

19/12/2024 10:15:08 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: OLHA A DOMINÂNCIA FISCAL AÍ, GENTE



Os preços dos ativos brasileiros estão experimentando talvez o maior estresse desde 2002, provavelmente pior do que a crise da Dilma e mesmo 2008. O real é a pior moeda entre os emergentes no ano, desvalorizando 21%, mais do que o peso argentino (20%) e o peso mexicano (16%). É também a pior moeda no mês de dezembro com desvalorização de 3% até o dia 17/12. A curva de juros também projeta forte subida de juros. Os atuais 15% da curva de juros de um ano mostra Selic de 16,25% em dezembro de 2025, o que seria o maior nível em mais de vinte anos. O que está acontecendo com o preço dos ativos é o medo da chamada dominância fiscal. Esse artigo tenta explicar esse fenômeno e o que pode ser feito para evitá-lo.

O que aconteceu na terça-feira (17/12) reflete um pouco esse fenômeno de dominância fiscal. O mercado depreciou a moeda doméstica ao se defrontar com uma ata mais dura (hawkish). Em condições normais de temperatura e pressão, uma declaração considerada mais vigorosa contra a inflação seria acompanhada com uma queda na curva de juros de longo prazo e uma apreciação do real, pois o aumento no diferencial de juros iria atrair mais capital fortalecendo assim a moeda nacional. Porém, quando há desconfiança sobre a sustentabilidade fiscal, acontece

19/Dez/2024 15:43

o oposto, a política monetária mais forte deprecia o câmbio. O mecanismo é que, com juros reais mais alto, aumenta o serviço da dívida e como não haverá resposta de superávit fiscal para atenuar o maior pagamento de juros, a relação dívida/PIB piora, aumentando tanto o risco como desvalorizando o câmbio novamente. Entra-se num círculo vicioso.

O governo Lula 3 não respeitou o ciclo político ensinado a cerca de 500 anos por Maquiavel. Deveria ter feito um ajuste fiscal no primeiro ano e guardar munição em termos de gastos públicos para impulsionar a economia no final do mandato para tentar a reeleição. Na verdade, houve um aumento absurdo de gastos em 2023, de mais de R\$ 320 bilhões, cerca de 3% do PIB. Mesmo com um aumento mais comedido em 2024, de apenas R\$ 168 bilhões de janeiro a outubro, em relação ao período no ano passado, o estrago já foi feito na percepção sobre o crescimento da dívida pública. Em dezembro de 2024 a dívida/PIB era de cerca de 72% e deve fechar em 2026 segundo o Focus em 84,95%, estando atualmente em 78%.

Na verdade, o estresse financeiro mudou de patamar com o real superando a cotação de 6 reais por dólar no dia da divulgação do pacote fiscal. As medidas não almejam cortar despesas visando reduzir o déficit primário ou estabilizar a relação dívida/PIB. O objetivo é desacelerar o aumento dos gastos para não violar o arcabouço fiscal na expansão acima de 2,5% das despesas e segurar a inevitável expansão das despesas obrigatórias, deixando ainda espaço para a execução de investimentos, visando a eleição de 2026. Para azedar mais o caldo, foi anunciado um pacote de bondades com isenção do imposto de renda de quem ganha até 5 salários mínimos, sinalizando ainda mais um clima de

antecipação das disputas eleitorais.

A situação internacional também piorou para os emergentes, escancarando o mau humor do mercado com a situação fiscal brasileira. O dólar também está subindo em relação às principais moedas devido ao chamado Trump trade. O pacote de diminuição de impostos de Donald Trump deve voltar a acelerar a inflação com aquecimento da economia numa situação de um mercado de trabalho ainda bastante forte, o que obrigaria o Federal Reserve a voltar a subir os juros. Esse aumento fortalece a moeda americana, o que é ruim para o real.

Outro fator de estresse para o Brasil seria uma guerra tarifária, que poderia afetar o Brasil diretamente e indiretamente via China. O aumento de tarifas prometido para a China pode acentuar o processo de desaceleração desse país, o que é ruim para o preço de commodities e para as exportações brasileiras. Portanto, duplamente ruim para o real.

Segundo as estimações do Macrolab que constam do terceiro MacroTrends

(<https://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/macrotrends03vf1.pdf>) até setembro de 2024, o real está depreciado em cerca de 12% em relação ao valor de equilíbrio. De lá para cá o câmbio já pode ter depreciado algo em torno de 10%. Se houver alguma estabilização do pessimismo em relação ao cenário fiscal podemos ter alguma volta do câmbio nominal, ou, o que é mais provável, a correção da depreciação cambial excessiva ocorra via inflação.

Para se desvencilhar dessa situação de dominância fiscal nos seus

estágios iniciais, precisamos um choque de credibilidade na política fiscal. Segundo as minhas estimações, para se estabilizar a dívida supondo uma Selic de 9% em termos nominais no longo prazo e um PIB potencial crescendo a 2%, o superávit exigido seria 3% do PIB, completamente fora de cogitação para o atual governo. Porém, alguma sinalização mais crível de que pode ser feito algo mais concreto em termos de segurar os gastos pode estancar o sangramento, como por exemplo voltar a programação inicial do arcabouço fiscal de se ter déficit zero em 2025.

A economia vai crescer cerca de 3,2% em 2024 e poderia ter alguma desaceleração, mas ainda algo perto de 2,5% em 2025. Todavia, agora com esse choque de juros, o cenário de 2025 ficou mais dublado com chances de uma queda mais brusca no PIB, o que pode afetar as chances de reeleição do presidente em 2026. Portanto, tornando mais imponderável a reação de política econômica. Abre-se uma encruzilhada, podemos tentar consertar o que está errado, voltando a ter alguma racionalidade econômica com melhor coordenação de políticas monetária e fiscal ou seguir o caminho do populismo e entrar num cenário integral de dominância fiscal, com a política monetária se tornando inócua para conter a inflação.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

*Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.*