

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Tendências Fiscais e o Impacto Nas Contas Públicas da Crise Econômica

Pedro Garcia

No. de matrícula: 0511179

Orientador: Rogério L. Furquim Werneck

Junho 2009

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Tendências Fiscais e o Impacto Nas Contas Públicas da Crise Econômica

Pedro Garcia

No. de matrícula: 0511179

Orientador: Rogério L. Furquim Werneck

Junho 2009

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Pedro Garcia

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

Agradecimentos

Aos meus pais, Márcio e Cristina, irmãos, João e Carol, a minha namorada Georgia, e a toda minha família que, com muito carinho e apoio, não mediram esforços para que eu chegasse até esta etapa de minha vida.

Ao professor tutor Márcio Garcia pela paciência na orientação e incentivo que tornaram possível a conclusão desta monografia.

Ao professor e orientador Rogério Werneck por seu apoio e inspiração no amadurecimento dos meus conhecimentos e conceitos que me levaram a execução e conclusão desta monografia.

Aos amigos e colegas, em especial, Daniel, Bernard e Eduardo pelas discussões que enriqueceram as idéias aqui expostas..

Obrigado.

Sumário

1. Introdução	5
2. Administração de Déficit Público: embasamento teórico	6
3. Evolução das Contas Públicas 2002-08: uma análise da trajetória	9
3.1. Arrecadação	9
3.2. Gasto Público	11
4. Efeitos da Crise	19
5. Superávit primário do governo central 2002-08 e projeções futuras	22
6. Conclusão	28
7. Bibliografia	30

Gráficos e Tabelas	
Gráfico 1 - Evolução do Suprávit Primário e da Carga Tributária do Governo Central -2002-2009	11
Gráfico 2 - Evolução da Receita e do Gasto Total do Governo Central - 2002-2009	12
Gráfico 3 – Evolução no Gasto Total e seus principais componentes.	14
Gráfico 4 – Gasto com benefícios (INSS)	15
Gráfico 5 – Pedidos de Seguro desemprego x Crescimento do PIB	16
Gráfico 6 – Despesas de Custeio e Capital	18
Gráfico 7 – Pessoal e Encargos Sociais	19
Gráfico 8 – Evolução do Superávit Primário e da Carga Tributária	20
Gráfico 9 – Tributos Arrecadados pelo Governo Federal	21
Gráfico 10 – Evolução da Receita e do Gasto Total do Governo Central	22
Gráfico 11 – Taxas de Juros mensais anualizadas	24
Gráfico 12 – Participação da Dívida Externa na Dívida Total	25
Gráfico 13 – Dispersão SELIC x Taxa de Juros Implícita da Dívida	26
Tabela 1 – Despesas de Custeio e Capital	15
Tabela 2 – Outras Despesas de Custeio e Capital	17
Tabela 3 – DPL/PIB	27
Tabela 4 – Superávit Primário/PIB	28

1. Introdução

O objetivo deste trabalho é analisar o comportamento das contas públicas no período de 2002-08 e verificar o panorama futuro. Inicialmente, na seção 2 é feito um estudo teórico sobre o impacto de déficits das contas públicas sobre a dívida pública, estabilidade econômica e crescimento no longo prazo. Na seção 3 é analisado como os gastos públicos se comportaram no período relevante considerando seu crescimento e a variação de cada componente. Na subseção 2 mesma seção é mostrada a trajetória da arrecadação no mesmo período. Na seção 4 os efeitos particulares da crise sobre as contas públicas são explicitados. Na seção 5, usando um modelo contábil é levantado como as duas tendências observadas geraram os superávits do governo central no período e, com cenários distintos, quais são as perspectivas futuras para as contas públicas no futuro e seu potencial impacto sobre a estabilidade econômica. Na seção 6, o estudo conclui que a trajetória dos gastos correntes será incompatível com uma política de manutenção de superávits do governo combinado com cenários recessivos ou de baixo crescimento. Finalmente a estabilidade econômica poderá ser colocada em xeque pela incapacidade de controlar a dívida pública.

2. Embasamento Teórico

Há tempos se imaginava que os orçamentos dos governos deveriam sempre tentar estar equilibrados. Esta visão pré-keynesiana admitia variação para tempos de guerra, onde déficits eram gerados, e paz, quando superávits deveriam ser a regra para pagar a dívida contraída anteriormente. Isto ficou evidente na crise dos trinta em que governos chegaram a aumentar impostos e/ou diminuir gastos para reequilibrar os seus orçamentos, piorando assim o estado da economia, porque afinal estavam em tempos de paz.

Uma das contribuições de Keynes foi criar uma estrutura na qual é possível analisar como o orçamento deve estar equilibrado em média durante um ciclo econômico, em superávit durante períodos de crescimento e em déficit durante períodos de recessão. Essas variações atuam como amortecedores do ciclo econômico estabilizando assim a economia, em última instância, promovendo crescimento econômico.

Outro aspecto interessante da análise de déficits é o efeito da política fiscal também sobre os componentes da demanda agregada. Segue a identidade poupança investimento ou escassez de recursos da economia:

$$(1) \text{ Déficit Orçamentário} = (\text{Poupança} - \text{Investimento}) + (\text{Déficit em Conta Corrente})$$

Desta temos que um aumento no déficit orçamentário, dado um nível de poupança, resultará em uma redução no investimento e/ou em um aumento do déficit em conta corrente. Qual desses efeitos predominará e suas magnitudes dependerão de como o governo escolher financiar sua dívida.

Temos também das teorias do ciclo de vida e da renda permanente de Modigliani e Friedman, respectivamente, um ponto de vista em que na verdade a poupança seria afetada por mudanças no déficit público. Ambas as teorias pregam que uma mudança temporária de impostos que não muda o valor presente de impostos durante toda a vida, ceteris paribus, reduz consumo presente. Logo uma mudança temporária nos impostos deveria ter um efeito menor do que uma mudança

permanente neles. A relação disso com os déficits depende das expectativas que os indivíduos tem da permanência de um dado quadro deficitário.

Levando a idéia ao extremo, Barro (1974) mostrou que sob certas hipóteses mudanças lump-sum em impostos não teriam impacto algum sobre o consumo. Ou seja uma redução nos impostos que aumente a renda disponível, iria automaticamente ser acompanhada de um aumento em poupança. Este é o resultado segundo a Equivalência Ricardiana, em que déficits e impostos são equivalentes em seus efeitos sobre o consumo.

O consumidor prevê que o déficit gerado hoje pelo governo vai ao fim e ao cabo ser pago por impostos mais altos no futuro, o valor presente dos quais será exatamente igual ao valor presente da redução presente de impostos e/ou gastos maiores. O efeito desse resultado seria a de que um maior déficit em (1) simplesmente aumentaria poupança e deixaria investimento e conta corrente inalterados. Não é isso que verificamos na prática, porém, a magnitude dos impactos das políticas fiscais depende das expectativas de se a medida é permanente ou não.

Déficits orçamentários excessivos podem levar a inflação alta, crises cambiais, crises de dívida externa e altas taxas de juros. Com implicações na taxa de cambio real da moeda, o balanço comercial e investimento. Esses efeitos não estão sempre presentes ao mesmo tempo, dependem muito da via que o governo usa para sanear o déficit. Também não são sempre gerados por déficits de qualquer tamanho, pequeno déficits podem ser gerados sem comprometer a estabilidade econômica.

A forma que se tornou mais comum para financiar déficits de governos brasileiros pós-estabilização é a de emissão de dívida pública em moeda doméstica. Essa modalidade não traz consigo os riscos das anteriores, porém tem seus próprios problemas. Este tipo de financiamento reduz o crédito que estaria disponível para o setor privado, pressionando taxa de juros domésticas. Esta é uma das razões pelas quais as taxas de juros no Brasil são anormalmente altas.

É possível sustentar um déficit controlado com qualquer uma das modalidades acima, porém somente sob certas condições. Uma boa forma de se avaliar se uma dívida é grande ou não é compará-la ao tamanho do PIB. O crescimento desta

variável também é importante para determinar a solvência de um governo. Não é a toa que essas variáveis são monitoradas constantemente por governos e mercados.

