

A dívida pública no após guerra

RICHARD LEWINSOHN

Dr. rer. pol.

I. MONTANTE E DESPESAS DE EMPRÉSTIMOS DE GUERRA

Em todos os países do globo a dívida pública é instituição. Ainda que seja considerada lamentável e que se tracem, no papel, sistemas financeiros em que seria supérflua, ela é uma realidade e em parte alguma se manifestam tendências no sentido de suprimi-la inteiramente. Conquanto, mesmo sob este aspecto, haja divergência de opinião e muitos financistas pretendam seja a dívida pública um instrumento necessário da economia nacional, quer para atenuar as flutuações da conjuntura, quer como meio de investimento, pode dizer-se que uma dívida pequena é geralmente preferível a uma dívida elevada.

Este desiderato, todavia, é bastante platônico. Se, em tempo de paz, alguns países são bem sucedidos na redução de sua dívida pública mediante amortização, e não por meio de inflação, os períodos de guerra destroem rapidamente os resultados obtidos. Durante a primeira guerra mundial a dívida pública dos países beligerantes aumentou de 212.268 milhões de dólares (1). Na segunda guerra, a cifra global deveria ser duas ou três vezes maior, mesmo que o cálculo fôsse feito em dólares, na paridade atual, isto é, depois da desvalorização de inúmeras moedas, na Europa e na Ásia. Segundo os dados — atualmente muito incompletos — dos serviços estatísticos da Sociedade das Nações, o desenvolvimento da dívida pública depois de 1939 apresenta-se da seguinte forma (2):

(1) CARL C. PLEHN — *Introduction to Public Finance* (New York, 1931), págs. 351-2.

(2) No que se refere à dívida pública em 1938 e 1939: *Annuaire Statistique de la Société des Nations* 1940-41 (Genebra, 1941), págs. 236-247; quanto aos dados de 1944 e 1945: *Bulletin Mensuel de Statistique de la Société des Nations*, Setembro, 1945, pág. 321.

DÍVIDA PÚBLICA DE DIVERSOS PAÍSES BELIGERANTES

EM MILHÕES DE UNIDADES MONETÁRIAS

PAÍSES	UNIDADE MONETÁRIA	1938-39		1944-45	
		MONTANTE	DATA	MONTANTE	DATA
Estados Unidos.....	dólar	40 445	6-39	262 550	7-45
Inglaterra.....	libra	8 301	3-39	21 985	7-45
Austrália.....	libra aust.	64	12-39	386	7-45
União Sul Africana.....	libra S.-A.	280	3-39	554	6-45
França.....	franco	338 919	12-38	1 609 554	12-44
Bélgica.....	franco belga	57 335	12-38	200 236	6-45
Holanda.....	florim	3 986	12-38	12 500	12-44
Alemanha.....	marco	30 738	3-39	345 400	12-44
Finlândia.....	markka	4 046	12-38	73 600	7-45

Certamente, apenas o montante da dívida pública não é suficiente para exprimir a situação financeira do país respectivo, mesmo calculando cuidadosamente a dívida "per capita". Também a comparação da dívida pública com a renda nacional pode levar a conclusões errôneas. O grande perigo da dívida pública, como aliás de toda dívida, é precisamente o de impor ao devedor um encargo fixo, ao passo que a renda está sujeita a variações. Em todos os países beligerantes a renda nacional, durante a guerra, foi muito elevada, e o serviço da dívida parecia, por isso, bem modesto. Presentemente ainda se verifica o mesmo. Em nenhum dos países aliados a dívida pública constitui ameaça imediata para as finanças governamentais.

O encargo pode-se tornar mais pesado se, com a reconversão da economia às necessidades de paz, a renda nacional e, conseqüentemente, as receitas governamentais sofrerem uma grande redução, como se verificou depois da primeira guerra mundial, de 1920 a 1922. Este o motivo por que o crescimento universal da dívida pública exerce influência considerável sobre a política econômica e, sobretudo, sobre a política monetária. Nos países possuidores de uma dívida pública elevada há, em geral, interesse em manter a renda monetária em nível suficientemente alto para realizar o serviço da dívida sem dificuldades. Referimo-nos

expressamente, à renda "monetária", e não somente à renda real, porque da primeira, e não da última, depende que uma dívida seja pesada ou leve para o Estado. Assim, a dívida pública é sempre um argumento anti-deflacionista — senão propriamente inflacionista — pois, com a deflação, o peso da dívida aumenta.

