

Editorial

Entre o pós-guerra e o início dos anos 90, a economia brasileira esteve mergulhada numa vida de inflação crônica e crises de balanço de pagamentos, as quais começaram sempre pelo setor público. A história é a seguinte: o governo começa a elevar o déficit público (devido ao aumento do gasto), em geral em períodos de bonança no mercado internacional. O aumento dos gastos e do déficit começa a elevar o risco. O aumento do risco reduz o investimento. Mais ainda, para evitar movimentos especulativos e continuar financiando esta dívida crescente, os juros têm que subir (ver *Fucape Debates*, vol.1, nº 2, 2005). A elevação dos juros faz a dívida aumentar mais rápido ainda. Na ausência de controle de gastos, este aumento da dívida eleva o risco, perpetuando o ciclo.

A saída deste ciclo tem que ser via redução do déficit nominal, que está associado a um aumento do superávit primário. Nos anos 90 muitos acreditavam que a obtenção do superávit viria com o aumento da arrecadação. Assim nós passamos de uma carga tributária de 24% do PIB em 1994, para 37% do PIB nos dias de hoje. Isto ocorre devido a uma "lei" seguida à risca pelos governos brasileiros, a "LEI DA ORGIA FISCAL": TODA RECEITA GERA SUA PRÓPRIA DESPESA.

Para mudar a percepção dos agentes econômicos sobre o Brasil, temos tentado recentemente transformar este comportamento. Depois de vários anos tentando apagar a imagem das últimas décadas, vamos caminhando em direção ao clube dos países de risco zero (permitindo que nossas empresas captem no mercado internacional ao mesmo custo que suas concorrentes sediadas em países de risco zero). Mas aí recomeçam os "desenvolvimentistas". A mais recente demonstração foi publicada em jornais, onde se diz que "gasto (público) corrente é vida". O objetivo desta edição não é criticar pessoas ou ministros, mas discutir a idéia, mostrando sua fragilidade. Precisamos manter e mesmo ampliar o superávit primário, visando à estabilidade e ao crescimento econômico, puxado pela expansão do investimento privado.

Arlton Teixeira

Equipe Responsável:

Arlton Teixeira - Diretor de Cursos da Fucape Business School

Hamilton Kai - Professor da Fucape Business School

Equipe de Apoio:

Professores da Fucape Business School

Gasto ou Superávit: onde está a vida?

O fraco desempenho do PIB brasileiro em 2005 acirrou as críticas relacionadas à atual política fiscal. Em especial, aumentaram as pressões para que o governo reduza suas metas de superávit primário e aumente os gastos públicos. No entanto, mostraremos nesta 3ª edição do *Fucape Debates* que a manutenção, ou mesmo o aumento no superávit primário, é extremamente importante para o investimento e, portanto, para o crescimento do País, uma vez que ele leva a dívida pública para uma trajetória descendente e reduz o risco-país. Além disso, não é verdadeira a alegação de que o superávit primário está comprimindo os gastos públicos. Ao contrário, estes cresceram em 2004 e em 2005 a um ritmo espetacular. Aumentá-los ainda mais significa colocar em risco a estabilidade macroeconômica tão duramente conquistada nos últimos anos.

Introdução

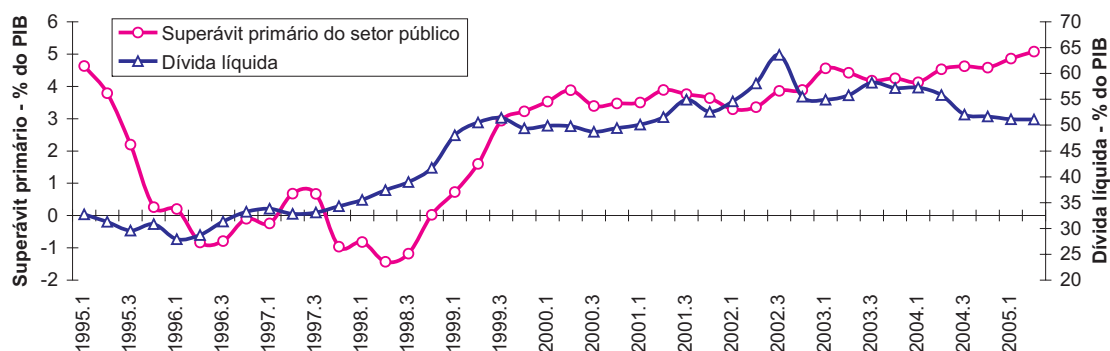
Como todos estamos acompanhando pela imprensa, a política fiscal está sob intenso bombardeio. Tanto o principal partido de sustentação do governo quanto a própria chefe da Casa Civil defendem o aumento dos gastos públicos e a redução da meta de superávit primário. As pressões nesse sentido ganharam reforço com o péssimo resultado do PIB brasileiro no terceiro trimestre.