A seguir veremos como seguidos déficits orçamentários afetam a dinâmica da dívida pública. A variação da razão dívida PIB segue a seguinte equação:

r = taxa de juros real

x = superávit primário/PIB

y = taxa de crescimento do PIB

b = razão dívida PIB

$$(2) \Delta b = b (r - y) - x$$

A evolução da razão dívida-renda depende então da relação entre a taxa de juros real, a taxa de crescimento da produção e o superávit orçamentário sem juros. Quanto mais alta a taxa de juros e mais baixa a taxa de crescimento da produção mais a razão dívida PIB estará aumentando. Um superávit primário maior tende a fazer com que a razão dívida PIB caia. Particularmente se a taxa de juros real for maior do que o crescimento da economia, como é comum em governos em que a razão dívida PIB já é alta e/ou crescente, a razão dívida PIB ira crescer indefinidamente até que em algum ponto será impossível emitir nova dívida e o déficit deverá ser revertido. Esse ponto depende das expectativas do publico de sustentabilidade da política pública. Para determinar a sustentabilidade da política pública é necessário fazer projeções detalhadas sobre a razão dívida PIB.

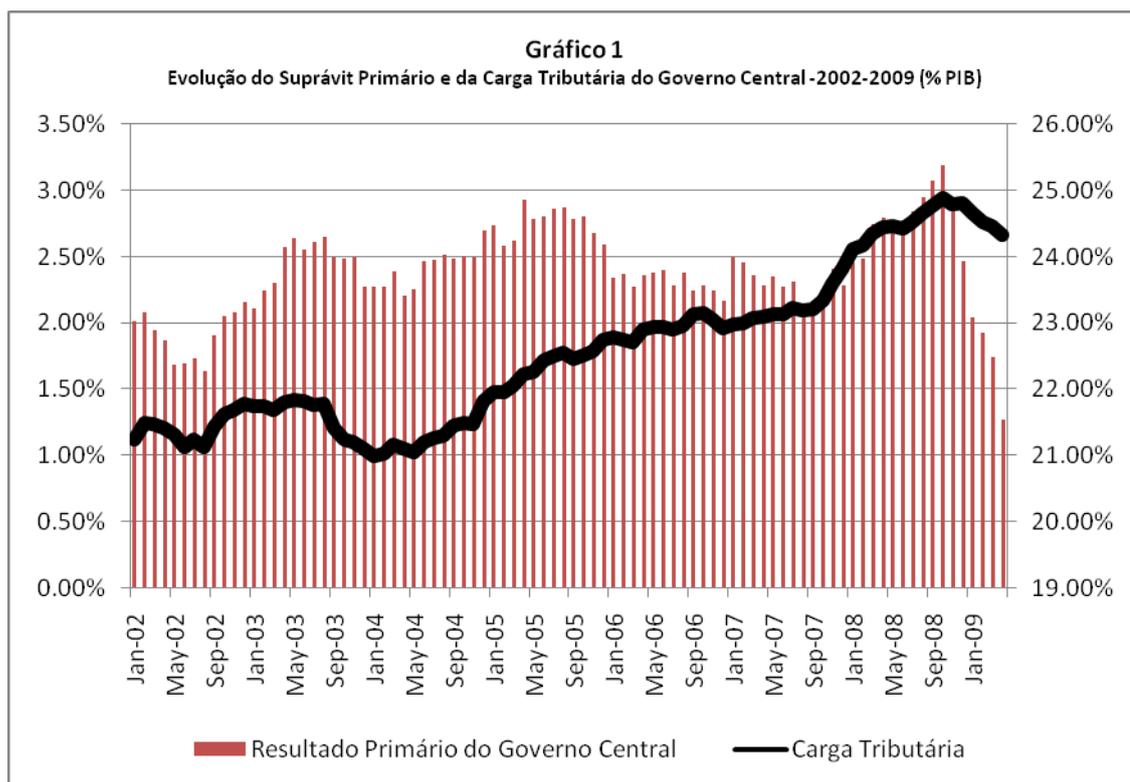
3. Gasto Público 2002-08: uma análise da trajetória

A crise econômica que se iniciou em 2008 tem causado transtorno a governos ao redor do mundo no que se refere a contas públicas. O canal mais óbvio desse efeito é a diminuição da atividade econômica e conseqüente queda de arrecadação. No Brasil o governo federal pode ter de mostrar um esforço extra de austeridade fiscal para manter o serviço da dívida. Neste sentido a pouca flexibilidade presente no orçamento e a dificuldade de aumento de carga tributária prometem ser grandes obstáculos para a austeridade fiscal neste momento.

3.1 Arrecadação

A carga tributária atual já é bastante elevada e vem sendo assim desde o ajuste fiscal feito para a estabilização em 1994, que em grande parte foi feita por aumento de impostos e contribuições e pouco com corte de despesas. Desde 2002 a arrecadação do Governo central saltou de pouco mais de 21% do PIB para quase 25% do PIB em outubro de 2008, em uma média móvel de 12 meses.

Podemos perceber também que o superávit primário do governo central está bastante correlacionado com a arrecadação. Vemos uma clara tendência até 2005 de o superávit primário acompanhar as variações de carga tributária, até que em 2005 há um aumento de carga tributária sem uma variação equivalente de superávit primário. Assim conclui-se que houve um igual aumento de gastos no período que não foi ajustado posteriormente. Isto indica, possivelmente, uma incapacidade de controlar gastos frente a uma necessidade de aperto fiscal que será corroborado mais adiante quando este assunto for tratado.



Fonte: Tesouro Nacional

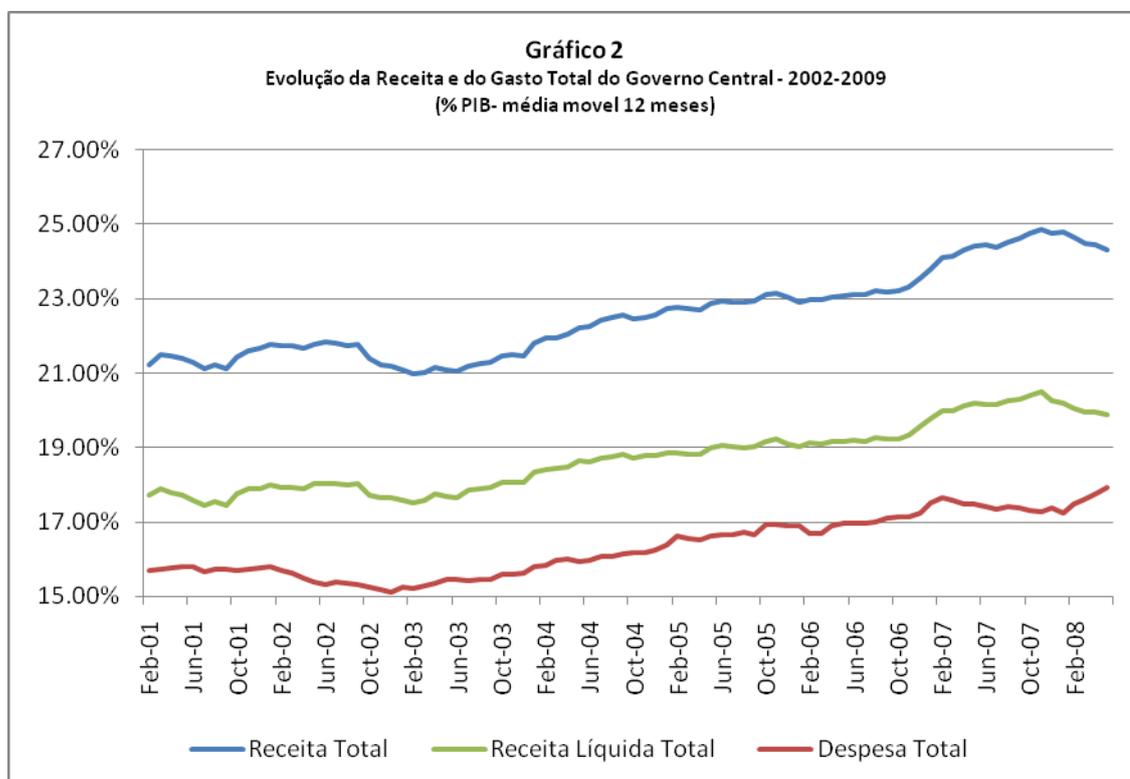
(inserir gráfico sugerido) A partir do Gráfico 1 podemos perceber o impacto que a diminuição na arrecadação causou após o ponto de máximo da arrecadação em outubro de 2008. A média de 12 meses terminados em outubro de 2008 da arrecadação do Governo Central caiu de 24.76% do PIB para 24.32% do PIB em abril de 2009. No mesmo período o superávit primário do Governo Central caiu de 3.20% do PIB para 1.27%. Este é apenas um indício da dependência do superávit do Governo na manutenção da carga tributária nos níveis atuais. Não é claro que o Governo consiga em um futuro próximo mudar substancialmente a estrutura tributária no país, tanto para níveis superiores quanto para níveis inferiores. O Brasil é um dos países com a maior carga tributária do mundo, por este motivo pode-se supor que o setor privado não conseguirá suportar grandes aumentos. No sentido contrário, o de corte de impostos, isso dependeria de uma reforma tributária que o Congresso não parece disposto a implementar em um futuro próximo.

