

Os limites para a dívida

por Celso Pinto
de São Paulo
(Continuação da página A-1)

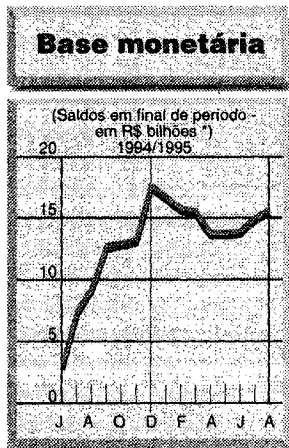
Na realidade, apesar deste salto no valor da base monetária e dos meios de pagamento, eles cresceram bem menos do que previam os economistas. No final de dezembro, pelos dados do BC, a base monetária representava 2,5% do PIB e os meios de pagamento 3,3%.

Gustavo Franco, num ensaio incluído no livro recente que lançou sobre o Plano Real, calculava que o volume de meios de pagamento provável para uma economia brasileira estabilizada deveria ser algo em torno de 15% do PIB, ou quase cinco vezes o que aconteceu. Isso prova que o custo de carregar reais continuou alto, certamente em função dos juros estratosféricos. Desde dezembro, tanto a base monetária quanto os meios de pagamento caíram em termos nominais.

A segunda razão pela qual a dívida mobiliária cresceu moderadamente nos primeiros onze meses de Real foi o comportamento das reservas cambiais. Existe uma relação direta entre aumento das reservas e aumento da dívida mobiliária federal, porque os detentores das reservas são privados e recebem do BC a contrapartida em reais de seus dólares.

Ou o governo permite que estes reais fiquem na economia - como pôde fazer, em parte, no início do Plano -, ou tenta retirá-los. A forma ideal de fazê-lo, sem pressionar a inflação, nem o setor privado, seria gerar um superávit fiscal equivalente no setor público. Como a política fiscal, ao contrário, foi crescentemente deficitária, a alternativa é emitir dívida mobiliária federal para enxugar as contrapartidas dos dólares e para financiar o déficit público.

No entanto, a crise mexicana, de dezembro do ano passado, fez as reservas cambiais brasileiras despencarem. Entre o final de novembro e o final de abril, as reservas cambiais, pelo conceito de caixa, caíram US\$ 9,6 bilhões, ou cerca de R\$ 10,5 bilhões. A redução de reservas significa redução no valor de reais na economia. Para contrabalançar este movimento, o governo teve que injetar reais, comprando seus papéis.

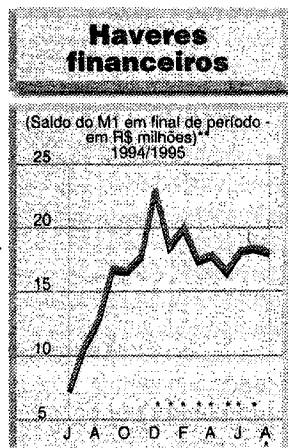


A terceira razão para o moderado crescimento da dívida mobiliária é mais sutil. A política de tentar controlar a liquidez criando depósitos compulsórios sobre a captação e sobre os empréstimos do sistema financeiro, criaram uma "cunha fiscal" sobre o custo do dinheiro, ampliando enormemente a distância entre o custo de captação e o de aplicação.

Com isso, o custo de captação da dívida mobiliária não acompanhou a disparada no custo dos empréstimos cobrados ao setor privado. Pelos cálculos do Instituto de Economia do Setor Público (Iesp), da Fundação de Desenvolvimento Administrativo, enquanto o custo real mensal médio de captação da dívida federal foi de 2,4% nos primeiros seis meses do Real, caiu para 2,2% no primeiro semestre deste ano. Enquanto isso, o custo para o capital de giro médio real, mensal, pulou para 4,9% no primeiro semestre deste ano.

Em outros termos, o governo conseguiu forçar um aumento enorme no custo dos empréstimos ao setor privado, provocando o desaquecimento da economia, sem elevar proporcionalmente os custos pagos para captar seus papéis. Isso continuou verdadeiro em julho (1,8%) e agosto (2,6%) no custo real da dívida e no custo do capital de giro (4,5% e 5,7%, respectivamente).

Graças aos compulsórios, o gasto com juros reais sobre a dívida interna líquida do governo federal não subiu tanto. Ainda conforme os cálculos do Iesp, enquanto o gasto médio mensal (em reais constantes de agosto de 1994) do governo com sua dívida líquida ficou em R\$ 2,006 bilhões no segundo semestre do ano passado, ele caiu para R\$ 1,335 bilhão no primeiro semestre deste ano.



