

# Celso Pinto



## *economia: Brasil* O pânico recalculado

O pânico que tomou conta do mercado nos últimos dias esteve apoiado em três premissas que são, no mínimo, discutíveis. A primeira é a idéia de que a desvalorização provocou um enorme rombo fiscal que exigirá novos pacotes, de difícil aprovação. A segunda é que ela levou a um forte aumento nos juros que acabará empurrando o governo a uma moratória da dívida interna. A terceira é que a desvalorização vai continuar, levada por uma inflação descontrolada.

Ontem, depois da primeira apreciação significativa do real frente ao dólar desde a livre flutuação, é possível que alguns estejam revendo suas análises. A noção de que a desvalorização gerou um enorme rombo fiscal adicional é especialmente viva entre analistas de bancos internacionais.

A conta fiscal não é simples, porque depende das hipóteses que se faça sobre inflação, juros, desvalorização e crescimento. De todo modo, o que é costume ignorar, especialmente nas análises externas, é o impacto do que um economista chama de "ganho perverso" com a inflação.

Um banco fez uma estimativa mais cuidadosa do impacto da desvalorização. Do lado ruim, cada 1% de desvalorização provoca um aumento equivalente a 0,13% do PIB no estoque da dívida líquida do governo. Do lado positivo, contudo, cada 1% a menos de juros reduz a dívida em 0,25% do PIB. Além disso, cada 1% a mais de inflação gera uma melhora líquida de 0,14% do PIB sobre as contas públicas.

O governo, por razões óbvias, evita discutir o "ganho perverso" com a inflação (desde que ela seja controlável), mas ele é expressivo. A inflação aumenta a receita mas, principalmente, reduz despesas difíceis de comprimir.

Os gastos com salários vão cair, mesmo que ao final de um ano haja alguma reposição. Se não houver reposição, calcula o banco, a maioria dos Estados poderá se adaptar ao limite da Lei Camata (gastar com salários até 60% da receita líquida), sem precisar demitir. É cruel, mas não pode ser ignorado.

Este banco calcula que uma desvalorização final de 35% (R\$ 1,62 por dólar) reporia o câmbio no nível real em que estava logo antes do Plano Real e geraria uma inflação de 13%. Uma desvalorização de 40% (R\$ 1,70 por dólar) reduziria o rombo das contas externas ao nível em que poderia ser financiado por investimentos diretos. O impacto inflacionário seria em torno de 16%.

Com um cenário deste tipo, o banco calcula que seria possível gerar um superávit primário (sem contar os juros) de 3,1% do PIB este ano, melhor que os 2,6% previstos no acordo com o FMI, apesar de uma recessão maior (queda de 2,6% do PIB). Pode ser que seja necessário aprovar medidas adicionais de ajuste, mas não seria um pacote gigantesco, nem inviável.

Mas os juros não estão subindo, de 30% a 32%, antes da mudança, com projeção de inflação perto de zero, para 39% ontem e, provavelmente, 41% nos próximos dias? Sim, mas se a projeção de inflação para a frente ficar em torno de 10%, os juros reais, descontada a inflação, continuarão no mesmo patamar. Se a inflação for de 15%, os 39% atuais equivaleriam a juros reais menores, de 24%. A moratória, nesta conta, parece menos inevitável. Se e quando o câmbio se estabilizar, todos concordam, os juros poderão cair substancialmente.

Mas a inflação não pode disparar e levar a uma desvalorização descontrolada? Pode, e este é o maior risco imediato. Isso só acontecerá, contudo, se houver forte indexação ao dólar. Com recessão, desemprego recorde e política monetária apertada a curto prazo, o risco de perda de controle é menor.

O dólar subiu, nas últimas duas semanas, não porque houve uma enorme fuga de capital, mas pelo buraco das contas externas e pela dificuldade de renovar linhas de crédito. A desvalorização, por definição, vai reduzir muito o buraco externo, em alguns meses. Se ficar claro que o risco de inflação descontrolada e de moratória são menores, a renovação das linhas externas ficará mais fácil.

Este jogo de expectativas exigirá atuação firme do BC e sinalização clara de rumos. Ele tem riscos, mas não é um jogo perdido a priori.