

Opinião

A necessária correção do curso fiscal esbarra nas dificuldades de ordem política. Por *Rubens Cysne*

Dinâmica fiscal e preço do dólar

No dia 16 de maio o Banco Central decidiu manter o juro básico anual desejado da economia em 6,5%, com uma inflação confortavelmente prevista para 2018, pelo Relatório Focus, em torno de 3,6%. Diz-se que, com essa ação, a autoridade monetária teria dado mostras de preocupar-se com a cotação do câmbio. O raciocínio se baseia no fato usual de que juros maiores incentivam o fluxo de capitais para o país, desta forma reduzindo a necessidade de desvalorização do câmbio nominal e real.

A manutenção dos juros, em vez da queda, gera reações distintas. Reclamam aqueles que gostariam de um câmbio mais desvalorizado, associando-o a uma elevação da competitividade externa e a uma redução do desemprego. E elogiam aqueles que temem repasses de possíveis desvalorizações cambiais aos preços internos, o que majoraria a inflação.

Não é nosso objetivo discutir aqui as ações ou intenções do Banco Central nesse episódio, mas sim chamar a atenção para a temporalidade limitada, dada a trajetória fiscal atual, dessa confortável relação usual negativa entre juro e câmbio. Esse mecanismo usual, por meio do qual o preço do dólar tende a cair quando se elevam os juros, depende do que ocorre com o prêmio de risco (prêmio de default parcial) da dívida pública. E, este último, do que se faz no Brasil em termos fiscais e do que pensam os poupadores internos e externos.

Por quanto tempo, ou sob quais condições, podemos assumir que esse prêmio de risco da dívida não se elevará quando os juros sobem (ou não caem)? Se esse prêmio se eleva com a elevação do custo e montante de rolagem da dívida, pode-se perder momentaneamente o conveniente canal, para o sistema de metas de inflação, entre juros mais altos e preço do dólar mais baixo.

O gráfico mostra como o câmbio real (lado direito do gráfico) tende a se correlacionar positivamente com o prêmio de risco (aqui medido pelo "EMBI - Emerging Markets Bond Index - Brasil"), no lado esquerdo do gráfico, desde o início da flutuação do câmbio, ao início de 1999.

A dificuldade de controlar indiretamente o prêmio de risco tem duas faces. Internamente, a necessária correção do curso fiscal esbarra nas dificuldades de ordem política. Externamente, é a psicologia e a dinâmica dos mercados internacionais que ditam o rumo dos fatos.

A elevação contínua da relação Dívida/PIB tende a aumentar o

Correlação positiva

EMBI+ e taxa de câmbio real



Fonte: autor

risco da dívida. No mesmo sentido age o equilíbrio atual de mercado com reduzida maturidade e elevado atrelamento da dívida pública aos juros de curto prazo (taxa Selic). As operações compromissadas do Banco Central atingem hoje em dia algo da ordem de 62% dos títulos públicos federais na chamada "posição em carteira" do Banco. Ou seja, algo em torno de 16,2% do PIB de endividamento federal têm maturidade perigosamente reduzida.

Acomodar passivamente incongruências fiscais pode não ser a melhor política

A parcela dos títulos públicos federais indexados à Selic (o que reduz a eficácia do aumento de juros sobre a demanda), por outro lado, incluindo as operações compromissadas, gira em torno 44,4% da dívida pública mobiliária federal interna, número também bastante elevado. Essa provisão de liquidez primária atendida pelo Banco Central reflete, obviamente, demandas dos poupadores. E não desejos do banco. Tentar alterá-la artificialmente, sem ação fiscal, pode deteriorar ainda mais o curso do endividamento.

Paralelamente, esse dever de casa incompleto do lado fiscal torna o país mais dependente dos humores externos. Há a necessidade de se acompanharem, por exemplo, as oscilações do prêmio entre as emissões de títulos pelas empresas americanas e as emissões de títulos de responsabilidade do Federal Reserve. Tal prêmio dá uma medida, ainda que rudimentar, da evolução da aversão ao risco dos poupadores externos. Quando esse prêmio externo se eleva, a tendência é de elevação do preço do dólar em reais. Claro que podem ter bons ganhos financeiros aqueles que bem antecipam esse tipo de tendência.

Quando o investidor externo apresenta uma aversão ao risco

superior à média do mercado geral da dívida pública e o risco da dívida se eleva, tende a haver uma redução do fluxo de capitais autônomos para o Brasil (mesmo após o novo patamar mais elevado dos juros de equilíbrio). Em um regime de flutuação livre de câmbio, do qual queremos nos aproximar, isso obviamente impacta o câmbio real no sentido de uma desvalorização.

Na ausência de reversão da atual trajetória fiscal, corre-se o grande risco de se chegar a um ponto no qual o efeito do aumento dos juros sobre o câmbio pode ser de desvalorização, ao invés de valorização. Isso ocorre quando o juro mais alto afeta positivamente e significativamente o prêmio de risco.

Nessa situação, se o canal baixista de preços de demanda agregada não neutralizar o repique dos preços dos importáveis e exportáveis, majorar os juros básicos pode elevar, ao invés de reduzir a inflação. É uma das formas de crise de dominância fiscal.

Se isso ocorre com uma determinada economia, conclui-se imediatamente que a ação anterior do banco central (dessa economia), no sentido de manter a inflação em um nível incompatível com o deficit público, terá simplesmente postergado o ajuste e majorado a inflação futura. Ter-se-á inutilmente comprado tempo e reputação com um altíssimo custo público. Acomodar passivamente incongruências fiscais pode não ser a melhor política.

Tecnicamente, não é difícil evitar-se a crise descrita acima no caso brasileiro atual. Espera-se que isso seja feito a tempo. Ainda assim, o problema do enorme desemprego já terá gerado uma grande perda nacional acumulada, seja de crescimento ou de bem-estar. Reflete, em parte, a inconsistência, em ambiente de câmbio flexível, entre a inflação almejada e a absurda leniência fiscal.

Rubens Penha Cysne é professor da FGV/EPGE.