

# O impacto da desvalorização no déficit

CARLOS A. JANADA

O déficit fiscal brasileiro tende a declinar inicialmente com a desvalorização da moeda, mas pode voltar a subir, de acordo com uma simulação que realizamos para avaliar o impacto da recente mudança na política cambial sobre as contas do governo. O resultado final depende principalmente das taxas de juros e cambial escolhidas. Se partirmos do pressuposto de que a maior parte da desvalorização já ocorreu, então a taxa Selic poderia ser utilizada como um guia grosseiro para a evolução do déficit fiscal durante os próximos meses.

Quando as autoridades brasileiras liberaram o real, sua expectativa era de que a mudança do regime cambial reduziria os juros domésticos, o que por sua vez ajudaria a trazer o déficit fiscal para baixo. Vejamos se os números do déficit fiscal confirmam essa expectativa, assumindo cenários diferentes para a moeda, as taxas de juros e a inflação.

Para avaliar o impacto da desvalorização sobre as contas fiscais, em primeiro lugar precisamos de um cenário de referência. No fim do ano passado havíamos estimado que o déficit de 1999 ficaria em 6% do Produto

Interno Bruto (PIB). Esse resultado presumia uma desvalorização cambial de 9% e juros caindo de 30%, no início do ano, para 20% em dezembro, uma inflação de apenas 2% e um superávit fiscal primário de 1,7% do PIB. Esse será nosso ponto de referência.

**Superávit primário** - No ano passado o governo anunciou um conjunto de medidas fiscais com o objetivo de produzir um superávit primário de 2,6% do PIB. Nós argumentamos ser mais realístico esperar um superávit primário de 1,7% do PIB (a derrota da reforma na Previdência no início de dezembro e o atraso na aplicação do aumento na alíquota da CPMF, na verdade, trabalharam a nosso favor). O governo ainda espera um superávit primário de 2,6% do PIB.

Mais recentemente, contudo, o governo anunciou uma nova série de medidas fiscais (como a contribuição previdenciária de organizações filantrópicas, aumento nos preços dos combustíveis, elevação do IOF, etc.). Essas medi-

## Queda da taxa de juros pode compensar efeito da depreciação do real nas contas fiscais

das sugerem que o superávit primário poderia de fato superar nossas previsões. No presente exercício, vamos continuar assumindo que o superávit primário será de 1,7% do PIB - de forma que os resultados sejam comparáveis com nossa estimativa prévia de um déficit fiscal de 6% do PIB.

**Entra a desvalorização** - Há duas forças opostas operando sobre o déficit fiscal. De um lado, a desvalorização tende a aumentar o déficit, pois os juros em reais sobre a dívida em dólares e a dívida indexada ao dólar aumentam. De outro lado, à medida que os juros domésticos (espera-se) caíam tanto em termos nominais como reais, os juros da dívida também caem.

Qual é o efeito dominante? A resposta depende do percentual em que o real depreciar-se e da rapidez da queda dos juros internos.

Quais serão as taxas de câmbio e de juros no fim do ano ou mesmo no fim deste trimestre? Isso é muito difícil de avaliar. Nesse exercício vamos usar diversos pares de taxas de juros e de câmbio e então avaliar o im-

## SIMULAÇÃO PARA O BRASIL

Desvalorização	Selic	Inflação	Juro real	Déficit Fiscal
15,1	25,0	4,2	20,0	5,74
16,1	25,0	4,7	19,5	5,70
17,1	25,0	5,1	19,0	5,65
18,1	25,0	5,5	18,5	5,61
19,0	25,0	5,9	18,0	5,56
20,0	25,4	6,5	17,8	5,69
21,0	25,8	7,0	17,6	5,81
22,0	26,2	7,6	17,3	5,93
23,0	26,6	8,1	17,1	6,05
24,0	27,0	8,7	16,9	6,17
25,0	27,4	9,3	16,6	6,29
26,0	27,8	9,8	16,4	6,41
27,0	28,2	10,4	16,1	6,54
28,0	28,6	11,0	15,9	6,66
28,9	29,0	11,5	15,7	6,78
29,9	29,5	12,2	15,5	6,87
30,9	30,0	12,8	15,3	6,96
31,9	30,5	13,4	15,1	7,06
32,9	31,0	14,0	14,9	7,15
33,9	31,5	14,7	14,7	7,24
34,9	32,0	15,3	14,5	7,33
35,9	32,5	15,9	14,3	7,42
36,9	33,0	16,5	14,1	7,52
37,9	33,4	17,2	13,9	7,61
38,9	33,9	17,8	13,7	7,70

