

As críticas à dívida pública e a proposta de moratória

José Júlio Senna (*)

A dívida pública interna tem estado sob ataques frequentes. Alguns chegam a sugerir que o endividamento doméstico é mais prejudicial à economia do que o próprio endividamento externo, o que, já de início, nos parece um grande equívoco, pois este último representa exigibilidade em moedas estrangeiras, às quais temos tido acesso cada vez mais difícil. Neste artigo examinaremos, inicialmente, algumas críticas atualmente dirigidas à dívida interna, para em seguida discutir a proposta de moratória, que parece emergir dessas críticas.



A primeira diz respeito ao tamanho da dívida, considerado exagerado, quer em termos absolutos, quer como percentagem do produto global. A crítica peca, porém, principalmente, por falta de objetividade, uma vez que inexistem parâmetros de avaliação concretos e insofismáveis. De fato, pode ser mais fácil rolar uma dívida relativamente grande do que uma relativamente pequena. Nos EUA, por exemplo, onde a dívida representa quase 40% do PIB, não há notícias de dificuldades de rolagem, e pouca polêmica se forma em torno do assunto. Em contraposição, no Brasil, onde o percentual correspondente é inferior a 8%, as dificuldades são frequentes e notórias.

Para os que insistem em destacar o tamanho da dívida, vale lembrar que o verdadeiro problema pou-

cos normais, a colocação de dívida no mercado contribui para pressionar os juros. No Brasil, porém, existe atualmente uma peculiaridade. Mesmo após a interrupção do fluxo de recursos externos, continua havendo forte vínculo entre juros e taxa de câmbio, especialmente devido ao mecanismo da Resolução 432. Sempre que o risco cambial aumenta, as empresas endividadas em dólar procuram empréstimos em cruzeiros, com o objetivo de se livrarem da dívida em moeda forte, pressionando, assim, os juros domésticos. Não se pode, pois, indicar a dívida pública como a verdadeira e única causa dos juros altos, o que não significa negar sua influência sobre a taxa de "overnight", que é básica para toda a economia.

A terceira crítica é a de que a dívida pública causa inflação. Aqui o argumento é aparentemente mais sofisticado. Os títulos públicos vendidos ao mercado são normalmente financiados por quem os compra,

no mercado monetário, em operações de curtíssimo prazo. Papéis de cinco anos são transformados em ativos de um dia. A elevada liquidez e o alto giro decorrente das compras e vendas levam muitos a considerar as ORTN cambiais, por exemplo, como quase-moeda. Neste caso, a dívida pública seria causa de inflação.

Essa ideia vem ganhando popularidade. Letras de câmbio, CDB, cadernetas, etc. também teriam o mesmo rótulo. Há quem diga que todos os papéis transacionados com carta de recompra, no mercado aberto, constituem quase-moeda.

A referida tese pode ser refutada do modo a seguir exposto. Primeiro, o argumento da velocidade e da carta de recompra incorre em grave erro teórico. A velocidade que influencia o processo inflacionário não é a do mercado financeiro, mas sim a do mercado de bens e serviços. Posso comprar e vender ORTN para alguém, vinte ou quarenta

vezes por mês, e isto em nada afetará a inflação, pois não terei pressionado o preço do tomate, do feijão, etc. Segundo, título público não é moeda, porque, quando o governo troca um pelo outro, ele afeta a taxa de juros, o que não deveria ocorrer se ambos fossem a mesma coisa. Terceiro, se ORTN fosse moeda, seria possível resgatar toda a dívida pública, emitindo base monetária, sem nenhum impacto macroeconômico. Alguém gostaria de tentar essa experiência? Que tal injetar Cr\$ 30 trilhões no sistema? Para onde iria a inflação? O fato de nenhum governante querer arriscar-se nessa direção dá suporte ao nosso raciocínio.

As falsas teses, porém, ganham adeptos com inexplícita facilidade. Já há quem queira limitar o crescimento dos ativos financeiros para combater a inflação. Isto seria uma loucura. Nos seus efeitos práticos, a medida equivaleria ao controle quantitativo do crédito, abolido em 1983.

Inibindo-se a captação, haveria poucos recursos disponíveis para empréstimos, e os juros disparariam.

Em função desse conjunto de críticas, há quem vá mais longe, propondo a moratória interna.

Os que defendem essa medida parecem desconhecer que o mercado financeiro opera alavancado, ou seja, apenas uma reduzida parcela das compras de títulos, por parte de instituições financeiras, é feita com recursos próprios. O grosso realiza-se com recursos de terceiros: pessoas físicas e jurídicas. Fica claro, então, que qualquer penalidade ao detentor de papéis públicos atingiria diretamente essas pessoas, podendo levar muitas à falência ou ao empobrecimento. O pior de tudo é que seria impossível controlar os efeitos da medida. Os aplicadores de recursos, que normalmente obtêm no mercado apenas uma imperfeita proteção contra a inflação, passa-

riam a temer toda sorte de ativo financeiro. Em consequência, fugiriam para dólar e ativos reais, provocando explosão inflacionária.

O mercado financeiro iria minguar, representando um retrocesso de mais de trinta anos. Mas muitos celebrariam essa situação. Semelhantemente aos antigos, que repudiavam o progresso industrial por achar que só se criava riqueza na agricultura, eles discriminam o mercado financeiro. Esquecem-se, porém, de que nenhuma sociedade moderna pode prescindir desse mercado. Qualquer pessoa, com noção mínima do que seja uma empresa, sabe disso muito bem. Os que percebem a relevante função social dos fundos de pensão (grandes compradores de ativos financeiros) também sabem. Só os defensores da moratória ignoram tudo isso.

(*) Diretor do Banco Boavista e professor da FGV — Rio.

cos assinalam, qual seja, o tamanho do Estado. De fato, a dívida cresceu para financiar gastos do governo. Se existe algum motivo legítimo para querer estancar o crescimento da dívida, este seria o desejo de ver reduzido o grau de intervenção do Estado em nossa economia. Este precisa ser contido, para evitar o desperdício de recursos da sociedade, e também redirecionado, dando-se prioridade à área social, onde sua presença é realmente imprescindível.

A segunda crítica é a de que a dívida interna pressiona as taxas de juros. Aqui o argumento tem validade parcial. Em condi-