

Dívida pública e política monetária

Carlos Thadeu de Freitas Gomes

O Brasil tem hoje uma dívida pública interna em torno de 20% do PIB. De imediato, pode-se concluir que ela não é potencialmente perigosa, pois em países como a Itália e Bélgica esta relação é superior a 100%, enquanto nos EUA e Inglaterra ela atinge 40% do PIB, além do que esta relação reflete uma variável estoque (valor da dívida acumulada) dividida por sua variável tipo fluxo (PIB).

Como a dívida a ser girada ao longo dos anos, esta relação não representa nenhum comprometimento com o PIB atual. Contudo, apesar de maior peso de suas dívidas, estes países de economias estáveis ainda conseguem colocar maiores dívidas e a taxas menores que os países de economias instáveis como o Brasil. Os limites máximos ao crescimento da dívida variam inversamente com a instabilidade e incerteza da economia.

Os títulos públicos nos países de economias estáveis têm prazos longos e só há compromisso de recompra para fins de política monetária. O caso da Itália é singular, pois seu déficit público está situado em torno de 3,5% do PIB, mas em contrapartida os italianos poupam 25% de sua renda disponível e têm um banco central independente. Depois da 2ª Guerra Mundial, houve 47 governos na Itália, mas somente 5 presidentes do banco central. A dívida italiana ainda é curta, com maturidade de abaixo de quatro anos, devido a uma memória inflacionária recente. É evidente que, com a desregulação da economia italiana, necessária para a integração dos mercados europeus, cortes mais profundos no déficit serão necessários para evitar a evasão de divisas.

Como no Brasil, as inflações são altas e incertas; e porque os regimes de política econômica não são nem instáveis nem previsíveis, o governo somente consegue colocar títulos de prazos muito curtos ou, na prática, quase que exclusivamente em overnight, garantidos por compromissos de recompra passíveis de exercício sobre ele próprio. Dependendo da política de taxas de juros seguida, estes papéis podem, potencialmente, voltar integralmente para a caixa do Tesouro, produzindo, a qualquer momento, a monetização global da dívida. É este o fenômeno que lhes

confere esta perversa característica de *quase moeda*.

Os riscos envolvidos, por outro lado, permitem que em economias estáveis se coloquem dívidas públicas maiores a menores taxas de juros e em países caracterizados pela instabilidade se coloquem dívidas públicas menores a maiores taxas reais de juros. Pode-se concluir, então, que quanto maior a confiança nas regras do jogo pelos agentes econômicos, o que passa pela independência do banco central, bem menores são os custos e potencialmente maior será a dívida pública.

Num contexto inflacionário, ajustamentos contínuos e consistentes nas taxas de juros nominais são necessários para tentar manter as taxas reais positivas em níveis adequados. É evidente que qualquer meta de juro real numa conjuntura inflacionária ascensional é inatingível pela própria incapacidade de as taxas nominais se ajustarem instantaneamente. Assim, numa espiral altista de preços, as taxas nominais estão sempre desajustadas para baixo, embutindo muitas vezes taxas de juros reais negativas. Fenômeno inverso ocorre quando acontecem trajetórias declinantes de preços.

Como as taxas de juros constituem o elo entre a política monetária passiva e a ativa, qualquer descuido na sua administração para baixo, numa conjuntura inflacionária, reconstitui erroneamente os portfólios dos agentes econômicos, induzindo a predominância de ativos reais nas suas carteiras, em detrimento dos financeiros. Quando ocorre a elevação constante e consistente das taxas de juros, essa mudança de composição dos portfólios se dá em detrimento dos ativos reais (a menos que a expectativa inflacionária seja ainda mais alta) e de outros ativos financeiros, principalmente os depósitos a vista.

A desregulamentação do mercado financeiro exacerba os ciclos dos juros ao aumentar seu grau de volatilidade, mas não influencia as taxas para baixo, pois elas são ditadas pelas políticas monetárias praticadas pelo Banco Central. O fortalecimento dos mercados futuros decorre da necessidade de os agentes econômicos se protegerem das flutuações do curto prazo, inerentes a uma economia desregulamentada.

Por sua vez, taxas flutuantes de juros acarretam aumentos significativos das alavancagens das instituições financeiras, já que elas

não são oneradas pela suas elevações que são automaticamente repassadas para os tomadores finais. Consequentemente, as instituições financeiras ficam mais vulneráveis aos riscos de crédito, que poderão ser minimizados por exigências de aumento de sua base de capital permanentemente. Assim, políticas monetárias mais ou menos agressivas repercutem pouco sobre as instituições financeiras, já que são os tomadores e os investidores finais que arcam com o ônus das flutuações de juros.

Logo, podemos afirmar que a eficiência da política monetária aumenta com a desregulamentação da economia, encurtando a defasagem antes existente entre sua execução e efeitos sobre o comportamento dos agentes econômicos através de uma mudança mais rápida nos seus portfólios, com consequentes impactos sobre as variáveis reais da economia.

Adicionalmente, pode-se afirmar também que não são movimentos abruptos e temporários no overnight que determinam uma boa política monetária. O importante são os ajustamentos contínuos e calibrados nas taxas de juros nominais que deixam bastante transparentes para os agentes econômicos seu conteúdo real positivo. Elevações abruptas das taxas de overnight, além de desequilibrarem os diversos ativos, contribuem para exacerbar ainda mais as expectativas inflacionárias, produzindo resultados contrários aos desejados.

A política de mercado aberto a curto prazo é passiva, já que o universo que ela atinge, as reservas bancárias, são em média dadas pelo exigível calculado com base nos depósitos defasados. Logo, momentaneamente o Banco Central não pode afetar a base monetária de forma ativa através das operações com títulos, exceto transitoriamente, ao se utilizar do compulsório móvel do sistema bancário. Contudo, a médio prazo, a política do mercado aberto é vital para o controle monetário, sendo as taxas de juros seu principal veículo de ajuste ao pôr em movimento um processo de reconstituição dos portfólios dos agentes econômicos.

Consequentemente, sobre a administração racional das taxas de juros repousa um dos pilares inibidores das exacerbações das expectativas inflacionárias e do descontrole monetário.

Carlos Thadeu de Freitas Gomes, economista, é diretor da Dívida Pública e Mercado Aberto do Banco Central.