

A discussão sobre a sustentabilidade da dívida brasileira continua intensa. Para o americano Michael Pettis uma reestruturação rápida é a melhor saída para o Brasil. Ilan Goldfajn, diretor

do BC, por sua vez, rebate essas teses, garantindo que a dívida é sustentável, escorando sua argumentação num cuidadoso estudo. Veja, a seguir, as idéias dos dois economistas

Dívida brasileira é sustentável, garante Goldfajn

EXTERNA

Diretor de Política Econômica do BC rebate argumentos de que renegociação é inevitável

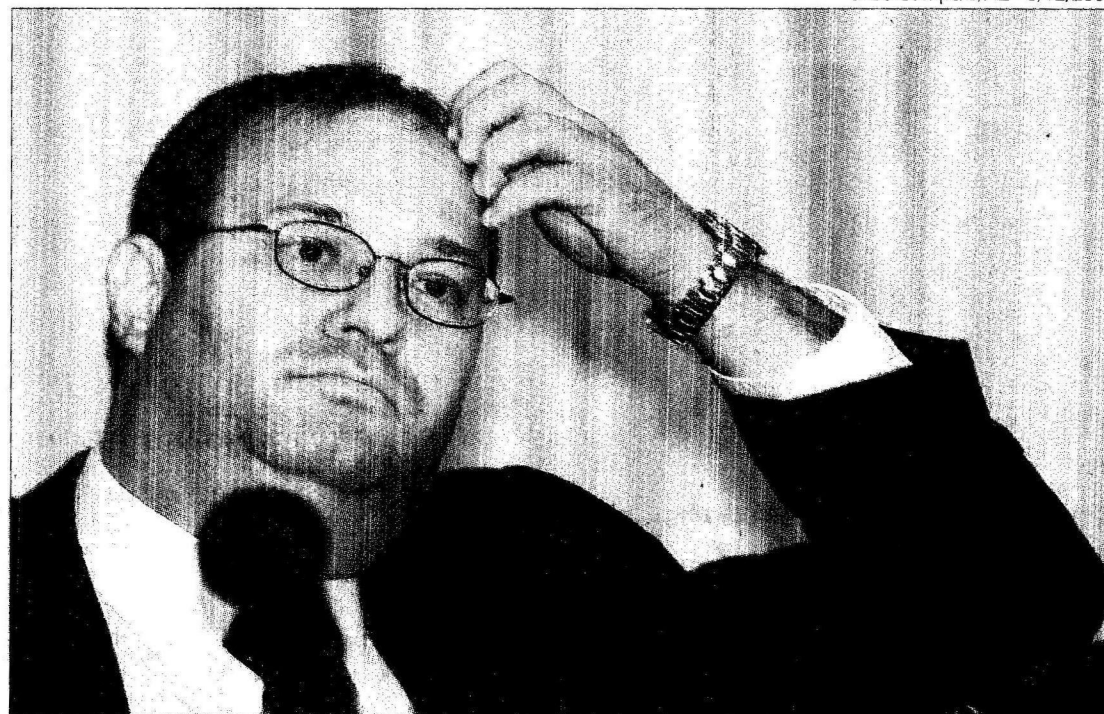
SERGIO LAMUCCI

O diretor de Política Econômica do Banco Central (BC), Ilan Goldfajn, rebate enfaticamente os argumentos de alguns analistas estrangeiros de que a dívida brasileira não é sustentável. Para ele, as avaliações de economistas como o americano Michael Pettis, de que a reestruturação é inevitável, muitas vezes deixam de lado detalhes fundamentais sobre os números, a dinâmica e a composição da dívida pública do País. Esses analistas não levam em conta, por exemplo, que a dívida interna é denominada em reais e está quase toda nas mãos de investidores brasileiros, afirma Goldfajn.

