

## O calote de dívida interna

Gustavo H.B. Franco

Nas últimas semanas tem-se discutido de forma especialmente acalorada o tratamento que o novo governo deve dedicar à dívida interna.

Os eventos recentes na Argentina, que declarou uma moratória interna, apenas multiplicaram o interesse sobre o tema. Há nervosismo com relação à possibilidade de alguma forma de confisco ou alongamento compulsório dos prazos dos papéis públicos no Brasil. Essas preocupações procedem pois o assunto vem sendo considerado seriamente pelas equipes dos candidatos. Não pretendo discutir as posições sobre o tema ainda informadas por considerações de natureza emocional do tipo "é preciso punir quem ganhou muito com a ciranda financeira". O propósito deste artigo é contribuir para uma discussão objetiva sobre o ônus que a dívida interna efetivamente representa para as finanças públicas, e os custos e benefícios de operações tais como calotes ou alongamentos forçados.

O primeiro ponto a ter em mente diz respeito ao tamanho da dívida e o peso de sua rolagem sobre a despesa pública. Deve-se considerar em primeiro lugar que a dívida passível de calote ou confisco é a dívida mobiliária, pois não faz muito sentido falar em calotes sobre a base monetária e o outro componente importante da dívida interna, as dívidas com fornecedores e das estatais com bancos, já tem sido sujeito a inúmeras formas de rolagem e desindexação. A dívida mobiliária fora do Banco Central (incluindo os títulos estaduais) atinge cerca de 46 bilhões de dólares, ou cerca de 16% do PIB, em fins de 1988. Note-se que uma parcela nada desprezível deste total se encontra nas carteiras de entidades públicas - bancos estaduais, por exemplo - que teriam de ficar fora de qualquer esquema de confisco.

Tem sido observado com frequência que esta dívida parece pequena quando comparada com as de outros países - Itália, Bélgica, e Irlanda, por exemplo. É claro que isto é relevante, mas certamente não basta para estabelecer que o nosso problema não é um problema. Há muitos outros fatores em jogo para se determinar se a dívida é pequena ou grande.

Um destes fatores é, por certo, o peso do seu serviço sobre a despesa pública: a despesa com juros sobre a dívida interna reportada nas contas do BACEN foi de 1,5% do PIB em média para o período 1985-1988. O problema com este número é que a correção monetária é tomada ao pé da letra, como se correspondesse exatamente à inflação observada. Tendo em

vista as sucessivas garfadas sobre a correção monetária efetuadas nos últimos anos, o que se deve considerar é que parte do que é pago como juros, na verdade, é correção monetária. Cálculos recentes sob a magnitude dos juros reais efetivamente pagos (deflacionando-se os pagamentos nominais totais feitos pelo IGP-DI do mês seguinte) revelam números surpreendentemente baixos 1,6% reais em média para 1981-88 (segundo Sérgio Werlang), e segundo Fábio Giambiagi, *menos* 14.8% para 1987 (*menos* 9,8%, se deflacionado com o IPC). Tomando o ano de 1988, por exemplo, ao pagar 1,6%, de 16% do PIB o governo estaria realmente gastando com a rolagem da dívida algo da ordem de 0,25% do PIB, o que está longe de ter um impacto decisivo sobre um déficit público superior a 6% do PIB.

A conclusão importante a se ter em mente é que a rolagem da dívida é barata, e do ponto de vista das finanças públicas, seu impacto sobre a despesa é pequeno. A julgar por estes números, que não incluem 1989, não procede a ideia de que o custo da rolagem da dívida tem tido efeito decisivo sobre o desequilíbrio financeiro do governo sendo difícil argumentar-se que um plano de estabilização não seria possível sem alguma redução do peso da dívida ainda mais considerando que parte dela seria monetizada no ato da estabilização.

Para o ano de 1989 há uma mudança importante nesse panorama à medida que o governo se afastou da política de igualar as taxas do “over” à taxa de inflação medida pelo IPC (ou seja, à inflação do mês anterior) e começou a praticar juros reais significativos. Se tomarmos uma taxa média real para o ano da ordem de 15%, tal como vem sendo observado pela assessoria do ministro Mailson, teríamos despesas de juros da ordem de 2% do PIB. São despesas bem mais substanciais do que as observadas no passado, mas ainda pequenas tendo em vista outros componentes da despesa sobre os quais escutamos as mais diversas histórias de terror.

Um ponto fundamental acerca dos benefícios do calote refere-se ao fato de que a mordida tem de ser pequena, pois do contrário poderia gerar insolvência generalizada no setor financeiro, fuga em massa para ativos reais e hiperinflação. Se considerarmos, por exemplo, um confisco de 5% sobre a dívida fora de bancos públicos e estatais - algo como três dias de “over” que não são pagos - o ganho para o governo não seria muito maior do que 1,5 bilhão de dólares. Mas e os custos?

O principal custo para as finanças públicas de medidas deste tipo está relacionado com o fato de que colocações posteriores de títulos são grandemente dificultadas, vale dizer, se tornam substancialmente mais caras, já que o público passa a incorporar o risco de que a mordida se repita. Os precedentes históricos, a maior parte deles durante os anos 1920, apontam exatamente neste sentido: as conversões “forçadas” alcançam

resultados imediatos, mas partir daí os governos demoram anos, às vezes décadas, para conseguir novamente vender títulos ao público, e quando o fazem terminam tendo de oferecer deságios e taxas de juros muito elevadas. Em nosso caso, pode-se sugerir que o simples risco de um calote ao longo de 1989 reduziu a disposição do público a reter títulos do governo de tal sorte que tem sido necessário manter taxas de juros anormalmente altas para rolar volumes semelhantes aos que se rolava em 1988 a juros reais praticamente nulos. No cenário acima - o de um confisco de 5% incidindo sobre uma dívida de 30 bilhões de dólares (retida por instituições privadas) - é fácil perceber que se o calote ocasiona uma elevação de 5% nos juros reais que o governo tem de pagar aos tomadores de papéis públicos nos 12 meses seguintes, os efeitos do calote desaparecem no próprio ano de sua implementação. Sem dúvida, do ponto de vista da geração de recursos para o Tesouro, o calote não nos leva a lugar algum.

Um custo adicional que não pode deixar de ser mencionado é relativo ao *day after*. Suponha que o calote seja feito simplesmente através de um feriado bancário de três dias, após os quais o governo deixaria de puxar a taxa do “over” para cima, como seria de se esperar, para compensar o menor número de dias úteis no mês. Assim procedendo força-se uma redução nas taxas de remuneração do “over”, impondo aos detentores de papéis públicos uma perda até superior aos 5% já mencionados, que teria de ser dividida, provavelmente debaixo de enormes tensões, entre instituições financeiras e clientes. Junte-se a isso o fato de que, no quarto dia após o “feriadão”, muito provavelmente o Banco Central haveria de enfrentar uma corrida para fora do “over” de consequências imprevisíveis.

Concluindo, o calote não se justifica não só porque é totalmente equivocada a ideia de que, com juros moderados, a dívida interna tem peso decisivo sobre o déficit público, como também porque seus custos parecem bastante superiores aos seus benefícios. Aqueles que hoje flertam com esta ideia fariam um bem ao país sepultando em definitivo os calotes, por ora disfarçados sob o manto das “soluções negociadas”, e apresentando propostas objetivas de saneamento fiscal.