

# Default, câmbio e inflação

Rubens Penha Cysne

Professor da Escola Brasileira de Economia e Finanças (FGV EPGE)

Países que conjugam metas de inflação a câmbio flexível em ambiente de leniência fiscal e relação dívida pública/ PIB muito elevada, com vencimentos em curtos períodos de tempo, estão sempre sujeitos a um possível pesadelo: que elevações dos juros básicos da economia, a partir de certo ponto, possam sinalizar um aumento de probabilidade de *default* sobre a dívida. Nesse cenário, um aumento de juros pode não ser suficiente para tornar a dívida mais atrativa para o poupador. Ou pode até mesmo reduzir a demanda pela mesma.

A possibilidade de *default* reduz em pelo menos duas formas a atratividade da dívida em relação a um investimento livre de risco. Primeiro, reduz os recebíveis esperados não apenas dos juros futuros, mas também do principal. Segundo, introduz uma incerteza em relação ao montante em si do *default* e do retorno do título. Dependendo da aversão ao risco do poupador, esse segundo fato também pode ter reflexos bastante significativos sobre a atratividade da dívida.

Esses dois fatos implicam que a perspectiva de *default* tende a agir

como uma previsão autorrealizável. Isso porquê, para compensar as perdas pelo *default* e o prêmio de risco associado, o emissor do título tem que elevar compensatoriamente os juros. O juro de equilíbrio entre oferta e demanda torna-se mais elevado. Isso, evidentemente, deteriora ainda mais a trajetória de evolução da dívida, fator importante para a conjectura inicial sobre o *default*.

Quando o regime cambial é flexível e parte da dívida é denominada em moeda estrangeira, pode-se estabelecer um motivo adicional para essa dinâmica perversa. Se a aversão ao risco do poupador externo for mais elevada que a média de mercado, a incorporação da perspectiva de *default* pela taxa de equilíbrio de mercado pode não ser suficiente para manter a atratividade externa do título. O fluxo de capitais para o país pode por isso se reduzir, desvalorizando o câmbio e majorando o serviço da dívida. Novamente, há uma deterioração da dinâmica de endividamento, fomentando a expectativa inicial de *default*.

Alternativamente, quando o regime cambial é flexível e o país adota

um rígido programa de metas de inflação sem a devida contrapartida fiscal, a mesma dinâmica perversa pode ocorrer independentemente de se ter ou não parte da dívida pública denominada em moeda estrangeira. Novamente, na presença de poupadores externos muito avessos ao risco, o aumento da perspectiva de *default* (e a consequente resposta do Banco Central elevando o juro básico da economia) pode gerar uma desvalorização cambial, ao invés de valorização.

Com a desvalorização, elevam-se os preços internos dos bens importáveis e dos bens exportáveis. Não é certo que isso gere aumento de inflação, posto que a elevação inicial de juros terá também atuado no sentido de baixar os preços através do seu impacto negativo sobre os investimentos (incluindo bens de consumo duráveis e estoques), demanda agregada e, consequentemente, sobre o emprego e sobre os salários.

Ocorre que, sem a ajuda do câmbio (através de uma valorização cambial), esse canal costuma não ser suficiente para reverter a inflação. Se o Banco Central, nessas circuns-

tâncias adversas, insistir em elevar novamente os juros, terá criado uma dinâmica perversa que deteriora a trajetória esperada da dívida pública e, desta forma, fomenta a expectativa de *default*. Ou seja, a expectativa inicial de *default* terá fomentado o mesmo, como nos casos anteriores.

Por todos esses motivos, é muito importante entender quais são as variáveis que devem ser objeto de monitoramento de forma a impedir que uma economia se encontre na situação descrita anteriormente, na qual uma expectativa inicial de *default* encontra, nos fundamentos da economia, espaço para se autoalimentar. E, adicionalmente, para impedir que o país se situe em uma situação de dinâmica perversa, seja entre juros e câmbio ou entre juros e inflação.

