

# O cofrinho e a cadeira

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
6 de junho, 2008

*Na concepção do fundo soberano, a única parte boa é o aumento do superávit primário.*

Mesmo em meio à crise internacional, recebemos o grau de investimento de duas das três grandes agências classificadoras. Estamos muito bem posicionados para enfrentar o ciclo econômico mundial. E os maciços fluxos de capitais de longo prazo mostram isso. É preciso não perder esta grande oportunidade de consolidar o crescimento sustentado, que não é tudo, mas é base para tudo.

As deficiências de nossa economia já estão mapeadas há muito tempo. Do ponto de vista macroeconômico, tínhamos duas fontes de vulnerabilidade: a externa e a fiscal. O principal fator para a redução da vulnerabilidade externa foi e continua sendo o aumento da demanda externa por nossas exportações. Como mostra excelente estudo recente de Alexandre Schwartsman (*Quem tem medo do déficit mau?*), as condições externas da economia brasileira continuam bastante favoráveis, mesmo com o atual déficit em conta corrente de US\$ 15 bilhões (1,1% do PIB). As razões para tranquilidade quanto à área externa são várias. A primeira é que o regime é de câmbio flutuante. Se as perspectivas piorarem, o real deveria se depreciar, como sempre ocorreu. Ao contrário, até agora, o real vem se apreciando.

Mas se o real vier a sofrer depreciação, como nas crises que se abateram sobre nossa economia até 2002, o impacto de tal depreciação seria completamente diferente. Se, em 2002, 10% de depreciação do real causava um aumento da razão dívida líquida PIB de mais de 3% do PIB, hoje, a mesma depreciação de 10% causaria uma queda dessa razão em 1% do PIB. Ou seja, a dívida pública hoje dispõe de um seguro contra depreciações cambiais.

Do ponto de vista das empresas, fenômeno semelhante ocorreu. Em 2002, empresas com maior endividamento líquido em dólares foram as que mais sofreram, diminuindo seus investimentos, como demonstra a tese de doutorado de Márcio Janot (disponível em <http://www.econ.puc-rio.br/>). Hoje, o passivo externo das empresas é formado por muito mais investimento direto acumulado e menos dívida. Em crises, os lucros diminuem e não se remetem lucros e dividendos. Já quando empresas contraem dívida externa, têm que remeter juros sob qualquer condição. Em resumo, também as empresas são, hoje, muito menos vulneráveis a eventuais mudanças de humor de investidores estrangeiros que possam deflagrar fugas de capitais e depreciações do real.

Uma recessão mundial puxada pelos EUA certamente afetaria negativamente nossas exportações. Mas o prognóstico para a balança comercial também é bom. Nossas exportações cresceram muito, mas não representam grande parcela do PIB, o que é boa notícia quando a economia internacional está em recessão. Comparativamente,

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira a cada mês.

exportamos diretamente pouco para os EUA, epicentro da crise. Por fim, dado que nosso comércio internacional triplicou em relação ao que era em 2002, é provável que depreciações cambiais tenham se tornado mais potentes para aumentar o saldo comercial.

Em suma, no plano externo, somos hoje uma economia normal, que é afetada pelo ciclo econômico mundial, mas não está mais sujeita a grandes crises com grande potencial de causar desorganização econômica e danos sociais. Isto é uma grande conquista.

Já no plano fiscal, muito pouco foi feito. Os gastos públicos, exceto investimentos, são anormalmente altos e, sem mudanças, tenderão a continuar a crescer a taxas superiores à do crescimento do PIB. Apesar dos gastos elevados, os serviços públicos são ineficientes. O investimento público sofre e prejudica o crescimento. A carga tributária tem crescido continuamente para financiar a ganância, prejudicando o investimento e a geração de empregos no setor privado. A dívida pública brasileira é muito alta para países comparáveis. Apesar de cadente como proporção do PIB, deveria ter caído muito mais rapidamente, dadas as excelentes condições internacionais que vigoraram desde 2003. Este diagnóstico é bem conhecido, e o tratamento também.

Estudos realizados no IPEA pré-expurgo contêm o mapa de como fazer com que os gastos públicos de custeio caibam no PIB. Infelizmente, não parece haver mais nenhum apetite no governo para controlar o atual ritmo insustentável de crescimento dos gastos públicos. Quanto à meta para o superávit primário (exceto juros), conviria adotar uma meta para o superávit ajustado pelo ciclo econômico. Tal mecanismo ajudaria a conferir à política fiscal caráter anticíclico, o que tornaria nossa economia mais robusta e contribuiria para o crescimento sustentado. Se implantado, o superávit ajustado pelo ciclo apontaria, hoje, aumento na meta de superávit primário, com resultados práticos semelhantes ao recente anúncio “informal” de aumento da meta para 2008. Estranhamente, desta boa idéia, outrora defendida pelo Ministro da Fazenda, o governo também parece ter se desinteressado.

Em compensação, idéias ruins têm prosperado. A mais recente delas é a criação do fundo soberano. Como se sabe, fundos soberanos são criados como mecanismo de seguro e/ou transferência no tempo de poupança de países que estão temporariamente tendo significativos superávits em conta-corrente, normalmente aliados a superávits fiscais. O Brasil não cumpre nenhuma dessas condições. Assim, a fonte dos recursos para o fundo seria maior dívida pública, a juros elevados.

Depois de receber inúmeras críticas, o Ministério da Fazenda tentou justificar a criação do fundo acoplando-o à boa idéia de aumentar o superávit primário. Mas o aumento do superávit primário não está necessariamente relacionado com o fundo soberano, nem este é a melhor forma de fazê-lo. Como argumentei anteriormente, a forma ideal seria instituir metas para o superávit ajustado pelo ciclo, e empreender o ajuste fiscal via contenção do ritmo de aumento dos gastos, não simplesmente via excesso de arrecadação, como ora se propõe. O maior superávit primário ajudaria a reduzir o endividamento público, reduzindo a despesa de juros e a razão dívida PIB, além de auxiliar a política monetária. A utilização dos fundos fiscais adicionais para reduzir a dívida pública supera de longe qualquer eventual aplicação do fundo soberano.

O cofrinho a que o Ministro se referiu para explicar o papel do fundo soberano faz lembrar a cadeira que Zezé Moreira, técnico do Botafogo, usou para tentar enquadrar o inigualável Mané Garrincha. Zezé achava que Garrincha driblava em demasia. Postou, então, uma cadeira no bico direito da grande área e instruiu Mané a cruzar a bola imediatamente ao alcançar a cadeira. Em vez disso, Garrincha enfiou a bola entre os pés da cadeira, “driblando-a”, e prosseguiu nos dribles. O esforço fiscal adicional é oportuno, necessário e deve ser implementado. O cofrinho? Este deve ser driblado.