

Dívida pública A miragem da dívida líquida estável

GOVERNO FERNANDO HENRIQUE PERSEGUIE OBJETIVO ENGANOSO DE POLÍTICA FISCAL

ROGÉRIO L. FURQUIM WERNECK

Reagindo às más notícias na front fiscal, o governo tem procurado chamar a atenção para a estabilidade da dívida líquida do setor público como evidência de que a deterioração do quadro fiscal é menos séria do que parece. Apesar da piora do resultado primário do setor público e do aumento de suas necessidades de financiamento, sua dívida líquida parece estabilizada em torno de um terço do PIB. Esse argumento enseja uma discussão mais detida dos problemas envolvidos no conceito de dívida líquida – na forma como vem sendo utilizado no Brasil – e dos cuidados que se fazem necessários para uma interpretação correta da evolução dessa medida de endividamento ao longo do tempo.

O cálculo da dívida líquida do setor público envolve a diferença entre, de um lado, a soma de suas dívidas e, de outro, a soma de vários tipos de ativos com que conta o setor público.

Nesta última, estão incluídos ativos de qualidade bem diferenciada. Ao mesmo tempo que se levam em conta as reservas internacionais, também se conside-

ram ativos de qualidade mais duvidosa. Na esfera federal, por exemplo, são incluídos entre os ativos a parte podre de bancos que sofreram intervenção do Banco Central e o gigantesco estoque de dívidas dos Estados com o Tesouro. Uma análise mais detida desse estoque de dívidas estaduais com a União pode ser particularmente útil para entender as deficiências do conceito de dívida líquida.

Como é bem sabido, várias modalidades de dívidas estaduais de curto prazo vêm sendo assumidas pelo governo federal e convertidas em dívidas de 30 anos, a juros de



ESTADO DE SÃO PAULO 21 MAR 1998

6% ao ano, com a União. Ao fim desse processo de reestruturação, o governo terá emitido cerca de R\$ 100 bilhões de dívidas que terão como contrapartida um estoque de empréstimos aos Estados de mesmo valor. Como tais empréstimos estão incluídos entre os vários ativos considerados no cálculo da dívida líquida, esse processo de reestruturação, em princípio, deixaria inalterada a dívida líquida federal.

O que talvez seja um pouco mais difícil de perceber é que a reestruturação das dívidas estaduais está na verdade acarretando uma forte deterioração da qualidade da dívida líquida federal. De um lado, o governo emite papéis de boa qualidade, em geral de curto prazo, a taxas de juros relativamente altas. De outro, concede empréstimos de longo prazo, a devedores historicamente pouco confiáveis, a taxas relativamente baixas. Embora o estoque de dívida líquida possa permanecer inalterado, a taxa implícita de juros sobre esse estoque fatalmente aumenta em decorrência da reestruturação.

Algumas contas simples podem ajudar a tornar o argumento mais

claro. Suponhamos que inicialmente o governo federal e o Banco Central tenham uma dívida líquida de R\$ 150 bilhões e paguem sobre ela uma taxa real de juros de 15% ao ano, o que dá lugar a uma conta de juros R\$ 22,5 bilhões por ano. Após a reestruturação de R\$ 100 bilhões de dívidas estaduais, a dívida bruta federal salta para R\$ 250 bilhões, embora a dívida líquida continue sendo de R\$ 150 bilhões. Contudo, a conta líquida de juros na esfera federal salta de R\$ 22,5 bilhões para R\$ 31,5 bilhões por ano (15% sobre a dívida bruta de R\$ 250 bilhões menos 6% sobre R\$ 100 bilhões, recebidos de juros dos Estados). Isso significa que, embora a dívida líquida tenha permanecido inalterada, a taxa implícita de juros que sobre ela incide passou de 15% a 21%. O valor da nova conta de juros seria equivalente à que o governo federal teria de enfrentar se, em vez da reestruturação das dívidas dos Estados, tivesse permitido sua dívida líquida aumentar de R\$ 150 bilhões para R\$ 210 bilhões, mantendo a taxa de juros em 15%. De fato, 15% de R\$ 210 bilhões são R\$ 31,5 bilhões. Na verdade, o estoque de R\$ 210 bilhões parece ser uma medida mais apropriada para comparações com a dívida existente antes da reestruturação das dívidas dos Estados.

As contas acima, é claro, pressupõem que os governos estaduais doravante paguem pontualmente os juros contratuais que incidem sobre sua dívida com a União. A julgar pela experiência passada, contudo, não podem ser descartados cenários em que a cobrança integral desses juros, particularmente dos Estados mais importantes, acabe enfrentando obstáculos políticos consideráveis. O que ocorre se a União acabar só conseguindo cobrar dos Estados R\$ 3 bilhões de juros por ano em vez dos R\$ 6 bilhões que contratualmente lhe são devidos? Em outras palavras, o que ocorre se a taxa efetiva de juros sobre os empréstimos concedidos pela União aos Estados acabar sendo 3%, e não 6% ao ano? Nesse caso, a conta líquida de juros na esfera federal aumentaria de R\$ 31,5 bilhões para R\$ 34,5 bilhões (15% sobre a dívida bruta de R\$ 250 bilhões menos 3% sobre R\$ 100 bilhões, recebidos de juros dos Estados). Isso significaria uma taxa implícita de juros sobre a dívida líquida de R\$ 150 bilhões, não mais de 21%, mas de 23%. O valor dessa conta acrescida de juros na esfera federal passaria a ser equivalente à que o governo federal teria de enfrentar se, em vez da reestruturação das dívidas dos Estados, tivesse permitido sua dívida líquida aumentar de R\$ 150 bilhões para R\$ 230 bilhões, mantendo a taxa de juros em 15%.

Tudo isso aponta para uma constatação óbvia. A estabilidade da dívida líquida é um objetivo enganoso. Utilizá-lo para balizar a condução da política fiscal pode ter consequências desastrosas, pois significa ignorar o processo de rápida perda de qualidade da dívida líquida federal que vem tendo lugar nos últimos anos e seu impacto sobre a deterioração das contas públicas no País.

■ Rogério L. Furquim Werneck é professor do Departamento de Economia da PUC-Rio