

## **Prefácio**

A principal distorção da atual cena econômico-financeira do Brasil é o altíssimo nível das taxas de juros. Chama a atenção também como o prazo médio da dívida pública interna é curto e o percentual de títulos indexados à taxa de juros de um dia, elevado. Esses fenômenos têm as mesmas raízes e são os principais focos deste livro. O tema é interessante do ponto de vista conceitual e polêmico do ponto de vista do debate público. Há consenso quanto à necessidade de atingir níveis normais de juros e alongar a dívida e sua duração, mas não quanto às causas da situação hoje prevalecente e ao que fazer.

Do ponto de vista conceitual, os trabalhos reunidos neste livro aprimoram o entendimento que se tem sobre as causas da atual composição da dívida pública. Várias explicações para o problema são levantadas e discutidas, e a leitura de seus vários capítulos torna claro que não há uma única causa para essa situação, mas sim várias.

No topo da lista, e de longe a de maior importância, encontra-se o ainda frágil arcabouço fiscal. Em que pesem avanços importantes obtidos a partir de 1998, como a Lei de Responsabilidade Fiscal, a reestruturação

das dívidas estaduais e municipais, e a geração de superávits primários, há vários anos a despesa pública cresce a taxas reais anuais de quase dois dígitos. Para zelar pela saúde do orçamento público, a carga tributária vem aumentando paralelamente, tendo atingido cerca de 37% do PIB. A simples aritmética garante que esse crescimento não pode continuar por muito tempo mais. Nas benignas circunstâncias atuais da economia mundial, a festa continua, mas se nada for feito em um momento menos exuberante, ressurgirão os fantasmas da inflação e do medo do calote público. Boa parte da dificuldade observada para alongar o prazo de vencimento da dívida interna e para reduzir a participação das Letras Financeiras do Tesouro Nacional (LFTs) decorre dessa fraqueza fundamental que ainda nos assola.

Outros aspectos relevantes para o entendimento da estrutura da dívida pública incluem a falta de independência formal do Banco Central, que aumenta o prêmio de risco inflacionário no longo prazo, e o desenho de nosso sistema tributário – Contribuição Financeira sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e Créditos de Natureza Financeira (CPMF), Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), Imposto de Renda na fonte etc. –, cheio de cunhas introduzidas para evitar perdas de arrecadação em tempos de inflação elevada e, em caráter de urgência, acompanhar o crescimento das despesas nos últimos anos.

No âmbito dessa discussão, vários autores aqui presentes deixam claro que as tão demonizadas LFTs foram concebidas como uma resposta às fragilidades do momento em que surgiram, e que cumpriram bem seu papel. Quanto à sua aposentadoria, como bem propõe Pedro Bodin, parece claro que ocorrerá de morte morrida, na continuidade de um processo de reformas e aprimoramentos institucionais do ambiente macroeconômico do Brasil, que de resto parece estar em andamento. Da análise surge também uma clara e bem ancorada recomendação para que se evitem artificialismos no alongamento da dívida, a morte matada, sob pena de revivermos nosso glório passado de crises econômicas.

Nesse contexto e, especialmente em um ano de eleições, o debate público tem que ser acompanhado de perto. As bases do governo clamam por uma revisão da política macroeconômica do governo, que seria especialmente saudável se abordasse a necessidade urgente de reduzir o gasto público. Mas não parece ser esse o caso, apesar das propostas feitas nesse sentido pela área econômica. Aparentemente, propõem-se juros mais bai-

xos e um superávit primário menor, sem maiores explicações. As propostas autodenominadas populistas, nacionalistas e heterodoxas que têm sido apresentadas por grupos políticos influentes são outro motivo de preocupação. Na oposição, felizmente, fala-se na inevitabilidade de preservar o tripé responsabilidade fiscal, metas para inflação e câmbio flutuante, com alguma ênfase inclusive na necessidade de conter o crescimento do gasto público. Enquanto a discussão de caminhos exóticos for apenas uma discussão, e não uma agenda de governo com chance de ser implementada, o risco de instabilidade financeira continuará baixo.

Em relação aos juros, começa a se tornar claro que a fase de taxas altíssimas pode estar chegando ao fim. Desde a flutuação do câmbio no início de 1999 e das crises de 2001 e 2002, o Banco Central vem sendo obrigado a manter elevados os juros, a fim de trazer a inflação para os níveis definidos pelas metas do governo. Essa necessidade se exacerbou em razão de uma série de fatores, em que se destacam a fraqueza do mecanismo de transmissão da política monetária (dados o baixo volume de crédito e a baixa duração da dívida pública), o crescimento acelerado do crédito a partir de 2003 e a elevação do gasto público. A intuição é simples: a política monetária, ao elevar a taxa de juros, induz a contração no crédito. Se há pouco crédito na economia, o impacto de um dado aumento da taxa de juros sobre a demanda agregada é baixo. Se, além disso, o crédito cresce por razões autônomas – por exemplo, a inovação do crédito consignado –, a política monetária tem de trabalhar dobrado. Uma vez atingidas as metas para a inflação, a política de juros muito elevados não será mais necessária.

Ao reduzir o ritmo de crescimento da economia e aumentar o serviço da dívida pública, o esforço monetário trouxe custos, que são inevitáveis, mas também benefícios, como a própria queda da inflação após o salto ligado à crise de confiança de 2002 e o acúmulo de reservas cambiais. No futuro, à medida que se alongue a dívida pública e cresça o volume de crédito na economia, a eficácia da política monetária aumentará, e o custo econômico e social de se lidar com choques inflacionários será menor do que atualmente.

Há dois anos, este livro teria dedicado bastante espaço à questão da dolarização de parcela significativa da dívida pública. Hoje, a participação da dívida dolarizada é nula. No campo dos juros, as taxas a termo a partir do quinto ano das Notas do Tesouro Nacional série B (NTN-B), indexadas à

inflação, estão em torno de 6,5%, um nível bem inferior aos atuais 12,5%. Isso significa que as elevadíssimas taxas de juros em vigor são corretamente interpretadas pelo mercado como um fenômeno temporário.

Mas 6,5% ainda é um patamar excessivo, quando observado em uma perspectiva internacional. No mundo, as taxas reais situam-se, em geral, entre 1% e 4%. Se houver um corte sustentável da despesa pública, os juros reais e nominais poderão cair ainda mais, e mais rapidamente, chegando a níveis hoje quase inimagináveis. Esse corte de gastos requer sacrifícios que a sociedade terá de encarar. Para que isso ocorra, é preciso debater as questões de forma madura, aberta e competente. Este livro representa uma contribuição nessa direção.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2006  
Arminio Fraga Neto