

O problema da dívida interna vem polarizando as atenções dos agentes econômicos, chegando numerosos especialistas a afirmar que se trata da herança mais dramática que o atual governo deixará ao seu sucessor. Não obstante, a revista *Conjuntura Econômica* publica, em seu último número, editorial (Carta do Ibre), em que se encontra visão bem menos pessimista, ainda que os responsáveis pela publicação tenham lembrado que tal matéria "não expressa, necessariamente, a opinião unânime do Conselho Editorial da revista nem a de cada economista do quadro, em particular". No que nos tange, entendemos que neste momento delicado da nossa economia não convém imprimir alarmismo ao assunto em tela. O editorial da *Conjuntura Econômica* conduz a algumas considerações tendentes a evidenciar que o pânico que se procura criar está longe de encontrar justificção.

Deve-se reconhecer que a Lei Complementar nº 12, de 8 de novembro de 1971, segundo a qual não deveria constar, no orçamento da União, o serviço da dívida do Tesouro Nacional, alterou o que a

Carta do Ibre chama de "Constituição Monetária", o que permitiu "que o financiamento do déficit fiscal fosse feito, indiferentemente, por títulos ou por moeda".

Cumpriria dizer que, hoje, tal serviço está incluído no orçamento, e que existem limites para emissões de títulos (prevendo-se, é verdade, a rolagem da dívida e seu serviço). Mas, neste momento, a dívida interna não visa apenas a financiar o déficit mas também a conter a expansão monetária, o que, nesta fase da inflação, exige custo cada vez mais oneroso.

A dívida interna federal, às mãos do público durante longos anos, não cresceu muito. Segundo dados do Ministério da Fazenda variou, de 1972 a 1984, entre um mínimo de 4,21% do PIB a um máximo de 7,55%. Somente a partir de 1985 ultrapassou 10%, fixando-se em julho de 1989 em nível mais elevado: 13,68%. Nos próximos meses deverá crescer, mas certamente não ultrapassará os 15% no final do ano.

Em termos absolutos, tal valor não é dramático, considerando-se que na ortodoxa República

Federal da Alemanha ultrapassa 40%, sendo de quase 60% nos EUA, acima de 70% no Japão e superior a 110% na Itália. É verdade que tais comparações não encontram grande respaldo, em primeiro lugar por incluírem toda a dívida interna e não apenas a do governo central, mas, especialmente, por se tratar de uma dívida não indexada e com um perfil bem diferente daquela do Brasil, em que pelo menos 80% da dívida muda de mãos a cada dia.

Entendemos que o erro está em se considerar as operações de *overnight* como uma aplicação em títulos. Na verdade, estamos diante de uma moeda alternativa, segundo a feliz expressão da Carta do Ibre.

A dívida interna deveria ser analisada como se fosse uma moeda primária que se acrescentaria à base monetária, sujeita ao multiplicador de crédito que transforma tal base nos chamados "meios de pagamento" (moeda em poder do público e depósitos à vista). Chegamos, para o mês de julho, a meios de pagamento que representam 207.024 milhões de cruzados novos, ou seja, 25,3% do

PIB. Porcentagem certamente elevada, mas não dramática. Há também que admitir que nem toda a dívida interna deve transformar-se em moeda e que cumpriria às autoridades monetárias reduzir esses meios de pagamento mediante recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, o que, numa primeira fase, seria bastante proveitoso. A monetização da dívida interna não seria dramática e resultaria na transformação dos depósitos à vista, que não recebem juros, em títulos do governo, que hoje exigem juros elevados, sendo todavia na realidade meios de pagamento.

Tal operação, porém, somente seria aceitável no quadro de uma economia em que não mais existisse um déficit público que exige financiamentos através de títulos, a não ser quando se tratasse de financiar investimentos públicos rentáveis. O que, pensamos, não é um sonho. Bastaria para tanto vontade política sob a pressão de toda a comunidade. Não se justifica, assim, o alarmismo que vem cercando o problema da dívida interna, que somente resistirá, se persistirmos na atual conduta.