Desta forma, está embasada a racionalidade por trás da primeira suposição do modelo que seguirá: o arcabouço tributário não se alterará substancialmente e o superávit primário é muito dependente da arrecadação. Para efeito deste estudo a arrecadação do

governo central deverá acompanhar o crescimento do PIB ano a ano no período em questão.

3.2 Gasto Público

A outra parte desta equação que determina o déficit/superávit são os gastos públicos. Podemos observar a tendência crescente dos gastos juntamente com a tendência da arrecadação neste período de prosperidade entre 2002 e 2009. Até recentemente esta dinâmica não foi posta a prova quanto a sua sustentabilidade, pois a economia brasileira esta em franca expansão e o aumento de gastos do período pôde ser sustentado. Agora, porém, podemos observar o início de uma reversão de tendência histórica. Observando o gráfico podemos ver, mesmo que de forma suavizada, uma queda de arrecadação a partir de novembro de 2008. Podemos também observar que os dispêndios que vinham acompanhando a arrecadação parecem ter mantido a tendência de alta. Logicamente que se esta dinâmica for mantida o superávit primário estará ameaçado e conseqüentemente o controle da dívida pública e a estabilidade adquirida da economia brasileira.



Fonte: Tesouro Nacional

A suposição que a tendência de alta dos gastos continue não pode ser descartada com o argumento de que o governo ajustará seus dispêndios se seus recursos ficarem mais escassos. O orçamento do Governo Federal tem pouca flexibilidade e pode, sim, deixar o governo de mão atadas em um caso extremo e se nenhuma reforma for feita.

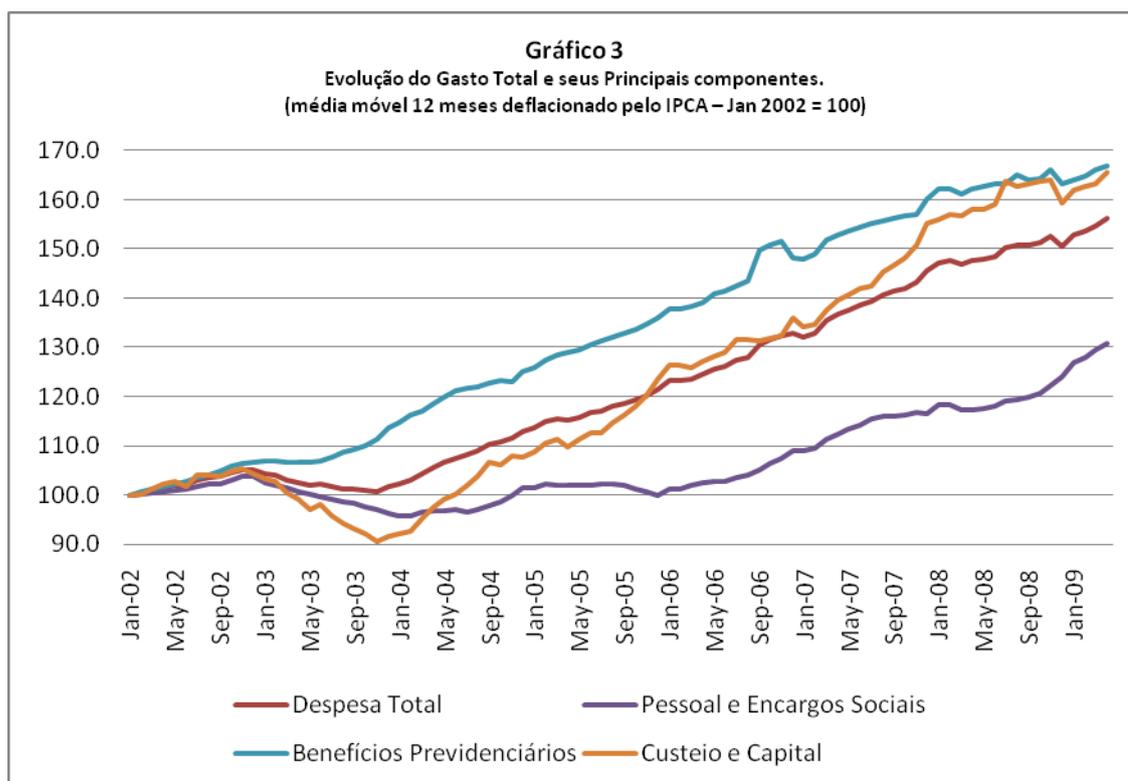
A primeira “amarra” no orçamento do governo é a Constituição. Na Carta Magna está determinado que o Governo Federal deverá repassar uma proporção fixa de seus impostos para outros entes da Federação. Então esta é uma parcela da receita que não cabe a União, que não pode ser modificada em nome de maior equilíbrio nas contas públicas, a Constituição proíbe. Esta fonte de inflexibilidade vêm aumentando ao longo dos anos em comparação com gastos da União, era de se esperar visto a alta correlação entre aumento de arrecadação e aumento de repasses. Pela sua própria natureza podemos esperar que diminua junto com a queda na arrecadação de impostos, uma vez que seu crescimento é intimamente relacionado com esta variável.

“Parcela das receitas federais arrecadadas pela União é repassada aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios. O rateio da receita proveniente da arrecadação de impostos entre os entes federados representa um mecanismo fundamental para amenizar as desigualdades regionais, na busca incessante de promover o equilíbrio sócio-econômico entre Estados e Municípios.

Cabe ao Tesouro Nacional, em cumprimento aos dispositivos constitucionais, efetuar as transferências desses recursos aos entes federados, nos prazos legalmente estabelecidos.

Dentre as principais transferências da União para os Estados, o DF e os Municípios, previstas na Constituição, destacam-se: o Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal (FPE); o Fundo de Participação dos Municípios (FPM); o Fundo de Compensação pela Exportação de Produtos Industrializados - FPEX; o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação - Fundeb; e o Imposto sobre a Propriedade Territorial Rural - ITR.”

