

Limites para atuação do Banco Central

Márcio Garcia¹

Em boa parte por conta da péssima gestão governamental do combate à pandemia, apesar dos já quase quatro meses de quarentena, o futuro continua extremamente incerto. A falta de diretrizes claras e confiáveis magnifica os custos da pandemia, tanto em vidas quanto em termos econômicos. Mais ainda do que outros países, dependemos da descoberta de vacinas ou tratamentos que nos permitam passar ao novo normal pós-Covid.

Felizmente, a resposta aos desdobramentos socioeconômicos da pandemia foi melhor do que a sanitária. O coronavoucher mitigou a penúria de dezenas de milhões de brasileiros que não teriam outra fonte de renda. Milhões de empregos em empresas privadas estão sendo mantidos graças a fundos públicos. E diversos programas tentam fazer com o que o crédito chegue a pessoas e firmas, sobretudo pequenas, que dele necessitam.

Os custos fiscais vêm sendo substanciais. O déficit primário (sem juros) em 2020 deve ultrapassar 10% do PIB. Dependendo do que se aprove adicionalmente de gastos públicos, pode vir a ser bem maior. O FMI projeta que a dívida pública bruta chegará a 102,3% do PIB, configurando endividamento muito mais alto do que o de qualquer país em desenvolvimento.

Passada a pandemia, serão necessários esforços redobrados para repor a dívida pública em trajetória cadente. Caso contrário, haverá dificuldade crescente para rolá-la. O fantasma da dominância fiscal voltará a assombrar nossa economia.

Apesar disso, há economistas asseverando que os gastos adicionais poderiam ser financiados sem aumentar a dívida pública, via emissão de moeda. Não falta quem venha alertando ser tal recomendação baseada em perigosa falácia (p.ex., Marcos Mendes e eu escrevemos “Não há Mágica”, [ver aqui](#)). Mas o dano está feito e é crescente.

Acreditando que há uma saída indolor para aumentar gastos públicos, legisladores estão criando novas despesas. Muitas delas perdurarão bem depois do fim da pandemia. A capacidade de resistência da equipe econômica a tais iniciativas diminui à medida que o governo se enfraquece politicamente e torna-se refém do Centrão.

Neste cenário recessivo com deterioração acentuada da postura fiscal, o Banco Central (BC) tem sido obrigado a cumprir múltiplas missões. Por meio de regulação e dos já programas já mencionados, tenta manter o crédito fluindo, compensando a contração e o encarecimento do crédito advindos da recessão e do aumento incerteza.

¹ Ph.D. por Stanford, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

Mas é no binômio juros e câmbio que reside seu principal desafio. Com inflação baixa e cadente em meio à recessão, o BC poderia, em princípio, reduzir ainda mais a taxa Selic. Mas com a significativa deterioração do panorama fiscal, considerações envolvendo risco de crédito (calote) da dívida pública podem limitar a margem de manobra do BC.

Mais de 50% da dívida pública, hoje, é rolada à taxa Selic. E esse percentual está em elevação, pois o Tesouro Nacional (TN) vem, com razão, relutando em emitir títulos longos, que pagam juros mais altos do que a taxa Selic. Várias iniciativas ora em curso (transferência dos lucros do BC com reservas para o TN e desvinculação de alguns fundos) devem disponibilizar recursos adicionais para o TN não ter que rolar toda sua dívida vincenda. Mas quando o TN deixa de rolar sua dívida, para manter a taxa Selic fixada pelo COPOM, o BC tem que enxugar a liquidez liberada pelo TN via operações compromissadas, o que significa emissão de outra forma de dívida, muito curta, à taxa Selic. O resultado final é tão somente a transformação de dívida longa vincenda em dívida curta à taxa Selic.

Caso a Selic venha a ser percebida como excessivamente baixa, isso poderia criar recomposições desestabilizadoras de carteiras patrimoniais, com investidores se desfazendo de títulos públicos para comprar dólares. Tal movimento causaria depreciação ainda maior do real, fadados a ter repercussões inflacionárias no médio prazo.

Outras ações que o BC poderia tomar, como compras de títulos longos do TN, para baratear a rolagem da dívida, ou intervenções cambiais, para conter eventual depreciação, provavelmente, não teriam grande eficácia. É preciso ter em conta que o risco fiscal na economia brasileira é, hoje, muito alto. Intervenções do BC podem realocar tal risco entre ativos, mas não o suprimir. O gráfico mostra que o BC vem intervindo maciçamente nos mercados cambiais. Mas isso nem impediu uma depreciação substancial do real, nem eliminou a alta volatilidade no mercado de câmbio.

O BC apenas aventou a possibilidade de uma pequena redução adicional da Selic. O mercado financeiro espera que a Selic termine o ano em 2%. É bem possível que a redução observada até aqui, sem maiores impactos na alocação de portfólios, só tenha sido viável em decorrência da inundação de liquidez feita pelos bancos centrais das economias avançadas. Reduzir mais a Selic exigiria queda substancial do risco fiscal da economia brasileira. Imprescindível. Mas, até onde a vista alcança, im'provável.

Posição Cambial Líquida (US\$ Bilhões)

Última atualização: 07/07/2020
Último dado: junho/2020

