

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 chega a ser superior a 100%, enquanto que nos EUA e Inglaterra ela atinge 40% do PIB. Contudo, estes países de economias estáveis conseguem colocar maiores dívidas a taxas reais de juros bastante inferiores às que oneram os cofres públicos dos países em desenvolvimento.

No Brasil, 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". Praticamente esta monetização da dívida já começou a ocorrer se levarmos em conta o crescimento real da carteira do

Banco Central a partir de agosto de 1989, comparado com um ritmo menor de colocação de papéis junto ao público.

Nas hiperinflações européias dos anos vinte, os déficits públicos chegaram a algo em torno de 30 a 50% do PIB. Não eram déficits operacionais (mesmo porque naquela época este conceito não era conhecido), mas sim déficits nominais, próximos dos quais encontra-se o déficit público nominal do Brasil. Do ponto de vista do déficit público nominal, já estamos perto de ter um importante ingrediente de hiperinflação. Para chegar a ela basta que se atinja o limite tolerável da dívida intena, que certamente é muito menor do que nos países estáveis.

As soluções para a dívida interna, dentro de um ajustamento global da economia, passam necessariamente pelo seu alongamento, trocando-se as atuais letras financeiras do tesouro nacional pelos bônus monetários, de uma só vez ou gradualmente de acordo com o ritmo da política monetária a ser adotado. Neste contexto de troca de títulos públicos, partindo-se do pressuposto da ausência futura de flutuações exageradas das taxas inflacionárias, as colocações dos BTNs não teriam garantia de liquidez por parte do Banco Central, sendo qualquer perda ou ganho, riscos integrais do mercado. O repasse dos BTNs para os clientes finais, com prazos decorridos ou não, faria parte da estratégia de cada instituição financeira. Concomitantemente as taxas de juros flutuariam livremente, acabando-se com a zeração do mercado pela mesa de **open** do Banco Central, recor-

rendo as instituições financeiras não bancárias aos empréstimos dos bancos comerciais, com garantia colateral em títulos públicos, no âmbito do Seliq, para o financiamento residual de suas carteiras. Complementarmente o Tesouro poderia manter também contas nos bancos comerciais, atuando, como qualquer agente econômico eficiente, na captação da poupança pré-existente na economia, evitando-se o atual financiamento marginal do déficit público pelas autoridades monetárias, pela centralização da sua caixa no Banco Central. Dentro deste quadro de maior liberdade, as reservas bancárias poderiam, também, ser negociadas livremente pelos bancos comerciais, sem lastro em títulos públicos, com a consequente flutuação da nova taxa de juros interbancária, como meio de aferir a liquidez instantânea da economia.

Outra alternativa mais extrema para a dívida, que excluiria a troca dos títulos públicos, seria realizar sua monetização eficientemente, permitindo-se aos bancos remunerarem seus depósitos à vista a taxas de juros de mercado, com imediato recolhimento desta liquidez ao Banco Central, mediante políticas de encaixes compulsórios remunerados.

Evidentemente que todas estas hipóteses partem do pressuposto de que o ajuste fiscal, pano de fundo de qualquer estratégia macroeconômica, precisará de consistência e credibilidade, para que a sociedade não anteveja sua reemergência, provocando a expectativa de que a inflação voltaria a pleno vapor, retirando a eficácia da política monetária e da nova configuração da dívida pública.