

20 DEZ 1996

# A verdadeira ciranda financeira

## Economia - Brasil

Ruben D. Almonacid \* e Gabriel A. Scrimini \*\*

GAZETA MERCANTIL

20 DEZ 1996

**A** inflação representa uma influência perturbadora no funcionamento dos mercados e dos preços. Ela favorece aqueles que têm condições de fazer aplicações financeiras e prejudica os que mantêm dinheiro não-remunerado. Diz-se que ela concentra riquezas porque retira de quem tem pouco, sem condições ou escala para fazer aplicações financeiras, em favor dos bancos, que captam esse dinheiro sem custo, e do governo, que emite dinheiro e exige do sistema financeiro depósitos não-remunerados.

Com a estabilização econômica introduzida pelo Plano Real, este ganho foi eliminado. No entanto, os juros reais subiram para patamares tão altos que estão provocando uma concentração de riquezas ainda maior.

Numa economia capitalista, o setor real é tomador de recursos, e o setor financeiro seu principal doador. Num país desenvolvido o setor financeiro dispõe de recursos em quantidades maiores que as necessidades do seu setor real. Seus recursos excedentes são canalizados para os países em desenvolvimento, onde o setor financeiro tem recursos aquém das necessidades do setor real. Essa é a lógica do porquê de os países menos desenvolvidos precisarem da poupança externa.

Mas se os fluxos não são dimensionados para atender às nossas necessidades, ao invés de ajudar, eles atrapalham o processo de desenvolvimento econômico. Se eles vêm em volu-

mes maiores àqueles em que o setor real tem condições de absorver, eles se acumulam sob a forma de reservas externas, sem nenhuma utilidade para a economia e com dois ônus: a) como o custo do empréstimo é maior que a remuneração das reservas, isso impõe um "spread" negativo ao País; b) a acumulação de reservas por parte do Banco Central implica a emissão de moeda local que, para evitar que se transforme em excesso de demanda agregada e inflação, precisa ser esterilizada, o que só pode ser feito com superávit fiscal do governo ou com emissão de títulos de dívida interna.

No primeiro caso, estamos obrigando o governo a utilizar sua poupança na compra de reservas externas em lugar de contribuir para o desenvolvimento econômico. No segundo, o governo cria simultaneamente no seu balancete um ativo (as reservas externas) e um passivo (a dívida interna). Como a remuneração do ativo é menor (e, no nosso caso, muito menor) que o custo de seu passivo, o governo passa a ter um déficit fiscal que será proporcional ao volume de reservas externas compradas e ao diferencial entre os juros recebidos pelas reservas externas e o custo pago pela dívida interna. A tabela ao lado mostra o resultado para os cofres do governo federal de comprar reservas em condições parecidas às que enfrenta o governo bra-

sileiro atual: reservas externas de 10% do PIB, remuneração das reservas de 3% ao ano, custo da dívida interna de 20% ao ano, crescimento do PIB de 4% ao ano e inflação interna e externa de zero. Situação inicial: Reservas (R) = 0, Dívida Interna (D) = 0 e Déficit Público (DP) = 0. Déficit Público Financeiro =  $J_2 D_{t-1} - J_1 R_{t-1}$ , onde  $J_2$

é o juro pago sobre a dívida e  $J_1$  o recebido sobre as reservas.

Observem que, partindo de uma situação de equilíbrio interno e externo, déficit zero e sem chegar a utilizar um único centavo da suposta poupança externa, o País acumula em 9 anos uma dívida interna de mais de 30% do PIB, com um déficit público que

### As reservas externas e o déficit público

t	R*	J <sub>1</sub> *	D*	J <sub>2</sub> *	DP*
0	2,50	0,08	2,50	0,50	0,43
1	5,00	0,15	5,41	1,08	0,93
2	7,50	0,23	8,86	1,77	1,55
3	10,00	0,30	12,94	2,59	2,29
4	10,00	0,30	15,23	3,05	2,75
5	10,00	0,30	17,95	3,59	3,29
6	10,00	0,30	21,08	4,22	3,92
7	10,00	0,30	24,70	4,94	4,64
8	10,00	0,30	28,87	5,77	5,47
9	10,00	0,30	33,69	6,74	6,44
10	10,00	0,30	39,25	7,85	7,55
11	10,00	0,30	45,66	9,13	8,83
12	10,00	0,30	53,06	10,61	10,31
13	10,01	0,30	61,59	12,32	12,02
14	10,01	0,30	71,44	14,29	13,99
15	10,01	0,30	82,81	16,56	16,26
16	10,01	0,30	95,92	19,18	18,88
17	10,01	0,30	111,05	22,21	21,91
18	10,01	0,30	128,51	25,70	25,40
19	10,01	0,30	148,66	29,73	29,43
20	10,01	0,30	171,90	34,38	34,08

\* dados em percentagens do PIB

superá os 6% do PIB. Em vinte anos a dívida chega a 172% e o déficit fiscal a 34%, ambos em relação ao PIB. Como os custos da dívida interna têm sido, nos últimos dez anos, no mínimo superiores aos 20% anuais, a realidade brasileira deve ser pior que o exemplo aqui apresentado.

A situação não é menos grave quando os recursos externos vêm em volumes inferiores às nossas necessidades, como aconteceu a partir de 1980, quando Reagan-Volcker decidiram financiar maior parcela do déficit americano através de empréstimos. Neste caso, ao reduzirem abruptamente o fluxo de recursos para os países em desenvolvimento, eles criam uma crise de liquidez, que leva a uma crise do balanço de pagamentos e obriga o país a ajustar a economia para repagar a dívida. Como todos sabemos, pela nossa experiência após 1980 e, mais recentemente, pela experiência do México a partir de 1994, neste caso, o prejuízo é insuportável, já que o país literalmente quebra.

O mesmo raciocínio pode ser aplicado em escala nacional, onde o governo federal faz as vezes do governo americano, e os governos estaduais, as prefeituras, as empresas privadas e as famílias, a dos países subdesenvolvidos. Só que, como as taxas de juros que se aplicam no mercado interno são tão maiores em termos reais do