

# O repúdio à dívida interna

ESTADO DE SÃO PAULO

AFFONSO CELSO PASTORE



O fantasma do repúdio à dívida interna aterrorizou os nossos empresários. Alguns, supostamente, deixaram de comprar BTNs vencendo depois de 15 de março, temendo que um novo presidente radical não honre seus pagamentos. Outros demandam do Congresso garantias sobre a dívida vencendo antes de 15 de março, porque perderam a confiança no atual governo. Não discuto a perda de confiança, derivada da qualidade nula da política econômica. Mas será que o País, ou qualquer governo, retirariam algum benefício de uma atitude absolutamente irracional como esta?

A perplexidade se inicia observando-se o tamanho de nossa dívida interna em títulos públicos. Ela situa-se, atualmente, em torno de 20% do PIB, mas supera os 50% do PIB nos Estados Unidos, os 40% do PIB na Inglaterra, e os 100% do PIB na Itália, para citar apenas três exemplos. Durante a Segunda Guerra Mundial ela superou os 100% do PIB nos Estados Unidos e na Inglaterra na qual, por ocasião das Guerras Napoleônicas, chegou a 300% do PIB. E nem por isso estes países pensam ou pensaram em repudiar suas dívidas.

Mesmo o fato de que no Brasil ela é rolada no overnight seria um problema. Ela está no overnight porque a inflação é alta, e esta patologia somente será curada se a inflação for controlada, o que não é possível repudiando-se a dívida. Porque a dívida interna cresce dados os déficits públicos altos, e não, como erroneamente se alega, temos um déficit público alto porque a dívida interna é grande. E porque, se o repúdio ocorrer, o governo somente poderá financiar-se com expansão monetária, empurrando-nos para o mesmo caminho percorrido pelas economias europeias que, nos anos 20 e nos anos 40, chegaram à hiperinflação. Qual, portanto, o benefício do repúdio à dívida a curto prazo?

Culmina quando exploramos o papel da dívida pública a longo prazo. No momento em que o Brasil tiver, finalmente, realizado um ataque frontal ao seu desequilíbrio fiscal, controlando a inflação e voltando a crescer, terá suas receitas fiscais se expandindo. Mesmo considerando-se que, depois do ajuste realizado, o País terá de permanecer na linha da total austeridade fiscal, financiando-se com recursos tributários, ainda existirá um papel para a dívida interna, na medida em que adote um regime fiscal "ricardiano", no qual os déficits muito moderados do presente sejam compensados pelos superávits fiscais do futuro. E precisará das operações de mercado aberto para realizar uma política monetária, por meio de um Banco Central independente, que defenda o equilíbrio externo, das reservas internacionais, e interno, dos preços. Qual, portanto, o benefício do repúdio a longo prazo?

Buscando evidências de que o problema existe apontava-se, até recentemente, para a bandeira desfralhada dos yields altos dos papéis longos, vencendo depois de 15 de março. O argumento é risco, o que comprovaria a percepção da existência do risco político do repúdio. Mas, nos últimos leilões do Banco Central, os yields declinaram ao nível histórico daquele dos papéis curtos, e a bandeira foi recolhida. Por que isto ocorreu? Yields altos dependem do grau da

sobrevida do Banco Central, porque instituições financeiras carregando carteiras superiores ao volume de depósitos em overnight afastam-se dos leilões primários de papéis, deprimindo-lhes o preço. E persistem altos se o Banco Central não lhes der a mesma liquidez que dá aos papéis curtos.

Durante o mês de junho o Banco Central veio reduzindo o grau de sobrevida de todos os papéis, erradamente, é verdade, porque o fez recomprando final os papéis colocados em excesso, em vez de estimular com taxas reais de juros mais elevadas o crescimento dos depósitos de overnight, e passou a dar-lhes a mesma liquidez dada aos papéis curtos. Com isso, os yields declinaram. Foi uma manobra operacional do Banco Central. Mas será que ela teria surtido o efeito que surtiu se o risco do repúdio fosse o fator

compra de ouro, através dos "Fundos Ouro", que competem com os papéis públicos que uma terceira diretoria do Banco Central não conseguia colocar, dada a carência de estímulos suficientes para serem comprados pelo setor privado. Este exemplo mostra que não somente a política monetária é fraca, mas é inexistente.

