

Não há mágica

Márcio Garcia¹ e Marcos Mendes²

O déficit primário de 2020, no momento estimado em R\$ 429 bilhões, já é suficiente para fazer a dívida bruta caminhar para, pelo menos, 90% do PIB, mesmo que a recessão seja leve. Num cenário menos otimista, a dívida bruta chegaria facilmente a 100% do PIB. Mesmo descontando reservas internacionais, hoje da ordem de 25% do PIB, ficaríamos com uma dívida líquida de reservas bastante elevada, de 75% do PIB.

Há quem não veja problema nisso, argumentando que basta o Banco Central emitir moeda para pagar a dívida. Em um contexto de deflação em todo o mundo, essa expansão não aumentaria nossa inflação.

Infelizmente, não é o caso.

Operamos em um regime de política monetária no qual o BC fixa uma taxa de juros, para atingir uma meta para a inflação. Para tanto, ele precisa prover a quantidade de moeda demandada pelo sistema, seja ela qual for, para atingir a taxa Selic determinada pelo COPOM. Não é possível, simultaneamente, fixar juros e controlar a quantidade de moeda.

Se o BC passar a emitir moeda, para pagar a dívida do Tesouro (abstraindo da restrição legal para fazê-lo), haverá aumento da liquidez no mercado e a taxa Selic ficará abaixo do valor fixado pelo COPOM. A reação do BC terá que ser a de vender títulos públicos (via operações compromissadas) para reduzir a liquidez e puxar os juros para cima. Esses títulos colocados em mercado aumentarão a dívida bruta medida pelo BC.

Somente poderíamos recorrer à monetização da dívida se abandonássemos o bem-sucedido sistema de metas de inflação. O BC passaria a atuar com metas de agregados monetários, os deixaria crescer frouxamente. Mesmo com baixa inflação internacional, os preços se acelerariam no Brasil. Para quem acha que a atual conjuntura mundial deflacionária não permitiria isso, basta olhar para a Argentina.

Há quem argumente que bastaria colocar a taxa Selic perto de zero. Também é um erro. Para manter a taxa Selic tão baixa por muitos anos seria preciso convencer os financiadores da dívida pública a comprar títulos brasileiros de baixo rendimento. A tendência seria uma fuga de capitais. Só conseguiríamos manter o financiamento a nossa dívida impondo controles à saída de capitais, e recorrendo a expedientes como forçar os

¹ Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners. Pesquisador do CNPq e Faperj.

² Doutor em economia. Pesquisador associado do Insper.

fundos de pensão das estatais a comprar títulos públicos. A velha “repressão financeira”. Outro retrocesso institucional significativo.

O Banco Central influencia, mas não determina o custo de financiamento do Tesouro. Quando tenta jogar o juro muito para baixo, de forma incompatível com o risco percebido pelo mercado, ele não consegue induzir a queda das taxas oferecidas nos leilões de títulos do Tesouro. Por exemplo, a última redução da taxa Selic se deu simultaneamente ao aumento do custo da dívida mais longa.

Com a política fiscal expansionista será muito difícil levar a taxa Selic para perto de zero. E com o crescimento da dívida, o risco de *default* aumentará, empurrando para cima os juros reais requeridos pelos compradores de títulos públicos.

Alguns propõem vender reservas internacionais, para quitar parte da dívida bruta. As reservas, que se valorizaram muito com a recente depreciação cambial, deverão cair nos próximos meses, uma vez que o combate a crise justifica seu uso. Mas o objetivo de vender reservas agora não deve ser o de diminuir a dívida bruta. A real situação de solvência do setor público é dada pela dívida bruta menos reservas. Vendê-las apenas mudaria a composição da dívida líquida, sem melhorar a situação patrimonial do governo.

Não existe mágica para nos livrarmos da dívida que ora se acumula. Serão décadas de esforço fiscal. Já estamos mais pobres.

Temos que evitar dois graves erros, que facilmente podem ocorrer em meio às imprescindíveis ações para vencer a atual crise: dar dinheiro público a quem dele não precisa e estender os gastos emergenciais para além do tempo estritamente necessário, agravando nossa já precária situação fiscal.

Sem esses cuidados, corremos o risco de sair da pandemia voltando a conviver com inflação elevada e com grande dificuldade de retomar o crescimento.

¹ Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners. Pesquisador do CNPq e Faperj.

² Doutor em economia. Pesquisador associado do Insper.