

## Reforma Financeira e Dívida Pública: Agenda de Política Econômica em 1994\*

Carlos Von Doellinger

Os títulos da dívida pública interna constituem, no Brasil, a principal parcela da chamada “quase-moeda” ou “moeda indexada”. Por outro lado, a magnitude da dívida é sempre ressaltada quando da análise da execução orçamentária e da política fiscal, mormente pelos seus propalados efeitos sobre o déficit das contas do setor público.

O saldo atual da dívida mobiliária resultou do crescimento verificado entre 1991 e final de 1992. Ao se observar esse crescimento fica claro, no entanto, que as causas da elevação do saldo - e da base monetária - são essencialmente monetárias, e não fiscais. Tais fatores deixaram de atuar em 1993, verificando-se, então, redução do saldo ao longo do ano.

No que concerne aos custos financeiros para o Tesouro, parece haver certo exagero nas avaliações a partir de dados orçamentários recentes. Para 1992, ano de grande elevação desses custos, as despesas com encargos financeiros representaram 7,5% da receita bruta. Para 1993, estimou-se representatividade menor, da ordem de 5% da receita, ao se considerar os encargos da dívida em poder dos mercados (fora do Banco Central). O trabalho argumenta que o ônus financeiro da dívida, conquanto não des-

prezível, parece suportável.

Outro aspecto relevante toca o perfil da dívida. Como se sabe, 60% da dívida são títulos com prazos médios próximos a um mês. Trata-se, de fato, de perfil desfavorável e que se reflete nos riscos, conforme avaliados pelos mercados financeiros, associados às trajetórias da inflação e dos juros reais da economia.

Essa peculiaridade, reforçada pelo compromisso de liquidez garantida e diária desses títulos, nos remete à polêmica questão dos títulos públicos como componente destacado da nossa “moeda indexada”.

Os dados recentes parecem indicar que o aumento da dívida relacionou-se, em grande parte, ao aumento da demanda de moeda indexada ( $M^2$ ), demanda essa que se estendeu também aos outros agregados “quase-monetários” ( $M^3$  e  $M^4$ ), em substituição à moeda convencional ( $M^1$ ).

Ao analisar as circunstâncias dessa evolução recente, conclui o artigo que não há como negar o papel de destaque dos títulos públicos na execução da política monetária, tendendo a torná-la passiva, ou meramente defensiva, na medida em que apenas permite evitar o total descontrole da demanda agregada que decorre-

\*Este texto tem como referência o artigo “Reforma Financeira e Dívida Pública: A Agenda de Política Econômica para 1994” de Carlos Von Doellinger, In *Perspectivas da Economia Brasileira*, 1994, IPEA, Rio de Janeiro, 1993.

ria da transformação dessa massa de haveres financeiros em ativos reais. Nessas condições, a inflação tende a se perpetuar pela própria indexação e por pressões de custos.

Tendo em conta essa conclusão, sustenta-se a tese de que a eficácia da política monetária no Brasil relaciona-se estreitamente à administração da dívida pública federal. A questão fundamental, nesse aspecto, reside na atuação do Banco Central como responsável por esses títulos perante os mercados financeiros, o que o perpetua, em última instância, como agente de financiamento do Governo Federal. E a tal ponto chegou essa distorção, que o "open-market", no Brasil, se transformou, em grande parte, em instrumento permanente de gerencia e controle da dívida pública, ao invés de instrumento eventual de política monetária.

Segundo o trabalho, a eficácia da política de estabilização depende de mudanças importantes no papel do Banco Central, sobretudo na gestão da dívida pública, o que estará na dependência de alguns pré-requisitos importantes, tais como a mudança do perfil da dívida, o resgate dos títulos do Banco Central, a redução gradativa dos custos financeiros e o equilíbrio das contas do governo federal, como garantia da solvência dos seus títulos. Com isso, tornar-se-ia possível o relacionamento direto do Tesouro com os mercados financeiros, sem a "intermediação" do Banco Central.

Algumas ações do governo nos últimos

meses demonstraram se possível caminhar na direção de menores custos e maiores prazos. Há intenção de modificar o papel institucional do Banco Central. Porém, o pressuposto mais importante, qual seja a recuperação da credibilidade do governo, depende fundamentalmente de um ajuste fiscal convincente, de natureza estrutural. E não apenas no âmbito das finanças do Tesouro da União, como das demais contas do setor público federal, dos fundos, das empresas estatais e dos governos estaduais e municipais.

Garantida essas pré-condições, cria-se condições ideais à reformulação do Banco Central e à recuperação da eficácia da política monetária como peça fundamental ao sucesso de qualquer política eficiente de estabilização.

Completada essa tarefa, caberia também uma reformulação do sistema financeiro com vistas a cumprir e forma mais adequada a sua função econômica básica, qual seja a de intermediado de recursos ao sistema produtivo, ao invés de financiador do déficit público.

A questão final, abordada no artigo, diz respeito ao papel econômico e institucional dos bancos estaduais, que se constituem hoje, em verdadeiros bancos centrais estaduais. O ajuste do setor público estadual deve dar lugar à recondução dos bancos estaduais às suas verdadeiras funções quais sejam as de instrumentos de fomento das economias regionais.