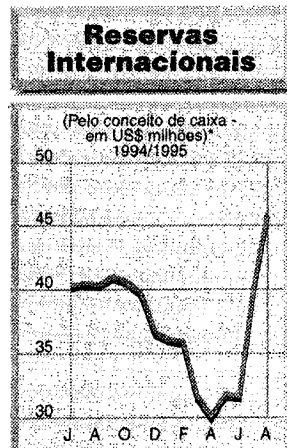
O problema, para o governo, é que os três fatores mencionados acima que ajudaram a evitar que os juros altos provocassem uma disparada na dívida mobiliária federal até junho deste ano, deverão funcionar com sinal contrário daqui para frente.

A "remonetização", como foi dito, já aconteceu. A liquidez básica da economia, que define sua capacidade de gerar empréstimos e, portanto, expansão econômica, cresceu bastante nos últimos três meses. Infelizmente, para o governo, isso não aconteceu às custas da base monetária, que tem custo zero e cujo saldo ainda é inferior ao de dezembro do ano passado.

O crescimento veio dos outros componentes do que o BC define como "base monetária ampliada": depósitos compulsórios em espécie (também a custo zero, mas que cresceram menos), títulos do BC e do Tesouro Nacional. Esta base monetária ampliada, que manteve-se relativamente estável até maio, cresceu 3,4% em junho, 7,1% em julho e 11,7% em agosto - o que é uma taxa impressionante para uma economia com inflação entre 0,5% e 1,5%, e que já tem criado alguma preocupação entre alguns economistas.

As reservas externas voltaram a crescer desde abril e dispararam nos últimos dois meses, quando subiram US\$ 14,3 bilhões no conceito caixa. Este forte aumento das reservas explica boa parte do salto de R\$ 22,8 bilhões da dívida mobiliária nos dois últimos meses. Provavelmente o ritmo de crescimento das reservas não será tão forte nos próximos meses, mas deverá continuar positivo. Portanto, pressionando a dívida mobiliária.

O terceiro fator positivo, a "cunha fiscal" criada pelos compulsórios,



começou a ser desmontada. Por definição, ela não pode ser mantida indefinidamente, pois cria uma série de distorções, a começar pela desintermediação financeira.

A médio prazo, os sistemas paralelos criados pelo mercado para se aproveitar da diferença entre o custo de captação e de aplicação acabam destruindo a eficácia do controle dos compulsórios, ao tornar o sistema financeiro formal irrelevante. É difícil saber exatamente quanto tempo mais o sistema pode ser mantido, mas é fácil argumentar que a tendência é desmontá-lo, de forma mais ou menos gradual. Ao devolver o compulsório aos bancos, o governo também aumenta a colocação de títulos (e, portanto, o custo), se não quiser transformar todo o valor em expansão monetária.

Em suma, nada do que ajudou nos primeiros onze meses de Real continuará presente, daqui para frente. Ao contrário, alguns destes fatores ajudarão a empurrar a dívida mobiliária ainda mais para cima.

O argumento do BC de que a dívida mobiliária é pequena, em termos relativos, é correto. Nas contas do BC, a dívida mobiliária federal era de apenas 11% do PIB em agosto, embora o PIB calculado neste caso seja mais do que discutível: R\$ 840 bilhões, certamente uma estimativa exagerada.

A esta dívida mobiliária federal, deve-se somar a dívida mobiliária estadual e municipal, que não se beneficiou dos fatores que ajudaram a dívida federal e subiu 82% entre junho do ano passado e agosto deste ano, para R\$ 34,7 bilhões. Além desta dívida, tanto o governo federal quanto os estaduais e municipais sofreram com dívidas de outra espécie, como dívidas bancárias e atrasadas, onde o peso dos juros também foi integral.

Qual é o tamanho da dívida pública aceitável, além do qual seus efeitos tornam-se desastrosos para o governo?

Novamente, não há uma resposta simples. O custo da dívida não deve superar o crescimento da economia, para que ela se mantenha constante (o que não está acontecendo hoje), mas não há uma regra matemática para fixar qual o estoque que a sociedade aceita carregar.

Duas coisas, de todo modo, são certas: Primeiro, que a partir de agora a dívida federal, a maior parcela da dívida pública, passará a sentir todo o impacto das altíssimas taxas de juros, crescendo exponencialmente. Segundo, dada a história recente da economia brasileira, que inclui vários calotes mais ou menos disfarçados na dívida mobiliária federal, certamente a tolerância em relação ao endividamento público não é comparável à de países desenvolvidos. Portanto, não faz muito sentido certas comparações.

Outro ponto inequívoco é que a consolidação de uma economia que acabou de sair de um processo hiperinflacionário indicaria a necessidade de manter a dívida pública estável ou decrescente - como, aliás, cansaram de escrever os economistas que ajudaram a fazer o Plano Real. Os vários meses recentes de inflação baixa (e até deflação) provam que não há uma relação mecânica e imediata entre comportamento fiscal e inflação.

