

A volta da dominância fiscal

Por Armando Castelar Pinheiro

Valor Econômico, 4.4.2014

A má notícia que ninguém quer dar é que ajustar a economia passa por reduzir o padrão de vida das pessoas.

Faz tempo que ando intrigado com as projeções de mercado para a economia em 2015: são boas demais, para quem acredita que 2015 será um ano de ajuste, como é o caso de três entre quatro analistas com quem conversei.

Na última pesquisa do Focus, a expectativa é que o ano que vem será uma versão melhorada de 2014. O PIB deve acelerar, de alta de 1,7% este ano para 2,0% em 2015, enquanto a inflação (IPCA) vai cair, de 6,3% para 5,8%. Com essa combinação, o salário mínimo terá aumento real de 2,8% em 2015, a taxa de desemprego vai continuar baixa e os rendimentos reais em alta. Apesar disso, e mesmo com a taxa de câmbio apreciando em termos reais, o saldo comercial aumentará e o déficit em conta corrente ficará estável.

De acordo com o mercado, o Banco Central vai subir os juros, mas pouco: de 11,25% no final deste ano para 12,0% no fim de 2015. O superávit primário aumenta, de 1,5% para 2,0% do PIB, reduzindo o déficit nominal, de 3,9% para 3,5% do PIB, de forma que a dívida líquida do setor público fica quase estável, subindo de 34,7% para 35,0% do PIB.

Afinal de contas, será que o "grande" ajuste projetado para 2015 será tão indolor? Eu não acredito nisso.

Começamos pelos preços administrados. O mercado projeta alta de 4,3% este ano e 5,5% em 2015. Nos dois casos, portanto, abaixo da inflação. Ora, isso significa que não haverá correção nos preços da gasolina, do diesel, do ônibus, da eletricidade? É possível, mas seria uma péssima notícia, pois as finanças da Petrobras, da Eletrobras, do Tesouro, das prefeituras, e do setor sucroalcooleiro continuariam a sangrar. Isso é pouco provável.

A questão não é se haverá uma correção de preços, mas se ela será de uma vez ou ao longo de três ou quatro anos. Como Mário Mesquita discutiu neste espaço semana na passada, as duas opções impõem desafios não triviais à política monetária. A estimativa é que apenas a compensação do atraso na correção desses preços adicione dois pontos percentuais à inflação.

Por isso, acredito que a Selic terá de subir além de 13% ou 14%, especialmente se o objetivo de trazer a inflação para a meta se tornar prioritário. Os juros longos também serão pressionados em 2015, conforme se aproxime a data em que o Fed vai elevar a taxa de juros nos EUA.

Ocorre, porém, que o espaço para combater a inflação exclusivamente com juros está se estreitando. O Brasil está preso em uma armadilha, pois enquanto o custo de financiamento da dívida bruta sobe com as taxas de mercado, os principais ativos do governo - reservas internacionais e créditos contra o BNDES - são remunerados a taxas bem mais baixas. Com isso, a alta dos juros impacta mais do que proporcionalmente a despesa com juros. O resultado é uma alta no déficit nominal e na dívida pública. Isso acabará levando a um novo rebaixamento da

nota de risco de crédito do Brasil e a um aumento do prêmio de risco país, pressionando ainda mais os juros longos, o que levará a uma nova rodada de piora fiscal.

Para impedir que caiamos nesse círculo vicioso, acredito que o superávit primário do ano que vem terá que aumentar em pelo menos 1% do PIB. Também será necessário elevar significativamente a TJLP, para limitar o aumento na despesa com juros. Isso implica repensar todo o modelo de concessões.

Por fim, se pretendemos diminuir o déficit externo será preciso segurar a demanda doméstica e desvalorizar mais o câmbio. Até aqui, a relação entre preços de produtos comercializáveis e não comercializáveis ainda não aumentou, o que explica porque o déficit em conta corrente continua em alta. É preciso que a inflação de serviços caia bem; logo, o salário real não pode continuar subindo.

Essa é a má notícia que ninguém - pelo jeito, nem o mercado - quer dar: o Brasil e o governo, em especial, estão vivendo além dos seus meios. Ajustar a economia passa por reduzir, no curto prazo, o padrão de vida das pessoas. De outra forma, quem vai pagar pela gasolina, pela eletricidade, pelo ônibus mais caros? Como o governo vai ajustar suas contas, se não tirando do bolso das pessoas e empresas? Estamos há algum tempo negando isso e o resultado é que os problemas se acumulam e aumentam.

Obviamente, há equipes mais ou menos capacitadas a fazer essa transição, de forma que o custo do ajuste pode ser menor ou maior. Em especial, uma nova equipe econômica que tenha mais credibilidade poderá suavizar o processo de ajuste, atuando melhor sobre a expectativa dos agentes.

Qual a probabilidade de isso acontecer dessa forma? Na minha opinião, pequena. Olhando de hoje, o mais provável é que em 2015 se continue a empurrar o problema com a barriga. Prevejo aumento de impostos, alguma correção nos preços administrados, redução do investimento público, pequena alta da Selic, mas não a disposição de derrubar a inflação e aceitar uma queda de curto prazo nos salários; não na proporção necessária. Só não acho que tudo isso combina com PIB crescendo 2% e inflação e déficit externo em queda.