fonte: Tesouro Nacional

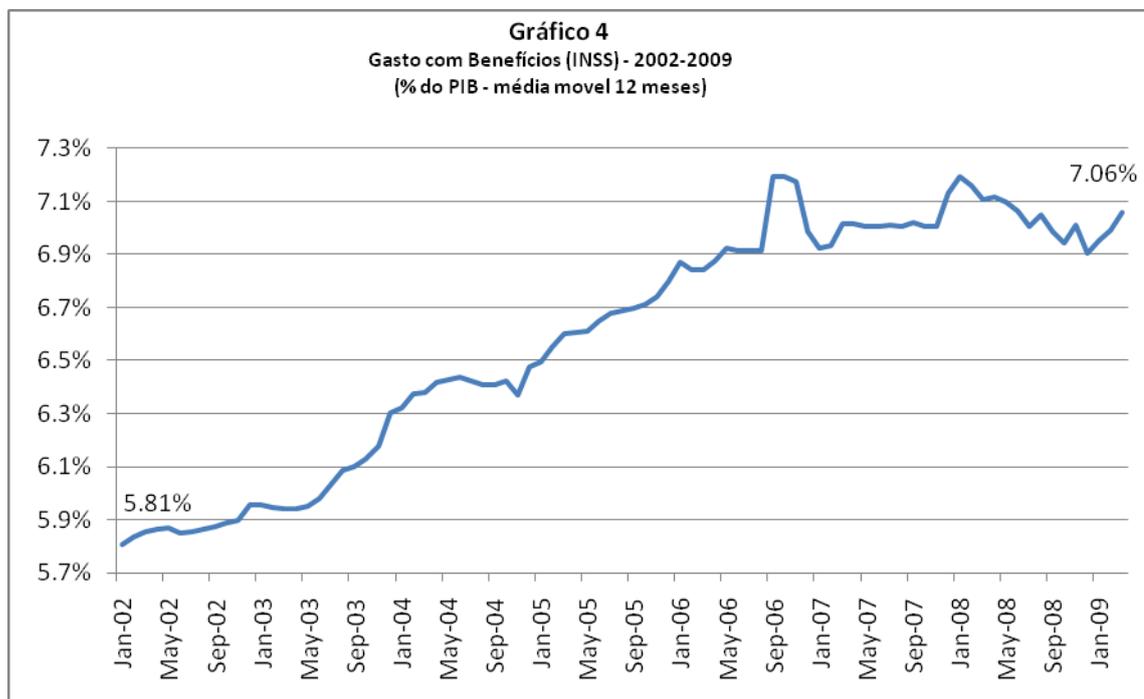


Fonte: Tesouro Nacional

A outra grande rubrica do Tesouro Nacional e que vem aumentando sua participação é a Previdência Social (INSS). O crescimento desta rubrica depende pouco do governo atual e muito do arcabouço institucional em vigor e da mudança demográfica paulatina que vem tornando o Brasil um país mais velho ao longo das ultimas décadas. Para manter o gasto com benefícios constante em relação ao PIB sem aumentos reais das aposentadorias seria necessário um crescimento entre 4% e 4,5% a.a. (Giambiagi e Garcia 2007) do PIB, este não parece ser o cenário para os próximos anos.

Os aumentos reais do salário mínimo ano a ano contribuem para o aumento do gasto com benefícios previdenciários. É fácil chegar a esta conclusão quando vemos que 2/3 dos beneficiados recebem este valor. Desde 1995 o salário mínimo aumento quase 130% (Ipeadata) em termos reais. Com o agravante de que existe projeto em tramitação no Congresso de atrelar o aumento do SM ao crescimento do PIB, o que engessaria mais ainda as contas do Governo. Assim podemos concluir que é razoável supor que esta rubrica continuará a crescer independentemente da saúde das contas públicas. Podemos considerar então o crescimento do gasto com

benefícios previdenciários fora das mãos do governo, exceto por uma reforma do próprio sistema (hipótese excluída neste trabalho).



Fonte: Tesouro Nacional

A outra grande rubrica em seguida é a de Despesas com Custeio e Capital (CC). Esta inclui uma série de despesas menores, umas flexíveis e outras não, mas que estão crescendo e também tem o potencial de sair do controle. A seguir serão analisados em maior detalhe quais são estes gastos.

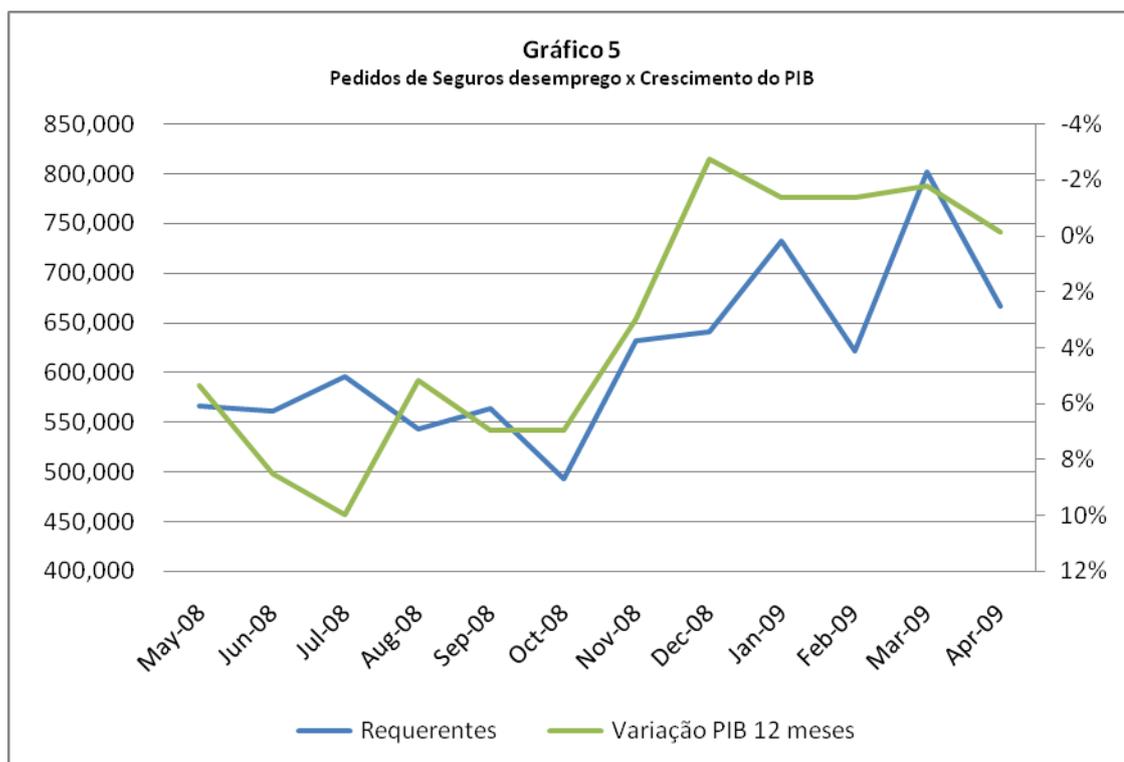
Tabela 1

Despesas de Custeio e Capital	% PIB (12 meses até março 2009)
FAT	0.79
Subsídios e Subvenções	0.19
LOAS	0.59
Outras Despesas de Custeio e Capital	4.28

Fonte: Tesouro Nacional

O primeiro deles é o Fundo de Amparo ao Trabalhador. Este é um fundo especial de natureza financeira, vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego, destinado

ao custeio do programa de seguro-desemprego, do abono salarial e ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico. Em momentos de crise este gasto tende a aumentar principalmente pelo crescimento de solicitações para receber o seguro-desemprego, pode-se considerar assim este mais um gasto que o Governo nada poderá fazer para controlar exceto por uma reforma.



Fonte: Ministério do Trabalho e Emprego e BCB

O próximo gasto é o de subsídios e subvenções. Este é em grande parte destinado ao setor agropecuário em forma de subsídios diretos, isenções fiscais e políticas de reordenamento de ativos. Este é bem pouco provável que mude em um futuro próximo, pois beneficia grupos de interesse que tem um lobby poderoso em Brasília, logo para efeito deste estudo poderemos considerar este um gasto que não será cortado.

Temos também os gastos com a lei orgânica de assistência social, LOAS (e RMVs, até 2003), que nada mais são que aposentadorias de um salário mínimo para quem nunca contribuiu para a Previdência Social e prova ser extremamente pobre à luz de critérios legais de elegibilidade e que estão na terceira idade ou encontram-se impossibilitados de trabalhar. Este parece cair no mesmo caso dos benefícios do INSS, seu crescimento não será alterado sem uma reforma ou um crescimento vigoroso da economia.

Chegamos a Outras Despesas de Custeio e Capital (OCC). Esta rubrica é também um conjunto de despesas aparentemente sem ligação direta. Segue a abertura desta conta. Na primeira linha temos a saúde que é um gasto sem flexibilidade. Isso se dá por conta da PEC da Saúde que determina que o gasto deve ser igual ao montante do ano anterior corrigido pela variação nominal do PIB. Logo este certamente não será um gasto a ser cortado em um eventual ajuste fiscal.

