

## Espaço Fiscal sob Ativismo dos Bancos Centrais

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

Guido Maia<sup>2</sup>

A pandemia levou ao reexame dos limites do espaço fiscal com que contam os governos para conduzir política contracíclica, com uma análise mais ampla dos níveis de dívida que um país pode sustentar. Juros surpreendentemente baixos durante as últimas duas décadas permitiram ampliação significativa dos níveis de endividamento soberano. O tamanho da dívida poderia até assustar, mas as “parcelas da hipoteca” pareciam caber no orçamento. Mas até que ponto? Em um texto para discussão recente,<sup>3</sup> escrito em parceria com Pedro Maia, tratamos de uma série de questões relacionadas à indagação acima, que se tornam especialmente relevantes quando cresce a importância do balanço de bancos centrais na determinação não só da taxa de juros *overnight*, mas de toda a estrutura a termo das taxas de juros.

O cômputo padrão do endividamento público concentra-se no perímetro do chamado Governo Geral (GG), que tradicionalmente exclui o Banco Central. Tal exclusão fazia mais sentido no início do século quando os principais BCs mundiais detinham balanços relativamente pequenos, de 5 a 10% do PIB. Mas o mundo mudou e hoje há BCs com balanços acima de 100% do PIB – caso de Japão e Suíça. Dentre as economias avançadas, os balanços dos BCs alcançam marcas entre 30 e 70% do PIB.

Em nosso artigo, propomos a utilização de métrica consolidada da dívida soberana (incluindo GGs e BCs) para melhor analisar as vulnerabilidades do maior endividamento. Grosso modo, somam-se os passivos do Governo Geral e o do BC, excluindo-se os intragoverno. Afinal, moeda, reservas bancárias e dívida são todos passivos do governo com a sociedade – o que muda é apenas o prazo de maturidade.

Com dados desagregados disponíveis para a grande maioria dos países, é possível construir métricas precisas e mais comparáveis, evitando-se perder tempo com idiosincrasias das estatísticas nacionais. O caso brasileiro é repleto delas. Devemos olhar para a dívida bruta ou líquida? Qual delas é mais comparável ao padrão internacional, considerando que, diferentemente de outros países com tradição no uso de depósitos voluntários para gerenciamento de liquidez, nosso BC precisa deter maior quantidade de títulos públicos para conduzir operações de mercado aberto? Nossa métrica sendo abrangente evita que minúcias contábeis embaralhem a noção de dívida.

Mais importante, tal agregação permite melhorar a medida da maturidade média do passivo governamental. Tal qual em uma hipoteca, há enorme diferença se a taxa de juros da dívida está fixada por um período curto ou longo. E, como o *quantitative easing* (QE) implica significativa redução da maturidade do passivo público (os BCs compram dívida do GG

---

<sup>1</sup> 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>).

<sup>2</sup> Departamento de Finanças, LSE (London School of Economics).

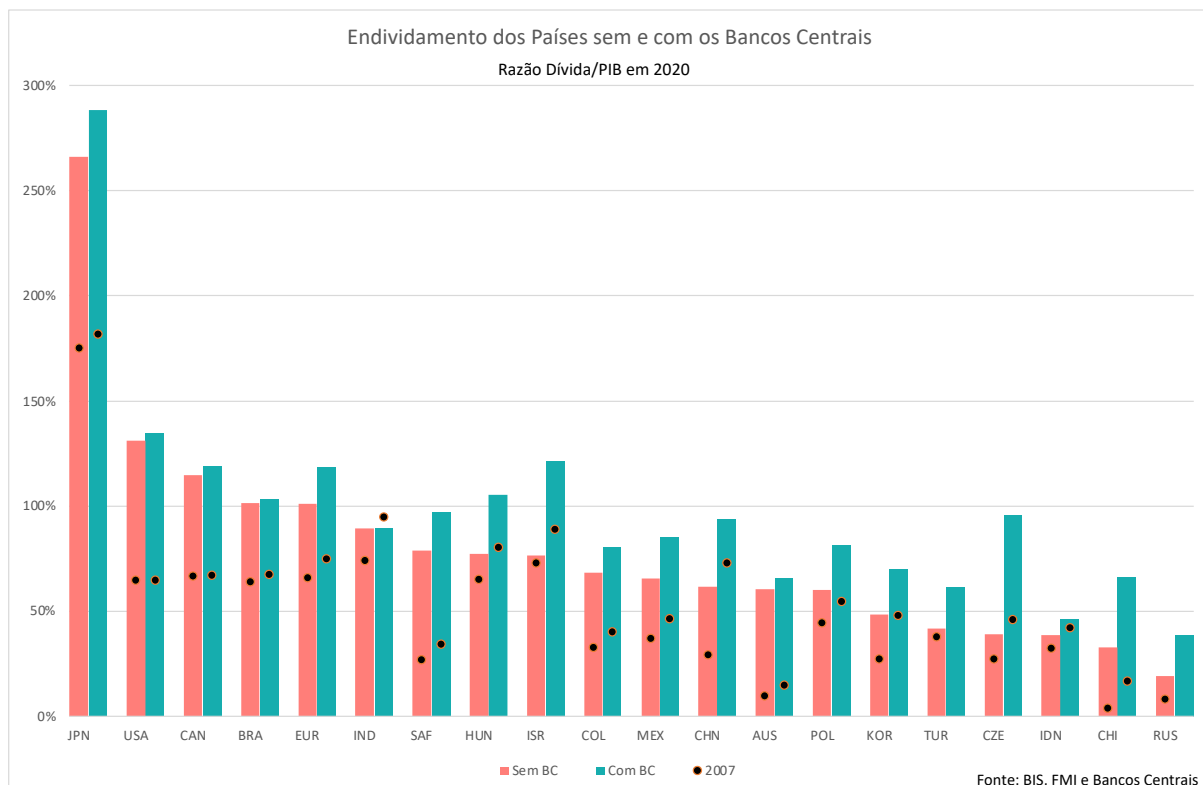
<sup>3</sup> “Fiscal Space in an Era of Central Bank Activism”, Texto para discussão n. 692 – Departamento de Economia, PUC-Rio - <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/td692.pdf>.