No entanto, conforme será mostrado nesta 3ª edição do informativo, a geração de superávits primários expressivos e a redução da dívida pública brasileira são fundamentais para que os níveis de risco-país caiam ainda mais e, portanto, para que o Brasil consiga atingir a classificação no grau de investimento das agências internacionais. Além disso, ao contrário do que muitos acreditam, o governo brasileiro não está contendo gastos, visto que estes crescem a um ritmo veloz e insustentável.

Dívida, gastos e risco-país

Conforme podemos ver na Figura 1, a partir de 1999, o setor público brasileiro iniciou uma política consistente de geração de superávits primários. Em 1998, a frouxidão da política fiscal estava provocando uma elevação da dívida pública a um ritmo vertiginoso: em apenas um ano, ela cresceu 7,4 pontos percentuais, passando de 34,3% do PIB, ao final de 1997, para 41,7%, ao final do ano seguinte.

Figura 1 - Superávit primário e dívida líquida



Fonte: Banco Central do Brasil

Naquele ritmo, a dívida pública se tornaria insustentável em pouco tempo; cedo ou tarde, o governo se veria obrigado a dar o calote ou a permitir a volta da inflação. Como, nos dois casos, as conseqüências seriam desastrosas, o governo optou por iniciar um processo de geração de superávits primários a fim de conter a escalada da dívida. Desta forma, o déficit de mais de 1% do PIB em meados de 1998 se transformou em um superávit de 3,2% em pouco mais de um ano. Com isso, o Brasil conseguiu estabilizar sua dívida pública em patamares próximos a 50% do PIB até meados de 2001.

A partir daí, uma sucessão de choques negativos provocou uma nova elevação da dívida pública, obrigando o governo a elevar ainda mais seus superávits primários. Porém, mesmo após a volta da tranquilidade macroeconômica, em 2004, o governo optou por não apenas manter, mas também elevar ainda mais os superávits, até atingir o pico de 5% do PIB em meados desse ano. Como resultado, a relação dívida/PIB iniciou um processo de queda e está novamente se aproximando dos 50%.

Uma conseqüência importante do controle da dívida pública e dos déficits fiscais foi a redução do risco-país. Enquanto essa variável, no período de 1999 a 2001, estava em 870 pontos-base (p.b.), em 2005 sua média registrou 379 p.b.¹, uma queda de quase 500 p.b. A tabela a seguir mostra a relação estimada entre risco-país, superávit primário e dívida.²

¹ Spread do C-Bond. Dados até setembro.

² No apêndice, mostramos a equação a partir da qual a Tabela 1 foi construída.

Tabela 1

Cenários	Dívida líquida (% do PIB)	Superávit primário (% do PIB)	Risco-país (pontos-base)
A	51	5.00	340
B	51	4.25	420
C	45	5.00	149
D	55	4.25	548