Tabela 2

Outras Despesas de Custeio e Capital	% PIB (12 meses até março 2009)
Saúde	1.27
Educação	0.11
Legislativo/Judiciário	0.17
Investimento	1.43
Bolsa Família	0.40
Demais	0.90

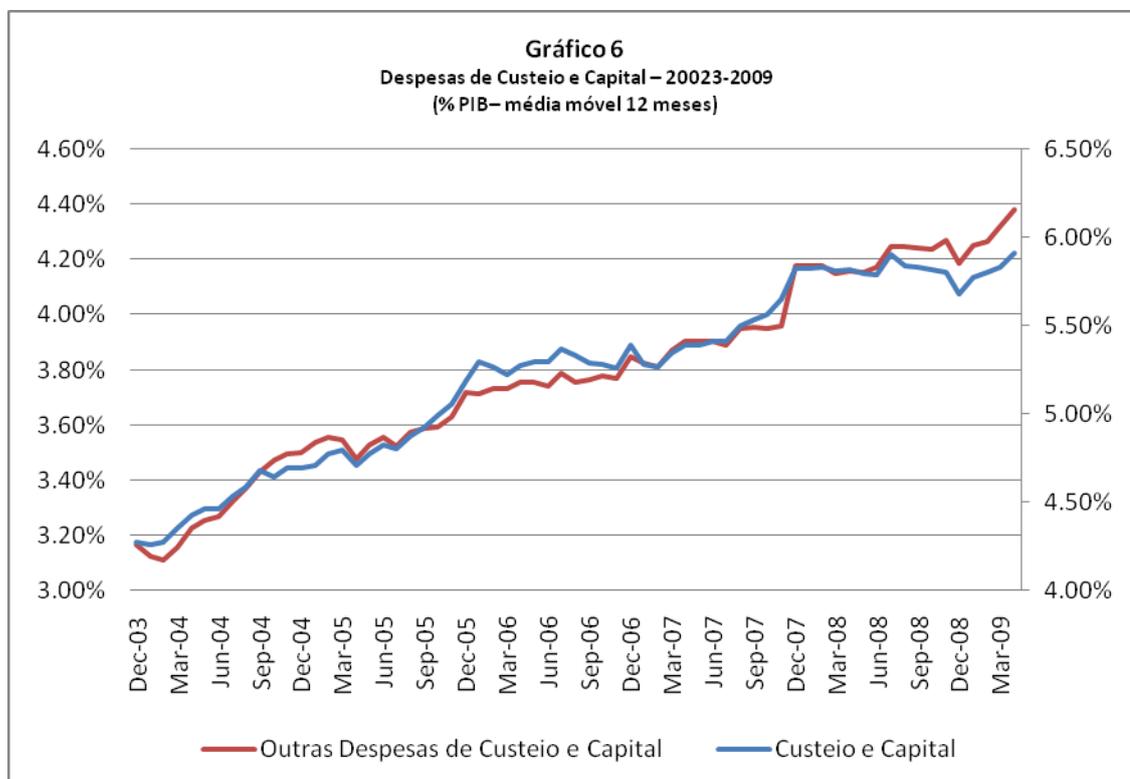
Fonte: Tesouro Nacional

Na terceira linha temos os repasses aos poderes legislativo e judiciário. Este repasse é para ser usado como os próprios poderes acharem convenientes, e o diminuir o montante destinado para estes poderes como decisão unilateral do executivo parece bastante improvável. A mobilização política desses poderes para diminuir este repasse parece também ser menos provável do que uma mobilização dos próprios para as reformas anteriormente descartadas neste trabalho, portanto, igualmente descartada neste momento.

O que resta é Educação, Investimento, Bolsa Família e Demais Despesas. Estes parecem ser os elementos mais flexíveis do orçamento. Não é por acaso que educação e investimento estão em níveis tão baixos, são os primeiros a sentir os efeitos de qualquer aperto e não são gastos que tem um efeito visível imediato e, portanto, candidato fraco para angariar apoio político com facilidade. Porém em níveis tão baixos não é claro o quanto o governo consegue diminuir este.

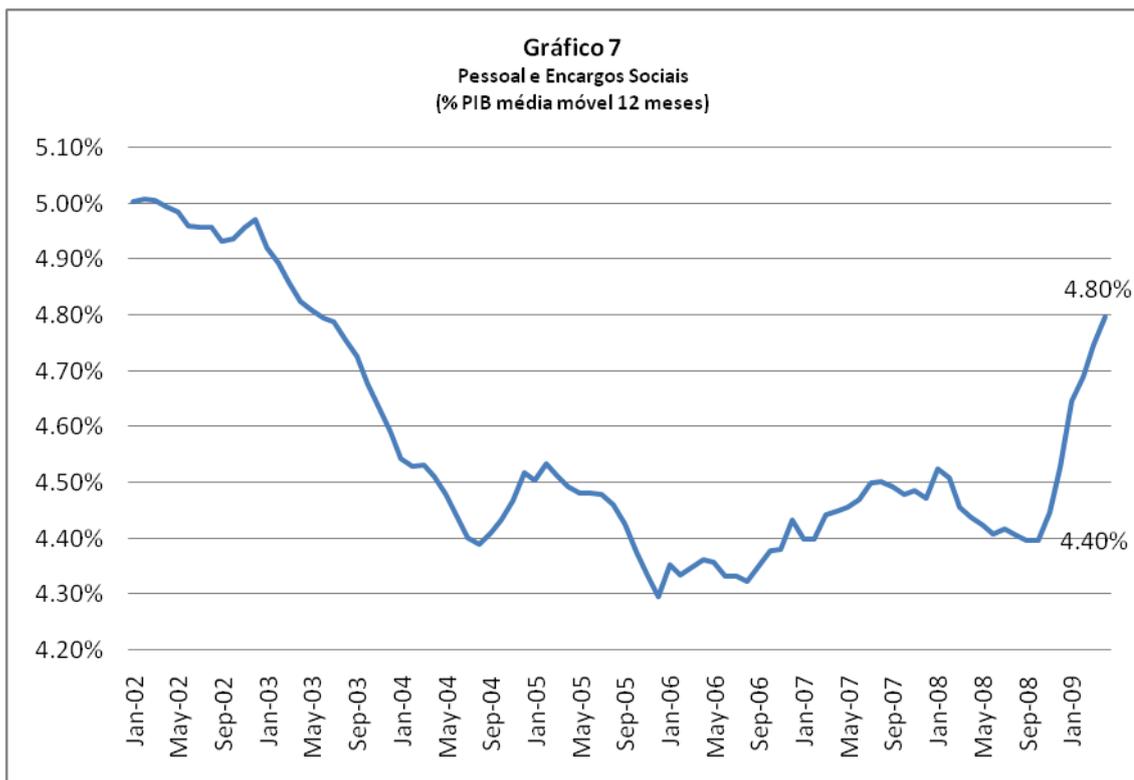
O Bolsa Família, programa de distribuição em massa de renda, rende grande popularidade do governo. Em tempos de crise é razoável supor que este não irá e

possivelmente aumentar. Finalmente os demais gastos são mais um “saco de gatos” e para efeito deste estudo iremos considerá-los como a margem de manobra do Governo.



