

A dívida interna

Sérgio Valladares Fonseca

The miserable have no other medicine but only hope.

(Shakespeare, Measure for Measure)

A dívida interna está na berlinda. Acusam-na de ser a principal responsável pelas altas taxas de juros e pelos elevados índices de inflação. Em virtude dessa condenação, ela vem sendo considerada como um dos maiores problemas da Nova República e os debates sobre como deve ser reduzida, se através de uma elevação de impostos, se via cortes nos gastos públicos ou se reduzindo as taxas de juros de seus títulos, têm sido cada vez mais frequentes.

Em primeiro lugar, a dívida interna brasileira não deveria sequer merecer tanta atenção. O valor total dos títulos federais em poder do público atingiu, no mês de março passado, a cifra de 48,5 trilhões de cruzeiros, contra 94 trilhões aplicados em cadernetas de poupança, e representava apenas cerca de 17% do total dos haveres financeiros. Para apresentar números grandes, **ad captandum vulgus**, costumam somar a essa cifra (que é a correta) os títulos em carteira no Banco Central, os depósitos feitos no Banco Central correspondentes a pagamentos de empréstimos externos, os depósitos compulsórios dos bancos, os títulos estaduais e até mesmo os passivos das empresas estatais. Em suma: confundem dívida pública com passivo das autoridades monetárias e, ainda, com passivo do setor público. E não são nem coerentes, na salada que fazem: não adicionam, só para citar alguns exemplos, os depósitos à vista no Banco do Brasil, nos bancos estaduais e nas caixas econômicas.

Em segundo lugar, do ponto de vista macroeconômico, não existe diferença alguma entre uma Obrigação Reajustável do Estado de S. Paulo (ORTP), uma Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), um Certificado de Depósito Bancário (CDB) do Banerj, do Banco do Brasil ou de algum banco privado. Nem entre uma letra de câmbio e uma letra do Tesouro. Todos esses papéis representam, igualmente, títulos de crédito. Por definição, compõem a dívida pública somente aqueles que são alternativas à emissão de moeda, ou seja,

aqueles que, quando resgatados, aumentam o meio-circulante (no caso, as ORTNs e as letras do Tesouro). Mas não é por esta peculiaridade que deixam de ser títulos de crédito, semelhantes aos demais. Logo, a dívida interna, seja ela relativamente grande ou pequena, isoladamente, jamais poderá ser responsável por algum fenômeno macroeconômico e muito menos pela inflação ou por altas taxas de juros, pois o montante geral dos haveres financeiros existentes, da qual ela é apenas uma parte (e, cabe repetir, no caso atual brasileiro, uma parte pequena), é uma consequência do grau de capitalização da sociedade e, per se, não pode ser a causa de nada.

Apesar do que está escrito acima ser conclusivo, existem ainda outros argumentos mais fortes, em relação à neutralidade da dívida pública, ligados à sua própria essência. Um título público qualquer somente é emitido ou para financiar uma despesa pública, ou para atender aos requisitos da política monetária. Vamos examinar, então, separadamente, cada uma dessas hipóteses.

Quando a emissão de títulos públicos é feita para equilibrar o orçamento fiscal, a sua colocação no mercado assemelha-se à arrecadação de impostos. A única diferença, em termos estritamente macroeconômicos é que, enquanto esses últimos são compulsórios, impostos, a compra de títulos públicos é feita voluntariamente pelo setor privado, no sentido em que ninguém é obrigado a comprar uma ORTN. Do ponto de vista macro, através da arrecadação de impostos ou da venda de títulos, o Estado está sempre fazendo a mesma coisa: tirando (ou solicitando) dinheiro de uns para pagar a outros. As pessoas que fornecem os recursos é que não são as mesmas, mas o processo é idêntico. Assim, quando a emissão de títulos públicos visa à obtenção de recursos para financiar despesas públicas, suas vendas são neutras em relação à demanda global e, conseqüentemente, não produzem nenhum efeito imediato sobre as taxas vigentes de juros.

A segunda hipótese para a colocação de títulos da dívida pública está intimamente ligada à política monetária. A intenção, aqui, seria, justamente, influir na oferta de crédito e afetar

as taxas de juros. Exemplifico: quando os juros estão demasiadamente altos, diz a teoria que o Banco Central deveria comprar (ou resgatar) títulos no mercado, para aumentar a liquidez do sistema financeiro e, com isso, empurrar os juros para baixo. **Mutatis mutandis**, quando o mercado estiver apresentando uma oferta excessiva de crédito, caracterizada por juros baixos, o Banco Central deveria vender títulos no mercado, para retirar a liquidez excedente e adequar a oferta à demanda de crédito do setor privado. Essas operações de compra e venda de títulos públicos no mercado — que os livros técnicos chamam de operações de **open market** — têm por finalidade, portanto, regular a liquidez do sistema e controlar as taxas de juros. Jamais poderiam vir a contribuir para elevar demasiadamente os juros ou criar pressões inflacionárias. Seria um contra-senso!

Mas, infelizmente, é comum confundir-se operações de **open market** — que deveriam servir, na atual situação brasileira, apenas para reduzir as taxas de juros e manter a oferta de crédito para o setor privado em níveis adequados — com operações de financiamento de despesas públicas ou de rolagem da dívida existente que, como vimos, ainda é erroneamente considerada como sendo uma doença grave.

Concluindo, a dívida interna, em si, não tem significado macroeconômico. Basta ver quanto representa, em relação ao PIB, em outros países, como a Inglaterra, Canadá, África do Sul, Japão e Estados Unidos. O que é importante é a administração correta da oferta de crédito e do custo do dinheiro. Por esta razão, é imprescindível que os responsáveis pela direção da nossa economia saibam o que realmente significa "dívida interna" e, sobretudo, que conheçam as regras básicas para a sua gestão, começando pela mais elementar: trocar sempre os papéis que dão mais renda pelos que não dão renda alguma (moeda), sempre que as taxas de juros estiverem altas. Caso contrário, a esperança de mudança — mas de mudança para melhor — que o povo ainda alimenta, mais uma vez será frustrada.