



Crise Fiscal sob Calmaria Cambial

Márcio Garcia – PUC-Rio

www.economia.puc-rio.br/mgarcia

Seminário de Conjuntura Econômica

IPEA - DIMAC

23 de março de 2018

Rio de Janeiro

Agradeço a Beny Parnes e Rodrigo Azevedo, por gráficos, dados e insights. Agradeço a Raphael Vasconcelos e Felipe Paixão por excelente assistência de pesquisa. As opiniões (e eventuais erros) são exclusivamente minhas.

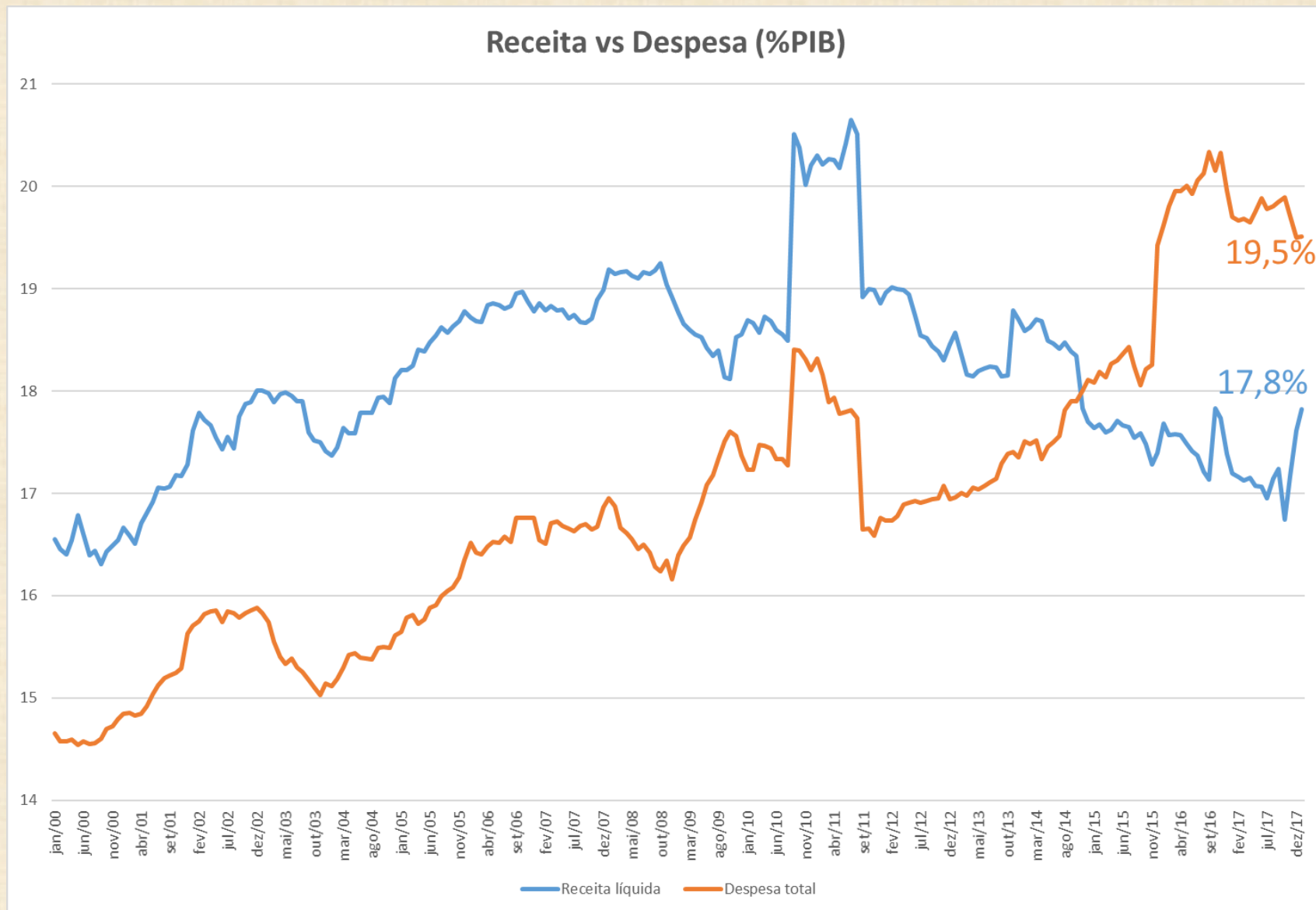
Introdução: Crise Fiscal sob Calmaria Cambial