Fonte: Morgan Stanley Dean Witter \* OBS: em % do PIB

pacto nas contas fiscais.

Um ponto de partida é uma desvalorização de 9% (como nossa previsão inicial) e chegar até uma desvalorização anual hipotética de 34%. Os juros começarão a 23% (média anual) e vão até 14%. Os juros reais dependem de uma estimativa de inflação. Em nosso exercício a inflação vai de 2% a 18%.

**Resultados** - Nosso exercício de simulação sugere que, dentro da escala de possibilidades

escolhida, o déficit fiscal brasileiro poderia ir de 6% até 7,7% do PIB. Mas o déficit não aumenta de forma gradual. Em vez disso, o déficit fiscal apresenta uma curva em forma de "v". Inicialmente ele cai até um mínimo de 5,6% do PIB, quando a depreciação do real é de cerca de 19% (para o ano inteiro) e depois disso volta a crescer.

O déficit diminui no começo porque do efeito positivo dos juros em queda compensa o efeito negativo exercido pela desvalorização (para todo o ano). Mas depois de um certo ponto (nesse caso uma desvalorização de aproximadamente 19%), o efeito negativo da desvaloriza-

ção sobre o déficit passa a dominar. O comportamento em "v" do déficit ocorre apesar do fato de a taxa de juros reais cair quase com o mesmo gradualismo do aumento da desvalorização cambial.

O quadro ao lado mostra os resultados da simulação. O resultado final obviamente depende do valor que usarmos para a moeda, a taxa de juros e a inflação. Mas tenhamos em mente o seguinte aspecto: cerca de um terço da dívida pública é denominado em dólares ou indexado ao dólar. Se pensarmos que a maior parte da desvalorização já ocorreu, então o comportamento do déficit (que é essencialmente igual aos pagamentos de juros) de agora em diante depende da evolução dos juros domésticos.

De fato, se representarmos o déficit ante a taxa de juros real (para uma determinada taxa de câmbio), o déficit declinaria em ritmo contínuo. Se o governo mostrar forte compromisso com a reforma fiscal, isso poderia induzir o mercado a pensar que o pior da desvalorização já ficou para trás. Se esse fosse o caso, o comportamento da taxa Selic poderia dar-nos uma idéia da evolução do déficit.

A pergunta óbvia neste ponto é: qual taxa Selic? A real ou a nominal? Temos certeza de que a inflação deve aumentar no Brasil durante as próximas semanas. Mas como a economia já está em recessão, esperamos que a inflação não crescerá muito, apesar da recente desvalorização. Assim, investidores, ao menos nos dois próximos meses, poderiam usar a taxa Selic como o indicador-chave para a estabilização fiscal.

Atualmente, a taxa Selic está em torno de 30%. Se permanecer nesse nível, isso certamente

representará boas notícias para o déficit fiscal. Se a taxa subir a 40% ou mais, o déficit vai aumentar, mas permanecerá a níveis adminis-

tráveis, e, se o governo mostrar progresso na produção de superávits primários, os juros deverão recuar e, com eles, o déficit fiscal. Se os juros passarem de 50%, peça uma caipirinha!

**Se os juros ultrapassarem a faixa de 50%, peça uma caipirinha!**

■ Carlos A. Janada é economista para a América Latina do banco de investimentos Morgan Stanley Dean Witter, com doutorado em economia pela Universidade de Boston.