

A DÍVIDA INTERNA VOLTA A PREOCUPAR

Celso Ming

Já se viu que o governo está determinado a baixar o atual nível das taxas de juros. Quaisquer que forem elas, as providências a serem tomadas terão forte impacto sobre cada brasileiro.

Antes de falar sobre o que isso significa, convém ter em conta que o problema imediato não é propriamente o das consequências do alto custo do dinheiro sobre a produção e, por tabela, sobre o nível de empregos e de salários. O problema agora passou a ser de natureza fiscal, ou seja, é o peso do custo financeiro da dívida interna sobre o orçamento nacional.

O último relatório do Tesouro Nacional nos dá conta de que o custo financeiro da dívida mobiliária federal cresceu nada menos que 54,2% em termos reais (descontada a inflação) nos onze primeiros meses do ano, em comparação com igual período do ano passado. Mais do que isso, as despesas com juros, que nos onze primeiros meses do ano passado não alcançavam 0,2% das despesas totais do Tesouro, subiram este ano para 7,6%.

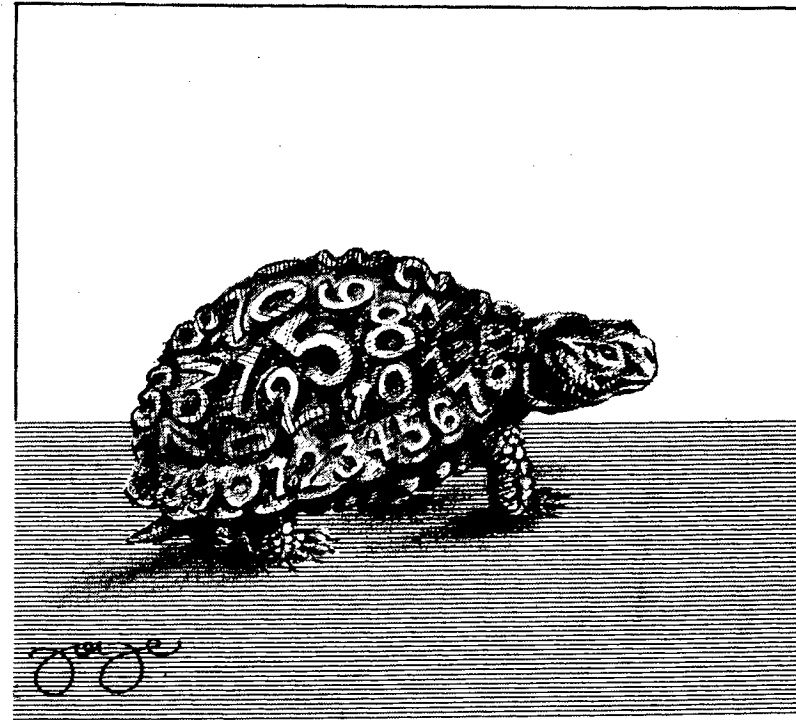
Dois foram os fatores que mais concorreram para isso. Em primeiro lugar, houve a liberação de cruzados novos, em grande parte transformados em títulos da dívida pública, que passaram a pagar uma remuneração bem mais alta do que

os 8% ano acima da evolução da TR. Em segundo lugar, houve o crescimento das reservas externas que exigiram emissões correspondentes de títulos públicos, da ordem de 16 bilhões de dólares em menos de um ano.

Aflicção

Por aí se vê que a questão da dívida interna volta a preocupar, tanto quanto preocupou durante a administração Sarney. Convém notar que o problema maior não é propriamente o do tamanho da dívida mobiliária interna. O que mais aflige hoje é o que os economistas chamam de perfil perverso da dívida, ou seja, o esquema de vencimento desses títulos, excessivamente concentrado no curtíssimo prazo, fato que, por sua vez, está ajudando a atirar para o alto as taxas de juros.

A intenção do governo é atacar os problemas do endividamento interno em duas frentes: reduzindo seu tamanho e tentando esticar o prazo médio de seu vencimento (o perfil). Uma das propostas, incorporada ao programa de ajuste fiscal, é resgatar parcela significativa da dívida interna com metade do que vier a ser arrecadado com o novo Imposto Provisório sobre Transações Financeiras. E a outra, emitir títulos de longo prazo, com correção pela variação cambial, lastrea-



dos nas próprias reservas externas.

Esta segunda proposta foi sugestão do ex-ministro do Planejamento, João Sayad, um dos criadores do Plano Cruzado. E, na medida em que encontrou abrigo dentro do governo, transformou-se num dos itens que mais tensão vem provocando hoje na espinha dorsal do mercado financeiro e é uma das causas da significativa corrida ao dó-

lar e ao ouro na semana passada.

Pela goela, não

O que o mercado financeiro teme é que, uma vez encurralado pelas crescentes dificuldades na administração da dívida pública, o governo opte, outra vez, por enfiar esses títulos de longo prazo goela abaixo do investidor. A rigor, alongar com-

pulsoriamente o prazo de vencimento dos títulos equivaleria, mais ou menos, a bloquear por ano e meio, ou mais, parte da poupança nacional, como o Plano Collor I fez com os cruzados novos. O ministro Paulo Haddad tem garantido que nenhum título terá aplicação compulsória e caso seja oferecido um novo à aplicação voluntária, terá que passar previamente pela aprovação do Congresso Nacional.

Mais do que acreditar piamente no que diz o ministro, convém perguntar o que haveria de tão atraente num título de longo prazo de maneira a torná-lo capaz de aticar o interesse espontâneo do investidor. Rentabilidade certamente não seria um dos pontos fortes desse papel: um dos principais objetivos do governo, como ficou dito, é baixar a remuneração real dos papéis do Tesouro. Liquidez, seria menos ainda, porque outra intenção declarada é a de esticar os prazos de vencimento. E em segurança, este governo não poderia melhorá-lo em nada porque o fato de ser lastreado nas reservas não garantiria grande coisa. Como já aconteceu recentemente, qualquer crise cambial poderia obrigar o Banco Central a suspender seus pagamentos e, consequentemente, a bloquear eventuais resgates. De mais a mais, se nem títulos da dívida externa sacramentados por solenes acordos internacionais

tem honrado, por que o governo haveria de respeitar compromissos internos, ainda que lastreados nas reservas externas?

Em outras palavras, o risco que os credores da dívida mobiliária temeria poderiam correr não é propriamente o de perderem patrimônio por conta da fixação de um critério eventualmente inadequado de correção — que um título com correção cambial viesse a corrigir mas o de ficarem com um mico na mão, caso o Tesouro perdesse sua capacidade de honrar compromissos. É por isso que o mercado está exigindo prazos cada vez mais curtos de vencimento da dívida e remuneração cada vez mais alta, de maneira a compensar essa ameaça. E é também por isso que não teria razões para aceitar esse papel, a não ser que fosse forçado a isso.

Por enquanto, não há nada o que você possa fazer para tentar prevenir-se contra uma eventual surpresa desse tipo. Atirar-se aos dólares e ao ouro num momento em que o Banco Central dispõe de 23 bilhões de dólares em munição para queimar "contra a especulação" é uma temeridade. O que você deve fazer é acompanhar atentamente a discussão da reforma fiscal no Congresso. Se o governo conseguir aprovar a transferência de receita para esterilização de parte substancial da dívida, não haverá o que temer.