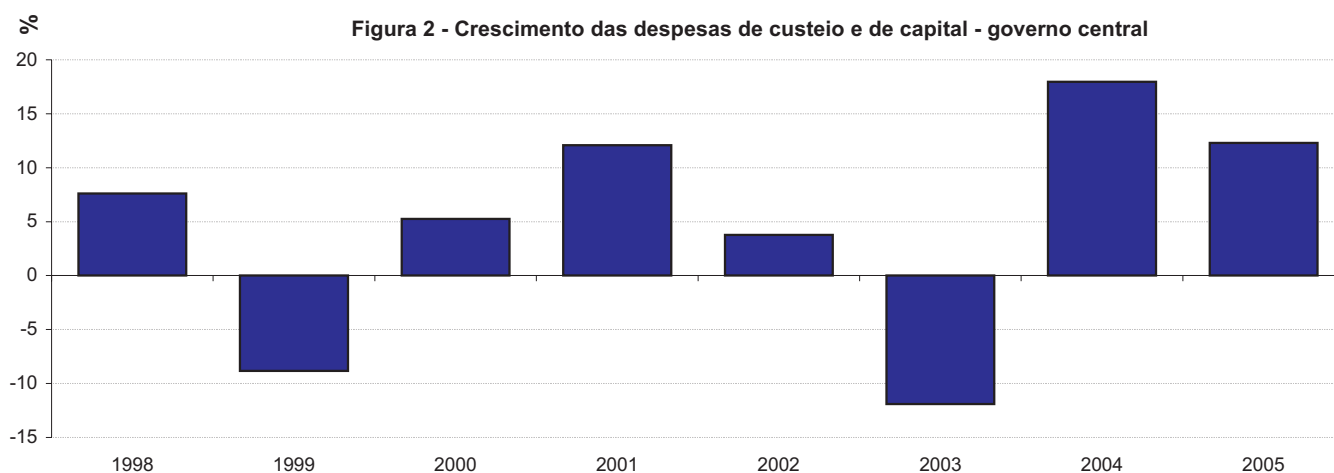
Elaboração: Fucape Debates.

A Tabela 1 mostra o valor do risco-país para diferentes combinações de superávit primário e dívida pública. O Cenário A mostra a situação atual: superávit e dívida em torno de 5% e 51% do PIB, respectivamente, compatível com um nível de risco de 340 p.b. No Cenário B, o governo resolve voltar ao superávit de 4,25%, conforme era a meta original, e consegue manter a relação dívida/PIB em 51%; nesse caso, risco-país cresceria para cerca de 420 p.b. Em princípio, alguns poderiam considerar essa elevação relativamente pequena. No entanto, devemos lembrar que a manutenção do superávit em 5% permitirá a queda da relação dívida/PIB; o Cenário C leva esse efeito em consideração e mostra que a manutenção do superávit em 5% permitirá que o risco-país caia abaixo dos 200 p.b. quando a dívida/PIB atingir os 45%. O Cenário D mostra um superávit primário de 4,25% combinado com um choque negativo que eleva a dívida para 55% do PIB, o que faria o risco-país voltar a ultrapassar os 500 p.b.

Tal redução do risco-país, que vem se materializando desde 2003, trará como resultado positivo a possibilidade de o Brasil passar a ser um país "grau de investimento", o que estimulará o crescimento. Conforme mostramos na edição número 2 do Fucape Debates, o risco-país é um importante determinante do nível de investimento interno.

Por outro lado, os críticos da atual política econômica consideram que a geração dos superávits fiscais tem comprimido os gastos públicos e que isso tem sido um importante fator a explicar o baixo crescimento do Brasil nos últimos anos. Eles pregam, portanto, que o País abandone o objetivo de reduzir a dívida pública via geração de superávits fiscais e passe a estimular o crescimento com o aumento dos gastos públicos.

O problema com o argumento acima é que ele se baseia em uma evidência cabalmente falsa. Diferentemente do que tais críticos alegam, os gastos públicos em 2004 e 2005 não foram contidos; ao contrário, eles cresceram a um ritmo espantosamente elevado.



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

A Figura 2 acima mostra o crescimento real dos gastos do governo central com custeio e capital. Como podemos ver, nos últimos 8 anos, os gastos do governo central caíram apenas duas vezes, uma em 1999 e outra em 2003. Em 2004, os gastos cresceram 18% e, em 2005, até outubro, 12,3%.³

³ Dados deflacionados pelo IPCA. Se utilizássemos o IGP-DI como deflador, os resultados seriam qualitativamente os mesmos.

Dessa forma, fica evidente que não se pode chamar de restritiva a atual política fiscal brasileira. Claramente, o governo tem gerado os superávits fiscais da pior forma possível, ou seja, não pela redução dos gastos, mas pelo aumento da carga tributária, cujos efeitos nocivos sobre o crescimento foram analisados no número anterior deste informativo.