- Caso não sejam feitas diversas reformas, sobretudo a reforma da Previdência, fatalmente ocorrerá grave crise fiscal, com a dívida pública tornando-se insustentável.
- O “mercado” vem se comportando como se fosse líquida e certa a resolução positiva da iminente crise fiscal.
- Tal comportamento está provavelmente embasado na hipótese de que ou um candidato de centro será vencedor, ou que um candidato extremista será assessorado por habilíssimos “domadores de urso”, e se verá obrigado a realizar as reformas para poder governar.
- É óbvio que a incerteza eleitoral não deveria permitir tão elevado grau de “panglossianismo”.

Introdução: Crise Fiscal sob Calmaria Cambial

- Crises fiscais não são novidade no Brasil.
- Geralmente, crises fiscais estiveram associadas a crises cambiais, com fuga de capitais e elevadas depreciações cambiais.
- A situação do mercado cambial é bastante boa, com reservas internacionais elevadas, reduzido déficit em conta-corrente no BP e alto nível de investimento direto estrangeiro.
- Traço aqui dois cenários de risco, que supõem que a crise fiscal não será evitada após a posse do(a) novo(a) Presidente.
- O objetivo é especular como a mudança de expectativas sobre as variáveis fiscais acabará impactando o mercado cambial e os demais mercados.
- A hipótese com que trabalho é que o desenrolar da crise fiscal não poupará as reservas cambiais.

