

# Cassandrismos

*Caso o próximo Presidente não enfrente com determinação a crise fiscal, a realidade será muito pior do que o aponta o mercado financeiro.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>

13 de abril, 2018

Mesmo em meio ao movimento de depreciação cambial mais forte das últimas duas semanas, as expectativas do mercado financeiro quanto ao futuro da economia brasileira permanecem bastante otimistas. Especificamente, as expectativas para inflação continuam róseas, mesmo para muitos anos à frente.

Em flagrante contraste com tais expectativas otimistas, os números fiscais tornam-se cada dia mais preocupantes. O déficit público permanece bastante elevado, e a dívida pública segue em trajetória explosiva. Caso reformas que permitiriam redução drástica do ritmo de crescimento do gasto público não sejam feitas pelo próximo governo, sobretudo a da Previdência, a crise fiscal está fadada a assumir proporções imanejáveis.

As dificuldades que o projeto de reforma da Previdência enfrentou até ser enterrado, esperamos que temporariamente, mostram que não será fácil aprová-lo, mesmo por um Presidente cioso da importância fundamental que terá para o sucesso de seu governo. Além disso, não há hoje nem mesmo boas perspectivas de que uma candidatura que defenda e venha a implementar as reformas fiscais requeridas seja eleitoralmente viável. Dessa perspectiva, a calma do mercado financeiro parece de um otimismo irrealista, quase panglossiano.

Neste artigo, troco o personagem incorrigivelmente otimista de Voltaire pelo seu oposto, Cassandra, que não se cansa de prenciar as desgraças e infortúnios que poderiam sobrevir. Em contraste com a lendária personagem, que estava condenada a jamais ser ouvida, tenho esperança de que sejamos capazes de agir a tempo de evitar o pior. Traço aqui dois cenários de extremo risco, que ocorreriam caso os graves problemas fiscais com os quais se defronta a economia brasileira não venham a ser enfrentados a partir de 2019.

O primeiro cenário negativo extremo é aquele que sobreviria caso viesse a ser revertida, abruptamente, a percepção atual de que o próximo Presidente, de uma forma ou de outra, conseguirá empreender as reformas indispensáveis para tornar sustentável a trajetória da dívida pública. Tal reversão brusca de expectativas ocorreria, por exemplo, no caso da vitória de um candidato que, sabidamente, se recusasse a reconhecer a inexorável necessidade de se mudar o regime fiscal.

Na realidade, os efeitos dessa reversão já seriam observados quando ficasse clara a vitória de tal candidato. Tal como em meados de 2002, quando Lula se firmou na liderança das pesquisas eleitorais, investidores, nacionais e estrangeiros, tentariam se livrar de títulos da dívida pública, provocando fuga de capitais, forte depreciação cambial, alta de juros e

---

<sup>1</sup> Ph.D. por Stanford, professor do Departamento de Economia da PUC-Rio, escreve mensalmente neste espaço.

elevação da inflação. Caso se tentasse usar as elevadas reservas cambiais, o pânico poderia até aumentar, pois investidores poderiam ver nas vendas de reservas a oportunidade de saída a uma taxa de câmbio menos desfavorável do que ocorreria caso não houvesse a intervenção cambial.

Nesse cenário catastrófico, após grande depreciação, seria possivelmente implementado um limite para a taxa de câmbio, associado com controles de saída de capitais. De certa forma, seria a realização do cenário que se temia em outubro de 2002, quando o dólar chegou a beirar os R\$ 4, correspondente hoje a uma taxa de câmbio superior a R\$7/US\$. Como ponto positivo, o quadro atual registraria muito maior volume inicial de reservas cambiais, melhores condições iniciais no balanço de pagamentos e menores descasamentos cambiais nas empresas e famílias. Por outro lado, a dívida pública está mais elevada, ainda que não haja mais indexação ao dólar, e há muito maior rigidez fiscal.

Já no segundo cenário, as benignas expectativas seriam revertidas aos poucos. Após a posse, o candidato eleito, que apregoava reformas na campanha, se mostraria um Presidente que não faria reformas, quer por falta de convicção, quer por incapacidade de aglutinar apoio político. Considero ser este segundo cenário de risco mais provável do que o primeiro, já que seria difícil ganhar as eleições com um discurso que não reconhecesse, de alguma forma, a necessidade de reformas fiscais. Realizá-las após a posse, contudo, seria algo muito mais difícil.

Nesse segundo cenário, ocorreria deterioração gradual das expectativas, com o real se depreciando continuamente, com grande volatilidade. Seria difícil que a deterioração das condições econômicas ocorresse sem recurso às reservas cambiais. A motivação para o uso das reservas poderia ser mitigar a depreciação cambial, para evitar impacto inflacionário e o aumento do peso da dívida cambial das empresas. Poderia, adicionalmente, advir da tentativa de diminuir o crescimento da dívida pública, para não evitar o descumprimento formal das regras fiscais e a exposição do Presidente a um processo de impeachment.

Não consigo conceber um cenário de crise fiscal, com taxa de câmbio em contínua depreciação, inflação e juros em alta, e reservas internacionais de quase US\$400 bilhões intocadas. É certo que há mecanismos institucionais para evitar que se dilapidem as reservas, mas também os havia na Argentina em 2010, quando a Cristina Kirchner forçou a demissão do presidente do banco central argentino para lançar mão das reservas cambiais.

Nesse segundo cenário, a venda gradual das reservas cambiais reproduziria processo semelhante ao descrito por Paul Krugman, em seu modelo de 1ª geração de crises cambiais, ainda que sob câmbio flutuante (no modelo, há câmbio fixo). No modelo de Krugman, o banco central financia o tesouro deficitário, via redução paulatina do montante de reservas internacionais. Em determinado momento, há um ataque especulativo (totalmente racional e previsto) que exaure totalmente as reservas cambiais, com a base monetária passando a se expandir, gerando inflação e senhoriação para financiar o governo. A taxa de câmbio, até então fixa, passa a se depreciar, *pari passu* à inflação. Esse segundo cenário seria, de algum modo, uma volta aos anos posteriores à crise da Ásia (1997), que terminaram com a grave crise de 1999.

Em suma, tal como na discussão sobre a existência de eventual dominância fiscal em 2015, a resposta prática correta é a mesma: não há saída para a crise fiscal senão reverter a deterioração fiscal, reduzindo o aumento de gastos públicos!