Conclusões

Ao contrário do que dizem os críticos da atual política econômica, levada a cabo pelo ministro Antônio Palocci, o governo brasileiro não tem reduzido seus gastos para gerar superávits primários. Ao contrário, eles crescem a um ritmo alucinante. Por enquanto, o governo tem conseguido manter as contas públicas sob controle, elevando a carga tributária. No entanto, tal elevação não pode continuar indefinidamente. Se não houver uma drástica mudança na postura fiscal do governo que produza uma efetiva redução dos gastos públicos, em breve voltaremos a enfrentar velhos problemas: dívida pública em ascensão ou ainda mais inflação.

Apêndice

A relação entre risco, dívida pública e superávit primário, mostrada na Tabela 1, foi obtida a partir da seguinte equação estimada:⁴

$$\frac{\hat{R}_t}{100} = -4,0 + 0,27 \frac{R_{t-1}}{100} - 0,77 SP_{t-1} + 0,23 D_{t-1} - 0,33 TC_{t-1} - 0,24 \hat{y}_{t-1}^e$$

(1,8) (0,07) (0,20) (0,05) (0,09) (0,09)

$R^2 = 0,938$ Amostra: 1996.4 a 2005.3

Onde os valores entre parênteses são os erros-padrão dos coeficientes estimados, R é risco-país em p.b., SP é o superávit primário do setor público, D é a dívida líquida, TC é o superávit em transações correntes (essas três últimas em proporção do PIB) e \hat{y}^e é a taxa de crescimento do PIB americano.⁵ Conforme o esperado, o superávit primário tem efeito negativo sobre o risco-país, assim como o superávit em transações correntes e o crescimento do PIB americano, enquanto a relação dívida/PIB, tem efeito positivo. Em todos os cenários da Tabela 1, supusemos um superávit em transações correntes de 1,8% do PIB e um crescimento de 3,5% para os Estados Unidos.

Projeções Econômicas

	2005	2006		2005	2006
PIB - % a.a.	2,3%	3,0%	Selic -% final de período	18,0%	15,0%
IPCA - % a.a.	5,6%	4,5%	Câmbio R\$/US\$ - final de período	2,30	2,30
IPA-DI - % a.a.	-0,5%	3,0%	Balança comercial (US\$ bi)	43,00	40,00

O resultado do PIB do terceiro trimestre de 2005 mostrou uma queda acentuada nesse período. Em virtude disso, reduzimos nossa projeção de 3% para 2,3% para este ano. Evidentemente, as incertezas em 2006 são especialmente elevadas devido à eleição presidencial, o que dificulta as projeções. Caso a disputa seja muito acirrada, provavelmente não teremos muito espaço para crescimento, o que nos leva a acreditar em uma expansão de apenas 3% do produto em 2006. Quanto à inflação, esta deve continuar convergindo para as metas estabelecidas pelo Banco Central, ainda mais porque não esperamos que o câmbio apresente sinal de desvalorização mais acentuada. Portanto, estamos projetando que o câmbio fique próximo dos patamares atuais, próximo dos R\$/US\$ 2,30, ao final de 2006, e que o IPCA acumule variação de 4,5%. A estabilidade cambial também permitirá que o IPA cresça apenas 3% no ano que vem. Contribuindo para convergência da inflação em direção à meta estará a atuação do Banco Central, que deve continuar mantendo sua postura cautelosa, principalmente em um ano eleitoral. Assim, acreditamos que a taxa Selic termine 2006 ao nível de 15%. A balança comercial tem sido uma grande surpresa, com as exportações crescendo a um ritmo veloz sem perda de fôlego. Por isso, acreditamos que em 2006 a balança possa repetir o desempenho deste ano e terminá-lo gerando um superávit de US\$ 40 bilhões, apenas ligeiramente abaixo do resultado de 2005.

⁴ Essa equação é uma versão aprimorada da apresentada no número 2 deste Fucape Debates.

⁵ Para uma justificativa para o crescimento americano influenciar o risco-país, ver o artigo "Modelling Fundamentals for forecasting capital flows to emerging markets", International Journal of Finance and Economics, dec. 2001, de Ashoka Mody, Mark Taylor e Jung Kim. Já a justificativa para a dívida/PIB e o superávit primário, ver "Signaling fiscal regime sustainability", European Economic Review, dec. 2000, de Francesco Drudi e Alessandro Prati.