A Crise Fiscal Iminente

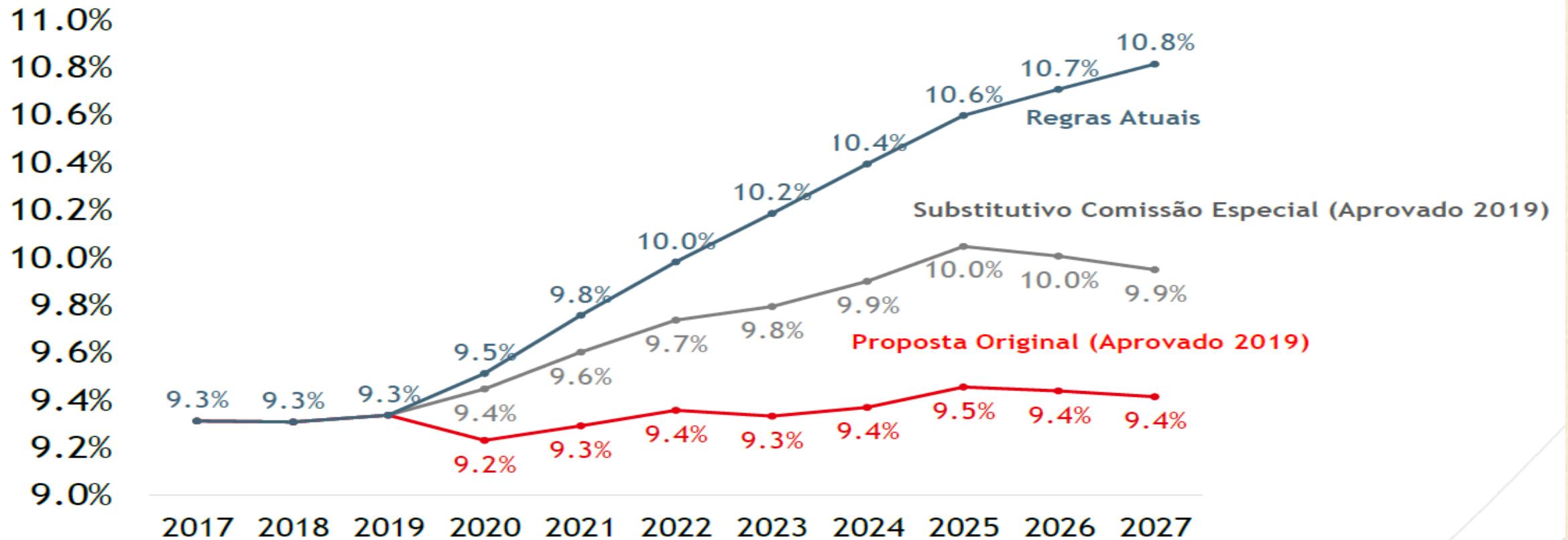


A Crise Fiscal Iminente



A Crise Fiscal Iminente

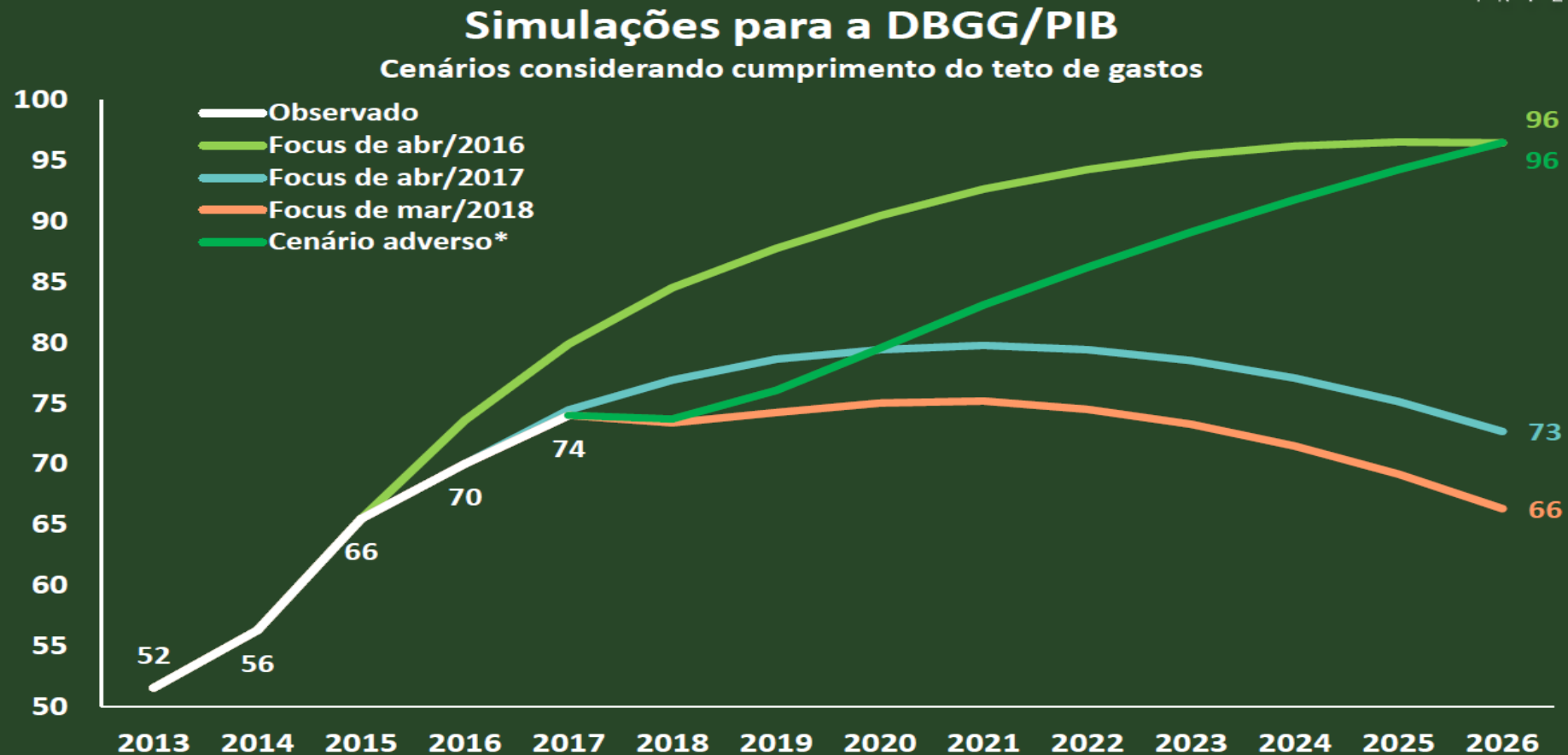
Despesas com Previdência | % PIB



A Crise Fiscal Iminente

Vulnerabilidade: projeção para a DBGG altamente sensível a hipóteses subjacentes.

