

Só o ajuste fiscal não basta

Por José Luis Oreiro

Valor Econômico, 25.2.2015

Talvez seja o caso da equipe econômica reintroduzir, via IOF, os controles da entrada de capitais externos

Nas últimas semanas a nova equipe econômica do governo anunciou os contornos gerais e alguns detalhes do pacote de ajuste fiscal. Para o ano de 2015, a meta é um superávit primário de 1,2% do PIB para o setor público consolidado e 1% para o governo federal. No ano passado o setor público consolidado incorreu em déficit primário de 0,6% do PIB, o que levou o déficit nominal para o patamar de 6,7% do PIB, um dos maiores do mundo. Para que a meta de superávit primário do setor público de 2015 seja cumprida será necessário um esforço fiscal de 1,8% do PIB, o que não chega a ser um esforço draconiano; mas também não é desprezível, ainda mais num contexto em que as previsões para o PIB de 2015 apontam para uma retração de 0,5%.

Dessa forma, ainda que o ajuste fiscal pretendido para o ano de 2015 seja efetivamente obtido, o que está longe de ser uma certeza, o déficit nominal deverá cair para pouco mais de 5% do PIB no final do ano.

Para o ano de 2016, a equipe econômica pretende elevar a meta de superávit primário para 2% do PIB. Esse esforço fiscal adicional de 0,8% do PIB em conjunto com o início (oremos) do ciclo de redução da taxa Selic a partir do final de 2015 (oremos de novo) deverão ser suficientes para levar o déficit nominal do setor público consolidado para algo como 3 a 3,5% do PIB no final de 2016.

Nesse cenário é possível que a dívida bruta como proporção do PIB comece a cair a partir do segundo semestre de 2016, afastando assim a hipótese de default soberano da cabeça dos investidores internacionais e, portanto, eliminando o risco de ocorrência de uma fuga dos investidores estrangeiros do mercado de dívida pública interna, a qual poderia detonar uma crise cambial de grandes proporções.

Esse risco não pode ser subestimado haja vista que uma parte não desprezível está nas mãos de investidores estrangeiros e que o déficit em conta corrente fechou o ano de 2014 acima do nível crítico de 4% do PIB, sendo que apenas 70% desse valor foi financiado com investimento externo direto.

O leitor pode perceber pela exposição acima que no cenário relativamente otimista que estou traçando, o resultado final terá sido apenas impedir a ocorrência de um desastre de proporções bíblicas. Evitaremos o pior, mas a situação fiscal continuará delicada, pois o déficit nominal ainda será alto, os serviços relativos ao pagamento de juros da dívida pública continuarão sendo uma fração expressiva do PIB (acima de 4%) e, mais importante que tudo isso, a economia brasileira continuará crescendo pouco.

Isso porque o ajuste fiscal, embora necessário para evitar um desastre a médio prazo, não será capaz de induzir os empresários a investir mais, pois não irá atuar no sentido de aumentar a competitividade da indústria de transformação. Esta continuará estagnada, deixando assim de gerar os necessários ganhos de

produtividade (dentro e fora da indústria) decorrentes das economias estáticas e dinâmicas de escala.

Para que seja possível retomar o crescimento da economia brasileira a taxas robustas - entre 3 a 4% ao ano -- é absolutamente necessário recuperar a competitividade da indústria de transformação. Isso exige duas coisas. Em primeiro lugar, uma expressiva - embora não necessariamente súbita - desvalorização da taxa real de câmbio. Os analistas de mercado e alguns economistas liberais acham que o "mercado" irá resolver o problema da sobrevalorização cambial, pois os efeitos combinados da expectativa de normalização da política monetária americana e do déficit em conta corrente no Brasil deverão pressionar para uma desvalorização da taxa de câmbio.

Economistas keynesianos como eu são céticos quanto a capacidade autorreguladora do mercado. Embora seja verdade que o cenário internacional irá pressionar o câmbio para cima no médio prazo, não podemos esquecer que no curto prazo a permanência de um elevado diferencial entre as taxas de juros interna e externa, em conjunto com o afrouxamento quantitativo do Banco Central Europeu, deverão induzir um fluxo não desprezível de entrada de capitais na economia brasileira, ainda mais se a equipe econômica for bem sucedida em ganhar a confiança do "mercado".

Dessa forma, não há razão para acreditar que o mercado fará, nos próximos meses, a correção requerida no valor da taxa de câmbio. Talvez seja o caso da equipe econômica do governo pensar em reintroduzir, via IOF, os controles da entrada de capitais externos. Isso também ajudaria a obtenção da meta fiscal para 2015.

Em segundo lugar, o governo precisa aumentar significativamente o investimento público em infraestrutura para reduzir os custos das empresas com energia, logística, transporte e etc. Mas, como isso pode ser feito no bojo de um ajuste fiscal como o que está sendo proposto pela equipe econômica? A resposta para isso passa, obrigatoriamente, pela redução dos serviços da dívida pública. No acumulado entre janeiro e novembro de 2014 o setor público comprometeu 5,64% do PIB com o pagamento de juros da dívida pública. É um valor totalmente anômalo face à magnitude da dívida pública brasileira. A Espanha, por exemplo, compromete apenas 3% do PIB com o pagamento de juros, embora tenha uma dívida de 99% do PIB.

Não existem respostas fáceis para a questão da redução dos encargos da dívida pública no Brasil, mas a nova equipe econômica não pode se furtar a dar um tratamento para essa questão.