

Para onde foi a dívida pública?

Cesar Maia *

A dívida pública interna em títulos, base da ciranda financeira e atriz principal do noticiário da crise, de repente saiu do centro da polêmica. Não é demais perguntar acerca de seu paradeiro, já que todos ficamos tão íntimos dela, e por tantos anos.

Para rastrear-lá, primeiro precisamos começar entendendo corretamente o bloqueio dos ativos financeiros. Alguns imaginam que o governo bloqueou suas aplicações. Isto não é verdade. O que fez o governo de fato foi transformar todos os ativos não-monetários, ou seja, todas as aplicações, como poupança, depósitos a prazo, aplicações em títulos públicos no *overnight* ou fora dele, em depósitos à vista. Em seguida aplicou um recolhimento compulsório sobre quase o total destes depósitos à vista, liberando como depósitos à vista as frações de 25 ou 50 mil ou 20%, em cruzeiros. Na prática transformou tudo em dinheiro, ou, se preferem alguns, monetizou todos os ativos financeiros e portanto também a dívida pública.

Só que este imenso depósito compulsório passa a ter uma regra especial: fica bloqueado por 18 meses, com correção monetária e juros de 6%, e então será devolvido em 12 parcelas. Sublinhando: será devolvido, ou convertido, como depósito à vista. A partir daí, caberá aos seus detentores definir o que farão com o dinheiro. Se a economia estiver estabilizada, de fato e principalmente como expectativa das pes-

soas, a decisão delas será distribuir naturalmente o dinheiro preferencialmente em direção a novas aplicações.

Ora, se é assim, e mesmo que as contas do governo estejam imaculadamente equilibradas, e desde que o setor privado não consiga absorver com títulos de maior prazo o "novo" dinheiro disponível, o governo terá que absorver esta liquidez excessiva colocando títulos públicos monetários.

Fizemos esta longa introdução para concluir que a dívida pública desapareceu com o bloqueio, mas imediatamente ressurgiu como dívida potencial pública ou, na melhor hipótese, privada, que só ganhará materialidade a partir de setembro de 91.

Ora, se é assim, tanto menor será o risco desta dívida potencial, quanto menor for o seu volume, ou seja, o volume do dinheiro a ser desbloqueado.

Então a lógica natural do programa de estabilização teria que ser desvalorizar ao máximo a "dívida" bloqueada, seja a pública, seja a privada.

Uma primeira análise nos mostra que realmente os recursos blo-

queados sofreram já uma importante desvalorização. Qualquer cálculo cuidadoso mostra que a variação do BTN após o feriado bancário foi entre 20 e 25% menor que a inflação. Este foi um primeiro caminho adotado para desvalorizar a dívida. Um segundo foi o da tributação dos saques através do IOF. Ai tivemos uma segunda desvalorização de

8%, já que o ressarcimento será feito em cruzados bloqueados. Um terceiro fenômeno, não tão evidente para os menos atentos, e o que se refere à autorização para o pagamento de impostos e contribuições em cruzados por dois meses. A princípio se imaginava que isto alcançaria 2% do PIB. Até esta semana, já al-

cançou 3% do PIB, e pelo andar da carruagem chegara até 16 de maio, antes do pagamento do IOF, aos 4% do PIB. O primeiro dado foi divulgado pela própria ministra na Câmara de Deputados esta semana. Na prática, o pagamento de tributos em cruzados e a imediata conversão em cruzeiros por parte do setor público significam uma monetização de fato da dívida pública, supondo que na maior parte

os tributos estão sendo pagos com ex-aplicações no *overnight*.

Tais 4% do PIB significavam 25% da dívida pública em títulos. Se os números não nos traíram, a dívida pública em títulos já deve estar neste momento num nível pelo menos 50% inferior, em termos reais, ao que era antes do programa de estabilização. Se a isto agregarmos o efeito do deságio quando dos leilões de conversão de cruzados em cruzeiros, chegaremos à conclusão que no final da linha a dívida pública mobiliária estará a, no máximo, 40% de seu valor "original".

Mas nem tudo é tão simples. Se as injeções de liquidez forem feitas fora da dose, o governo terá que colocar títulos para enxugar o excesso, o que, convenhamos, não será tarefa simples dada a baixa credibilidade num período próximo de tempo. A consequência será a hiperinflação.

Se até aqui as coisas vão indo suavemente, com o governo de forma discreta desvalorizando a sua dívida, daqui para frente os riscos serão cada vez maiores. A conversão em cruzeiros via pagamento de tributos já ficou bem além do que imaginava o governo. No início, a absorção foi fácil em função da necessária monetização da economia com a queda da inflação. Mas acabou o início. O último recurso seria o desvio de fins do certificado de privatização. Mas seria um sinal.

Se valer um conselho, chumbem as torneiras para não amanhecerem afogados na própria banheira.