

## Luz no Fim do Túnel?

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

Após o cruelíssimo abril, com mais de 80 mil mortes por Covid-19 no Brasil<sup>2</sup>, maio vem trazendo alguma esperança de melhora. A vacinação, apesar de claudicante, vem avançando. O número de mortes, ainda que em patamar muito elevado, vem baixando. A economia dá sinais de recuperação, sobretudo no setor de serviços, o maior e onde está a grande maioria dos empregos. É natural, portanto, que se olhe para frente com algum otimismo.

O cenário internacional continua bastante favorável, ainda que as ameaças estejam se acumulando. O avanço da vacinação nas economias avançadas, notadamente nos EUA, tem melhorado as projeções de recuperação dessas economias. Políticas monetárias mundo afora continuam muito frouxas, mantendo baixos os juros que ajudam a estimular a economia. E o enorme pacote fiscal de Biden certamente estimulará ainda mais a economia dos EUA e de seus parceiros comerciais. Os mercados financeiros e de capitais vêm refletindo essa mudança de humor, com cotações cada vez mais elevadas.

As ameaças principais ao benfazejo cenário internacional advêm de eventuais excessos do estímulo fiscal e monetário nos EUA. A inflação pode reagir antes, como bem mostra o susto causado pela alta inflação ao consumidor nos EUA divulgada esta semana (4,2%). E o FED pode ter que aumentar juros antes do previsto. Por outro lado, taxas de juros muito baixas por muito tempo causam sempre fragilidade financeira, como se viu na recente multibilionária quebra do *family office* Archegos. Ou seja, um novo *Taper Tantrum*, como o ocorrido em 2013, deve constar no rol de cenários negativos mas prováveis.

O robusto crescimento chinês vem contribuindo para reforçar a perspectiva de um cenário positivo para nosso setor externo, ao ajudar a elevar o preço de commodities. O setor exportador brasileiro vem sendo beneficiado duplamente: preços em dólar das commodities elevados e dólar bastante alto. Mas a bonança externa já começa a se fazer sentir na taxa de câmbio, que retrocedeu dos níveis mais elevados da pandemia, movimento também ajudado pelos aumentos do juro interno promovidos pelo Banco Central (BC).

Se e quando for vencida a pandemia, a principal ameaça à economia brasileira permanecerá sendo a crise fiscal. O acordo entre Executivo e Legislativo sobre o Orçamento deste ano está longe de avançar na solução dos graves problemas fiscais. Ainda que tenha provido algum alívio, ao dissipar cenários de crise intensa no curto prazo, o mais provável agora é que pequenas crises fiscais

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio, Cátedra Vinci Partners, escreve mensalmente neste espaço (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

<sup>2</sup> <https://noticias.uol.com.br/saude/ultimas-noticias/redacao/2021/04/30/mortes-de-janeiro-a-abril-de-2021-sao-mais-da-metade-dos-obitos-da-pandemia.htm> .

passem a pipocar Brasil afora, por conta de penúria de recursos. A recente manifestação de reitores de universidades federais, dando conta que fecharão as universidades no segundo semestre por falta de verbas, é exemplo do que pode vir a ocorrer.

O problema de fundo, o inchamento das despesas obrigatórias, notadamente de pessoal, não foi equacionado e continuará a pressionar as demais despesas, sobretudo o já deprimido investimento público. Se o teto de gastos for rompido, em valor superior ao que já foi excluído do orçamento para combate à pandemia, será sinal de inequívoco descontrole fiscal, trazendo de volta os piores cenários.

O gráfico mostra a evolução da dívida pública interna, incluindo as operações compromissadas. Esta é a parte da dívida pública interna negociada em mercado. Duas características chamam a atenção: o rápido crescimento recente do endividamento para um patamar de mais de 80% do PIB, e a expansão da parcela da dívida de curto prazo, vincenda em até um ano. As duas linhas mostram quedas de dois indicadores importantes: o prazo médio da dívida e a participação dos não-residentes na dívida interna. Como os não-residentes costumavam comprar títulos mais longos, sua saída do mercado esteve associada à queda do prazo médio da dívida. A correlação entre as duas séries é de 90%.

O crescimento da dívida aliado ao seu encurtamento constitui perigoso caldo de cultura para uma crise fiscal mais séria. Apesar do cenário internacional favorável, sem avanços na área fiscal, ficaremos muito expostos ao risco de uma crise desse tipo, que poderá vir a comprometer o crescimento e dificultar o controle da inflação.

