

Real : Pontos a Serem Observados

Rubens Penha Cysne

11.8.98

A despeito de haver fatores altamente positivos no horizonte macroeconômico, como os investimentos diretos externos da ordem de US\$ 30 bilhões ocorridos entre 1994 e 1997, o sucesso nas privatizações e as baixíssimas taxas de inflação mensais, pelo menos três pontos preocupantes certamente estão a merecer a atenção das autoridades econômicas: a perda de graus de liberdade na política fiscal e na política monetária e, no horizonte de longo prazo, a modesta relação entre a formação de capital e o crescimento do passivo externo líquido do país.

O primeiro ponto diz respeito à perda de reputação na condução de política fiscal. Com a credibilidade diminuída em função da não concretização da redução de despesas anunciada em outubro do ano passado, quando da eclosão da crise asiática e do *Pacote 51*, encontra-se mais limitada a utilização da variável fiscal no caso de uma próxima crise. Este fator, aliado ao fato de a arrecadação tributária já se encontrar bastante elevada, poderá se mostrar bastante restritivo em caso de perda de crédito externo. Com o agravante de que reputação é algo cuja perda apenas se percebe quando dela se precisa.

Como a política fiscal apresenta uma elevada defasagem na sua materialização (haja vista a necessidade de aprovação pelo Congresso etc.), é fundamental que os anúncios de austeridade sejam críveis. Isto não ocorrendo, no caso de uma nova crise, as declarações de austeridade futura, a exemplo daquelas ocorridas quando da crise asiática, terão pouco efeito sobre as expectativas e, conseqüentemente, sobre a demanda..

O segundo ponto a merecer atenção diz respeito ao aumento dos títulos pós-fixados em poder do mercado, reduzindo as margens de manobra da política monetária.

Na ocorrência de uma nova oscilação do crédito externo, o ideal para o condutor de política econômica seria a existência, nas mãos dos poupadores finais, de uma dívida prefixada de longo prazo. Observe-se que isto não necessariamente reflete a maturidade nominal da dívida pública prefixada (30, 60 ou 90 dias), tendo em vista que quando o sistema financeiro capta no curto prazo (junto aos poupadores) e precisa de liquidez, o Banco Central em geral o socorre sem punições significativas. Assim, o importante é a liquidez exigida pelo poupador. E esta não tem sido pequena o suficiente para propiciar uma dívida pública prefixada realmente de longo prazo, com efetiva estrutura a termo da taxa de juro.

Da mesma forma, o melhor para aquele que conduz a política monetária em caso de crise é que o poupador, além de exigir pouca liquidez, seja também pouco exigente no que diz respeito ao seguro. Dívidas pós-fixadas indexadas ao juro de curtíssimo prazo (o que se assemelha macroeconomicamente a uma dívida prefixada de curtíssimo prazo) reduzem o grau de eficácia da utilização do juro como instrumento de resposta a crises.

O motivo é simples. Fundamentalmente, ataques contra as moedas, em regime de câmbio fixo, refletem uma percepção de inexorabilidade de expansão monetária futura. E tal percepção se majora pela diferença entre o déficit público potencial e a capacidade de o governo financiá-lo fora do Banco Central. Enquanto esta diferença é claramente função decrescente da taxa de juros no caso de uma dívida prefixada, o mesmo já não ocorre necessariamente no caso de dívidas pós-fixadas indexadas ao juro de curto prazo. Isto porque neste caso a elevação do juro eleva também o déficit público.

A este respeito, observe-se que em agosto de 1997, antes da crise asiática, o total da dívida mobiliária federal indexada à TR ou à taxa Over/Selic era de R\$ 55,5 bilhões. Mais recentemente, em junho de 1998, este valor já havia passado de R\$ 141,3 bilhões. Uma

elevação do juro da ordem de vinte pontos percentuais ao ano, a exemplo daquela ocorrida quando da crise asiática, gerará agora despesas de juros adicionais da ordem de R\$ 17 bilhões a cada ano, de onde se observa uma elevação de vulnerabilidade.

Um terceiro ponto a merecer atenção, este mais pertinente a uma análise de longo prazo, diz respeito ao fato de a poupança interna, relativamente ao PIB, não estar sendo canalizada para investimentos, mas sim para financiar elevação de consumo. De fato, comparando-se o ano de 1994 aos valores médios do período 1995/96, observa-se uma queda da poupança interna (de 2,9% do PIB) superior à elevação da poupança externa (de 2,2% do PIB).

É evidente que este fato preocupa, pois pode não permitir elevações da capacidade produtiva suficientes para fazer frente ao principal e ao juro associados à elevação atual do passivo externo líquido do país (dívida líquida mais capital de risco líquido) gerado pelos déficits em conta corrente no balanço de pagamentos.

Todos os problemas aqui reportados, embora preocupantes, podem e certamente serão resolvidos sem maiores traumas, na medida em que haja vontade política suficiente. Contudo, conferir a devida importância ao valor do tempo é importante.

**Rubens Penha Cysne é Diretor de Pesquisa da Escola de Pós-Graduação em
Economia da Fundação Getúlio Vargas.**