A dinâmica perversa entre juros e câmbio ocorre, como descrevemos anteriormente, quando uma elevação dos juros básicos pelo Banco Central gera uma desvalorização cambial (aumento do preço de referência da moeda estrangeira), ao invés de uma valorização. A dinâmica perversa entre juros e inflação ocorre quando uma elevação dos juros básicos acaba por gerar uma elevação, ao invés de uma queda da inflação.

A dinâmica perversa entre juros e inflação ocorre quando o fomento aos preços implicado pela dinâmica perversa entre juros e câmbio (com consequente desvalorização cambial quando se elevam os juros básicos) se sobrepõe aos efeitos negativos dos juros sobre a demanda agregada e sobre os preços.

Quando isso acontece, é porque a economia se encontra em uma situação na qual apenas a política fiscal pode ser eficaz no controle inflacionário. A percepção anterior de

que o Banco Central fazia um bom trabalho ao manter juros elevados e inflação baixa se dissipa. Percebe-se que aquela política, ao elevar rapidamente o crescimento da dívida, apenas postergava e ampliava o problema inflacionário de longo prazo.

Antes dessa situação mais crítica, pode também ocorrer, no interregno ainda não perverso entre juros e câmbio (ou seja, no período em que a dívida não era ainda tão elevada e aumentos de juros ainda eram suficientes para valorizar o câmbio), que a política de metas de inflação do Banco Central mantenha a economia operando durante um longo período de tempo com elevadíssimo desemprego em função de um câmbio valorizado.


Ou seja, em ambiente de elevada dívida pública e forte leniência fiscal deve-se sempre ter em mente a possibilidade de que o uso inadvertido da política monetária pode manter a inflação baixa durante algum tempo, dando a impressão de uma boa condução de política. Mas tal tentativa de acomodação de irresponsabilidade fiscal pode na verdade estar a implicar uma severa perda acumulada (no tempo) de emprego e produto (portanto, também de bem-estar), bem como uma inflação ainda mais elevada no futuro.

Na procura das variáveis que podem colocar determinada economia em situações de dinâmica perversa juros-câmbio ou juros-inflação, chega-se facilmente ao montante, à maturidade e à composição da dívida pública. São fatos facilitadores da dinâmica perversa: a) uma relação muito elevada entre dívida e PIB ou entre dívida e receitas públicas; b) uma qualidade dos ativos públicos inferior à qualidade dos passivos públicos; c) um reduzido prazo de

maturidade da dívida, em particular quando boa parte da mesma é objeto de recompra em pequenos intervalos de tempo; d) a existência de uma parcela significativa da dívida indexada à moeda estrangeira de referência.

Outro ponto importante, como observamos, é a resiliência ao risco do poupador, em particular, dos poupadores que determinam o fluxo de recursos transitando na conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos. Quanto mais elevada for essa aversão ao risco em relação à média de mercado, maiores as chances de uma dinâmica perversa na relação entre juros básicos (objeto da ação do Banco Central) e preço da moeda estrangeira.

Uma questão interessante, com respeito ao caso brasileiro, é saber se, em função das dificuldades de ordem fiscal e da elevada velocidade de elevação da razão dívida/PIB, poderíamos nos encontrar, ou estar migrando, para uma situação de dinâmica perversa, seja com relação ao câmbio ou à inflação, da forma como aqui descrita.

Cysne e Campos (2018) utilizam dados mensais da economia brasileira relativos ao período 11/2001 – 11/2017 e o Método Simulados dos Momentos (originalmente proposto por McFadden, 1989), para analisar essa questão do ponto de vista econométrico. 

#### Referências bibliográficas

Cysne, Rubens P. e Campos, Eduardo Lima. *Interest rates, default premium and inflation in Brazil: an approach using the simulated method of moments*. Mimeo, EPGE, 2018.

McFadden, D. "A method of simulated moments for estimation of discrete response models without numerical integration". *Econometrica*, 1989:995-1026.