Naturalmente, o encargo efetivo da dívida depende, em larga medida, da taxa de juros. Sob este aspecto, a situação, para a grande maioria dos países beligerantes, é mais favorável que no período da primeira grande guerra. As taxas de juros para os empréstimos emitidos depois de 1939 foram sensivelmente mais baixas que as que os governos deviam pagar pelas emissões lançadas entre 1914 e 1919. Os Estados Unidos, cuja dívida pública revela o aumento maior, puderam emprestar a uma taxa média de menos de 2%, de sorte que a despesa com o serviço da dívida respectiva — 275 bilhões de dólares — está estimada, no orçamento de 1946/47, em somente 5 bilhões. Em 1919/20, a dívida pública elevava-se a 26,6 bilhões de dólares, mas o serviço custava ao governo americano 894 bilhões, ou seja 3% ao ano. Na Inglaterra, a evolução foi análoga. Ao passo que o governo britânico devia pagar, em 1919/20, 3 3/4% do montante da dívida pública, atualmente a despesa do serviço não corresponde senão a 2 1/2%. Mesmo a França, cuja situação financeira é particularmente difícil em consequência da guerra, e que acaba de inaugurar reformas monetárias e orçamentárias decisivas, obteve, antes e depois de sua libertação, a subscrição dos empréstimos governamentais a taxas de juros muito mais baixas que durante a primeira guerra, quando suas emissões lhe custaram mais de 6% ao ano (em 1919: quase 2 bilhões de dólares, para uma dívida de 30,5 bilhões).

Os encargos da dívida pública, contudo, tal como se apresentam hoje, não são definitivos. Além das mudanças resultantes da amortização normal, as dívidas acumuladas durante a guerra sofrem transformações posteriores. Mesmo os países que dispõem de abundantes recursos financiaram importante parte das despesas de guerra mediante créditos a curto prazo. Dêsse modo, a dívida flutuante cresceu, em toda parte, em proporções maiores que a dívida consolidada. Nos Estados Unidos, onde a dívida flutuante representava, em 1939, apenas 7% da dívida pública, atingiu, em julho de 1945, 71 bilhões de dólares, seja 27% do to-

tal; na Inglaterra ela passou de 17% a 30%; na França, de 22% a 64%.

A dívida flutuante oferece aos governos a dupla vantagem de taxas de juros mais baixas e de colocação mais fácil. Em compensação, tem a desvantagem de obrigar o governo que dela se utiliza a ficar, por bem dizer, permanentemente à procura de subscritores. Há sempre algumas emissões que se aproximam do prazo de expiração e devem ser substituídas por novas. Ainda que nos países em que existe um mercado de dinheiro bem organizado a substituição se faça sem dificuldades, em tempo de paz a maioria dos países tem de limitar a sua dívida flutuante ao mínimo possível e reservar novas emissões para o financiamento das necessidades correntes e temporárias. A dívida flutuante proveniente da guerra deverá, pois, ser consolidada, isto é, substituída por emissões a longo prazo.

A consolidação da dívida flutuante constituiu, após todas as guerras do passado, uma das principais preocupações dos dirigentes de finanças públicas, e é provável que o problema se apresente de novo. Em alguns países, na Bélgica, por exemplo, já se começou a resolvê-lo. Depois da primeira guerra a consolidação da dívida foi muitas vezes combinada com uma conversão, quer dizer, com a substituição de títulos a longo prazo por outros em condições mais favoráveis para o governo. As taxas de juros dos empréstimos de guerra, desta vez, relativamente baixas talvez tornem superfluas operações análogas.

