

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 grosso 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 presunha 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-

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

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

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) caiam tanto em termos nominais como reais, os juros da dívida também caem.

Qual é o efeito dominante? A resposta depende do porcentual 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-

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 – Nossa 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-

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

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!

■ 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.