Para defender suas idéias, ele se escora num cuidadoso estudo, divulgado em julho, em que conclui que, se o País mantiver até 2011 um superávit primário (receitas e despesas, exceto gastos com juros) de 3,75% do PIB, a relação entre a dívida líquida e o PIB deve se estabilizar e provavelmente cair ao longo dos próximos anos. Em julho, a dívida líquida correspondia a 61,9% do PIB. No seu cenário básico, Goldfajn considerou, para o período entre 2003 e 2011, um

“Nós fizemos cálculos detalhados e concluimos que a dívida é sustentável, mesmo sob hipóteses conservadoras”

Ilan Goldfajn



Goldfajn, diretor do BC: muitos analistas estrangeiros não levam em conta particularidades da dívida brasileira

crescimento médio da economia de 3,5% ao ano; uma desvalorização nominal, mas não real (descontada a inflação), da moeda (que está muito depreciada); um juro real de 9%; e o reconhecimento de algumas dívidas não contabilizadas antes (os “esqueletos”).

■ **Análises subjetivas** – A análise de economistas como Michael Pettis não considera detidamente os números e as particularidades da dívida brasileira. Para afirmar que a dívida é ou não sustentável, é necessário olhar os nú-

meros, questionar as hipóteses em que se baseiam as suposições sobre a trajetória da dívida (como juros, câmbio e crescimento). Além disso, mais importante do que as hipóteses, é a probabilidade de que o cenário traçado ocorra, não amanhã ou na semana que vem, mas em cinco ou dez anos. Nós fizemos cálculos detalhados, e concluimos que é a dívida é sustentável, mesmo sob hipóteses conservadoras. O problema é que algumas análises não entram para jogar nesse torneio em que se colocam as hipóteses e os números, pois são subjetivas.

■ **Por que a dívida é sustentável** – Os fatores que levaram a dívida a aumentar fortemente nos últimos anos não devem se repetir com a mesma intensidade. Um deles é o reconhecimento de esqueletos, que atingiu 10% do PIB desde 1994. Ainda há dívidas a reconhecer, mas

não nessa magnitude. Além disso, nós já tivemos uma importante depreciação real do câmbio, necessária para fazer o ajuste das contas externas que estamos observando, mas que não continua indefinidamente. Nós temos um superávit primário elevado, hoje de 3,75% do PIB, que não tínhamos no passado. E, ao longo do tempo, não há por que o País conviver com juros reais tão elevados. Os juros reais ficaram em torno de 17% a 20% nos começos do Real, hoje estão em 10%, e tem tudo para cair abaixo de um dígito nos próximos anos. Num cenário razoável, esse superávit de 3,75% é suficiente para estabilizar e reduzir a dívida. Eu considero no estudo um crescimento de 3,5% do PIB, abaixo do crescimento potencial, de 4,5%. O Brasil pode voltar a crescer nesse ritmo, é só não haver um ano tão ruim, com tantas incerte-

zas no cenário externo, por exemplo. Mas, mesmo que o País cresça a um ritmo de 2,4%, os exercícios mostram que a dívida se estabiliza e tende a ser declinante, desde que mantido o superávit primário de 3,75% do PIB.

■ **Desconhecimento** – Alguns analistas estrangeiros parecem não perceber algumas particularidades da dívida no Brasil. Em países emergentes, normalmente a dívida interna é quase toda vendida para investidores estrangeiros e é denominada em moeda estrangeira. No caso do Brasil, cerca de 99% da dívida interna é retida por cidadãos brasileiros. Os investidores estrangeiros não retêm a nossa dívida interna. Se eles ficam nervosos, não é um problema para a rolagem da dívida. E a dívida interna é resgatada em reais, mesmo a que é indexada ao dólar. A dívida externa é em sua maioria privada. Em outros emergentes, como o setor privado não é forte o suficiente, a dívida externa acaba sendo toda pública. O governo brasileiro não tem problemas para pagar sua dívida externa, que não é grande.

■ **A questão política** – Como todos os candidatos se comprometeram a manter o superávit primário, acho que a dívida é sustentável independentemente de quem quer que seja eleito.

■ **Outros pontos positivos** – Nós temos um câmbio flutuante, o que ajuda a absorver os choques. O déficit em contas correntes vem sendo financiado por investimentos diretos, e não por empréstimos de curto prazo. Além disso, o sistema bancário é sólido. E nós temos o dinheiro do FMI. Esses fatores ajudam a evitar uma crise.

Dida Sampaio/AE - 6/12/2001