II. INOVAÇÕES TÉCNICAS

A técnica da emissão de empréstimos foi consideravelmente aperfeiçoada durante a segunda guerra mundial. Notadamente nos Estados Unidos, fez grande progresso. Não apenas o lançamento do empréstimo, em virtude dos meios de propaganda, atingiu um grau de virtuosidade extraordinária, como também o que se poderia chamar o comodismo do empréstimo cresceu. Evidentemente, o governo dos Estados Unidos paga a seus credores menos juros que qualquer outro governo, e menos ainda que os subscritores poderiam obter em muitos outros investimentos, mas, à parte a absoluta segurança, oferece títulos particularmente cômodos, adaptados a todos os seus desejos e necessidades.

Ao contrário do que se verifica nos outros países, nos quais os empréstimos de guerra são geralmente padronizados, divididos somente em títulos a longo e a curto prazo, nos Estados Unidos, cada "Warloan" compõe-se de todo um sortimento de emissões, com juros e prazos diferentes. A diferenciação vai até 1/8%. Há títulos que rendem 3/4%, outros, 7/8%, outros, ainda, não rendem juros fixos, mas suas taxas seguem as do mercado de dinheiro de Nova York ("on discount basis"). Para muitos subscritores estes requintes têm realmente pouca importância, porém os bancos e os outros grandes subscritores interessam-se vivamente nessas pequenas diferenças, das quais podem resultar somas consideráveis. Em todo caso, a variedade dos empréstimos exaltou poderosamente a imaginação de homens de negócios e, por isso, mostrou-se excelente estimulante para a aquisição de títulos governamentais.

Outra diferenciação teve mais importância, do ponto de vista econômico. Como todas as medidas financeiras, nos Estados Unidos, a emissão de empréstimos também foi orientada segundo o princípio de obter para o governo os meios necessários, sem cair na inflação. Já mencionamos, em nosso último artigo (3), a tese no momento muito difundida na América do Norte, de que o empréstimo público, como antídoto contra a inflação, é quase tão eficaz quanto o imposto, porque o empréstimo também reduz o poder aquisitivo do público.

Este conceito é novo. A aversão dos financistas conservadores ao uso, em grande escala, de empréstimos como meio de financiamento das despesas públicas provém não somente do receio de que o serviço dos empréstimos pudesse tornar-se oneroso demais para o Estado, mas também da observação de que os empréstimos, principalmente em tempo de guerra, conduzem à inflação.

Formalmente, toda emissão de papel moeda em favor do Estado se faz sob forma de empréstimo. Se é feita por um banco central, este adquire ou desconta títulos do Tesouro, fornecendo-lhe o produto da emissão monetária. Se o emitente é o Estado, o processo é um pouco diferente, mas o efeito, o mesmo. O banco subscreve títulos emitidos pelo Tesouro e os faz descontar imediatamente pela Carteira de Redesconto ou instituição simi-

lar. Sobre esta base a Carteira de Redesconto pede ao Tesouro a emissão de papel moeda, e dá dinheiro ao banco que o utiliza para pagar os títulos por êle subscritos. No fim das contas, o Estado financiou a colocação de seus próprios títulos por uma nova emissão de papel moeda.

São essas as formas-tipo da expansão monetária que os americanos chamam "governmental inflation". Mas há, ainda, outras formas menos diretas, que têm quase as mesmas repercussões econômicas. Se o Banco Central, a Carteira de Redesconto ou qualquer outra instância encarregada desta tarefa redesconta facilmente os títulos governamentais, para esse fim emitindo papel moeda ou obtendo moeda do Tesouro, cada particular pode subscrever títulos da dívida pública, em proporções que excedem largamente seus próprios meios. Também neste caso o empréstimo não passa de uma capa para a emissão monetária, e o poder aquisitivo de que o público dispõe não se reduz.

Para evitar esses empréstimos falaciosos, o governo deve exercer controle sobre a proveniência do dinheiro que se procura obter por meio de empréstimos. Isto não quer dizer que deverá fazer vigiar por detetives seus próprios credores ou fazer investigações tão rigorosas como as levadas a efeito relativamente às pessoas suspeitas de falsa declaração de renda. Se os bancos cooperam com o governo, no intuito de prevenir a inflação, o controle é possível, sem intervenções capazes de desencorajar os verdadeiros subscritores.

