

Juro elevado pressiona a dívida pública

Pedro Kutney
De São Paulo

A recente elevação da taxa básica de juro (Selic) pelo Banco Central na semana passada traz à tona um tema indigesto: a crescente dívida pública brasileira, que nos últimos dez anos vem apresentando um avanço preocupante, sempre retroalimentada por juros altos e receitas insuficientes para conter sua progressão.

Os constantes e altos superávits primários (arrecadação do governo menos as despesas, sem incluir pagamentos de juros) até aqui não foram suficientes nem para estabelecer o endividamento do Estado. Em 2003, a economia recorde de R\$ 66 bilhões correspondeu a menos da metade do que se pagou em juros, que sozinhos consumiram R\$ 143,85 bilhões.

A conta não fecha porque a dívida cresce mais do que o superávit primário. O primeiro semestre deste ano é exemplar: o governo fez uma economia no período equivalente a 5,59% do PIB, um recorde, mas a dívida custou 7,65% do PIB, gerando um déficit nominal de 2,06%. Isso significa um buraco no orçamento de cerca de R\$ 20 bilhões que o governo costuma cobrir se endividando mais ainda, vendendo títulos públicos.

Muitos economistas alertam que, cedo ou tarde, o governo será obrigado a tomar medidas para reduzir custos e alongar prazos da dívida. O assunto “uma solução para a dívida” tem surgido com mais frequência no debate econômico. Recentemente, o ministro José Dirceu (Casa Civil) lembrou do crescimento preocupante da dívida quando ainda se debatia a conveniência do novo aumento dos juros. Mas o tema é tabu: a equipe econômica o evita, pois a simples menção de palavras como “solução” ou “reestruturação” pode gerar desconfianças dos credores, tornando os débitos ainda maiores e mais caros ao longo do tempo.

A dívida mobiliária interna (DPMFI) saltou de R\$ 60 bilhões em 1995 para R\$ 761,77 bilhões até agosto

Mas o problema já é grave. Projeções indicam que é impossível frear o avanço da dívida com o atual modelo de administração econômica, em que os juros são mantidos elevados sob o argumento de manter a inflação sob controle. Alcides Domingues Leite Júnior, coordenador do Centro de Estudos de Conjuntura Político-Econômica da Faculdade Trevisan, fez algumas simulações. Ele mostra que, mesmo mantendo-se uma taxa de crescimento econômico anual estável de 3% a 3,5% e a atual meta de superávit primário em 4,25% do PIB, isso não seria suficiente para conter o avanço da dívida.

Leite Júnior explica que, “grosso modo, pouco mais da metade da dívida pública (interna e externa) é corrigido pela Selic (hoje em 16,25% ao ano) e outra parte pela variação cambial, o que resulta um custo médio anual de 11% a 12%.” Nesta situação, o endividamento público crescerá para 72% do PIB no prazo de dez anos, conforme a simulação de Leite Júnior (*veja gráfico*).

Outra simulação importante de Leite Júnior mostra que, nas condições atuais de crescimento do PIB e juros, para apenas manter a dívida nos atuais 58% do PIB—algo que, como cobram dez entre dez analistas, não é desejável para um país como o Brasil —, o governo precisaria aumentar a meta de superávit primário para algo em torno de 5% (*veja tabela*). Para zerar o déficit nominal e fazer o endividamento decrescer, Leite Júnior calcula que hoje seria necessário fazer o país crescer no mínimo 3,5% ao ano e alcançar um superávit primário de 7,33% do PIB.

A preocupação maior recai sobre a dívida mobiliária federal interna (DPMFI), cujo total distribuído em títulos públicos registrou o explosivo crescimento de R\$ 60 bilhões em 1995 para R\$ 761,77 bilhões até agosto passado. A situação é oposta com a dívida externa. Em números de junho passado, descontada a par-

cela privada e as reservas internacionais do país, a dívida externa pública líquida era de US\$ 74,3 bilhões, com prazos superiores a 10 anos e juros pouco maiores de 10% ao ano.

Os movimentos foram inversos: enquanto a dívida externa líquida (incluindo passivos privados) caiu de 24% do PIB em 1991 para 11,9% em 2003, o endividamento público interno fez o caminho contrário, avançando de 13,9% para 46,3% do PIB nos mesmos 12 anos.

