

A crise da dívida pública interna

Paulo Mallmann *

A dívida pública interna e a dívida externa tomam uma boa parte do espaço do noticiário econômico da imprensa. Economistas, empresários e políticos em geral, ao analisarem a crise nacional, classificam as duas dívidas como as questões centrais em que a nova equipe econômica deverá imediatamente se debruçar.

No tocante à dívida interna, as discussões têm servido para exacerbar ainda mais as incertezas que hoje tanto sobressaltam os agentes econômicos. Não será exagero admitir que uma parcela dos movimentos especulativos recentes tem origem no receio de que possa haver perdas nas aplicações com lastro em títulos públicos, representadas pelo *ITovernight* e pelos fundos de curto prazo. Levantar dúvidas sobre o valor e o poder aquisitivo futuro dessas aplicações é acender o estopim da hiperinflação, pois os agentes econômicos, na fuga desta forma de moeda, iriam procurar abrigo patrimonial em bens e formação preventiva de estoques.

O propósito deste artigo é o de oferecer uma contribuição para o estudo da real situação e da tendência do endividamento público e o de auxiliar o leitor a discernir entre o mito e a realidade da dívida pública.

Com frequência se tem ouvido propostas para o equacionamento da dívida interna igual ao tratamento a ser dispensado à dívida externa. Talvez este entendimento tenha-se originado da enganosa comparação dos seus valores e de que o pagamento dos juros de cada uma tenha o mesmo ônus para a economia brasileira e porque a recente aceleração da dívida interna esteja associada à crise externa.

A dívida externa brasileira, compreendendo a dívida dos governos federal, estadual, municipal e das empresas nacionais, multinacionais e estatais, alcança cerca de US\$ 115 bilhões, próximos do valor total da dívida mobiliária do governo federal, US\$ 110 bilhões. Cumpre lembrar que, nesta última, o montante que efetivamente constitui encargo para o governo federal não ultrapassa US\$ 55 bilhões, representados pelos títulos federais em poder do mercado financeiro. A outra parte está em poder do próprio Banco Central.

A dívida pública interna do governo federal cresceu nos anos 80 em consequência do mecanismo financeiro de pagamento dos juros da dívida externa brasileira através do governo federal. De fato, paralelamente ao crescimento da responsabilidade do governo central na dívida externa, a partir de 1983, o setor privado passou a ser gerador líquido de divisas, fazendo com que o necessário crescimento de saldo da balança comercial diante da falta de refinanciamento externo (*new money*) ao serviço da dívida externa provocasse forte pressão sobre as contas do Banco Central. Este, com propósito de manter certo controle monetário, e diante das escassas condições políticas de gerar superávits fiscais, foi levado a emitir títulos da dívida pública como alternativa não inflacionária de levantar recursos para a compra das divisas. Boa parte da transferência de recursos ao exterior foi realizada com a contrapartida da emissão de dívida pública federal interna.

A relação acima não é a única razão do crescimento da dívida pública, há que se frisar. Na dinâmica de crescimento da dívida pública interna, destacam-se o importante papel desempenhado pelos desequilíbrios entre receitas e despesas correntes do Tesouro da União (o chamado déficit primário) e o próprio crescimento dos juros reais que os agentes econômicos passaram a exigir dos títulos públicos à medida que aumentava a percepção da gravidade do desequilíbrio estrutural do setor público. Vale mencionar ainda que o necessário aumento das exportações, a partir de 1982, produziu outro importante elemento de desequilíbrio orçamentário do Tesouro Nacional, na medida em que o setor dinâmico da

economia era isento de imposto sobre a renda gerada na exportação. Assim, é lícito afirmar que a crise do balanço de pagamentos, pelo lado dos juros da dívida externa e pelo lado das exportações, gerou parcela expressiva do desequilíbrio financeiro do governo federal.

A dívida externa no estágio atual representa sério constrangimento ao crescimento econômico brasileiro, pois o país se vê na obrigação de gerar superávits comerciais de ordem 4% do PIB, constituindo-se numa inusitada transferência de recursos para o exterior.

Deve-se lembrar que, contrariamente ao que hoje se observa, o crescimento econômico acelerado dos anos 60/70 se fez com a entrada de poupança externa que viabilizou a taxa de investimento bruto atingir 24/25% do PIB para uma taxa de poupança interna que não ultrapassou 22% do PIB.

A crise da dívida externa tem origem na retração da comunidade financeira internacional de aportar dinheiro novo (*new money*) ao Brasil para refinarçar os juros devidos, fato que tem obrigado o país a realizar extraordinário esforço de geração de saldos comerciais equivalentes a 4% do PIB. Esta inversão na direção do fluxo de capitais constitui um pesado ônus para a economia brasileira.

Vem aí o entendimento hoje generalizado no Brasil e no exterior de que é preciso reduzir as transferências de recursos para o exterior pelo aporte de novos financiamentos de governos e de organismos multilaterais e, principalmente, pela redução dos juros de molde a permitir a retomada do crescimento. Há aqueles que defendem o calote da dívida externa, desconhecendo que assuntos econômicos não são área de afirmação de soberania nacional nem de bravatas patrióticas. As soluções devem sempre derivar de arranjos financeiros provindos de negociação. Calote não é exemplo de procedimento negocial.

