

Dívida interna dá sinal de alarme

Pedro Bodin de Moraes *

Nos últimos dias tem sido noticiado por diversos órgãos da imprensa que a atual política de juros reais elevados terá um forte impacto sobre as finanças do governo. Diversas autoridades governamentais já admitem que o déficit operacional deverá ficar bem acima da previsão inicial, podendo alcançar aos 6,5% do PIB. O próprio ministro Mailson da Nóbrega em recente reunião com representantes dos bancos de investimento mencionou que a razão dívida mobiliária/PIB em consequência da presente política de juros iria subir de 11% para 15%. O ministro, no entanto, frisou que não há qualquer motivo para alarme, já que a dívida interna como proporção do PIB de diversos países industrializados é bem superior a essa cifra de 15%. A dívida pública italiana como proporção do PIB, para citar um caso que tem sido dado como exemplo com grande frequência e não raro com valores equivocados, situava-se no final de 1987 ao redor dos 93%.

A discussão não deve ficar apenas centrada em torno do tamanho da dívida mobiliária, uma vez que essa dívida representa apenas uma parcela do passivo do governo. De fato, olhando-se para o montante total do endividamento do setor público é imediato concluir que os títulos públicos fora da carteira do Banco Central dão uma ideia bastante inexata das obrigações do setor público no Brasil.

De acordo com as últimas informações divulgadas pelo Banco Central, a dívida total líquida do setor público em março passado era de US\$ 172,7 bilhões, sendo 53% contraidos junto a residentes no país e 47% junto a residentes no exterior. Do total da dívida interna, o montante de títulos públicos fora da carteira do Banco Central, ou seja, a dívida à qual o ministro aludiu em sua conversa com os representantes dos bancos de investimento, era de cerca de US\$ 58 bilhões, ou seja, pouco mais de um terço da dívida total líquida do setor público. Supondo-se para 1989 um PIB na casa dos US\$ 350 bilhões, a dívida total líquida do setor público representaria cerca de 50% do produto.

Para medir corretamente o montante das obrigações do setor público no Brasil é necessário que se inclua, pelo menos em parte, o passivo do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). A razão para que isso seja feito é a de que os prejuízos resultantes das divergências entre a remuneração

das obrigações e das aplicações do SFH que ocorreram ao longo da presente década têm sido absorvidos pela criação de um resíduo que acabará provavelmente sendo transferido ao governo.

Em dezembro de 1988, os dois principais passivos do SFH, a saber, os depósitos de poupança e o FGTS, montavam a US\$ 32,6 bilhões e US\$ 15,8 bilhões. Se a totalidade dessas obrigações fosse assumida pelo Governo e fazendo-se a hipótese pessimista de que os empréstimos ao setor imobiliário não serão pagos, a dívida líquida do setor público subiria para cerca de US\$ 220 bilhões, ou seja, 63% do produto.

Ainda que a dívida total líquida do setor público (incluindo-se o passivo do SFH) como proporção do produto seja ainda inferior à de diversos países industrializados, é difícil concordar com a afirmação do ministro Mailson da Nóbrega de que não há razão para alarme. No que se segue, iremos mencionar alguns pontos que com certeza contribuirão para tirar o sono dos possíveis ministros da Fazenda.

Em primeiro lugar, o passivo líquido do setor público no Brasil ao longo da década de 80 tem apresentado elevadas taxas de crescimento em termos reais. Entre o início da década e o final do ano passado, a razão dívida líquida/produto elevou-se de 25% para cerca de 50%. Ao longo do corrente ano, o ritmo de crescimento vem sofrendo uma contínua aceleração. Somente entre dezembro de 1988 e março de 1989, a dívida total líquida do setor público elevou-se de US\$ 151,4 bilhões para US\$ 172,7 bilhões. Com a manutenção da taxa da LFT bem acima da inflação e da correção cambial, o passivo do governo continuará elevando-se em termos reais.

Em segundo lugar, o tamanho relativo do sistema financeiro dos países industrializados é bem maior do que o observado no Brasil. Na Itália, por exemplo, o crédito total do sistema financeiro ao setor público e privado alcançava, em 1987, 133% do PIB. Naquele mesmo ano, o agregado financeiro mais amplo representava cerca de 82% do produto. Em outros países industrializados como os Estados Unidos e a Inglaterra, tanto o crédito total quanto os haveres financeiros como proporção do produto são ainda maiores do que as magnitudes observadas na economia italiana. No Brasil, o saldo total de créditos concedidos pelo sistema financeiro era no final de 1988 de cerca de US\$ 90 bilhões, o que equivalia a cerca de 25% do

PIB daquele ano. O total de haveres financeiros, ou seja, o agregado M4 acrescido das letras de câmbio, das letras imobiliárias e dos títulos estaduais em poder do público em dezembro do ano passado atingia US\$ 100,8 bilhões.

A estreiteza do sistema financeiro brasileiro fica patente quando se compara a dívida do Governo ao crédito total concedido pelas instituições financeiras. Enquanto na Itália esta razão em 1987 era de 73%, no Brasil em 1988 a dívida líquida do setor público era quase o dobro do total do crédito concedido pelo sistema financeiro.

Por último, deve-se mencionar que apesar de o prazo médio da dívida do setor público no Brasil não ser muito inferior ao de alguns países industrializados, praticamente toda a dívida mobiliária é financiada com cartas de recompra diárias, havendo o compromisso do Banco Central de dar liquidez à instituição que necessitar. Com isso, na prática, cerca de US\$ 60 bilhões em títulos públicos vencem e portanto precisam ser rolados a cada dia. A comparação com outros países a esse respeito é de extrema utilidade. Na Itália no final de 1987 cerca de 25% da dívida do setor público vence nos 12 meses seguintes. Supondo-se que os vencimentos fossem uniformemente distribuídos ao longo do ano, ao redor de US\$ 90 milhões maturavam a cada dia útil. Enquanto no Brasil a rolagem diária da dívida pública monta a mais de 15% do PIB, na Itália os vencimentos de cada dia não chegam a 0,1% do PIB. Este, e não a razão dívida pública/PIB, parece ser o fator mais importante para responder se a dívida do governo é motivo para alarme.

Tendo em vista esses três pontos, a conclusão a que se chega é imediata. A atual dívida do Governo, ao contrário do que o ministro da Fazenda tem declarado, constitui-se em uma importante fonte de preocupação. A estreiteza relativa do sistema financeiro brasileiro, o ritmo de crescimento do endividamento do setor público ao longo da corrente década e a necessidade de rolar um volume expressivo e crescente da dívida do governo diariamente indicam que a capacidade de financiamento do Governo pode estar próxima do limite. A gravidade da presente situação está relacionada à percepção generalizada de que atingir este limite é mergulhar na hiperinflação.