Segundo o Tesouro Nacional, os juros injetam na dívida cerca de R\$ 9 bilhões por mês, o que a mantém sempre em trajetória crescente. Além do custo alto, os prazos são curtos: média de 29,2 meses, sendo que 42% dos papéis vencem em até 1 ano e 27% de 1 a 2 anos. Esses prazos colocam para caminhar no fio da navalha qualquer administrador de um endividamento desse porte.

Há ainda uma enorme exposição da DPMFI ao juro básico (Selic). Dos títulos em mercado, nada menos que 52,9% são pós-fixados atrelados à Selic. Outros 16,6% são papéis pré-fixados, o que também não ajuda muito, pois atualmente são vendidos com rendimentos superiores à própria Selic, acima de 17% ao ano.

Já os papéis do Tesouro atrelados ao câmbio hoje não passam de 13,15% do total da DPMFI, o menor nível da última década, e hoje não representam pressão relevante sobre o endividamento, pois esses papéis pagam em torno de 6% a 7% ao ano além da variação do dólar. Assim, apesar de o governo defender que houve melhoria no perfil da DPMFI, devido à sua menor exposição a choques cambiais e vendas maiores de papéis pré-fixados, não é menos verdade que tem se livrado de uma dívida mais barata para ficar com outra mais cara.

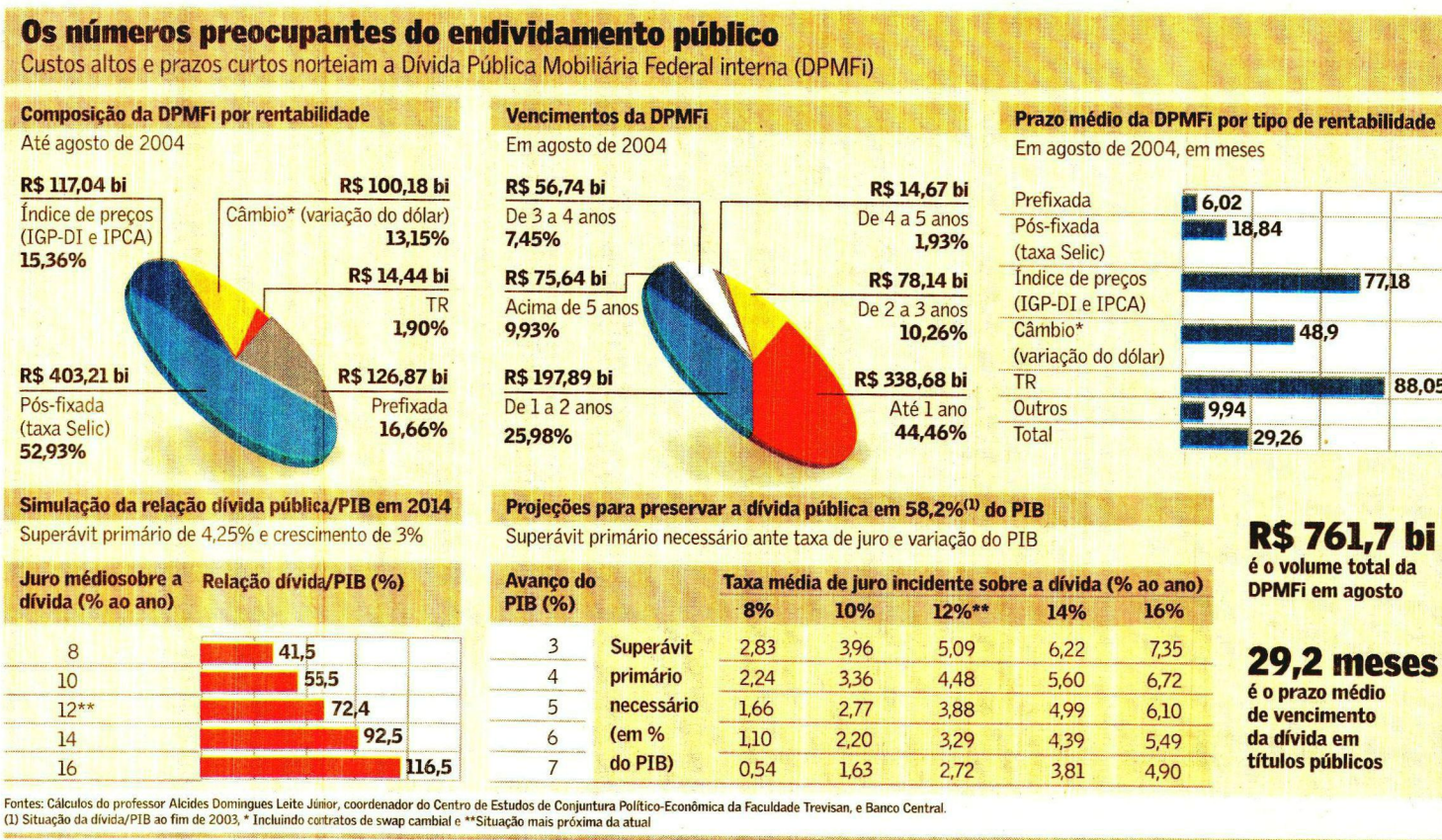
O ex-presidente do BC Gustavo Franco defende que a grande concentração da DPMFI em LFI e no overnight, a juros Selic pós-fixados, é muito mais perigosa do que a exposição cambial. “Quando os juros sobem, as finanças públicas pioram muito, porque a dívida fica mais cara”, avalia ele. Franco considera que reduzir a parcela atrelada à Selic também deveria ser um objetivo da política de responsabilidade fiscal do governo, pois a variação do juro afeta profundamente as contas públicas. Basta dizer que cada 0,25 ponto percentual de aumento na Selic corresponde a um incremento na dívida de R\$ 130 milhões por mês, ou R\$ 1,56 bilhão por ano.