O *Federal Reserve System*, — organização dos bancos centrais dos Estados Unidos — estabeleceu durante a guerra estatísticas semestrais sobre os depositantes de bancos e títulos governamentais, que, como todos os títulos nos Estados Unidos, são nominativos. Dêsse modo, o Tesouro sabe qual o montante de empréstimos mantido pelos bancos comerciais, caixas econômicas, companhias de seguros e outras e por particulares. A estatística bancária é ainda mais numerosa e dá indicações sobre os depósitos que pertencem aos diversos ramos industriais, aos agricultores, às sociedades civis, aos estrangeiros, etc. Graças a estas estatísticas, o Tesouro teve conhecimento perfeito da capacidade do mercado de empréstimos.

Não se contentou o Tesouro, no entanto, em saber que grupos da população são capazes de subscrever títulos; dirigiu, também, até certo ponto, a

(3) Cf. *Lernerismo* — *Revista do Serviço Público*, fevereiro 1946, pág. 15-16.

distribuição de empréstimos. Esforçou-se principalmente por obter subscrições de particulares, com o objetivo de evitar a procura, por parte do público, de mercadorias, o que provocaria uma alta de preços. De outro lado, foi necessário limitar as subscrições dos bancos comerciais, que podem conseguir os meios de que necessitam mais facilmente, por via inflacionista. Para realizar este programa, o Tesouro Americano utilizava um método novo no financiamento da guerra. Certas emissões eram reservadas aos bancos, mas o montante era estritamente limitado, enquanto que não havia restrições para os particulares. Por ocasião do último empréstimo de guerra — o *Victory Loan* — lançado em novembro e dezembro do ano passado, o secretário do Tesouro, Sr. FRED M. VINSON, declarava :

“Com o lançamento deste empréstimo o Tesouro deverá levantar pelo menos 11 bilhões de dólares, dos quais 4 bilhões da venda de títulos a particulares e, o restante, de outros investidores que não os bancos... O “Empréstimo da Vitória” será o último grande empréstimo público e a maior ênfase será dada, novamente, à venda a particulares. E’ de suma importância que todo o esforço seja feito no sentido de vender pelo menos 4 bilhões de dólares em títulos a este grupo de investidores. Até que a reconversão da indústria de guerra para a de paz esteja adiantada, ou terminada, e as mercadorias possam vir ao mercado em quantidade suficiente para atender razoavelmente à procura, é altamente desejável empregar, tanto quanto possível, os fundos particulares disponíveis em títulos governamentais”.

Estas palavras demonstram claramente que os empréstimos de guerra, nos Estados Unidos, não eram operações puramente financeiras; serviam, ao mesmo tempo, à política econômica e monetária e eram uma arma contra a inflação. Assim, uma grande inflação podia ser evitada, ainda que apenas 40% das despesas de guerra tivessem sido financiadas pelos impostos e 60% por empréstimos; destes, 28% foram subscritos por bancos e 32% por outras companhias e particulares. Os *Federal Reserve Banks*, isto é, os bancos centrais, possuíam, em setembro último, apenas 9% do total da dívida pública (4).

(4) *War Time Monetary Expansion and Postwar Needs*. Federal Reserve Bulletin (Washington, D. C.), Novembro, 1945, pág. 1.091.