O que os nossos empresários não perceberam é que o repúdio à dívida interna em títulos não ocorre porque o governo se nega a honrá-la, mas exatamente pelo contrário, porque o governo a resgata trocando-a por moeda. Um governo que mantém déficits públicos enormes, e que ignora a existência do instrumento monetário, monetizando todo o déficit público e, progressivamente, sua própria dívida interna em títulos, é um governo que deliberadamente empurra o País para a hiperinflação. E, resgatando a dívida inter-



dominante na explicação deste suposto prêmio de risco pago aos papéis longos?

A tese do risco prossegue, apontando-se para as enormes expansões monetárias de abril e maio, que ocorreram, em larga medida, devido a maciços resgates da dívida interna por parte do Banco Central. Afinal, resgataram-se em torno de 2,2 bilhões de cruzados novos em abril, e em torno de 4,3 bilhões em maio. Mas isto é, essencialmente, derivado da falta de capacidade técnica na condução da política monetária, e não do risco do repúdio.

Tomemos o exemplo do mês de maio. O Banco Central praticou uma taxa de overnight de 11,5%, aproximadamente. Teria produzido uma taxa real de juros positiva de 1,5%, caso a inflação oficial de 9,94% no mês não fosse o artefato estatístico produzido pelo IBGE. Mas a verdadeira inflação média de maio foi de 16,5%, aproximadamente e, portanto, a taxa real de juros foi negativa em aproximadamente 5%, ou perto de 80% ao ano.

O problema é, contudo, bem mais grave, se considerarmos que 16,5% representa a "distância" percorrida pela inflação durante o mês de maio. Mas ela acelerou-se dentro do mês, caminhando a uma "velocidade", ao final do mês, superior a 20% ao mês. Isto implica que, na metade final do mês, a taxa real de juros era ainda mais negativa. Será que esta não é uma razão mais do que suficiente para explicar os maciços resgates de papéis públicos?

Devido a esta anomalia cresceram, no mês de maio, os preços de ouro e do dólar no mercado paralelo de câmbio. Preocupada com a fuga de capitais, uma diretoria do Banco Central iniciou a venda de ouro, enquanto que uma segunda diretoria criava estímulos à

na em títulos — e, portanto, honrando-a —, dispara um processo de enorme vigor inflacionário, que deprecia os estoques reais de moeda, confiscando os créditos que o setor privado tem para com o governo.

Num quadro como este não há garantias que o Congresso possa dar sobre a dívida interna. Nem mesmo o papa ou a ONU! O que os empresários deveriam pressionar, é pela execução de uma política monetária que controle a quantidade de moeda, como a realizada no início de 1987 por um grupo de supostos heterodoxos então localizados no Banco Central, que provocaram a queda do estoque nominal de moeda em aproximadamente 20% entre dezembro de 1986 e maio de 1987. Mas, em contrapartida, impediram que o País entrasse na hiperinflação naquele momento e, de troco, lograram reverter os déficits no Balanço Comercial do final de 1986 em vigorosos superávits, no início de 1987, sem realizar qualquer desvalorização cambial real.

Mas isto foi recessivo. É hora de colocar os interesses nacionais acima de quaisquer outros, enfocar os problemas certos, pressionando para a significativa melhoria da capacidade gerencial do governo na condução da política monetária.

De nada adianta aterrorizar-se com o ectoplasma de um repúdio explícito, que não pode ocorrer na terceira dimensão. É preciso atacar o monstro real da hiperinflação. Ela pode ser contida temporariamente, com uma política monetária muito austera, ainda que recessiva. E ganha-se tempo, até que um próximo governo realize o ajuste fiscal que a eliminate por completo.

Affonso Celso Pastore foi presidente do Banco Central e é professor da FEA-USP