

## Liquidez internacional e orçamento fiscal

**Eliana Cardoso**

Se você ainda não viu, ainda está em tempo. "Em seu lugar" conta a história de duas irmãs que se sentam em pólos opostos da vida. Uma, advogada. A outra, doidivana. No filme despretenso e encantador, um ex-professor de inglês, cego e hospitalizado, pede a Cameron Diaz, a irmã semi-analfabeta, que leia um belíssimo poema de Elizabeth Bishop. Traduzo alguns versos de memória e sem amarras.

"A arte da perda não é difícil de dominar", começa ela. "Aceite o sumiço das chaves e as horas desperdiçadas." E continua: "Perdi o relógio de minha mãe, três casas adoradas e duas cidades. Perdi dois rios. Um continente. Você. (Sua voz brincalhona, seu jeito bem-amado). Parece, mas não é um desastre."

E o filme, que a princípio parece ordinário, inverte estereótipos e se impõe com ternura e bom humor.

Como o filme, que começa devagar e leva tempo para nos convencer, os eventos do mercado financeiro internacional nos últimos dois anos também foram se desenrolando pouco a pouco até acumularem resultados extraordinários.

É fato bem conhecido que a globalização financeira acelerou-se desde o princípio da década de 1990, quando sofreu também fortes oscilações. A volatilidade marcou os fluxos de capitais entre 1995 e 2002. Desde então eles se recuperaram de forma notável e os ativos dos países emergentes passaram a ser identificados como uma classe em si mesma. Os investidores institucionais começaram a incluí-los de forma sistemática em suas carteiras de aplicações. Essa mudança tem contribuído para a expectativa de fluxos mais estáveis.

O risco-país e os spreads sobre os juros internacionais pagos pelos emergentes também caíram, em consequência de dois fenômenos. De um lado, a liquidez internacional e a busca dos investidores por aplicações diversificadas e com retornos mais altos. De outro, a melhora dos indicadores de saúde fiscal e vulnerabilidade externa desses países. O FMI calcula que 75% da redução do risco dos emergentes deve ser atribuída à liquidez internacional e 25% à melhora dos indicadores locais.

A globalização financeira e a liquidez internacional também contribuíram para uma fantástica melhora dos balanços fiscais dos países emergentes. Grande número deles se valeu das condições externas favoráveis entre 2003 e 2005 para alongar o perfil de suas dívidas. Para cancelar dívidas cambiais (como fez o Brasil). Para trocar obrigações de custo alto por obrigações de custo mais baixo (ao contrário do Brasil, que, por razões políticas, preferiu pagar primeiro a dívida mais barata com o FMI, em vez de se livrar de dívidas mais caras).

Uma combinação de eventos felizes permitiu aos emergentes melhorar seus orçamentos. Foram eles: as taxas de juros internacionais muito baixas em relação a seus níveis históricos; a redução do prêmio de risco; a desvalorização do dólar, com considerável benefício para os países que tinham ao mesmo tempo dívida denominada em dólar e exportações diversificadas; o aumento do preço das commodities exportadas pelos emergentes e o crescimento global.

Depois de examinar a evidência para 40 mercados emergentes, dois economistas do FMI, David Hauner e Manmohan Kumar ("Financial Globalization and Fiscal Performance in Emerging Markets", IMF WP 05/212), chegam à conclusão de que a combinação dos juros internacionais e spreads mais baixos, do dólar desvalorizado e do aumento dos preços das commodities teve um impacto substancial no orçamento dos governos dos emergentes.

Em termos nominais, nos 40 países incluídos na amostra de Hauner e Kumar a dívida externa pública sofreu em média um acréscimo de cerca de US\$ 70 bilhões tanto em 2004, quanto em 2005. Mas a relação dívida externa/PIB reduziu-se na maioria deles, embora a mediana dessa relação na América Latina em 2004 ainda continuasse mais alta do que na década de 1990.

Existem várias explicações para a queda da razão dívida externa/PIB. A primeira é o movimento das taxas de câmbio. A desvalorização do dólar em relação à moeda local reduz o valor da dívida externa em relação ao PIB transformado em dólares por uma taxa de câmbio valorizada.

A segunda é a forte atividade global e o aumento dos preços das commodities que contribuíram para a expansão das exportações e para o aumento do PIB na maioria dos emergentes.

E a terceira tem sido a redução dos pagamentos de juros nos emergentes da Ásia e novos países da Europa. Na América Latina, esses encargos continuam pesados.

Hauner e Kumar calculam que o efeito acumulado, entre 2002 e 2005, da soma dos impactos da desvalorização do dólar e da redução da taxa de juros e spreads sobre dívidas novas resultou numa poupança fiscal para os países da América Latina cuja mediana equivale a 1,92 % do PIB desses países. A mediana esconde economias fiscais ainda mais significativas em vários países.

Os autores se perguntam o que aconteceria se as taxas de juros internacionais subissem e as taxas de câmbio se movessem em direção oposta à dos últimos anos. E concluem que a reversão do cenário global benigno dos últimos anos traria uma piora substancial às contas fiscais dos países emergentes.

No Brasil, a impressão é de que a dívida cambial praticamente zerada deixou o país mais preparado para enfrentar futuras turbulências. Apesar da melhora dos indicadores de vulnerabilidade externa, o otimismo pode ser excessivo. Uma desvalorização cambial que aumentasse os riscos de inflação forçaria um aumento das taxas de juros com grave impacto sobre a dívida e o orçamento fiscal. Não há como fugir do fato de que apenas a combinação da reforma fiscal com uma taxa Selic mais baixa poderia reduzir a dívida interna e colocar o país na rota do crescimento sustentado.