Fonte: Tesouro Nacional

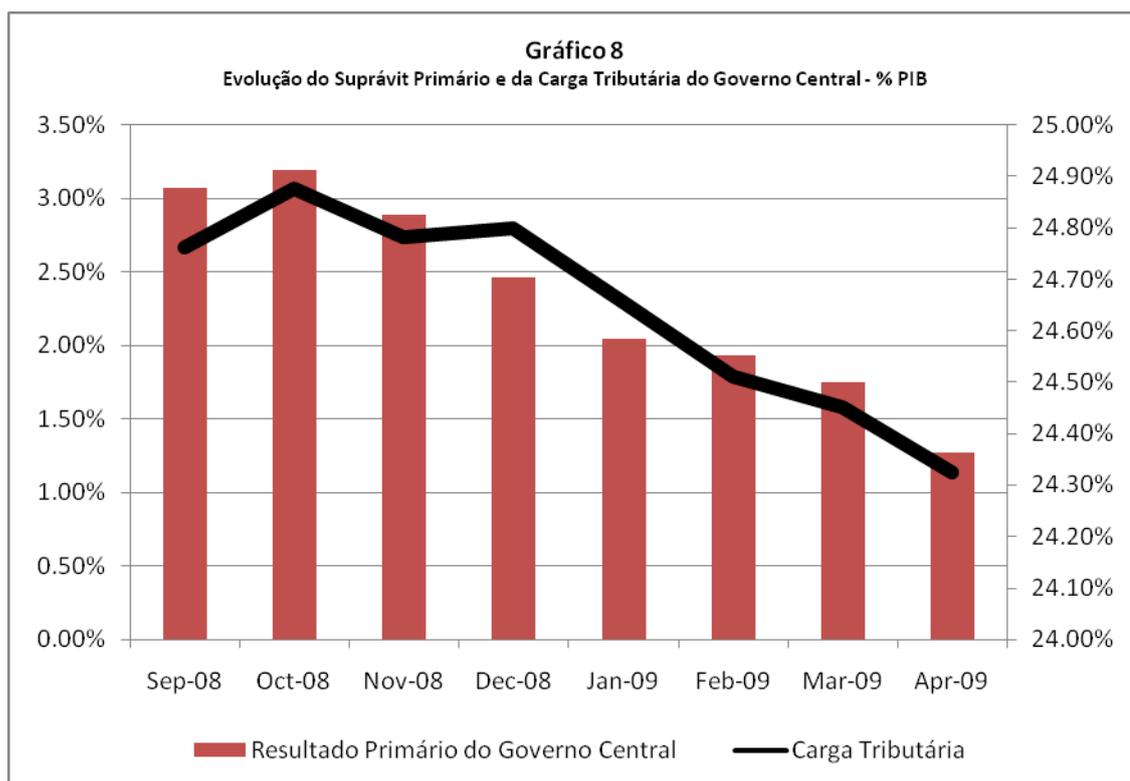
Quanto às despesas com pessoal e encargos sociais, que perderam participação nos gastos para aqueles já expostos, também representam um risco para a estabilidade fiscal do governo brasileiro. A embora tenha crescido menos do que o total de gastos do governo este gasto cresceu mais rápido do que o PIB desde janeiro de 2006, de 4,3% do PIB para 4,75% em março de 2009 na média dos 12 meses imediatamente anteriores. Estes gastos são difíceis de ser cortados por conta de em maior parte os funcionários pagos não poderem ser demitidos ou terem seus vencimentos nominais reduzidos. Portanto mais um ponto onde o governo tem pouca margem de manobra.



Fonte: Tesouro Nacional

4. Efeitos da Crise

A recessão causada pela atual crise financeira se iniciou em Novembro de 2007 nos Estados Unidos porém o Brasil só começou a sentir os efeitos da retração em meados de 2008, só entrando em recessão técnica no primeiro trimestre de 2009. Os efeitos sobre o nível de atividade no Brasil já puderam ser sentidos desde outubro de 2008. Assim houve uma conseqüente redução no ritmo de arrecadação, muito ligado ao nível de atividade. Como já foi sugerido anteriormente, o superávit primário do governo central é extremamente dependente da arrecadação por conta da inabilidade de cortar gastos na ausência de reformas mais profundas. Pode-se então observar uma relação bastante forte entre o declínio observado na arrecadação e o superávit primário do governo central.

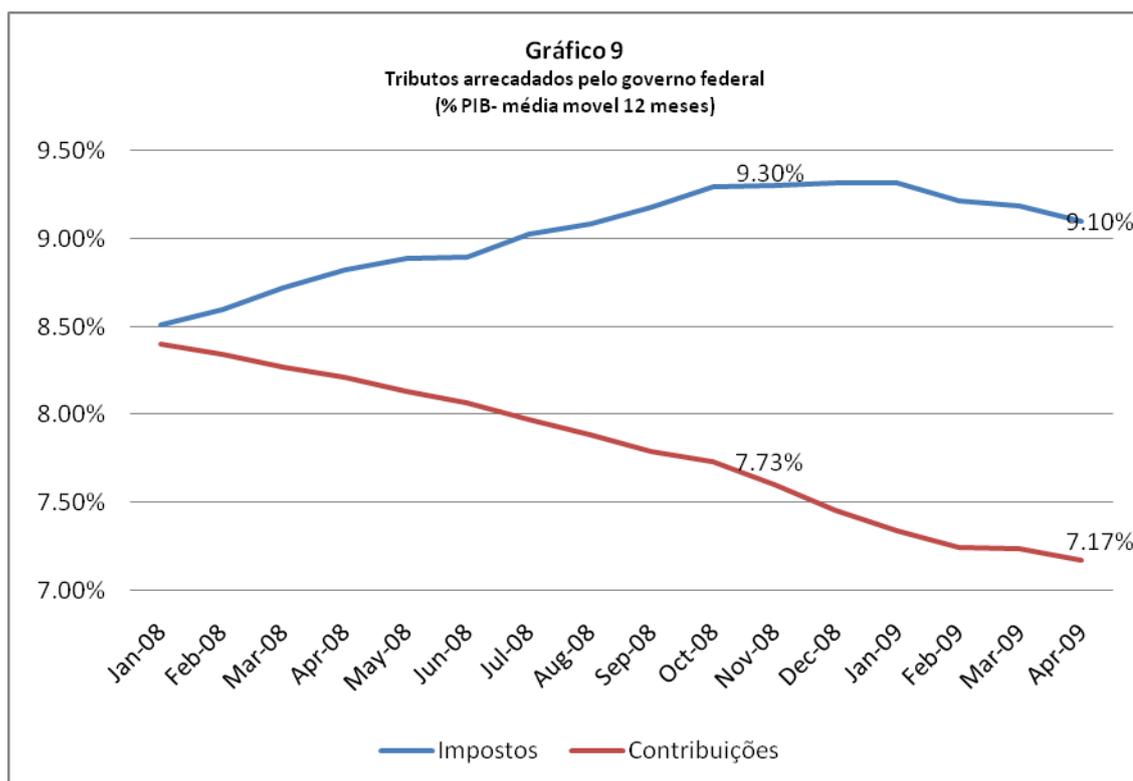


Fonte: Tesouro Nacional

Em termos reais a arrecadação total que crescia desde 2002 parou justamente em outubro de 2008 iniciou uma trajetória descendente até o último da disponível. Se a

mesma estrutura tributária permanecer, esta arrecadação manter-se-á cadente o durante todo o período de recessão.

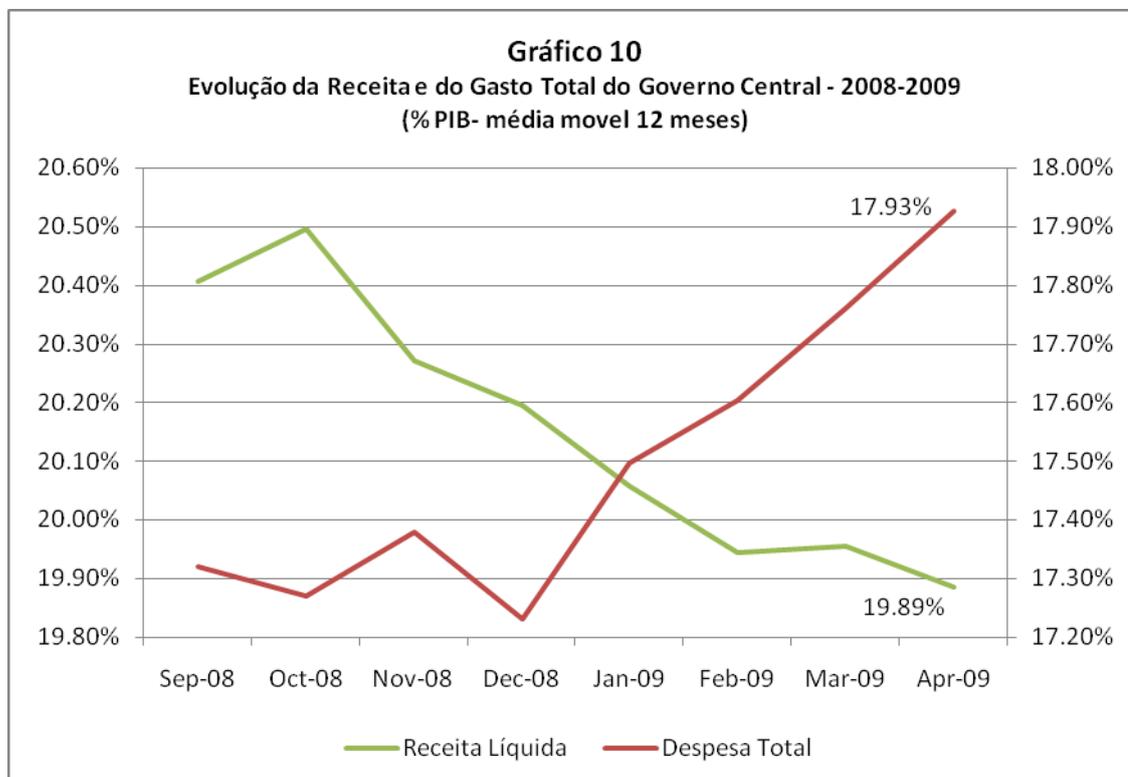
A queda na arrecadação de tributos se deu tanto na parte dos impostos quanto na parte das contribuições, porém as contribuições já vinham em queda deste o início de 2008 devido ao fim da CPMF em Janeiro daquele ano. Fardo esse que foi parcialmente transferido para os impostos via aumento de IOF no ano de 2008. Porém tanto nos impostos quanto nas contribuições observa-se uma queda a partir de Outubro de 2008 em termos reais, como pode ser observado no gráfico abaixo. Em Janeiro a arrecadação de Impostos supera aquela de Contribuições, indicando a substituição já explicada, e as duas linhas exibem tendências de inversão da tendência, no caso dos impostos, e aceleração no ritmo de queda, no caso das contribuições.



