



Para evitar *Dívida Pública* um calote

Muita gente defende uma mudança na política cambial como uma forma de melhorar as exportações, encarecer as importações e equacionar o buraco das contas externas. Um estudo recente, contudo, acha que a desvalorização é mais importante para viabilizar o pagamento futuro da dívida interna do governo.

O estudo foi feito pela Rosenberg Associados, consultoria que reúne dois ex-assessores econômicos de governos passados, Luiz Paulo Rosenberg e José Augusto Savasini. O trabalho parte do princípio que uma desvalorização poderia ter três grandes consequências.

A primeira e mais importante seria reduzir os juros que o governo paga pela sua dívida. A principal razão é que a desvalorização equivaleria a dar um "calote legal" sobre a maior parte da dívida, que não é vinculada ao dólar. Como o estoque da dívida seria reduzido, cairia o risco de um calote e o custo, em juros, tenderia a baixar.

Outro efeito possível seria o do estímulo às exportações e ajuda no equilíbrio externo. O trabalho argumenta que a desvalorização poderia acelerar ganhos de competitividade que, de outro modo, poderiam ser obtidos também via redução de preços e salários, mas a um custo muito alto do ponto de vista do emprego e de possíveis quebras de contratos e de empresas.

O trabalho argumenta, de todo modo, que um déficit na balança comercial de apenas 1% do PIB é justificável para um país em desenvolvimento no estágio do Brasil. Seria uma contrapartida natural de investimentos externos.

O terceiro efeito seria negativo: a desvalorização equivaleria a uma quebra de regras. Se ela fosse vista como uma volta ao passado, quando o país financiava déficit público via inflação e era protecionista no comércio exterior, poderia haver fuga de investimentos no Brasil. Se ela for vista como a única alternativa para resolver o problema da dívida interna, sem afetar o processo de mudanças estruturais, a reação poderia ser positiva e levar a uma queda nos juros. A despeito dos efeitos, o trabalho insiste que a desvalorização seria crucial para evitar um colapso da dívida interna. Ele divide os ativos da dívida interna em três fatias. A primeira são as "reservas" em dólares, não tem risco e a taxa de juros é de 4,5%. Somavam US\$ 47 bilhões quando o trabalho foi feito.

A segunda são chamados de "títulos cambiais", pagos em dólares, mas que embutem risco de não pagamento ("default"). Hoje, o Brasil paga 15% por esses ativos, em função desse risco. São US\$ 130 bilhões.

A terceira são os títulos em reais que embutem o risco de "default" e o risco de desvalorização. O custo estava em 32% quando o estudo foi feito, e o estoque em US\$ 236 bilhões.

O estudo projeta o custo desta dívida em 99, considerando três cenários hipotéticos: um de desvalorização gradual (7,5%) e mais otimista (juros de 21%), outro idêntico, mas mais pessimista nos juros (23,6%), e um terceiro, com desvalorização de 20%.

A conclusão é que o custo efetivo da dívida líquida do governo (que soma passivos e desconta ativos) seria bem menor no cenário de desvalorização. Isso porque o custo sobre a dívida em reais cairia para 16%. Com isso, a taxa efetiva sobre a dívida líquida seria de 11,2% no cenário da desvalorização, comparado a 15,8% e 18,4% nos outros dois cenários.

A partir dessas hipóteses, faz-se uma projeção de como evoluiria a relação entre o estoque da dívida interna e o PIB nos próximos anos, imaginando um crescimento de 5% do PIB a partir do ano 2000 e um superávit fiscal primário de 2,5% do PIB. Seguindo o cenário gradual do governo, a relação da dívida interna com o PIB se transforma em explosiva tanto no cenário otimista (vai a 63% do PIB em 2005) quanto no pessimista (75% em 2005).

Já no caso do cenário de desvalorização, seria possível estabilizar a dívida em 44% do PIB já a partir de 99 e mantê-la neste patamar. Para que a relação ficasse estável no futuro, como quer o governo e prevê o acordo com o FMI, seria preciso imaginar uma queda agressiva dos juros médios nos próximos anos. O problema, argumenta o estudo, é que vários exemplos mostram que, quando o estoque da dívida cresce em relação ao PIB, normalmente o juros pagos sobem, não baixam.