

Conversões da dívida externa na economia
Conversões - Conservar

Conversões poderão causar hiperinflação

JORNAL DO BRASIL

DEZ-1988

Teodomiro Braga

BRASÍLIA — Pela primeira vez o impacto na política monetária da conversão da dívida externa em investimentos foi efetivamente medido e os resultados confirmaram as mais pessimistas suposições. Por exigir maciça emissão adicional de cruzados ou venda de títulos públicos para financiar suas operações, as conversões formais da dívida externa poderão inviabilizar o combate à inflação, precipitando a hiperinflação, segundo demonstra o estudo sobre as implicações do atual esquema de conversão formal da dívida realizado pelos economistas Arno Meyer e Maria Sílvia Bastos Marques, do Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional da Fundação Getúlio Vargas.

“Em um contexto de inflação elevada e ascendente, e de fuga de moeda para ativos reais, moeda estrangeira ou *quase moeda* (títulos públicos), fica, portanto, bastante limitada a possibilidade de financiar as operações de conversão através de expansão monetária”, advertem os dois economistas. A alternativa seria o governo financiar a contrapartida das conversões por meio de colocação de títulos mas aí também haveria consequências graves, incluindo o aumento desmesurado da liquidez e o consequente favorecimento à formação da hiperinflação.

Perfil da dívida — O aumento da dívida pública para financiamento das conversões, expõe o estudo, tem implicações delicadas não apenas nas finanças públicas mas também na economia em geral. Uma delas refere-se ao perfil da dívida. Os prazos médios de vencimento dos títulos do governo têm sido cada vez menores, o que resulta em pressão constante para o refinanciamento da dívida mobiliária federal. “Nessas condições, uma eventual redução na demanda de títulos públicos pode levar à rápida monetização da dívida interna e, conseqüentemente, à hiperinflação”, advertem os autores do trabalho.

Outra conseqüência que pode advir da expansão da dívida pública para financiamento da conversão é o aumento dos pagamentos de juros internos e do déficit operacional do setor público. Além do aumento no serviço da dívida externa resultante da própria expansão do estoque, possivelmente seria necessário elevar as taxas de juros reais para assegurar a colocação de títulos, o que resultaria em crescimento adicional nos pagamentos de juros.

Para analisar as implicações sobre a política monetária e sobre as finanças públicas, considerou-se apenas as conversões formais da dívida que têm impacto direto sobre a base monetária, que são as conversões realizadas através do sistema de lei-

ção (liberadas pelo Banco Central com deságio) e as conversões de dívida vincenda depositada no Banco Central, as realizadas pela Carta Circular número 1.125 e as previstas no acordo da dívida externa de setembro de 1988. Assim, num horizonte de cinco anos, o impacto dessas conversões sobre a base monetária seria de US\$ 2,80 bilhões no primeiro ano, US\$ 2,25 bilhões no segundo ano, US\$ 2,70 bilhões no terceiro e quarto anos e de US\$ 2,55 bilhões no quinto ano.

Admitindo-se que as operações de conversão sejam integralmente financiadas pela colocação de títulos da dívida, os dois economistas da FGV calcularam o impacto da conversão em um período de cinco anos sobre os estoques da dívida pública interna e externa, os pagamentos de juros internos e externos do setor público e o déficit operacional.

Consequências — De acordo com os resultados do exercício, o aumento acumulado na dívida mobiliária federal em poder do público, para atender às conversões de empréstimos em capital de risco no período, seria da ordem de US\$ 13 bilhões. Esse montante representaria um acréscimo real de cerca de 41% em relação ao estoque da dívida em dezembro de 1987 (US\$ 31,6 bilhões).

Por outro lado, a dívida externa do setor público seria reduzida em US\$ 15,5 bilhões, refletindo o fato de que o cancelamento da dívida externa é feito pelo valor de face dos empréstimos convertidos. Em consequência, o estoque total de dívida do setor público diminuiria em cerca de US\$ 2,3 bilhões. Em contraste com essa redução, porém, haveria um substancial encurtamento no perfil da dívida, na medida em que se trocaria financiamento externo de longo prazo por dívida interna de curto prazo.

Impacto — O impacto sobre o déficit operacional do setor público é estimado pela diferença entre as variações nos pagamentos de juros internos e externos. O resultado é um pequeno aumento no déficit operacional, da ordem de US\$ 400 milhões ao final de cinco anos. Isto representaria um acréscimo de cerca de 2% acumulado em cinco anos, na hipótese de que o déficit operacional em termos reais permanecesse aproximadamente constante, ao nível verificado em 1987 (US\$ 18 bilhões).

Em síntese, ressalta o estudo, as opções de financiamento da conversão limitam-se à emissão de moeda que não rende juros (base monetária) ou a emissão de *quase moeda* que rende juros (títulos públicos). Em qualquer dos casos, além de outras graves implicações, haverá o aumento da liquidez na economia, prejudicando seriamente os esforços para o combate à inflação.