



Alta do juro pode levar a uma desvalorização da moeda, em vez de apreciação. Por **Rubens Penha Cysne**

Limites da política monetária

Sabe-se que o Brasil se encontra em uma trajetória fiscal insustentável no longo prazo, havendo necessidade de reversão do déficit primário. Uma pergunta que todos se fazem é por quanto tempo a situação atual pode ser mantida sem uma crise. Ainda que de forma sempre condicional a uma série de fatos políticos e econômicos de difícil previsão e mensuração, pode-se tentar aproximar uma resposta a tal pergunta por meio de procedimentos econométricos. Apresentamos aqui uma abordagem factível.

Uma das possíveis crises decorrentes de um governo que gasta acima do que seria razoável ocorre quando elevações de juros para conter a inflação acabam tendo efeito contrário ao esperado. Damos aqui a esse tipo de fenômeno a denominação de “vulnerabilidade fiscal”.

Em geral, aumentos dos juros básicos contêm o ímpeto ao crescimento de preços através de dois canais. Primeiro, porque reduzem a formação de estoques, os investimentos, o emprego e as demandas salariais. Trata-se do canal de queda de demanda. Segundo, porque costumam valorizar a moeda doméstica frente às moedas internacionais, reduzindo o preço interno dos bens importáveis e exportáveis.

O problema é que em situações de forte dificuldade de controle das despesas públicas o segundo canal pode ter o seu sinal invertido. Ou seja, o aumento do juro pode levar a uma desvalorização, ao invés de uma valorização da moeda doméstica. Se o efeito inflacionário daí decorrente dominar o efeito baixista (sobre os preços) da redução de demanda, a consequência final da elevação dos juros pode ser de fomento à inflação, em vez de uma redução da mesma. É a situação de vulnerabilidade fiscal à qual nos referimos.

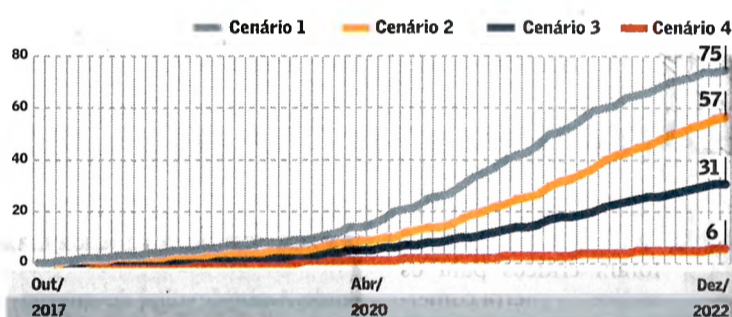
A explicação mais usual para essa possível desvalorização cambial é que em situações de descontrole fiscal as elevações dos juros, majorando o custo da dívida pública, podem elevar também o receio, da parte de alguns credores, de não recebimento integral esperado do valor real de juros e do principal da dívida.

Quando isso ocorre com os investidores externos, eles tendem a vender suas posições compradas na dívida pública brasileira e a repatriar tais recursos adquirindo moeda estrangeira. É esse movimento de venda da moeda nacional e compra da moeda externa que faz a moeda doméstica se desvalorizar.

Nesse processo, a entrada na fai-

Vulnerabilidade fiscal

Reação do déficit primário à variação dívida/PIB



Fonte: Autor

xa de vulnerabilidade fiscal depende da evolução fiscal esperada. E, também, das expectativas dos credores sobre o quanto receberão, em termos reais, de juros e do principal da dívida do governo.

O problema é que os fundamentos atuais permitem oscilações não desprezíveis dessas expectativas. A dívida líquida gira em torno de 53% do PIB e tende a se elevar a cada ano pela soma do déficit primário com o excesso dos juros reais sobre o crescimento do PIB. Mesmo com o PIB crescendo algo em torno de 2% ao ano (em taxas logarítmicas), tem-se algo em torno de 5,1 pontos percentuais do PIB de elevação anual da dívida.

No pior cenário há em torno de 10% de chance de ocorrer vulnerabilidade fiscal em novembro de 2019

Estabilizar a razão dívida/PIB exigiria passar de um déficit primário de 2,1% para um superávit em torno de 3% do PIB. Estabilizar a dívida, por outro lado, demandaria um superávit da ordem de 4% do PIB.

Para avaliar as probabilidades de vulnerabilidade fiscal, Campos e Cysne (2018)¹ utilizam um conjunto de equações estruturais descrevendo a evolução de algumas variáveis macroeconômicas, a função de reação do Banco Central, bem como diferentes projeções sobre a evolução futura das contas fiscais do setor público consolidado. Os dados utilizados cobrem o período entre novembro de 2001 e novembro de 2017.

Com base nos parâmetros estimados e nas simulações do modelo, obtêm-se trajetórias distintas de evolução da dívida líquida/PIB e também das reações do prêmio de risco da dívida à elevação dos juros. A partir daí calculam-se para diferentes cenários, através de simulações, as probabilidades de vulnerabilidade fiscal ao longo do tempo. Os resultados são sumarizados no gráfico.

No cenário 1, o menos favorável de todos (menor controle fiscal), considera-se a evolução atual das contas públicas. Toma-se para descrever tal trajetória a avaliação empírica recente do coeficiente de reação do déficit primário à razão dívida/PIB. A evolução no tempo da probabilidade de vulnerabilidade fiscal é descrita, nesse caso, pela linha superior do gráfico.

No cenário 4, o mais favorável de todos (maior controle fiscal), supõe-se perfeitamente atendida a EC 95 de teto dos gastos. Trata-se da linha inferior no gráfico. Os cenários 2 e 3 traduzem evoluções intermediárias das contas fiscais.

Observa-se que as probabilidades de vulnerabilidade aumentam com o tempo e que, quanto pior a evolução prevista do déficit primário (passando-se do cenário 4 ao cenário 1), maiores as chances, em cada ponto no tempo, de se ter uma política monetária impotente para o controle de preços.

A título de ilustração, no pior cenário há em torno de 10% de chance de ocorrer vulnerabilidade fiscal em novembro de 2019.

As estimativas não contemplam a possibilidade de uma crise originada de fatos políticos instabilizadores nas proximidades da eleição. Isso sugere que as probabilidades aqui apresentadas estejam subavaliadas, no sentido de estabelecerem um piso para as probabilidades efetivas.

Os valores pontuais apresentados devem ser observados com a cautela necessária, pois são sujeitos a hipóteses restritivas e às incertezas usuais que caracterizam trabalhos congêneres.

¹Campos, Eduardo L. e Cysne, Rubens P. (2018). “Fiscal Vulnerability in Brazil: a Simulated Method of Moments Approach”. (2018 a). “An alert on the recent fall of the fiscal reaction in Brazil”.

Obs. Versões em Working Paper de ambos os trabalhos disponíveis através de solicitação aos autores.

Rubens Penha Cysne é professor da FGV-EPGE.