



# Razões para desconfiar do Brasil

**O** Brasil descolou da Argentina, mas não saiu das preocupações do mercado financeiro internacional. Alguns analistas, em Nova York, acham que não são pequenas as chances de o Brasil ter que, no mínimo, reestruturar sua dívida interna. Talvez algo nos moldes da primeira reestruturação argentina: esticar prazos e reduzir juros num pacote "voluntário", empurrado a fundo de pensão e bancos locais.

A chave da desconfiança é a chamada "dinâmica da dívida", ou seja, como a dívida pública deve evoluir sob certas hipóteses e quais as chances de um calote. No ano passado, houve um momento de maior nervosismo com o Brasil, quando as várias crises (Argentina, energia, economia mundial) levaram à desvalorização do real, ao aumento dos juros e a um salto na dívida líquida do setor público em relação ao PIB. Quando o humor do mercado virou para melhor, no último bimestre, o nervosismo diminuiu, mas o tema continua latente.

"A dinâmica da dívida brasileira parecia crítica, no ano passado, mas não era", define Drausio Giacomelli, do JP Morgan de Nova York. "Ela, no entanto, é crônica, próxima à área de perigo".

Giacomelli fez um estudo interessante sobre a dinâmica da dívida. A boa notícia é que ela não é, necessariamente, explosiva. A má, é que, para isso, será preciso manter, por muitos anos, um superávit primário de 3,5% do PIB.

Por que a obsessão do mercado com o superávit primário (receita menos despesas, exceto juros)? "Porque é o indicador que sintetiza a capacidade do setor público de pagar seus compromissos", diz. Seja a dívida pública interna ou externa, se o superávit primário é suficiente, a dívida poderá ser paga. Mesmo que haja escassez de divisas, por exemplo, sempre será possível comprá-las a um certo preço.

É, obviamente, uma simplificação na avaliação de um país, mas é o que interessa, em última instância, ao investidor externo. Os 3,5% de superávit primário calculados por Giacomelli podem ser algo menos, ou algo mais, conforme as hipóteses que se use para o futuro, principalmente em relação ao crescimento e aos juros reais. Mas para ficar abaixo dos 3,5%, as hipóteses teriam que ser bastante otimistas.

Giacomelli lembra que a Argentina precisava de um superávit primário de 2% do PIB para sustentar a dívida e não conseguiu. A Turquia, pelos cálculos do FMI, precisará de 10% do PIB. Também não conseguirá, mas pacotes de ajuda internacional têm coberto a diferença.

A dívida externa do setor público não assusta. Ela equivale a 11% do PIB e a vida média é de 10 anos. Giacomelli lembra que isto significa que se um choque elevar em 5 pontos percentuais o custo da dívida brasileira, como aconteceu ano passado, e este aumento persistir por um ano, o aumento do custo médio da dívida será de apenas 0,05%. Lido de outra forma, o prêmio de risco cobrado ao Brasil, hoje, é insustentável a médio prazo, mas o país tem tempo para tentar reduzi-lo.

Já no caso da dívida interna, 52% vencem a cada dia (indexados à Selic) e 30% estão ligados ao dólar. Ou seja, qualquer aumento nos juros ou câmbio reflete imediatamente sobre a dívida líquida. E ela é muito alta: 53,3% do PIB no ano passado. A dívida bruta assusta ainda mais: 71,4% do PIB. Para se ter um parâmetro de comparação, a União Européia fixou como teto aceitável uma dívida bruta não superior a 60% do PIB. E ainda existem "esqueletos" fiscais que, sabe-se, irão engordar a dívida no futuro. Em meados de 2001, o governo calculava em 10% do PIB os esqueletos ainda não absorvidos, mas parte deve ter sido incorporado à dívida no ano passado.

Embora no Brasil os mercados da dívida interna e externa sejam diferentes, ao contrário da Argentina, o que vale para o investidor, em última instância, é a capacidade de pagamento do setor público. É improvável que uma moratória interna não resultasse numa moratória externa. Daí a obsessão fiscal do mercado e a preocupação com a sucessão presidencial.

A boa notícia, segundo Giacomelli, é o câmbio flutuante. Em crises cambiais em países emergentes com câmbio fixo ou controlado, o setor público acabou absorvendo a dívida privada. Com o câmbio flutuante, moratórias privadas tendem a ser absorvidas mais facilmente (como já aconteceu com o México). O câmbio flutuante ajuda o setor público a gerar divisas, ao desvalorizar o câmbio quando é necessário, e pode separá-lo, de fato, do setor privado. A desconfiança só se dissipará, contudo, quando a dívida pública cair e isso só acontecerá ao longo de vários anos, se for mantido um superávit primário expressivo.

**Há quem preveja que a dívida será renegociada**