III. O MERCADO DE TÍTULOS GOVERNAMENTAIS

O método de emissões que deu bons resultados nos Estados Unidos não poderá ser inteiramente aplicado noutros países. Apoia-se em um sistema bancário muito diferente do que existe no Brasil e tem por base um país muito rico. Entretanto, a experiência americana não deixa de ter interesse para os países em que as condições econômicas e financeiras são menos favoráveis aos empréstimos públicos. Em primeiro lugar, mostra que qualquer país, por mais rico que seja, precisa de mercado para os títulos governamentais, ao qual possa o govêrno recorrer sempre que a renda tributária não baste às necessidades imperiosas do Estado. Ao nos referirmos a “mercado”, não o fazemos no sentido técnico, quer dizer, de Bôlsa de Valores. Esta instituição também é útil para a colocação dos títulos governamentais, porque dá aos particulares a possibilidade de os comprar ou vender diariamente, com um mínimo de formalidades. Não obstante, uma grande atividade no setor da Bôlsa que negocia com os títulos do govêrno de modo algum prova que, no país respectivo, o Estado dispõe de mercado amplo para emissões de empréstimos. Quase se poderia afirmar o contrário. Nos países em que os títulos da dívida pública constituem o principal objeto dos negócios bolsistas — como no caso do Brasil — a colocação de empréstimos públicos geralmente encontra mais dificuldades que nos países — como nos Estados Unidos — onde a Bôlsa é essencialmente um mercado de ações de companhias e o comércio de títulos governamentais desempenha apenas papel secundário.

Este fenômeno, aparentemente um paradoxo, não é acidental. A Bôlsa prefere títulos cujos preços sofrem flutuações relativamente grandes. Ao contrário, a grande maioria dos subscritores de títulos governamentais deseja que estes valores permaneçam estáveis e, se ficam sujeitos a amplas variações de preços, o público hesita em adquirí-los. O Estado que quer colocar os títulos de suas emissões tem interesse, pois, em dar-lhes a maior estabilidade.

Uma das condições fundamentais para conseguir essa estabilidade é um plano de resgate. É verdade que em vários países da Europa, especialmente na França, foram emitidas no século passado “rentes perpetuelles”, ou sejam apólices não

resgatáveis. A emissão de tais títulos baseia-se na famosa doutrina de que o Estado é eterno e, conseqüentemente, não está sujeito às limitações temporais de outros devedores. Este raciocínio pode ser perfeitamente justo em teoria, mas as pessoas que procuram investir seus capitais não se interessam muito pelas teorias de Estado, notadamente se elas têm sido muitas vezes desmentidas pelos fatos. Na época da moeda metálica, a insolvabilidade do Estado era acontecimento não pouco raro. Depois que a moeda papel se tornou o principal meio de pagamento, não há mais bancarrotas de Estado, pelo menos no que concerne à dívida interna; as depreciações monetárias conseqüentes de inflação, porém, têm o mesmo efeito para os portadores de títulos do govêrno.

Por estas razões, a dívida "perpétua" virtualmente desapareceu e os restos das antigas emissões, ainda existentes em alguns países, gozam de poucos favores da parte do público. Há, porém, duas outras espécies de dívida pública sem prazo que tendem mesmo a se expandir. A primeira é constituída de títulos que, no momento da emissão, dispunham de um plano de resgate, mas cuja execução foi mais tarde suspensa. A segunda categoria, à qual pertencem, por exemplo, as Obrigações de Guerra, compreende os títulos emitidos sem plano de amortização, com o intuito de regu-

lar a questão do resgate posteriormente, depois da guerra, ou, ainda mais vagamente, quando as circunstâncias o permitirem.

A experiência demonstrou que as emissões desta espécie parecem, ao público, pouco atraentes e ainda mesmo os títulos compulsòriamente subscritos, porém livremente negociáveis, estão sujeitos a flutuações muito grandes. Para assegurar maior estabilidade aos títulos governamentais, cumpre, pois, estabelecer, para todos êles, um plano de resgate, porque a possibilidade de vendê-los na Bôlsa por preços variáveis não substitui o resgate a preços de antemão fixados.

Sem dúvida a amortização não será suficiente para tornar os títulos da dívida pública tão atraentes quanto nos Estados Unidos. Os títulos do govêrno constituem, para o público, uma forma de investimento, dentre várias outras. Ainda que o Estado possa oferecer a seus credores vantagens extraordinárias, sobretudo do ponto de vista da segurança, entrará em concorrência, no mercado de capitais, com outras pessoas, ou organizações, que procuram dinheiro. A principal arma nesta luta de competição — luta surda mas intensa — é a taxa de juros, que se torna, assim, um ponto nevrálgico das finanças públicas. Esta delicada e complexa questão será examinada no próximo artigo.