Gustavo Franco, por exemplo, gastou parte da vida acadêmica para demonstrar que o fim de várias hiperinflações estavam mais ligados à criação de uma moeda estável em relação ao câmbio (pela dolarização, ou indiretamente), do que a uma extraordinária melhora na situação fiscal. Ele mesmo insiste, contudo, que, mesmo que o fim da hiperinflação se dê por um fenômeno monetário, ele não consegue se sustentar se não estiver baseado em políticas rígidas fiscais e monetárias posteriores.

Os números indicam claramente que, na parte fiscal, isso ainda não ocorreu no Brasil pós-Real. Não é fácil dizer, exatamente quanto tempo ainda dispõe o governo para controlar a inflação apenas com as políticas monetária e cambial (além da abertura externa). Certo é que o custo é muito alto e a situação tende a se deteriorar cada vez mais.

Os limites para a dívida

GAZETA MERCANTIL

Pública

O que ajudou o governo até recentemente deve atrapalhar no futuro

por Celso Pinto
de São Paulo

O Banco Central (BC) trabalha com três princípios cuja combinação será cada vez mais complicada.

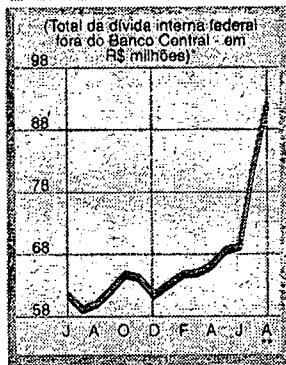
Vai manter os juros altos até que o ajuste fiscal se faça, como promete seu presidente, Gustavo Loyola, o que pode arrastar-se ao longo do próximo ano. Acha que não há mais o que fazer para controlar a entrada de capital externo e que não há nada de errado em manter reservas gigantescas, como a dos tigres asiáticos, conforme costuma repetir o diretor da Área Internacional, Gustavo Franco. Finalmente, considera a dívida mobiliária pequena, em ter-

mos relativos, e supõe que ainda pode crescer bastante, antes de preocupar.

A recente explosão no valor da dívida mobiliária federal, que em dois meses, julho e agosto, cresceu R\$ 22,8 bilhões, acendeu um sinal de alerta e elevou a temperatura dos debates sobre a política de juros. O fato, contudo, é que o governo teve um ano inteiro, desde o início do Plano Real, quando, por pelo menos três razões, pôde usar a política de altos juros com um custo relativamente pequeno sobre sua dívida mobiliária.

Essa folga acabou. E a situação da política fiscal, em vez de melhorar, piorou, como mostra o fato de

Dívida Mobiliária



Fonte: Banco Central
Valores anteriores a julho de 1994 convertidos pela URV de final de período
Preliminar

o déficit nominal do setor público ter chegado a 5,5% do PIB no primeiro semestre. Numa economia que largamente se desindexou, existem bons argumentos para privilegiar o uso do indicador do déficit nominal, como fazem os outros países do mundo. Mesmo que se queira usar o déficit operacional, expurgado da correção inflacionária, o resultado do semestre, de 2,4% do PIB, é bastante negativo.

A evolução da dívida mobiliária federal entre o final de junho do ano passado e o final de junho deste ano esteve longe de ser desastrosa. O total fora do BC, que é o número que interessa, cresceu 12,5%, bem menos que a inflação no período, qualquer que seja o índice usado. Ou seja, a dívida mobiliária caiu em termos reais, embora tenha subido, em termos nominais, de R\$ 61,7 bilhões para R\$ 69,5 bilhões.

A primeira das três razões que explicam por que a dívida mobiliária cresceu pouco, apesar dos juros estratosféricos, foi a chamada "remonetização" da economia. Quando a inflação despencou, o custo de manter dinheiro em moeda ou depósitos a vista caiu muito. Em consequência, houve um forte

aumento da base monetária (emissão primária de moeda) e dos meios de pagamento (depósitos a vista mais papel-moeda), sem nenhuma impacto inflacionário. Foi apenas uma acomodação.

Acontece que emitir moeda é a forma mais barata para o governo se financiar, já que não custa nada. Entre o final de junho do ano passado e o final de dezembro, a base monetária cresceu R\$ 14,5 bilhões (saldo em fim de período), ou cinco vezes e meia. Os meios de pagamento cresceram R\$ 15,6 bilhões (saldo em fim de período), ou três vezes. Esse dinheiro veio, em boa medida, substituir títulos da dívida federal que eram usados como substitutos de moeda no open market e nos vários fundos de curto prazo.

(Continua na página B-5)