longa e emitem reservas bancárias *overnight*), as menores taxas de juros dele decorrente vêm com o custo da incerteza relacionada ao encurtamento da dívida e maior suscetibilidade a choques no nível de juros.

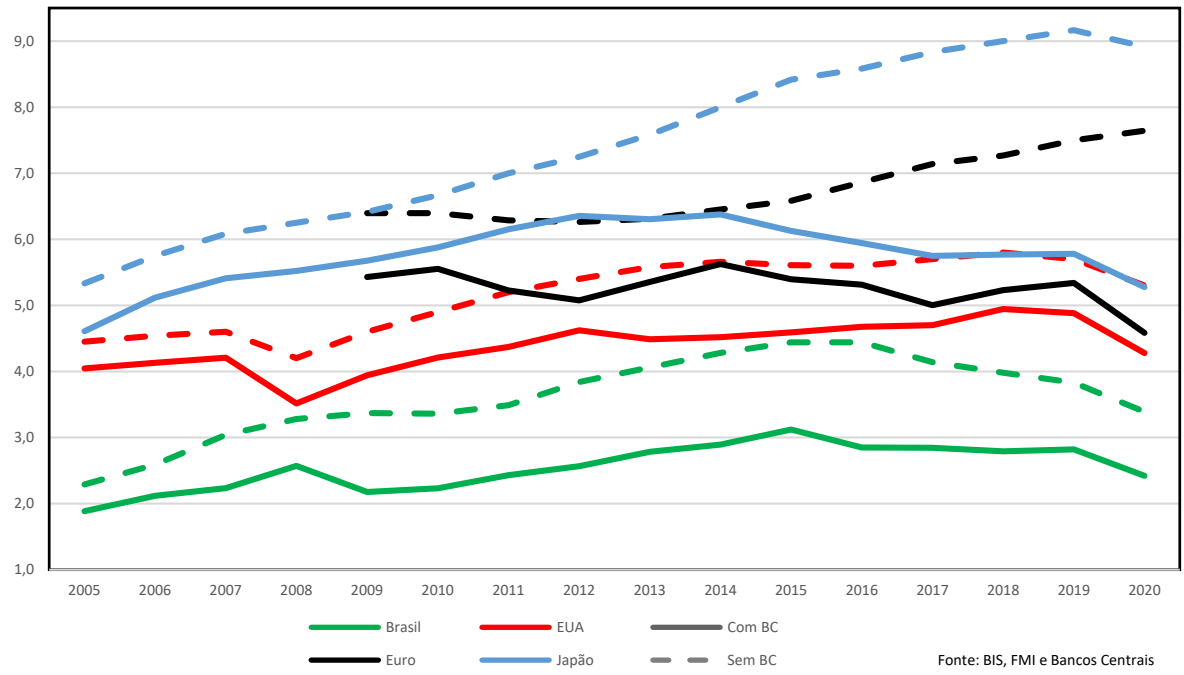
O gráfico 1 compara o endividamento de vários países sob as duas métricas. Sob a métrica consolidada, o estoque de dívida soberana em poder do setor privado em alguns países como Rússia e República Tcheca é mais do que duas vezes maior do que o valor da dívida do GG (38,8% vs. 18,9% e 95,5% vs. 39,1% do PIB, respectivamente). Mesmo em países como Brasil e EUA, em que os níveis de dívida sob as duas métricas são muito semelhantes, é possível observar que a maturidade média da dívida consolidada é bem inferior à maturidade média da dívida do GG (2,42 vs. 3,39 e 4,28 vs. 5,30 anos, respectivamente).

O gráfico 2 mostra a evolução recente da maturidade média da dívida sob as duas métricas. Os casos de QE no Japão e na Europa são emblemáticos. Enquanto a maturidade média da dívida dos GGs nessas áreas entre 2010 e 2020 cresceu significativamente (de 6,67 para 8,92 e de 6,40 para 7,65 anos, respectivamente), as enormes expansões de balanços do BoJ e do ECB mais do que compensaram esses aumentos, levando a reduções da maturidade média da dívida consolidada (de 5,88 anos para 5,28 e de 5,55 para 4,58, respectivamente). Assim sendo, uma análise baseada apenas nas dívidas do GG poderia levar à conclusão equivocada de que o perfil da dívida soberana foi alongado, quando, de fato, foi encurtado.

Não há espaço, aqui, para analisar outras nuances reveladas pela mudança de perspectiva que a nova mirada propicia. No caso do Brasil, conquanto nossa posição no ranking mundial de endividamento melhore levemente quando o assunto é *quantum*, chama a atenção quão curto é o passivo do governo: 2,42 anos. Cada vez mais os credores parecem buscar lugar tão próximo da porta de saída quanto possível.



Maturidade das Dívidas com e sem os Bancos Centrais  
Maturidade em Anos



Fonte: BIS, FMI e Bancos Centrais