

Visão minoritária da dívida pública

José Julio Senna *

Nos últimos tempos têm surgido, entre nós, muitas propostas de tratamento para a questão da dívida interna. De certo modo, essas propostas vêm deixando muita gente intranquila, já que, por diversas razões, empresas e indivíduos não conseguem escapar de ter parte de sua disponibilidade financeira aplicada, direta ou indiretamente, em títulos públicos. As sugestões que têm vindo à tona envolveriam a imposição de algum tipo de perda financeira, seja para os "carregadores" de papéis governamentais, seja para o público em geral. Disto decorre, evidentemente, a apreensão a que acima nos referimos.

Inegavelmente, a situação é estranha. Nos países mais avançados, e até mesmo em muitos dos que se encontram em estágio intermediário de desenvolvimento, as aplicações em títulos do governo são certamente as mais seguras, a elas não se atribuindo qualquer risco de crédito. Por isso mesmo, são justamente as que apresentam rentabilidade menor, comparativamente às demais alternativas. No Brasil, os investimentos em papéis públicos são considerados arriscados, acarretando preocupação. Sem dúvida, há algo errado.

A nosso ver, nessa questão da dívida pública, a primeira tarefa do analista deve ser destacar os verdadeiros problemas a ela associados. Nesse sentido, podemos distinguir dois: os juros são muito altos e a dívida gira praticamente no *overnight*.

Começemos por este último. O sistema

bancário em nosso país tem sido duramente criticado por deixar de financiar a ampliação da capacidade produtiva da economia. A preocupação, por certo, é legítima. É difícil sustentar um processo de crescimento sem a realização de novos investimentos. Como se resolve essa questão em outras partes do mundo?

A título de ilustração, consideremos o caso da Alemanha. Naquele país, são comuns ativos bancários com maturidade de oito anos, por exemplo. Empresas industriais conseguem obter empréstimos por esse prazo, a juros fixos ou variáveis. A razão para isto é simples, ou seja, os bancos emprestam por oito anos porque conseguem obter depósitos por igual prazo. Em outras palavras, o público está disposto a fazer investimentos financeiros de longo prazo, dado que a inflação é baixa e estável, e as incertezas são mantidas em nível mínimo.

No Brasil, ao contrário, a inflação é absurdamente elevada e instável, e o grau de incerteza da economia é altíssimo. As regras do jogo o tratamento tributário mudam a toda hora. Não é de estranhar, pois, que o prazo médio dos empréstimos bancários em nosso país seja de 30 dias, suficiente apenas para o financiamento do capital de giro das empresas. Na realidade, este é o mesmo prazo pelo qual os bancos conseguem captar recursos junto ao público. Uma coisa é reflexo da outra.

A questão da maturidade da dívida pública deve ser vista nesse contexto. No Brasil, o ambiente econômico em que vivemos é instável, sendo esta a razão pela qual os títulos

governamentais, na prática, são renegociados diariamente. Nos países onde existe maior estabilidade esses títulos são vendidos ao público por dez anos, ou mais.

Deste modo, o verdadeiro problema reside nas condições adversas de funcionamento da economia brasileira, e não na dívida em si. No dia em que a inflação for debelada e o ambiente econômico tornar-se estável, o público irá buscar, espontaneamente, aplicações financeiras de prazos mais longos. Haveria, assim, uma solução natural.

O problema dos juros, a nosso ver, deve ser analisado do mesmo modo. Por que razão, em determinados momentos, os juros reais se mostram tão altos em nosso país? Simplesmente porque o governo se vê forçado a praticar este tipo de política, para impedir a explosão inflacionária e a fuga de capitais. Em economias onde inexistem temores desse tipo, não há necessidade de trabalhar com juros reais elevados. De fato, reclama-se menos das taxas de juros na Alemanha e na Suíça do que no Brasil.

Da presente análise — por certo uma visão minoritária — conclui-se que, como em toda parte, as características adquiridas pela dívida pública no Brasil são reflexo do quadro econômico em que funciona a economia. As distorções associadas a essas características sem dúvida precisam ser eliminadas, mas para isto se faz necessário atacar as raízes do problema, e não os seus sintomas. Pensemos nisto.

* José Julio Senna é diretor financeiro e internacional do Banco Boavista e ex-diretor da dívida pública do Banco do Brasil.