

# Desdolarização, Taxa de Juros e Ajuste Fiscal

*Com a expressiva redução da vulnerabilidade externa, é fundamental atacar a fragilidade fiscal da economia brasileira.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
6 de julho, 2006

Desde 2003, o Banco Central e o Tesouro Nacional vêm promovendo acentuada desdolarização da dívida pública interna e redução da externa. Ao contrário do que ocorreu em 2002, quando a expressiva depreciação cambial ocorrida causou imediato e expressivo crescimento da razão dívida/PIB, hoje em dia a depreciação cambial tem o efeito de reduzir levemente o endividamento público. Mais ainda, se continuarem as recompras de dívida externa, as compras de dólar e as intervenções via derivativos cambiais, o Brasil ficará na inusitada situação de ver sua dívida pública se reduzir significativamente quando o real se deprecia.

Em alentada entrevista ao Valor (23/6/2006), o ex-presidente do BC Armínio Fraga expressou a opinião de que a desdolarização recente pode ter passado do ponto: "*Tem muita coisa que você pode fazer com o vento a favor. Alongar a dívida, desdolarizar, acumular reservas, reduzir juros. Eu diria que demos foco maior na redução dos juros e eles deram bastante ênfase na desdolarização. Talvez em ambos os casos tivesse sido melhor fazer alguma coisa intermediária. Nós não desdolarizamos muito.*"

Implícita no raciocínio do ex-presidente do BC está a existência de alternativa entre desdolarizar e reduzir juros. O mecanismo econômico é simples: ao intervir comprando dólares, o BC eleva a taxa de câmbio. O câmbio mais caro tende a pressionar a inflação, impedindo que a redução dos juros seja maior.

Mas o mecanismo relevante pode não ser tão simples. Há um possível efeito antagônico ao primeiro: ao desdolarizar a dívida pública, reduz-se a vulnerabilidade externa de nossa economia, o que faz cair o prêmio de risco nas aplicações no Brasil, aumentando os investimentos estrangeiros, assim apreciando o câmbio. Ou seja, se o efeito da redução de vulnerabilidade prevalecesse sobre o efeito previsto no mecanismo mais simples, não haveria alternativa entre desdolarização e redução de juros. Ao contrário, a desdolarização, ao apreciar o câmbio e reduzir mais rapidamente a inflação, abriria caminho para queda mais intensa de juros.

Qual dos dois efeitos prevalece é questão a ser dirimida empiricamente. De qualquer forma, é razoável supor-se que—com a eliminação da dívida pública ligada ao câmbio e a redução da dívida externa privada—os benefícios de movimentos adicionais de desdolarização da dívida pública sejam hoje muito menores do que no passado. Na medida em que os custos fiscais da taxa Selic elevada permanecem, intervenções cambiais adicionais tornam-se cada vez menos vantajosas.

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

Naturalmente, há outras justificativas para a intervenção no câmbio. Amortecer a volatilidade exacerbada é, talvez, a principal. Mas intervenções com propósito exclusivo de reduzir volatilidade deveriam, em princípio, que alternar as pontas, ora comprando, ora vendendo.

Outras duas questões empíricas cruciais para o desenho de política monetária hoje no Brasil são as magnitudes do impacto da redução dos juros sobre a taxa de câmbio, e do impacto da depreciação cambial sobre a inflação (o coeficiente de repasse, ou *pass-through*). Se a taxa de câmbio se depreciar muito frente a reduções do juro, e se tais depreciações cambiais impactarem muito a inflação, o espaço para redução adicional do juro fica severamente limitado. Por outro lado, se a redução do juro interno não provocar substancial depreciação cambial, ou se a depreciação cambial pouco afetar a inflação, pode-se reduzir o juro muito mais significativamente.

Vale lembrar que as condições do mercado financeiro internacional serão em grande medida os determinantes do tamanho desses efeitos (sobretudo do primeiro), apesar da redução da vulnerabilidade externa causada pela desdolarização e pelo aumento das exportações. Veja-se, por exemplo, a significativa depreciação cambial que ocorreu na esteira da recente chacoalhada dos mercados financeiros internacionais. Os impactos internos do aumento de aversão ao risco nos mercados internacionais ocorrido em maio último—aumento das taxas de juros de prazos mais longos e depreciação cambial—ocorreram a despeito da desdolarização já ocorrida.

Investidores domiciliados no exterior aproveitaram-se da isenção tributária conferida pela MP281 para aumentar seus investimentos em títulos longos da nossa dívida pública. Tais títulos têm indexação à inflação, não ao câmbio. No momento em que subiu a aversão ao risco lá fora, muitos desses investidores resolveram se desfazer de seus investimentos no Brasil. Venderam os títulos, cujos preços caíram, assim elevando as respectivas taxas de juros. Compraram câmbio, assim depreciando o real. O BC interveio nessa situação na ponta vendedora de dólares, mitigando a depreciação. Ou seja, movimentos de redução do apetite por risco de investidores internacionais continuam a nos afetar, embora menos do que no passado.

Mesmo que tenhamos a ventura de contar com alguns anos mais de céu de brigadeiro, com boas taxas de crescimento das principais economias mundiais, é necessário que se abra mais espaço para que imprescindíveis reduções adicionais do juro não elevem a inflação. Há uma ampla agenda de aprimoramentos adicionais da economia cuja implementação permitiria ao BC reduzir mais celeremente a taxa Selic sem colocar em risco o controle da inflação. A principal delas é, sem dúvida, a implementação de um programa de ajuste fiscal de longo prazo que venha a reduzir o peso dos gastos públicos no PIB. Sem que tal programa venha ser implementado o BC terá cada vez menos espaço para prosseguir em seu papel de guardião do poder de compra da moeda.

O ex-Ministro Pedro Malan tem chamado a atenção para o tetralema que a economia brasileira enfrentará em seu futuro próximo. É impossível se ter simultaneamente nos anos vindouros as seguintes quatro condições: dívida pública/PIB estável ou declinante, carga tributária/PIB estável ou declinante, superávit primário expressivo e nível e estrutura do gasto público corrente similares aos atuais, notadamente da previdência social. Sem reformas significativas que restrinjam a expansão dos gastos públicos correntes já contratada sob as normas hoje vigentes, ou o superávit fiscal vai cair, assim

colocando a razão dívida/PIB em trajetória explosiva; ou se terá que aumentar a carga tributária, algo que parece politicamente impalatável, além de reduzir mais ainda a eficiência da economia brasileira.

Não há dúvida de que a desdolarização da dívida pública ajudou a tornar a economia mais robusta. Se foi excessiva ou não é, hoje, uma questão acadêmica a se discutir. Mas a questão chave para o futuro do Brasil continua sendo o ajuste fiscal de longo prazo.