Fonte: Tesouro Nacional

Quando comparamos as trajetórias de gastos e receitas vemos claramente a reversão de tendência dos últimos anos. As receitas diminuem e as despesas continuam no mesmo ritmo. Deteriorando, desta forma, o superávit primário que antes existia. A receita líquida de transferências para estados e municípios caiu de cerca de 20.5%

do PIB para pouco menos de 19.9 %. Some-se a isto o fato do PIB estar em retração. Os gastos parecem seguir uma tendência inalterada e em alguns casos parece ter acelerado em relação ao PIB. O resultado parece confirmar a tese de que não existe controle sobre boa parte dos gastos da união.



A dívida Pública certamente ainda não rompeu a barreira que levaria a uma desestabilização econômica e parece que o Brasil está muito mais bem preparado que em outras ocasiões para enfrentar uma recessão. Reservas cambiais elevadas e perfil de dívida mais alongado, além de maior peso de títulos prefixados, conseguiram manter a estabilidade do país nesses tempos turbulentos. Evitando que o Governo tenha um aumento repentino de pagamento de juros por variação cambial, que o governo não precise rolar grande parte da dívida em datas muito próximas e com juros punitivos e, por fim, que os pagamentos de juros da dívida saiam muito do programado por conta de títulos pós-fixados. Protegendo a economia de surtos inflacionários, que até o momento não foram constatados. Porém a crise evidenciou como é frágil a estrutura Fiscal e que, dependendo da severidade da crise, uma reforma será necessária futuramente.

5. Superávit primário do governo central 2002-08 e projeções futuras

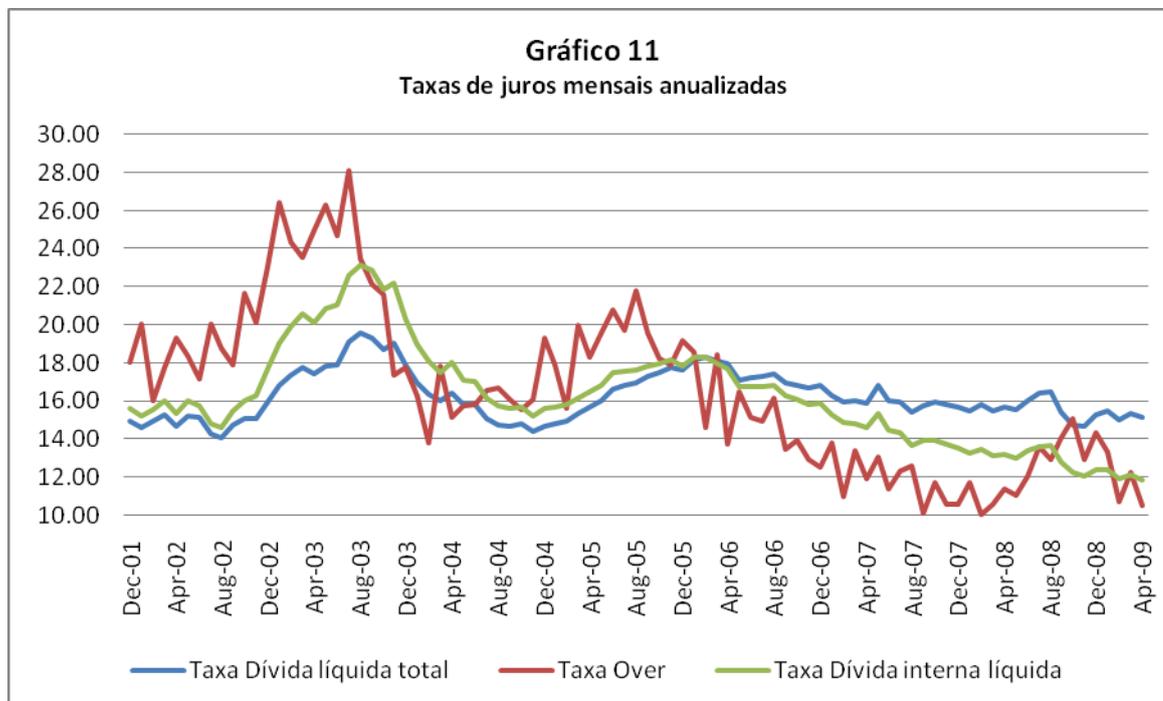
A conclusão que chegamos pelo que já foi exposto é de que o superávit primário necessário para manter o pagamento de juros da dívida pública e redução gradual da relação dívida/PIB é bastante dependente da arrecadação de tributos, dada a relativa dificuldade da União de conseguir cortar gastos. Também foi visto que em setembro de 2008 aconteceu uma reversão histórica de arrecadação de tributos, acabando assim com os anos de bonança onde a arrecadação só fazia subir. O que possibilitava que a dinâmica de gastos correntes crescentes pudesse ser mantida sem grandes impactos sobre o déficit público e reformas necessárias pudessem ser adiadas para administrações futuras.

O que veremos a seguir é quanto tempo a estabilidade econômica permanecerá sem ser ameaçada pela política fiscal em voga neste governo. Isto será feito a partir de um modelo que tem o objetivo de projetar o crescimento da relação dívida/PIB. A dívida/PIB em um dado ano é igual à dívida/PIB no ano anterior acrescida dos juros reais e deduzida da taxa de crescimento real do PIB, menos o superávit primário e mais os ajustes patrimoniais.

A taxa de juros real que será utilizada é uma estimativa da taxa de juros implícita da dívida com base na variação da taxa SELIC prevista pelo mercado para os anos futuros no boletim focus publicado pelo Banco Central. Porém não se pode supor uma variação tão próxima da taxa SELIC com a taxa implícita de juros da dívida pública. As razões que justificam tal afirmação são duas.

