

Metas inflacionárias e dívida pública

Julia Sperl * e
Marcelo Tsuji **

Com a desvalorização do real, abandonou-se o câmbio como âncora nominal da economia e o destino da inflação passou a depender do sucesso do regime de metas inflacionárias. Tal sucesso será resultado essencialmente da consistência econômica do regime, da resolução do Banco Central em executá-lo e da disponibilidade de instrumentos de política monetária para fazê-lo. Das três condições, a última é a mais difícil de ser satisfeita devido ao gerenciamento da dívida pública, como argumentamos neste artigo.

No atual momento recessivo, a capacidade ociosa de nossa economia tem sido suficiente para absorver os choques de oferta (como os reajustes de tarifas públicas que o governo promoveu em julho) sem o desencadeamento de um processo inflacionário. A grande questão é o que irá ocorrer quando a economia voltar a crescer e um de tais choques iniciar uma recomposição generalizada de preços.

Esse é o desafio a partir do ano 2000. O grande teste para a credibilidade das metas de inflação ocorrerá quando um choque de

oferta ou demanda fizer com que a inflação esperada saia do intervalo estipulado pelo Banco Central. É nesse momento que agentes econômicos testarão as medidas adotadas pelo Banco Central e julgarão se elas são consistentes ou não com as metas inflacionárias anteriormente assumidas.

Quais são os instrumentos disponíveis para controlar a inflação? O Banco Central pode alterar as regras do compulsório e limitar o crédito ao consumidor. A taxa de juros, no entanto, ainda é o instrumento mais flexível, transparente e que produz menos distorção na execução da política monetária. Lembremos

que a transparência é essencial para manter a credibilidade. O problema fundamental no caso brasileiro é que o uso desse instrumento estará restrito pela adversa composição da dívida mobiliária federal.

Em junho deste ano o total dessa dívida somava R\$ 383 bilhões (39% do PIB), estando 64% dela indexada pela taxa Over/Selic. Isso significa que um choque de juros teria efeitos imediatos sobre 64% da dívida mobiliária total e,

conseqüentemente, também sobre grande parcela do total da dívida pública líquida do setor público (que em maio somava R\$ 483 bilhões, ou 49,6% do PIB). O resultado é que uma política monetária contracionista estará associada a uma política fiscal expansionista. Aumenta-se o juro, aumenta-se o déficit nominal e, por conseqüência, a dívida pública. Como nos ensinou Sargent em sua "Desagradável Aritmética Monetária", o crescimento da dívida pública

vem acompanhada de renovadas expectativas de sua monetização futura, o que provavelmente minará a credibilidade das metas inflacionárias estabelecidas pelo Banco Central.

Assim, há no Brasil uma grave incongruência entre a adoção de metas inflacionárias e os instrumentos disponíveis para implementá-las. Como choques de demanda e oferta são em geral imprevisíveis, é melhor prevenir para ter como remediar. O Banco Central tem tentado reduzir a participação de papéis indexados à Selic na dívida pública, mas obviamente está enfrentando resistência para aumentar a quantidade

de papéis prefixados. A nosso ver, a transição para papéis pré seria o caminho ideal, mas há dúvidas se no curto e médio prazos ela poderá ser feita na velocidade ideal. Nas atuais circunstâncias, uma melhor estratégia de gerenciamento da dívida nos parece ser o uso de papéis pós-fixados a um outro índice que não a Selic; isso funcionaria como uma etapa intermediária na desejável substituição de títulos indexados à Selic por títulos prefixados.

Títulos pós-fixados indexados ao IPCA (o indexador oficial utilizado pelo Banco Central), por exemplo, são plenamente consistentes com o regime de metas inflacionárias e libertariam a taxa de juros para que fosse focalizada nas metas propriamente ditas. Além disso, eles permitiriam o aumento da duração dos títulos públicos e reduziriam a preocupação do mercado internacional com a dinâmica da dívida interna, preocupação que tem limitado a performance da dívida externa e encarecido o crédito externo às empresas brasileiras.

Qual o custo desses títulos pós-fixados? Cerca de 10% sobre o IPCA? Só o mercado pode responder. De um lado, os títulos pré têm pago um prêmio elevado pela incerteza inflacionária. De ou-

tro, os títulos indexados à Selic oferecem mais proteção, mas, olhando para o futuro, só há uma trajetória de juros compatível com o pagamento da dívida: declinante e para abaixo dos 10%. Sob tais circunstâncias, travar as posições em juros reais de 10% não nos parece um mau negócio para os investidores.

Vale a pena para o governo? Vamos supor que o prêmio seja 10% e que a Selic continue a declinar. Nesse caso, a resposta é não. E se ocorrer um choque de oferta ou demanda e a Selic tiver de subir? A vantagem em substituir títulos indexados à Selic por títulos pós-fixados é reduzir a sensibilidade da dívida pública à taxa de juros. Essa é uma salvaguarda para que a política monetária possa ser focalizada nas metas de inflação de uma forma consistente. Credibilidade é essencial para esse regime. Quanto mais crível ele for, menos será contestado e testado pelo mercado. Em outras palavras, se a Selic puder subir sem causar os efeitos colaterais sobre a dívida pública, é menos provável que ela tenha de ser usada. É hora de prevenir. ■

* Ph.D. em economia pelo MIT.

** Pesquisador-visitante do CSLI (Stanford University).