brasil, em termos de proporção do Produto Interno Bruto (PIB), mas sem concentração no curtíssimo prazo.

O estudo propõe um pro-

grama de saneamento fiscal e de estabilização inflacionária, que necessariamente seria repressivo num primeiro momento, baseado nos seguintes pontos:

(\*) Redução das transferências externas sem romper com a comunidade financeira internacional, impondo limites aos pagamentos.

(\*) Pressão sobre os países ricos para obtenção de dinheiro novo.

(\*) Estimulo aos residentes no país para trazerem de volta recursos que estão no exterior, via incentivos fiscais.

(\*) Renegociação da dívida interna com vantagens progressivas para o alongamento do prazo, com exceção das carteiras do Banco Central e das empresas públicas, que seriam compulsoriamente alteradas.

(\*) Manutenção da proibição de financiamento do Tesouro pelo Banco Central.

(\*) Identificação dos itens de renúncia fiscal e seleção das alterações, evitando provocar choques de oferta.

(\*) Indexação imperfeita da política salarial, com revisão anual das perdas.

(\*) Reordenamento dos gastos de custeio do governo, com preservação de investimentos essenciais.

(\*) Acompanhamento dos problemas de abastecimento e preços por uma câmara técnica consultiva.

(\*) Manutenção da paridade relativa do câmbio, evitando desvalorizações crescentes da moeda.

(\*) Fixação de tarifas públicas com base no critério de custo médio das empresas (e não para investimentos).

"Este conjunto de medidas propõe essencialmente que a saída da situação de inflação crônica deve ser financiada com novos ingressos, com um mínimo de alteração em preços relativos que possam configurar choques de oferta. Esse seria o caso de maxidesvalorizações, aumento da carga tributária através de alíquotas e taxas reais de juros muito elevadas" — dizem os economistas.

"Não se ignora, contudo, que os preços públicos, assim como a carga tributária, necessitam ser recuperados. Tal recuperação, uma vez saneado o que se denominou condições de um estado inflacionário e reduzido o principal componente de dinamização da inflação, deve ser implementada na margem do crescimento econômico que, por seu turno, deve ser uma variável endógena do modelo — isto é, a taxa de crescimento decorre da capacidade da economia de investir (e poupar), sem desequilíbrio" — conclui o estudo.