Como está, a DPMFI tem enormes efeitos negativos sobre a economia. De um lado, obriga o governo a manter arrecadações e superávits crescentes, impondo uma carga fiscal à sociedade que cresceu de 27,9% do PIB em 1994 para 36% em 2003. Isso vem tirando recursos dos investimentos, tanto públicos quanto privados, o que impede o maior avanço econômico.

Por outro lado, a DPMFI drena do mercado os recursos do crédito para financiamento da produção e do consumo. Aos bancos tem sido mais cômodo e lucrativo emprestar ao governo — algumas instituições financeiras fazem mais de 40% de seus lucros na própria tesouraria, onde acumulam títulos públicos. Os ativos do sistema financeiro equivalem a cerca de 77% do PIB, mas o volume de crédito concedido mal chega a 25% do PIB.

Com seu volume robusto, prazos curtos e remuneração vistosa, a DPMFI tem ainda uma contribuição fundamental à manutenção dos juros e spreads em patamares que estão entre os maiores do mundo. Como há dificuldades em rolar a dívida pública, os credores têm grande poder de pressão e arbitram o juro para cima. Quando o BC começou a cortar o juro básico, o agentes do mercado financeiro praticamente disseram que não aceitavam ganhar menos de 16% ao ano e começaram a se desfazer de papéis pós-fixados (LFI) mais longos, porque os juros estavam em tendência de queda no futuro. A troca foi feita por títulos pré-fixados (LTNs) com vencimento mais curto e juros maiores.

Assim, a dívida já há alguns anos navega de maneira complacente, absorvendo choques ao sabor das vontades dos credores. “Em mo-



mentos de instabilidade e reversão das expectativas, o governo se vê literalmente obrigado a recomprar papéis e substituí-los por títulos com juros mais elevados ou corrigidos pelas taxas de curtíssimo prazo ou pelo câmbio”, resume o economista e professor da PUC-SP Carlos Eduardo Carvalho, em seu recente estudo sobre a dívida pública, incluído no livro “Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social”—uma coletânea organizada pelo professor João Sicsú, da UFRJ.

“A gravidade do problema conduz ao silêncio sobre alternativas para enfrentá-lo”, afirma Carvalho, para quem a “interdição do debate” em torno de uma solução para o endividamento público está justamente no temor que qualquer discussão pode gerar. Os títulos públicos lastreiam a maior parte das reservas e poupanças de indivíduos e empresas. Mexer nessa estrutura de maneira descuidada pode simplesmente quebrar a economia. Mas deixar a dívida como está também é perigoso, defendem o professor Carvalho e diversos economistas.