Tem sido frequente ouvir proposta de extensão para a dívida pública interna das soluções de equacionamento da dívida externa. As semelhanças entre elas não podem obstruir a visão do observador a ponto de se admitir aplicação na dívida interna das soluções indicadas para o endividamento externo. Como se mencionou, o que detonou a crise da dívida externa não foi o elevado nível dos serviços da dívida (12 a 14 bilhões/ano) mas sim sua falta de financiamento, que tem obrigado o país a produzir superávits comerciais correspondentes ao valor dos juros a saldar.

Vejamos porque a dívida pública interna não se constitui na atualidade problema para o país na proporção que vem sendo propalado cotidianamente. Ao contrário, sendo bem administrada, poderá servir de importante instrumento de captação de recursos para investimentos públicos que haverão de se realizar nos anos 90.

● A redução da transferência de recursos para o exterior, pelo menor pagamento de juros externos, permitirá à economia brasileira operar com saldos comerciais menores e irá desmontar o mecanismo financeiro que tem obrigado o Banco Central a comprar boa parcela das divisas geradas pelo país, emitindo títulos da dívida pública. Assim, reduzido o componente externo, a dinâmica do crescimento da dívida interna voltará a depender da política de equilíbrio das finanças públicas e da evolução da taxa de juros. As lições colhidas dos frustrados Planos Cruzado e Bresser orientarão os próximos administradores da política econômica no sentido de não implementarem plano de estabilização de preços sem a adoção de medidas ortodoxas na área fiscal que permita a produção de superávits primários no orçamento federal.

● Mesmo admitindo-se que se tenham eliminado os dois mais importantes fatores de crescimento recente da dívida pública, como administrará-la diante de uma política de juros que alcançam inacreditáveis níveis reais de 110% a.a.? Vejamos alguns números para melhor responder a essa inquietação.

O saldo atual da dívida pública, representada pela emissão de LFT e de BTNs, é de aproximadamente US\$ 105 bilhões, sendo que, para efeito de análise econômica, interessa contabilizar aquele estoque em poder do público e que é tão-somente de US\$ 55 bilhões, cifra não superior a 15% do PIB brasileiro. Uma proporção inferior à da dívida pública americana (40%), à da Itália (80%) e à da Suécia (120%).

As taxas de juros praticadas ao longo de 1989, sem dúvida, deverão atingir nível recorde se confrontadas com a média dos últimos 10 anos, que foi de 9% a.a. De fato, se se admitir a reprodução em novembro em dezembro próximos do nível de juros reais praticados em outubro pelo BC nas LFTs, ao redor de 6,5% a.m., a taxa de juros reais alcançará de 24,5% a 33,5% no ano, conforme se adote o INPC ou o IPC como deflator. Nesse ritmo, os encargos da dívida pública alcançarão em 89 cerca de 3,6% do PIB, se contabilizados em regime de competência.

Levantar dúvidas quanto ao poder de pagamento do Tesouro Nacional dos encargos da dívida pública, no pressuposto da permanência para os próximos anos dos juros reais no patamar atingido em 89, é erro primário de avaliação de taxa de retorno do capital no país ou demonstração de descrença na capacidade de sociedade transpor organizadamente esta fase de incertezas que acompanha a sucessão presidencial.

É lícito acreditar que a taxa de risco na economia brasileira e, por via de consequência, a taxa de retorno do capital cresceram nos últimos anos, na esteira da inflação crescente e dos sucessivos planos heterodoxos de estabilização, cujas consequências foram nefastas sobre a organização da produção. Mais recentemente, com as incertezas associadas à fase da campanha e da sucessão presidencial, ampliou-se o percentual do risco Brasil. No âmbito da dívida pública, o mesmo ocorreu. Pode-se afirmar que boa parcela das dificuldades enfrentadas pelo BC, de consequências diretas sobre os juros reais, advém da opinião de economistas e empresários revelando preocupações com o futuro da dívida pública interna e formulando soluções como o não-pagamento dos juros e o alongamento de prazos.

Superada a presente fase da campanha sucessória e tão logo a nova equipe econômica venha a apresentar plano de estabilização, os agentes econômicos, ao perceberem que a trajetória da dívida pública não é explosiva, voltarão a direcionar suas aplicações no mercado financeiro para prazos mais longos, e os juros exigidos nos títulos públicos retornarão aos níveis praticados nos últimos 10 anos, de 9% a.a.

Falta lembrar ainda que, diferentemente do que acontece com a dívida externa, os juros da dívida pública são refinanciados. Por mais alto que tenha atingido os encargos da dívida, o Tesouro não desembolsa recursos no seu pagamento. Não sacrifica, portanto, outros itens do orçamento federal. Evidentemente que a permanência de déficits primários nas finanças do Tesouro Nacional fará a dívida pública crescer em montantes superiores aos juros vencidos. Isto tornaria a hipótese de refinanciamento automático dos juros pelo mercado financeiro, a cada ano, um exercício menos provável. Porém este não é o problema atual. O governo vem conseguindo arrecadar mais do que as despesas correntes, e o que se espera da nova equipe econômica são medidas ainda mais duras na área das finanças do estado.

A campanha de descrédito da dívida pública pode afugentar seus financiadores, impedindo que se efetue o seu refinanciamento, o que, mesmo na situação atual em que o Tesouro Nacional registra superávit primário, geraria consequências imprevisíveis na trajetória da inflação. O estopim da hiperinflação está localizado na vontade do público de aplicar em LFT

*) Paulo Mallmann é economista e diretor de open market do Banco Mercantil de Crédito (BMC)