

Os riscos da moratória interna

Paulo de Tarso Medeiros

A moratória interna é, para alguns, apenas uma questão de tempo. A gravidade da atual crise e a próxima mudança de governo dão certa credibilidade ao temor de que seu momento esteja chegando. Em consequência, já há algum tempo algumas instituições financeiras evitam adquirir títulos públicos e uma ou outra empresa resiste até a aceitá-los como lastro de suas aplicações.

Essa visão catastrófica não é geral. A abertura de taxa nos leilões de Letras Financeiras do Tesouro, as LFTs, decorrente basicamente da percepção de seu maior risco, tornou mais lucrativo o carregamento de posições. Assiste-se a uma situação paradoxal: uns carregando posições muito abaixo de seus limites e até de sua capacidade de captação junto a clientes. Outros, com carteiras que excedem o máximo de 30 vezes o valor do patrimônio líquido, fixado pelo Conselho Monetário Nacional, buscando para tanto **alugar** espaço junto a outras instituições.

Mas, é real o risco de ocorrer a moratória interna?

Um primeiro aspecto é óbvio: a moratória não interessa ao governo, pois isto perturbaria de forma extremamente grave o funcionamento da economia. Os prejudicados, ao final das contas, não seriam apenas as instituições financeiras, mas a grande massa de aplicadores no over/open, o que significa todos os que têm alguma expressão na economia. Após a moratória, seria extremamente difícil manter qualquer grau de confiança nos ativos domésticos, sem falar que o governo teria que equilibrar de imediato as suas contas. Por que incorrer meses custos, quando o mercado continua disposto

a rolar a dívida pública e até permitir sua ampliação, como tem ocorrido até agora?

Muitos, porém, temem que o governo se veja forçado a cair na moratória, pela recusa do mercado em adquirir títulos públicos, forçando-o à opção entre monetizar a dívida ou deixar de honrá-la nas condições prestabelecidas. A monetização teria consequências catastróficas, dada a disparidade entre o volume da dívida com o público e o valor da base monetária. A troca de metade da dívida por moeda, por exemplo, multiplicaria por um valor próximo de seis o valor de base e essa monetização da dívida seria caminho certo para a hiperinflação. Caso a resistência à rolagem da dívida fosse se ampliando, o governo acabaria por ter que tomar alguma medida extrema como, por exemplo, impor a rolagem compulsória dos títulos que fossem vencendo. Isto afetaria a credibilidade de todo o estoque da dívida e inviabilizaria o normal funcionamento do mercado de dinheiro e seu mecanismo de recompra.

A resistência em adquirir ou financiar títulos públicos efetivamente existe e começa a crescer. Mas, levaria necessariamente à impossibilidade de o governo rolar a sua dívida?

Dentro de certos limites, o problema tem solução fácil. Como não há cabimento em se ficar com dinheiro em caixa nos atuais níveis de inflação, quem não tem carteira própria se transforma em financiador das demais instituições, indiretamente financiando o governo.

Mas, o que ocorrerá se as instituições dispostas a carregar posição não puderem absorver toda a dívida existente? Raciocina-se que o Banco Central, não encontrando demanda nos seus leilões para a dívida, ini-

ciaria o processo de monetização, forçando o governo a cair na moratória.

Apesar das aparências, mesmo dentro deste quadro extremo, a rolagem da dívida pública não se inviabiliza. O excesso de dinheiro no mercado, face à falta de lastro, seria direcionado ao Banco Central, como já ocorre quando há sobras transitórias de caixa. O que hoje é exceção se transformaria em regra com o BC passando a captar diariamente no mercado os recursos disponíveis e bastantes para financiar sua carteira e operando de forma similar à das distribuições estaduais com suas respectivas dívidas.

A recusa do mercado em comprar títulos públicos não obrigará o governo a monetizar a dívida nem a cair na moratória, mas poderá ter implicações sérias em termos de inflação, dependendo do uso alternativo que se dê aos recursos. Se forem simplesmente transferidos para ativos de emissão do sistema financeiro, nada de fundamental se altera. Mas, se transitarem pelos mercados de bens e de ativos reais, irão aquecê-los a ponto de nos lançar na hiperinflação.

Não se pode, *a priori*, eliminar a hipótese de moratória interna, como também não se pode excluir as de guerra nuclear ou de choque de um asteroide com a Terra. O que cabe a cada um fazer é avaliar realisticamente a situação, reconhecer que o risco é administrável e a rentabilidade atraente. Mesmo porque, quais seriam as alternativas? O que aparenta ser um porto seguro pode se revelar ilusório. Que o digam os compradores de CDBs de banco de primeira linha nas vésperas do Plano Verão.