

# Movimento de capitais, aumento da dívida e instabilidade econômica

**Luiz Gonzaga de Mello  
Belluzzo \***

**Paulo Nogueira Batista  
Júnior \*\***

Nos últimos meses vem crescendo a sensação de que a política econômica do ministro Marcílio Marques Moreira conseguirá dobrar a inflação e colocar a economia brasileira na rota da estabilidade. É inegável que a manutenção de taxas de juro reais extraordinariamente elevadas foi capaz de afastar a ameaça de hiperinflação — desenhada após a maxidesvalorização de fim de setembro passado — e de alcançar algum êxito na redução das taxas mensais de aumento do nível geral de preços a partir de fevereiro.

A crítica mais comum ao programa do governo tem sublinhado os seus elevados custos sociais e econômicos: queda pronunciada do nível de atividade, aumento do desemprego e do número de falências e concordatas. O mais grave, porém, é que este ônus está sendo imposto à sociedade brasileira sem que se ofereça, em contrapartida, a perspectiva de uma estabilização duradoura da economia. Na verdade, não existe ainda uma política consistente de estabilização e, pior, algumas das medidas tomadas pelo governo desencadeiam efeitos colaterais perversos, que tendem a minar a própria tentativa de estabilização.

Em boa medida, o sucesso relativo do programa do ministro Marcílio se deve a um choque externo favorável, expresso na queda acentuada das taxas de juro internacionais. As taxas de juro externas, pela primeira vez desde o início da crise da dívida, estão situadas em patamares próximos aos observados nas décadas de 60 e 70. Isto beneficia o Brasil duplamente, uma vez que afeta de modo favorável não só as contas externas mas também a situação fiscal. Além disso, a sobreliquidez internacional e a recessão nos países desenvolvidos, ao criarem uma escassez relativa de oportunidades de aplicação rentável no centro, vêm determinando a reintegração ao sistema financeiro internacional dos países periféricos considerados de alto risco.

No caso brasileiro, o fluxo de capitais vem respondendo, também, à própria política de juros internos elevados, à liberalização do mercado cambial e às novas regras que disciplinam a movimentação de capital estrangeiro.

Em 1990 seria difícil prever que a entrada de capital forâneo pudesse atingir as cifras observadas nos últimos meses. Num país que avalia o ingresso de capitais externos como um sinal de prestígio e credibilidade, essa tendência recente tem reforçado a percepção de que estamos no caminho certo.

Mas o influxo de capital não é necessariamente um sinal de saúde econômica. Pode ser, ao contrário, um mero reflexo de diferenças de juros que se estabelecem para impedir a conversão de uma crise monetária e fiscal em hiperinflação aberta.

O Brasil parece estar iniciando um novo ciclo de endividamento externo, sem ter sanado as seqüelas da crise da dívida dos anos 80. Esse novo ciclo, aliás, vem sendo marcado pelo abandono de cautelas elementares quanto às condições de custo, prazo e sustentabilidade do fluxo de empréstimos. Créditos externos vêm sendo contraídos por prazos curtos (dois anos ou menos) e com taxas de juro que, embora baratas quando comparadas às que prevalecem no mercado interno de crédito, são duas a três vezes maiores do que as taxas básicas do mercado internacional e embutem "spreads" de até 5 a 6 pontos percentuais em relação às taxas oferecidas em papéis de primeira linha de prazo equivalente.

O resultado é o crescimento das despesas externas de juros, o encurtamento do perfil da dívida e o aumento da vulnerabilidade do balanço de pagamentos.

Tudo o mais constante, a manutenção do fluxo de empréstimos supõe uma ampliação do diferencial de juros, ou seja, um aumento nos juros internos, uma redução nos externos ou uma diminuição da desvalorização cambial esperada.

Isso significa dizer que a efetividade desse mecanismo declina com o tempo e que sua utilização só se justifica por períodos muito curtos. O pior é que a reversão do movimento de capitais pode ser tão rápida quanto a aceleração de seu ingresso, seja por uma subida dos juros externos, seja por uma antecipação de uma nova desvalorização cambial, ou ainda diante da impossibilidade de manter as taxas internas de juro nos níveis observados desde novembro.