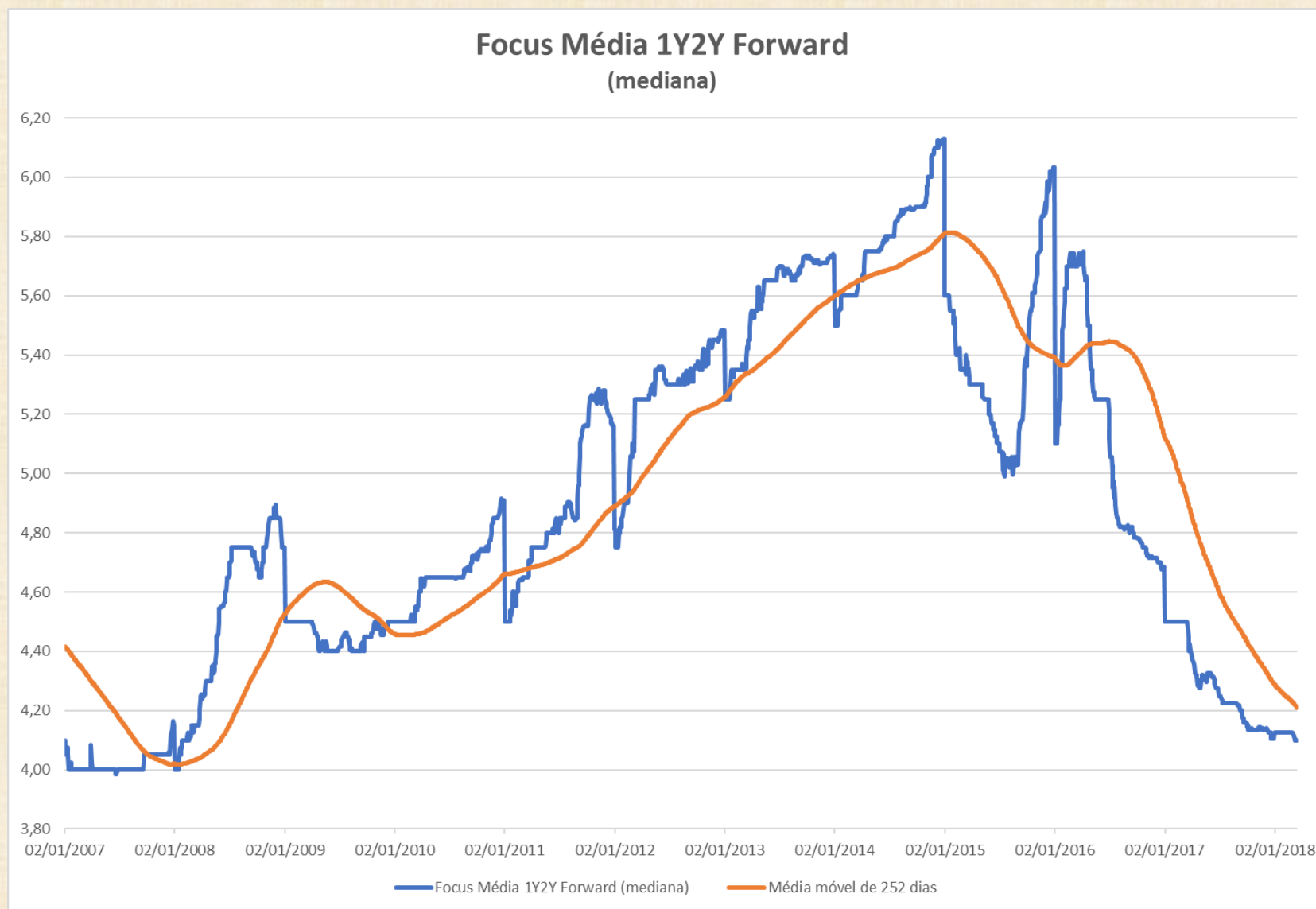
IBIUNA
INVESTIMENTOS



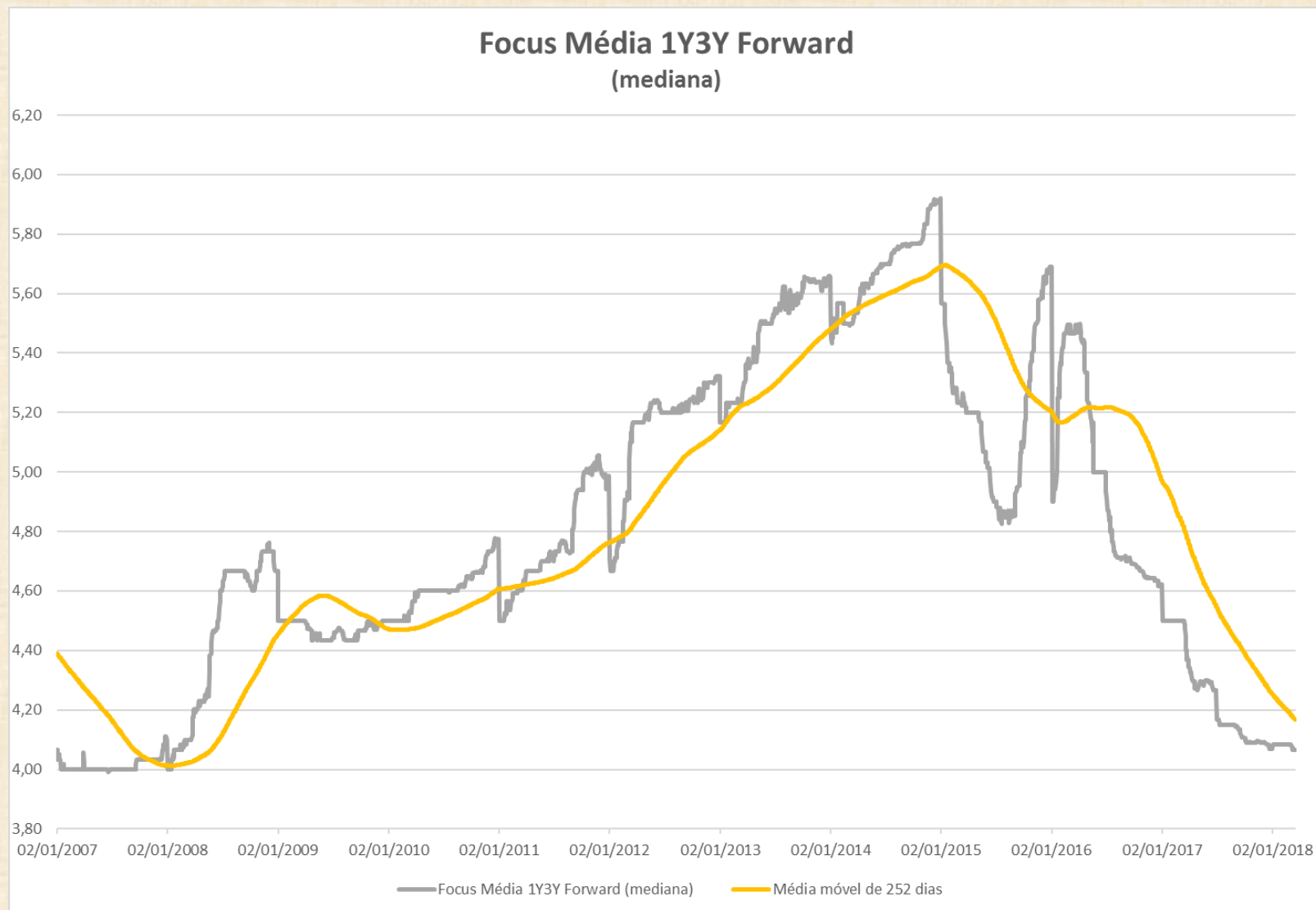
Mercado Panglossiano



Mercado Panglossiano



Mercado Panglossiano



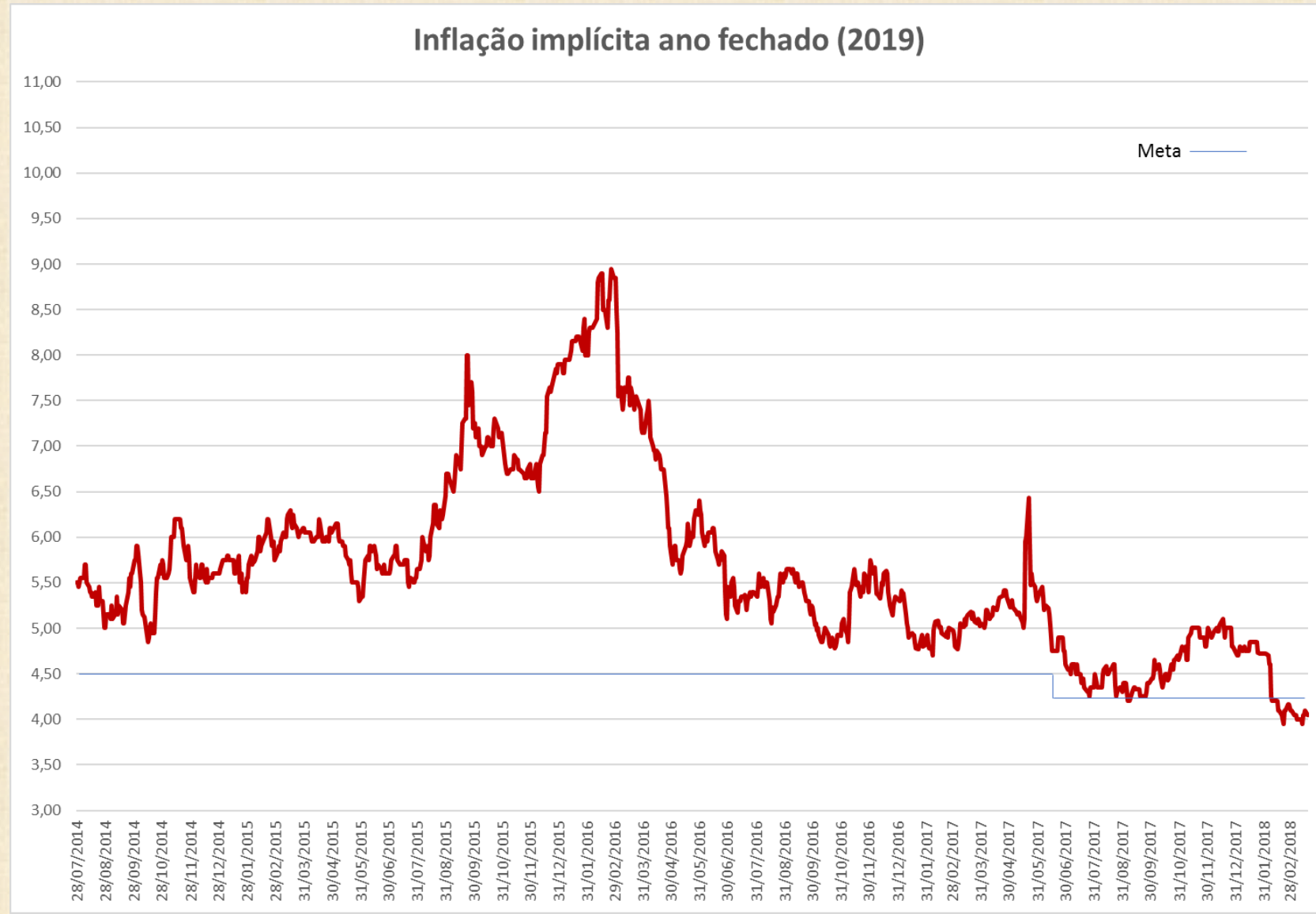
Mercado Panglossiano



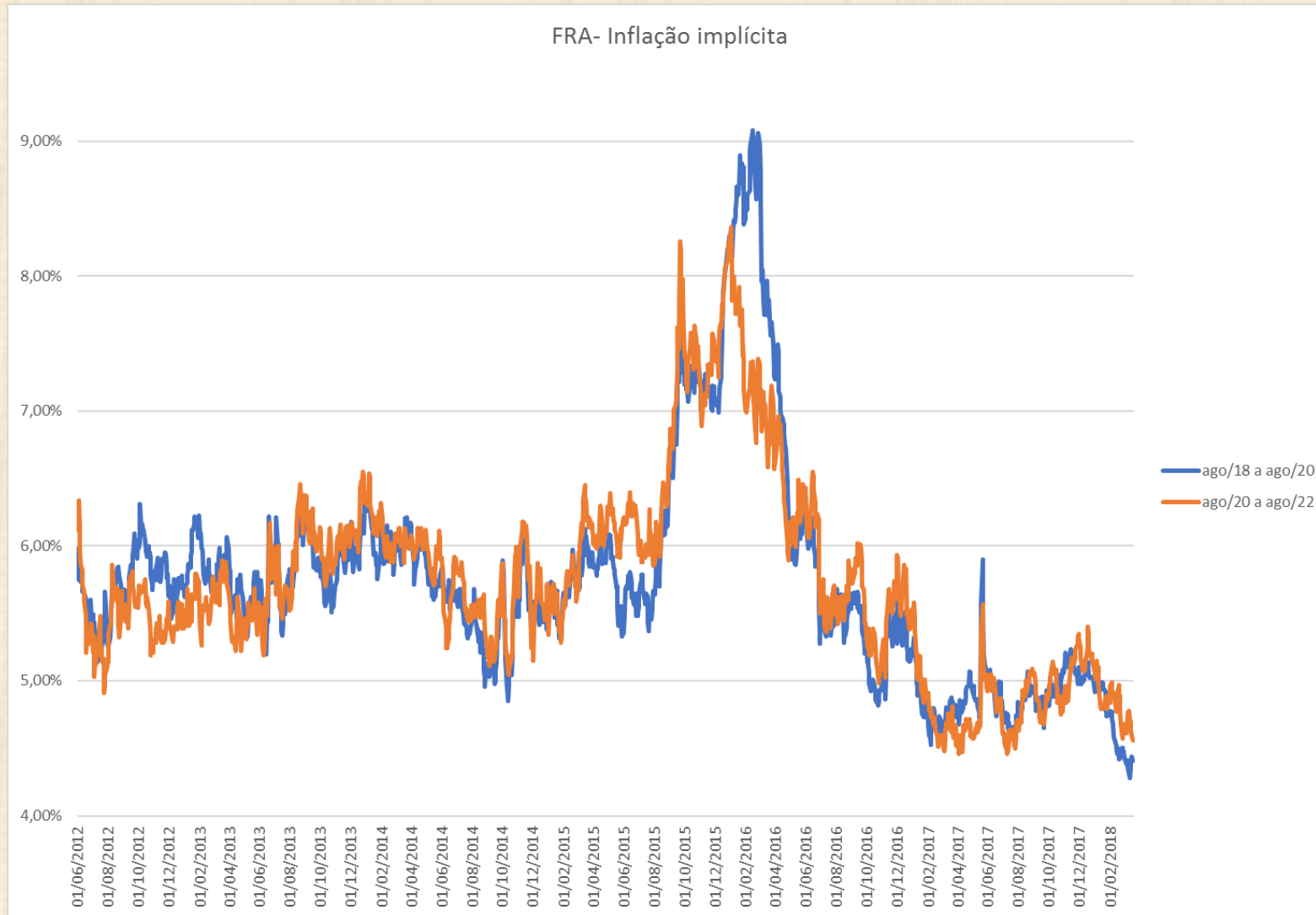
Fonte: Ibiuna, Ambima

- Obs: Inflações implícitas são as break-even inflations extraídas das NTN-Bs, com cálculo para poder extrair a implícita no ano calendário feito por Rodrigo Azevedo.

Mercado Panglossiano



Mercado Panglossiano



Cenário de Risco 1:

2019 sem Reformas, Reversão Brusca de Expectativas

- Mercado muda bruscamente suas expectativas.
- Dinâmica usual: fuga da dívida pública, fuga de capitais, forte depreciação cambial, alta de juros e elevação da inflação.
- Se usar reservas para conter a depreciação cambial, pode acelerar o pânico.
- Possível fixação de limite para o câmbio com controles de capitais (na saída).
- Seria uma volta a 2002, com melhores condições iniciais no BP e menores descasamentos cambiais nas empresas e famílias, mas com dívida pública mais elevada e maior rigidez fiscal.

Cenário de Risco 2: 2019 sem Reformas, Reversão Lenta de Expectativas

- Mercado muda paulatinamente suas expectativas quanto à deterioração fiscal e explosão da dívida (idas e vindas de medidas, discurso dúbio, dificuldades no Congresso, etc.).
- Para poder fazer frente à Regra de Ouro (inciso III do art. 167 da Constituição Federal de 1988), pode-se tentar recorrer à venda de reservas cambiais.

