

Política monetária e dívida pública

Gustavo H. B. Franco

Não há exagero em dizer que durante a década anterior a julho de 1994, salvo por episódios isolados, o Brasil praticamente não teve política monetária. A atuação do Banco Central teve como foco central a colocação de novos papéis e a rolagem da dívida interna. Ou seja, tinha uma função essencialmente fiscal. Não se queria perder a possibilidade de se financiar o déficit público através de títulos da dívida pública, de modo que tudo foi feito para evitar que os poupadores levassem sua riqueza para o exterior.

Com esse espírito, o BC dava liquidez diária à dívida pública inteira, ou seja, era como se toda a dívida pública tivesse prazo de vencimento de 24 horas. E os juros reais pagos pelo governo para tomar esse dinheiro emprestado por um dia - chamados juros do "overnight" - sempre foram bastante significativos. Por mais vergonhosa e excepcional que fosse essa forma de atuação, não havia outra maneira de evitar que a riqueza financeira dos brasileiros fugisse para o exterior.

Num dado momento inventou-se um título que simplificava esse processo: um papel que era, na verdade, um acordo de reconstrução automática, todo dia, da mesma dívida, aos juros do "overnight". Esses títulos, inventados para a hiperinflação, para crises e mudanças de governo, ainda existem: são as LBCs e LFTs, títulos do Tesouro e do Banco Central indexados pela taxa de juros do "overnight". Por mais que esses títulos tenham vencimentos até superiores a um ano, na prática, nada mais são que dívida de 24 horas cuja existência resulta e tornar a política monetária tão (im)potente quanto era na época da hiperinflação. Por isso mesmo, sucessivas administrações do Banco Central, incluindo a atual, lutaram para evitar o uso desses papéis.

Muita coisa mudou desde julho de 1994 no tocante à política monetária, mas muita coisa continua igual. Até agora, em virtude da nossa situação fiscal ainda precária, a colocação de dívida nova e rolagem da dívida pública existente continua, infelizmente, a ser um assunto tão importante para o Governo que a política monetária parece não existir fora desse tema.

As coisas começaram a mudar em julho de 1994 quando o BC começou a substituir as LBCs e LFTs e o Tesouro Nacional iniciou um longo e penoso processo de alongamento da dívida pública. O Tesouro oferecia títulos pré-fixados, ou seja, sem nenhuma indexação, e também títulos indexados à taxa de câmbio. Mas recusava-se a oferecer títulos com indexação por índices de preços pois se pensava que esses papéis poderiam afetar o ânimo para indexação da população em geral. Ou denotar que o próprio governo não acreditava na estabilização.

Às vésperas da crise da Ásia a composição da dívida pública já revelava uma predominância dos pré-fixados, mas conseguida a muito custo. O mercado pedia prêmios grandes para aceitar pré-fixados mais longos, tanto que, naquela altura, já se tinha claro que não se conseguiria alongar os pré-fixados muito além de dois anos. Ou seja, o alongamento de verdade teria de ocorrer com papéis indexados ao câmbio ou ao IGP-M. Muitas idéias novas apareceram nesta época, tendo em mente o exemplo de alongamento proporcionado pela emissão de um título de 30 anos no exterior, em parte colocado em uma troca com títulos da dívida externa pré-existent. O Tesouro bem que poderia trocar as várias dezenas de "moedas podres", além do FCVS securitizado e os TDAs, por títulos de 5, 7, 10 e 15 anos, como acabou fazendo recentemente, embora numa escala minúscula.

O fato é que a crise da Ásia adiou essas ambições e chegou a fazer crescer um pouco as LBCs e LFTs, e com a crise da Rússia, que vinha simultaneamente a uma mudança de governo, não teve jeito. O mercado se acostumou a exigir esses papéis em tempos de crise e/ou de mudança de governo, e as duas coisas estavam presentes em agosto de 1999.

O tempo passou, aconteceu o que todos assistimos e agora, passada a crise, é curioso mas não surpreendente que, uma vez mais, o BC e o Tesouro estejam experimentando dificuldades, ou seja, pagando caro, para colocar papéis pré-fixados. A parcela da dívida pública em papéis "de 24 horas" tem flutuado entre 55% e 65% nos últimos meses, o que indica que o mercado ainda está com a cabeça de crise. O filme é antigo e somente a velhinha de Taubaté pensaria que o regime de taxas de câmbio flutuante com "sujeira" que temos hoje iria mudar esta dinâmica.

Existem três condutas que, a meu juízo, o Tesouro e o BC devem evitar: o primeiro é insistir no pré-fixado quando o mercado não quer. Custa caro e o alongamento é píffio (de seis

meses para nove meses faz tanta diferença ?). O segundo é a aversão ao título em IGP-M. Se a mega-desvalorização não foi suficiente para acordar a indexação, a noção que títulos em IGP-M trariam dano irreparável à desindexação está simplesmente obsoleta. E há muita demanda de fundações e investidores institucionais.

E o terceiro é o tolo preconceito contra os títulos cambiais. Esse preconceito tem duas origens: de um lado, gente do exterior que não entende a dinâmica da dívida pública no Brasil e vê nos papéis cambiais os Tesobonos mexicanos. Já se gastou saliva demais com esse povo, basta ignorá-los. De outro, temos a turma que acha que emitir papéis cambiais é sinônimo de fazer política cambial. Esse povo acha que, em decorrência do regime de flutuação cambial que temos, esses papéis não deveriam existir para não interferirem na formação da taxa em mercado. Pode parecer coisa de liberais radicais, Chicago Boys extraviados do Chile, mas não é nada disso: é coisa de quem está comprado em câmbio. A verdade é que o regime de flutuação eleva a demanda por "hedge", ou por proteção patrimonial diante de variações cambiais. Se o governo não aumentar a oferta será o mesmo que dizer que as pessoas devem proteger sua riqueza comprando dólares ou levando sua riqueza para fora do país. O câmbio vai explodir e muita gente vai ganhar dinheiro. O ponto é que não há um pingão de doutrina nessa discussão.

O fato é que sem essas três condutas acima sugeridas, vai ser muito difícil obter, em bases voluntárias, algum alongamento da dívida pública de que o governo possa orgulhar-se. E não houver alongamento feito da forma correta, não vai faltar quem queira enxergar aí uma panacéia para os males do Brasil e transformar um assunto técnico delicado em um tema de campanha eleitoral.