

Desvalorização e déficit – uma nota

A DÍVIDA PÚBLICA TOTAL TERIA O SEU VALOR CORRETAMENTE COMPUTADO, DANDO UM SALTO EM JANEIRO

FABIO GIAMBIAGI

A recente desvalorização do real fez muitos analistas adotarem o seguinte raciocínio: “Como a dívida pública em dólar, seja assumida diretamente nessa moeda ou a ela indexada, deu um salto quando medida em reais, isso vai causar um impacto dramático no valor da despesa de juros e do déficit público em janeiro, anulando todo o esforço fiscal de melhora do resultado primário.” Nosso propósito, aqui, é explicar por que isso não necessariamente será verdade. Para tanto é necessário partir da equação da variação (Δ) da dívida pública

$\Delta DT = NFSP + P + A$,
onde DT=Dívida total; NFSP=Necessidade de financiamento do setor público; P=Fluxo de privatizações; e A=Ajuste patrimonial.

Isso significa que a variação da dívida pública está ligada ao déficit público, às privatizações realizadas no período e a outros ajustes patrimoniais. Em função disso, o Banco Central adota o conceito de “dívida fiscal” (DF), cuja variação define o valor das NFSPs, conforme

$\Delta DF = NFSP = \Delta DT + P - A$.

Qual é o ponto que queremos defender? Que a desvalorização praticada deveria merecer o tratamento de ajuste patrimonial (da mesma forma que o reconhecimento de “esqueletos”), sem que o salto da dívida total em reais (ΔDT) “contamine” (na nossa opinião, equivocadamente) o valor das NFSPs.

Cabe destacar que o BC já

faz algo parecido com a dívida externa pública, ao computar como despesa de juros dela o resultado da multiplicação do fluxo de juros em dólar pela taxa de câmbio R\$/US\$, sem que o aumento da dívida medido em reais afete o valor do déficit, a não ser pelo impacto sobre o fluxo da despesa de juros, que, naturalmente, passa a representar uma quantidade maior de reais.

É importante destacar a importância do que estamos dizendo. Imaginemos que o valor da dívida interna indexada em dólar seja de 100 e pague juros de 1,5% ao mês

(em torno de 20% ao ano), além da correção cambial, e esta, por hipótese, seja inicialmente nula, o que significa que a despesa de juros é de

$(100 \times 1,015 - 100) = 1,5$. Se, um belo dia, a desvalorização é de 50% e o BC contabiliza esse salto como “despesa de juros”, a despesa, no mês correspondente, é de $(1,015 \times 150 - 100) = 52,25$, muitíssimo acima do valor original.

Cabe frisar também que julgamos estar defendendo algo inteiramente justificável.

Primeiro, por analogia com o tratamento que já recebe a dívida externa.

Segundo, por analogia, também, com o tratamento que o governo tem dado a passivos, como o das dívidas securitizadas, que afetam a dívida registrada DT, mas são tratadas, na fórmula acima, como ajustes (A), sem impactar as NFSPs.

Terceiro, porque, conceitualmente, o que se deseja medir com o déficit é o aumento da demanda agregada e o que ocorre com a desvalorização, num primeiro momento, é, tipicamente, apenas uma variação patrimonial dos detentores de títulos indexados em dólar, com impacto marginal na demanda da economia.

E quarto, porque a dívida pública total teria o seu valor corretamente computado, dando um salto em janeiro, sem se esconder nada de ninguém.

Sabemos que muitos colegas economistas vão criticar o go-

verno se, na contabilização do déficit de janeiro, for adotada a idéia aqui defendida, com o argumento de que se trataria de um “truque contábil”.

Não nos parece que a crítica seja correta.

Imaginemos o caso contrário, de um país que tenha uma dívida pública de 100 unidades monetárias, toda ela indexada em dólar, taxa de juros nula (para efeitos de raciocínio), câmbio fixo e déficit primário de 20, o que significa que gasta zero de juros e seu déficit total é de 20. Um dia, a taxa de câmbio se aprecia em 20%. Algum economista aceitaria o argumento de que, no ano em que isso ocorresse, o déficit público seria “zerado” pela queda da dívida de 100 para 80, compensando com “juros negativos” de 20 o déficit primário do mesmo valor? É claro que não! Por que, então, já que não se aceita a valorização como “juro nega-

tivo”, vamos ter de assumir que a desvalorização implica um aumento espetacular do déficit, em vez de – como deve ser, na nossa opinião – um ajuste patrimonial, que aumenta inicialmente a dívida, mas sem ter uma contrapartida fiscal do mesmo valor?

É óbvio que, como a dívida aumentou, o superávit primário que será preciso gerar no futuro para conservar a relação dívida/PIB terá de aumentar. Mas dizer que será preciso ter um superávit primário um pouco maior, porque a dívida passou de 45% para 50% do PIB, é uma coisa e dizer que o déficit passou de 5% para 10% do PIB é outra completamente diferente. A interpretação de que o déficit nominal vai subir em razão da desvalorização é correta, mas, na nossa opinião, isso é porque a cada mês a despesa de juros em reais vai ser maior, e não porque em janeiro tenha havido um déficit fora de qualquer padrão. Imaginar que em janeiro, por causa da desvalorização, o governo tenha pressionado a demanda, só nesse mês, por um adicional de R\$ 40 bilhões ou R\$ 45 bilhões não nos parece que faça sentido, além do que o impacto em termos de formação de expectativas será realmente muito forte.

Seria importante, portanto, que o ponto aqui levantado – estritamente técnico, provavelmente enfadonho para a maioria dos leitores, mas crucial para a revisão das contas fiscais de 1999 – fosse contemplado na revisão do acordo com o FMI.

■ Fabio Giambiagi é economista

**Não nos parece
correta a crítica
de que a idéia
aqui defendida
seria um
truque contábil**