

**ANTONIO  
DELFIN  
NETTO**



11 JUN 2002

VALOR ECONÔMICO

# Barbeiragem energética e juros

**O** Banco Central passa por uma péssima conjuntura astral. Devido às dificuldades crescentes de administrar a enorme dívida pública construída ao longo dos últimos anos e às consequências do "apagão", ele é responsabilizado pela redução do crescimento. A desculpa da moda é que a dívida já existia: "Como este governo é transparente, ele apenas a incorporou". E quanto à crise energética? "Ela foi completamente solucionada."

A primeira proposição é falsa, como mostraram no interessante e competente estudo feito para o Banco Mundial, os economistas Afonso S. Bevilaqua e Marcio G. P. Garcia (Debt Management in Brazil - Policy Research Working Paper nº 2.402, July 2000, The World Bank). O estudo refere-se ao período 1995-1998, quando a política fiscal foi festiva. Ele adverte que "não se deve inferir da análise que o grosso da dívida em papéis deve-se, exclusivamente, à política de juros extremamente altos e que, se eles tivessem sido menores, a dívida não explodiria. Os juros foram altos porque a política fiscal tornou-se crescentemente frouxa, à medida que os primeiros sucessos do Plano Real apareceram no fronte inflacionário" (pág. 25). Uma atualização do trabalho até setembro de 2001, publicada em 16 de novembro de 2001 pelo sr. Marcio G. P. Garcia (Macroeconomic Research, Banco BBM) confirma que "o pagamento de juros é o principal responsável pelo rápido aumento da dívida pública com relação ao PIB".

As atuais dificuldades com o mercado, iniciadas em meados de fevereiro, levaram ao deságio das LFT e estabeleceram uma diferença na avaliação dos Fundos. O Banco Central fez muito bem em exigir dos Fundos (o que era uma obrigação desde 1995) a "marcação pelo mercado". A medida protegeu os milhares de investidores honestos contra a ação de uma centena de malfeiteiros que freqüentemente freqüentam tal mercado. O Banco Central vai provar os efeitos da excessiva concentração bancária que estimulou: vai perder todo o trabalho de "alongamento" da dívida tecido ao longo dos últimos anos, quando ela passou do prazo médio de 27 meses em fins de 1999 para 35 meses atuais.

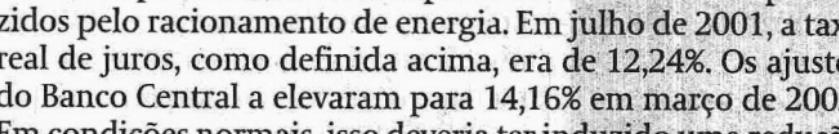
Não adianta insistir na hipótese de que tudo isso é consequência do processo eleitoral. Sem dúvida esse efeito existe mas, mais importante do que ele, é o fato de que há uma clara consciência de que o País não crescerá mais do que 2% em 2002 e que, por maior que seja a pressão (política) sobre o Banco Central, dificilmente ele cederá a sua credibilidade (já abalada) com uma redução significativa da taxa de juros real. Os credores sabem que, com um superávit primário de 3,5%, a relação dívida líquida/PIB continuará crescendo em pleno embate eleitoral.

E a crise energética? Terminou mesmo? Ainda não!

A CNI e a Fiesp têm apenas alguma razão quando apontam a taxa de juros real como a principal responsável pela pequena expansão do setor industrial até março. O gráfico abaixo mostra a relação entre a variação industrial (média móvel de 12 meses da produção industrial sobre o mês homólogo do ano anterior) e a taxa de juro real (média móvel de swap-DI-360), deflacionada pelo IPCA acumulado de 12 meses:

## Produção versus juros

Variação da produção industrial\* e juro real\*\*, em %



Fontes: IBGE, Bolsa de Mercadorias e Futuros. Elaboração: Idéias Consultoria \* Média 12 meses da variação anual

\*\* Média 12 meses do swap DI 360 deflacionada pelo IPCA acumulado 12 meses

Não é possível dar a esses números uma importância maior, mas eles mostram claramente uma relação negativa entre taxa de crescimento da produção industrial e taxa de juro real. Grosseiramente, 1% de redução da taxa de juro real acaba produzindo, ao longo de um ano, um aumento de 0,6% da produção industrial. O gráfico é ilustrativo para mostrar o custo fantástico da barbeiragem energética, cuidadosamente escondida pela exuberante propaganda da octaetéride fernandista.

Os oito pontos dentro da elipse mostram os desvios produzidos pelo racionamento de energia. Em junho de 2001, a taxa real de juros, como definida acima, era de 12,24%. Os ajustes do Banco Central a elevaram para 14,16% em março de 2002. Em condições normais, isso deveria ter induzido uma redução da produção industrial de 1,15% (14,16 menos 12,24 = 1,92 multiplicado por 0,6). Em lugar disso, a combinação com a crise energética produziu uma redução de 5,42% na taxa de crescimento industrial (de 4,74% em agosto de 2001 para menos 0,68 em março de 2002). Logo, o efeito do racionamento sobre a produção foi de 4,27% (5,42% - 1,15%). O efeito disso sobre o PIB foi da ordem de 2,0%. Na ausência de novos problemas, a boa notícia é que o gráfico mostra que poderá haver uma recuperação industrial, mesmo com a atual taxa de juros.

**Antonio Delfim Netto** é deputado federal pelo PPB-SP, economista, professor emérito da FEA-USP e ex-ministro da Fazenda. Escreve as terças-feiras.

E-mail: dep.delfimnetto@camara.gov.br