Não é confortador constatar que o aumento do di-

ferencial de juros desencadeou um movimento forte de antecipação de receitas de exportação, evidenciado pelo descompasso entre os fluxos físicos e o resultado de caixa das exportações. Outro fator que confere caráter temporário ao ingresso de capital é a valorização dos ativos domésticos e o consequente estreitamento das margens de ganho de capital responsáveis pela atração de recursos externos para as bolsas de valores.

Ao contrário do que se pensa, a atual política não pode ter como resultado um maior controle dos agregados monetários domésticos, mesmo porque a mobilidade internacional de capitais e a tentativa de estabelecer metas para a taxa de câmbio real tornam endógena a oferta monetária. Mais especificamente, o que temos hoje no Brasil é uma política monetária típica de um estado de hiperinflação. O Banco Central se limita a fixar as taxas de juro em nível elevado e a trocar moeda por moeda indexada. A expansão da liquidez nas quase-moedas é, portanto, automática e alimentada pela própria política praticada pelo Banco Central. O que se consegue com isso é evitar por algum tempo a eclosão de uma hiperinflação aberta, mas à custa da acumulação de graves desequilíbrios macroeconômicos.

A medida que cresce a dívida interna — em cruzeiros — aumenta o peso das despesas financeiras no gasto público. Não necessariamente porque se esteja ampliando o endividamento global do setor público, mas sim em função de uma rápida mudança em sua composição: o governo vem trocando dívida em cruzados novos e dívida externa (líquida) por dívida em cruzeiros muito mais cara e de liquidez praticamente instantânea. Só foi possível sustentar, até agora, esta política em razão do bloqueio de ativos financeiros executado por ocasião do Plano Collor I e da consequente redução da dívida mobiliária federal, que passou de mais de US\$ 60 bilhões em fins de 1989 para apenas US\$ 9 bilhões em setembro último. Como resultado da devolução dos cruzados novos, da recomposição das reservas e das elevadas taxas internas de juro, a dívida em títulos vem crescendo de forma explosiva, segundo dados revelados pelo Banco Central e pelo Tesouro, alcançando o equivalente a US\$ 17 bilhões em fevereiro e valores ainda mais elevados em março/abril.

Ademais, a política atual contribui para inviabilizar o ajuste fiscal pelo lado tributário, agravando também a situação da Previdência. Em épocas de recessão forte e prolongada, a queda da receita pública é mais que proporcional à diminuição do nível de atividade econômica, diante do crescimento da inadimplência, da evasão fiscal e da intensificação das pressões do setor privado para que o Estado generalize a redução e a isenção de impostos.

Vale lembrar que o relaxamento prematuro dos controles sobre a movimentação de capitais não só agrava a fragilidade das contas externas mas também dificulta sobremaneira a possibilidade de uma reforma fiscal. Nos trabalhos preparatórios das discussões sobre a nova ordem econômica internacional, Keynes advertiu que o controle dos movimentos de capital deveria ser uma "característica permanente" do sistema internacional após a segunda guerra. "Não há", dizia ele, "país que possa, no futuro, permitir com segurança a fuga de fundos por motivos políticos ou para evitar a taxação doméstica. Da mesma forma, não há país que possa receber com segurança recursos fugitivos que não podem ser usados para investimento fixo e que podem transformá-lo, de uma hora para outra, em país deficitário contra a sua vontade."

A persistência de uma crise monetária e fiscal grave, combinada com a livre movimentação de capitais, é o ambiente propício para a perpetuação do estado de hiperinflação. Qualquer tentativa mais séria de ajuste pelo lado tributário é capaz de detonar uma fuga de capitais que, a um só tempo, inviabiliza o equilíbrio externo e a recomposição das contas públicas. A completa imobilização da política econômica acaba sendo o resultado final de liberalizações prematuras e do açodamento na busca de recursos externos a qualquer preço.

\* Professor do Departamento de Economia da Universidade de Campinas (Unicamp).

\*\* Economista do Centro de Análise Macroeconômica do IESP-FUNDAP e professor da Fundação Getúlio Vargas — SP.