

“Fundar a Dívida Pública”

ANTÔNIO DELFIM NETO



O professor Álvaro Antônio Zini Jr., da Faculdade de Economia e Administração da USP, é um dos raros economistas que vêm insistindo, com razão e lógica, numa solução “clássica” para o problema da dívida interna. Essa solução deixa de lado a hipótese de repúdio explícito da dívida pelo Estado soberano (mais a gosto dos governos autocráticos) e parte do princípio de que, sendo a dívida a soma de déficits, ela só pode ser eliminada com uma soma de superávits. O problema se reduz, portanto, a uma conversão forçada, que produza uma conveniente redistribuição temporal de sua liquidez.

Há um ano ele publicou um interessante trabalho, **Fundar a Dívida Pública**, que deveria merecer a reflexão daqueles que se interessam por uma solução definitiva do problema do Brasil. Ao lado desse aspecto, o trabalho ainda reacende a nossa esperança, pois mostra que sobrevivem no País alguns economistas que sabem que a economia não começa nem termina em Cambridge ou no MIT...

Foi uma pena que os arquitetos da nova reforma monetária tivessem perdido a oportunidade de considerar seriamente os argumentos do professor Zini, pois teriam evitado algumas das dificuldades que estão pondo em perigo o sucesso do programa.

Qual era, afinal, o problema a ser resolvido? Era o de transformar a **liquidez absoluta sem nenhum custo** que o Banco Central dava aos papéis do Tesouro nas mãos do público, através do mecanismo das cartas de recompra, numa **liquidez onerosa**, representada pelo alongamento unilateral da dívida pública. Isso seria possível (como é evidente, pelo exemplo de outros países) com perdas patrimoniais perfeitamente aceitáveis, se a inflação futura permanecesse sob controle, o que no fundo é o objetivo básico da própria reforma. A experiência mostra também que o alongamento de dívida bem-sucedida pode ser compatível com o restabelecimento do crédito público em dez anos.

A finalidade deste pequeno comentário é apenas chamar a atenção para o trabalho do professor Zini e estimular a discussão em torno do assunto, porque

acreditamos que o problema está longe de ter sido resolvido pela reforma monetária de 16 de março. Lamentavelmente, ele hoje é mais complicado, porque algumas condições para que a redistribuição intertemporal da dívida pudesse ser feita com maior equanimidade foram destruídas. As desiguais possibilidades de arbitragem entre as duas moedas, com poder liberatório diferenciado, que beneficiaram as pessoas físicas e jurídicas, aumentaram a injustiça do alongamento unilateral da dívida.

Nossos números (e nossas sugestões) não coincidem inteiramente com as do professor Zini, mas isso não tem a menor importância, porque duvidamos de que alguém que não esteja na administração possa tê-los. O importante é compreender que o problema ainda está para ser resolvido. E, se alguém concluir que ele já não existe, porque o truque das duas moedas “monetizou a dívida”, então o programa está perdido.

Antes do Plano Collor, o montante de dívida representada por papéis do Tesouro deveria andar por volta de 110 bilhões de dólares: 50 bilhões nas mãos do público, que tinham liquidez imediata sem custo, e 60 bilhões nas mãos do Banco Central. Como é evidente, esses dois montantes deveriam ser considerados separadamente, quando se tentasse resolver o problema. Os demais componentes da “liquidez”, a caderneta de poupança (mais ou menos 26 bilhões de dólares), a moeda em poder do público e os depósitos à vista e a prazo (mais ou menos 13 bilhões de dólares), tinham, cada um, formas mais simples e eficazes de ser tratados, sem prejuízos patrimoniais importantes.

Hoje, a situação é diferente, mas não é menor a necessidade de um programa de alongamento da dívida que dê **segurança maior aos credores do governo e crie as condições para o restabelecimento do crédito público**.

É exatamente por isso que, na nossa opinião, os depósitos da caderneta de poupança devem merecer um tratamento especial. É inconcebível que o governo sequestre explicitamente esses recursos sem arruinar por muito tempo o crédito público. Na realidade, tais depósitos já foram atingidos por toda a sorte de ar-

tifícios na correção monetária, construídos mesmo antes da reforma monetária.

É preciso considerar, além disso, que o déficit do Fundo de Equivalência Salarial já é quase igual ao montante dos depósitos de poupança, o que significa que o governo e o Sistema Financeiro de Habitação tem um ajuste de conta a realizar de dimensões ainda insuspeitadas e que pode levar à liquidação do sistema.

Para salvar a credibilidade da caderneta de poupança, a melhor coisa a fazer é construir um fundo com os melhores e mais rentáveis ativos do governo (eventualmente, o ouro das reservas), capaz de dar aos portadores das cadernetas a certeza absoluta de que seus depósitos estão lastreados convenientemente, com papéis que tenham liquidez e rentabilidade suficientes. Devemos deixar a privatização das melhores empresas estatais para depois de termos dados aos poupadores (inclusive aos que tiveram recursos retidos) a certeza de que podem continuar a poupar, sem nenhum risco.

O problema, talvez mais complexo, é o alongamento temporal da dívida representada por papéis do Tesouro nas mãos do público. Com relação a eles, existe um ponto interessante. Uma parcela (talvez não menos do que 12 a 15 bilhões de dólares) era dívida onerosa do governo, mas representava uma espécie de moeda indexada, isto é, era parte do capital de giro das empresas e indivíduos e correspondia à sua demanda de transação de moeda. Na medida em que um programa monetário tivesse sucesso reduzindo a taxa de inflação, ela iria, pouco a pouco, sendo efetivamente transformada em moeda (dívida não-onerosa do governo). Isso mostra que talvez 30% da dívida de 50 bilhões de dólares em Letras Financeiras do Tesouro em poder do público poderiam ter um tratamento diferente.

Acreditamos que boa parte dessa monetização já se processou, graças ao lamentável truque da criação de duas moedas com poder liberatório diferenciado, o que transformou o Tesouro Nacional, os Estados e os municípios em agentes emissores. Felizmente, isso terminou, mas já não há a certeza de que possamos controlar a “liquidez” (agora no sentido do produto da massa monetária já posta à disposição do público pela velocidade de sua utilização), uma vez que ela depende, basicamente, da credibilidade do programa. Uma correção importante deste problema foi a recente eliminação da garantia de compra automática e sem custo dos papéis do Tesouro, porque estávamos recriando o problema.

Se o programa Collor tiver sucesso (como sinceramente esperamos), com o restabelecimento da confiança do público pela eliminação do déficit orçamentário, pela formulação de inteligente política salarial, pela persistência na política monetária ativa e pelo manejo adequado da política cambial, ainda restará, ao cabo de alguns meses, alguma coisa parecida com 35 bilhões de dólares de dívida do governo nas mãos do público que precisa de uma arrumação intertemporal. E, o que é mais importante, esse alongamento do perfil da dívida deve ser feito de forma a recriar, no menor prazo possível, a confiança nos papéis do governo e nos instrumentos de poupança.

Cremos, portanto, que é chegada a hora de se estudar, seriamente, as sugestões do professor Zini.

□ Antônio Delfim Neto, deputado federal (PDS-SP), foi ministro da Fazenda e do Planejamento.