“A principal ameaça é uma situação em que a necessidade de evitar o descontrole implique em um aumento ainda maior da dívida”, ressalta Carvalho, relembrando casos recentes em que crises levaram a saltos no endividamento. “Para as instituições financeiras, a existência de ameaças é argumento para cobrarem prêmios adicionais que encarecem a dívida. Mas elas confiam que, em situações ameaçadoras, o BC e o Tesouro refinanciarão os papéis em condições aceitáveis, como sempre ocorreu no Brasil”, critica Carvalho. “Ainda assim, não está afastada a possibilidade de este socorro se tornar muito difícil ou inviável, diante do tamanho que a dívida já alcançou e das condições de financiamento sempre precárias”, adverte.

Em momentos de instabilidade o governo é obrigado a recomprar papéis e substituí-los por títulos com juros maiores

As saídas para tornar a DPMFI sustentável a longo prazo são restritas. Gerar superávits fiscais elevado é a opção clássica que vem sendo usada. Mas, apesar de tornar mais lento o avanço da dívida, não tem conseguido impedir sua expansão. A outra e melhor forma de reduzir o tamanho do endividamento em relação ao PIB é o crescimento econômico, que fica prejudicado pela primeira opção e pela política de juros altos.

Para não chegar ao caos que uma moratória da dívida pública traria, economistas sugerem que o governo brasileiro comece urgentemente a adotar políticas de troca de títulos públicos de curto prazo e altos rendimentos por outros com vencimentos mais longos e remuneração atrelada principalmente a índices de preços (como IPCA ou IGP-DI). Colaboram para isso as recentes medidas anunciadas pelo Ministério da Fazenda, que impõem tributação

maior às aplicações e fundos de investimento de curto prazo. Contudo, é difícil eliminar tão rapidamente quanto seria desejável a cultura de juros elevados e dinheiro na mão a qualquer hora. Será preciso bastante tempo para ajustar a DPMFI a um perfil mais adequado apenas com a concessão de incentivos tributários.

O professor Carvalho defende uma intervenção bem mais explícita do governo. Ele receita uma fórmula de reestruturação da DPMFI por tipo de credor. Pela proposta, haveria um alongamento compulsório de prazos e redução de remuneração nos títulos nas carteiras próprias dos bancos e em algumas aplicações de valor elevado, mas seriam preservados o valor real e a liquidez de poupanças, reservas e capital de giro das empresas. “Uma operação bem-sucedida permitiria reduzir de imediato a taxa de juros e estimular o crescimento”, avalia Carvalho.

Ele reconhece que sua proposta é de difícil aceitação. Por isso, paralelamente ao acordo de reestruturação com os bancos e aplicadores de valores mais altos, seriam necessárias algumas medidas firmes contra reações e manobras especulativas. “Demandaria o bloqueio temporário de saídas de capital do país e um amplo trabalho de esclarecimento da opinião pública, com garantia de respeito aos direitos dos investidores e à solvência do sistema bancário”, defende Carvalho, para quem alguns — que já ganharam bastante — devem aceitar perder uma parte, para que todos não percam tudo, como já aconteceu na Argentina. “Não discutir as possibilidades de negociação da dívida pública é mais cômodo, mas é também muito mais arriscado”, completa.

Contudo, pelos sinais emitidos até agora, poucos acreditam que o governo vá optar por qualquer ruptura de contratos — mesmo que parcial. O alento trazido pelo atual crescimento econômico, ainda que insuficiente para impedir totalmente a escalada da dívida pública, é o bastante para tornar bem mais lento o ritmo desse avanço. Dessa forma, muitos apostam e a equipe econômica já deu mostras que o problema continuará sendo levado em “banho-maria” por vários anos à frente.

Para Alex Agostini, analista da consultoria e gestora de recursos Global Invest, o que poderá trazer à tona o problema da delicada administração da DPMFI é o recuo no ritmo do crescimento. “Acredito que se o crescimento da economia não for robusto (PIB acima de 3,5%) por mais de três anos consecutivos, em algum momento dentro desse período haverá a necessidade de reestruturar a dívida, mas não vejo risco de default.”

O atual modelo parece tomar o futuro bastante previsível: conforme o PIB avança, o consumo se aquece, os preços tendem a aumentar, instigam a inflação, aí o BC entra em cena com o único instrumento que entende ser eficaz para conter a escalada inflacionária, os juros maiores que, por fim, voltam a impulsionar a dívida pública. O ciclo vicioso se perpetua, mas atualmente é impossível dizer até quando.