

## O que está acontecendo?

**Jornal Valor Econômico 21/02/2005**

Colunista Sérgio Werlang



SÉRGIO  
WERLANG

Em 2004, o Brasil registrou inflação de 7,6% e crescimento da atividade econômica acima de 5%. Esses números foram inesperadamente altos e forçaram uma reação do BC, que começou a subir a taxa de juros em setembro, não parando desde então. A taxa de juros real, medida pela rentabilidade dos títulos pré-fixados de um ano acima da inflação esperada, está em 12,2% ao ano, acima de níveis de agosto de 2003, quando a política monetária ainda estava reconhecidamente muito apertada. E vários outros fatores indicam que este valor está muito elevado.

Primeiro, o risco-país e a taxa de juros dos títulos públicos indexados ao IGP-M, que vencem em 2031, caíram muito. Isso é reflexo, sobretudo, do amadurecimento institucional do Brasil, pois um governo de esquerda mostrou que pode tomar medidas econômicas responsáveis e honrar seus compromissos. Segundo, a relação dívida pública/PIB está em níveis de julho de 2001. Terceiro, o superávit primário (o excesso da arrecadação tributária sobre as despesas públicas não financeiras) está mais elevado do que no governo passado. E quarto, o país está muito menos sujeito a choques externos, uma vez que a dívida pública cambial interna diminuiu, as dívidas externas pública e privada caíram e as reservas internacionais aumentaram.

O que está acontecendo na economia brasileira? Uma possível explicação para a resistência da inflação à política monetária está no grande crescimento do crédito. De fato, em 2004 o crédito livre total (ajustado para efeitos cambiais) cresceu 15% em termos reais, sendo que os empréstimos à pessoa física aumentaram 20% acima da inflação.

Em grande medida, esse enorme aumento do crédito deveu-se à lei 10.820, de 17/12/03, que permitiu o desconto em folha, barateando e ampliando os empréstimos aos consumidores. Contudo, em nosso país o total dos créditos do setor financeiro não direcionados é muito pequeno, e grandes aumentos já foram vistos no passado recente. Por exemplo, em 2000 (após ajustes por conta de mudança de metodologia na base de dados do BC) os empréstimos livres elevaram-se 34% em termos reais, mas a inflação e a atividade econômica mantiveram-se bem comportadas. Dessa maneira, embora seja claro que há alguma influência desse alto crescimento do crédito na economia, o fato não parece explicar o que ocorreu em 2004.

Uma outra possibilidade, muito mais provável, está no incrível aumento dos gastos do governo em 2004: os gastos não financeiros da União subiram 11,3% acima da inflação. O ponto é que não basta haver controle do superávit primário para que a política fiscal seja contracionista. A razão é simples e já foi detectada, desde 1945, por Haavelmo. Há duas variáveis fiscais básicas: os impostos e os gastos não financeiros. As despesas públicas não financeiras são de duas naturezas: 1) as que geram serviços ou bens públicos que são ofertados à população (gastos com salário dos funcionários, saúde, educação e investimentos, entre outros); e 2) aqueles que não têm como contrapartida a aquisição de serviços ou bens públicos (por exemplo, gastos com aposentadorias e assistencialismo), que são chamados de transferências.

As transferências podem ser imaginadas como mera mudança de titularidade de renda e, quando olha-se de forma agregada (isto é, do ponto de vista do país como um todo), devem ser entendidas tão somente como um redutor da carga tributária bruta (isso não quer dizer que não tenham impacto individual, pois alguns recebem as transferências enquanto toda a população paga por isso). Assim, as duas variáveis fiscais que serão consideradas são: 1) os tributos líquidos, isto é, excluídas as transferências; e 2) os gastos públicos não-transferências.

**Para que o país possa voltar a ter juros reais menores, ou o governo corta os gastos, ou o Banco Central passa a aceitar inflações mais altas**

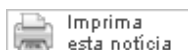
Haavelmo percebeu que um aumento das despesas não-transferências causava impacto na demanda agregada mesmo que fosse compensado por um aumento da arrecadação líquida (ou seja, mesmo que o superávit primário permanecesse constante). Isso porque os impostos e os gastos atuam na demanda agregada de duas formas distintas. Uma elevação das despesas não-transferências causa um aumento direto da demanda, com um efeito de um para um. Já uma elevação dos tributos diminui a renda disponível do setor privado, o que faz com que o consumo privado caia.

Contudo, a redução do consumo não é de um para um. Com efeito, nem toda a renda disponível é consumida. Parte dela é poupada. Logo, quando a renda disponível diminui, cai o consumo, mas também as pessoas poupam menos. Portanto, o consumo diminui menos que a queda da renda disponível. A redução do consumo tem como consequência uma queda direta da demanda, de um para um. Mas, como o aumento da arrecadação não causa um impacto integral na redução do consumo, segue-se que uma elevação dos tributos causa uma diminuição apenas parcial da demanda.

Dessa forma, o resultado direto do aumento dos gastos e dos impostos (se forem feitos em igual montante, de maneira a manter o superávit primário equilibrado) na demanda é positivo: o efeito expansionista dos gastos é parcialmente, mas não totalmente, compensado pela queda do consumo. Haavelmo fez mais - demonstrou que o impacto total (direto e indireto) de um aumento equilibrado de despesas é de um para um. Esse argumento é um pouco mais complicado, e não é possível revê-lo aqui.

Isso foi o que aconteceu no ano passado. Houve uma elevação do superávit primário, mas o efeito na demanda foi muito diluído pelo aumento expressivo dos gastos não-transferências. Se considera-se que o padrão de despesas de Estados e municípios (excluídas as estatais) foi o mesmo do governo federal, os gastos não-transferências saíram de R\$ 313,6 bilhões, em 2003, para R\$ 347,1 bilhões em 2004 (em reais de dezembro de 2004). Ou seja, um aumento de R\$ 33,5 bilhões em valores constantes, o que corresponde a 1,9% do PIB! Um choque na demanda dessa magnitude obviamente exige que o BC execute uma política monetária restritiva, para que a meta seja cumprida.

Tem-se hoje no Brasil um caso clássico de descompasso entre a política fiscal e a monetária. E isso tem diversos efeitos colaterais, como a valorização do real frente ao dólar, e o desestímulo ao investimento privado. A conclusão é clara. Para que o país possa voltar a ter juros reais menores, ou o governo corta os gastos, especialmente os não-transferências, ou o Banco Central passa a aceitar inflações mais altas.



**Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, diretor-executivo do Banco Itaú e professor da Escola de Pós-graduação em Economia da FGV, escreve mensalmente às segundas-feiras**