A Regra de Ouro

1. Constituição Federal - Art. 167, Inciso III.

É vedada:

*“III - a realização de **operações de créditos** que **excedam** o montante das **despesas de capital**, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta.”*

2. Lei Complementar 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal) - art. 32, §3º:

Para fins de atendimento do disposto no inciso III do art. 167 da Constituição Federal, *“considerar-se-á, em cada exercício financeiro, **o total dos recursos de operações de crédito nele ingressados e o das despesas de capital executadas**”.*

A Regra de Ouro

- **Resultado para apuração da Regra de Ouro**
- **Receita de Operações de Crédito Consideradas (ROCC)** = Receitas de operações de Crédito – Variação do saldo da subconta Dívida
- **Despesas de capital (DC)**
- **Cumprimento da Regra de Ouro: $ROCC - DC \leq 0$**

Cenário de Risco 2: 2019 sem Reformas, Reversão Lenta de Expectativas

- A ideia é que se viabilizasse a venda das reservas cambiais para o setor privado, assim emitindo menos dívida e facilitando o cumprimento da Regra de Ouro.
- O ponto é que, em vez de o TN emitir dívida pública para o setor privado, o BC tomaria seu lugar vendendo dólares, assim diminuindo a emissão da dívida necessária, e ajudando o cumprimento da Regra de Ouro. *
- Mas, como justificativa, pode-se pensar em várias outras razões que levassem o governo a forçar a venda das reservas.
- Ocorreria algo semelhante com o acontecido na Argentina, sob Cristina.
- Neste Cenário de Risco 2, a venda de reservas ajudaria a mitigar a velocidade de deterioração das expectativas, uma vez que produziria um efeito de apreciar a taxa de câmbio (ou evitar uma depreciação mais acentuada).

Cenário de Risco 2:

2019 sem Reformas, Reversão Lenta de Expectativas

- Mecanicamente, seria um processo semelhante ao modelo de 1ª geração de crises cambiais, devido a Paul Krugman.
- No modelo de Krugman há câmbio fixo.
- O governo expande o crédito doméstico líquido (ativo do BC), reduzindo paulatinamente o montante de reservas internacionais.
- A base monetária é constante até o ataque especulativo.
- Em determinado momento, há um ataque especulativo (totalmente racional e previsto), com a base monetária passando a se expandir (para financiar o aumento do crédito doméstico líquido) e a taxa de câmbio a se depreciar, *pari passu* à inflação.
- A ideia é que a tentativa de usar as reservas para financiar o gasto corrente acabaria por reproduzir as condições do modelo de Krugman.
- Seria, de algum modo, uma volta aos anos posteriores à crise da Ásia (1997).
- E sabemos bem o que ocorreu...

Conclusão

- As expectativas de médio prazo de inflação e prêmios de risco só se justificam caso a política fiscal venha a ser modificada, sobretudo, mas não somente, com a reforma da Previdência.
- Caso tais expectativas panglossianas não sejam validadas, traço dois cenários de deterioração macroeconômica a partir de 2019.
- O ponto comum dos dois cenários é a hipótese de que a deterioração fiscal atingirá forçosamente o mercado de câmbio, e de que as reservas cambiais serão reduzidas, mais ou menos abruptamente.

Conclusão

- No cenário de deterioração abrupta de expectativas, configura-se fuga de capitais, no estilo da registrada em 2002.
- O uso das reservas cambiais que forçosamente ocorrerá poderá ser maior ou menor, mas será, ao fim e ao cabo, incapaz de conter a fuga de capitais.
- No cenário de deterioração paulatina de expectativas, pode ser que se recorra à venda de reservas cambiais para evitar o descumprimento da Regra de Ouro.
- Nesse caso, mesmo sob câmbio flutuante, seriam reproduzidas condições semelhantes ao modelo de ataques especulativos de 1ª geração, de Krugman, no qual as reservas decairiam devagar até que um ataque especulativo acabaria com as reservas.
- Tal como na discussão de uma eventual dominância fiscal em 2015, a resposta prática é a mesma: não há saída para a crise fiscal senão a de reverter a deterioração fiscal!