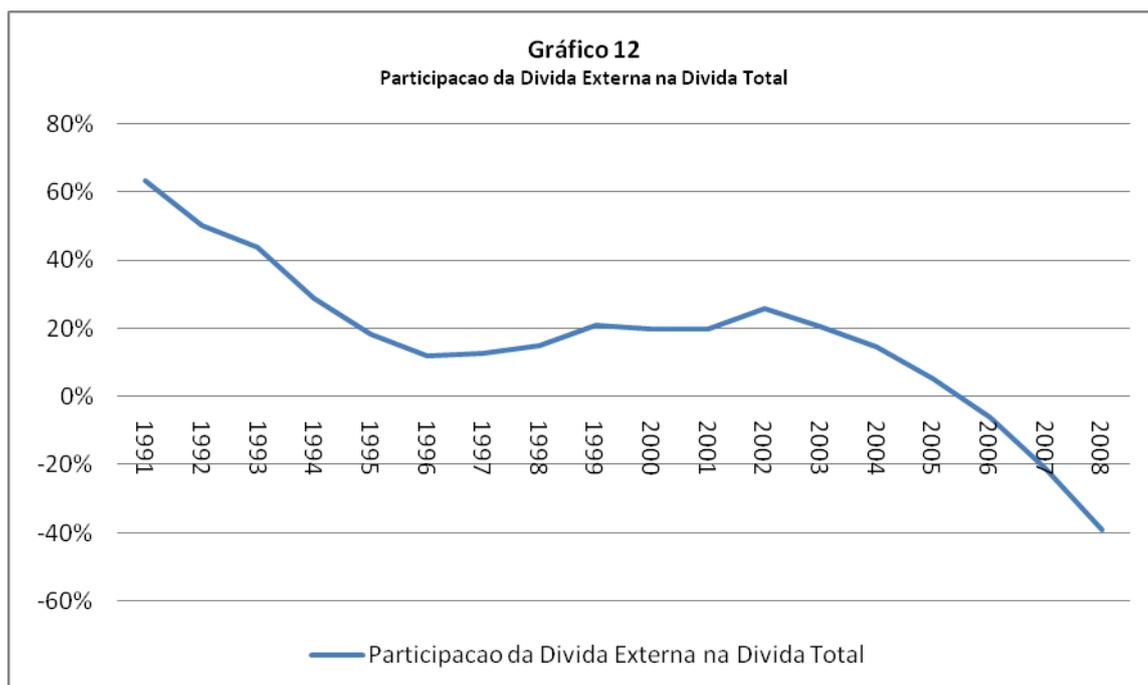
Primeiro, existe um esforço de alongamento da dívida pública em títulos, a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi), via aumento de colocação de títulos prefixados. Isto se dá para que a dívida não seja muito curta e o governo não precise rolar valores muito altos com grande frequência. Assim o Tesouro Nacional corre menos risco de ter que realizar um leilão de muitos títulos durante um período de crise e que a rolagem seja feita a taxas muito altas. Com uma dívida mais longa o tesouro fica protegido deste risco. Porém, esta política gera dois efeitos possivelmente indesejados: aumenta a taxa de remuneração destes da dívida pública por conta do prêmio pela maturidade; e torna a dívida pública menos sensível a mudanças na taxa básica. Podemos observar no gráfico que a Taxa Over é muito

mais volátil do que a taxa implícita da dívida. Também podemos ver que isto se torna mais evidente em tempos mais recentes, fato que é condizente com uma dívida de maturidade mais elevada.



Fonte: Tesouro Nacional e BCB

Outro fato curioso que podemos observar no gráfico é referente à Dívida interna. Esta segue também a taxa over, mas muito mais de perto que Dívida total. Isto sugere que existe um segundo fator que afeta a taxa de juros implícita de dívida. Este fator é a taxa de juros implícita da dívida externa e reservas. A grande diferença deste componente para os outros é a importância da taxa de câmbio na sua determinação. Também existe um esforço do governo para diminuir o montante deste tipo de dívida. O que se observou no passado é que dívida deste tipo pode gerar montantes inesperados de pagamentos de juros por conta de um choque cambial adverso. No gráfico abaixo está ilustrada a trajetória da participação da dívida externa na dívida total. Em particular a grande acumulação de reservas faz do Brasil hoje um credor líquido externo e é bem menos vulnerável a tais choques adversos. Porém esta acumulação de reservas vem a um custo, pois o país tem de captar recursos a um custo alto e aplicá-los em ativos de baixos risco a um custo baixo.



Fonte: BCB

Os dois efeitos combinados que fazem a SELIC menos confiável para prever a taxa de juros implícita da dívida pública estão sempre se modificando, porém de forma bastante paulatina. Portanto para a estimação da relação da taxa SELIC com a taxa implícita de juros da dívida pública faz sentido utilizar os dados mais recentes. Primeiro pela dívida nesses anos ser de maturidade mais parecida com a atual e nos próximos anos. Depois pela quantidade de títulos pós-fixados em relação aos títulos totais também ser mais parecida. Por último pela menor relevância da dívida externa e assim a interferência do câmbio

A estimativa será feita por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), referente aos últimos cinco anos. Foram usados apenas os últimos cinco anos de dados por conta do perfil da dívida que muda com o tempo. Para os fins deste estudo assume-se que o perfil da dívida manteve-se estável nos últimos cinco anos e continuará assim no futuro, bem como a participação da dívida externa e câmbio. A equação que define a relação SELIC e taxa de juros implícita, baseada nos últimos cinco anos, é a seguinte:

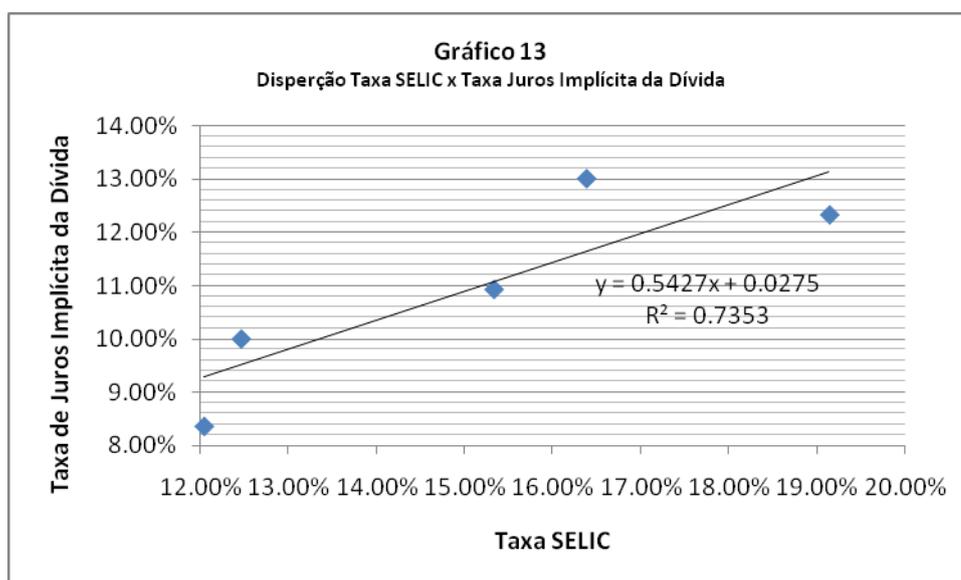
$$J.\text{implícito} = 0,027 + 0,543 * \text{SELIC}$$

Model 1: OLS estimates using the 5 observations 2004-2008

Dependent variable: Implicito

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	p-value
const	0.027475	0.0287584	0.9554	0.40987
SELIC	0.5427	0.18801	2.8865	0.06319 *

Mean of dependent variable = 0.10926
 Standard deviation of dep. var. = 0.0185446
 Sum of squared residuals = 0.00036417
 Standard error of residuals = 0.0110177
 Unadjusted R2 = 0.735267
 Adjusted R2 = 0.647022



A taxa de crescimento do PIB usadas no modelo serão uma do Boletim Focus do BC e mais duas, para simular um cenário otimista e outro pessimista. Assim poderá ser feita uma distinção entre expectativas de severidade da crise e as suas conseqüências desestabilizadoras. A taxa de crescimento média prevista pelo Boletim Focus do BC para o PIB brasileiro até 2014 é de 3%. A previsão pessimista será de 2% e a otimista de 4%.

Para efeito do modelo, e com base nas análises feitas anteriormente, os gastos da união seguirão crescendo em termos reais de acordo com a média apresentada no período em questão. Refletindo assim a incapacidade do governo central controlar os gastos sem uma reforma no sistema (que por hipótese não ocorrerá). A arrecadação neste modelo seguirá mantendo a mesma participação no PIB que tinha

no início de 2009. Também refletindo a incapacidade da União de aumentar ou diminuir a carga tributária frente a um choque adverso.

Neste estudo consideraremos que os estados, municípios e empresas estatais irão manter seus superávits primários. O que pode parecer inverossímil, mas será feito por três razões. Primeiramente para manter a simplicidade do modelo. Depois para compensar que a maior empresa estatal, a Petrobrás, foi recentemente retirada do cálculo do superávit primário. Por último esta suposição atuará como amortecedor para as outras suposições do modelo. O Governo Central certamente goza de alguma flexibilidade, mesmo que muito pequena, para cortar seus gastos e/ou incrementar sua receita, logo podendo manter em alguma medida seu superávit. Assim estes dois efeitos atuariam em sentidos opostos, e trariam um grau maior de confiança para as previsões geradas.

O resultado destas premissas aplicadas ao modelo de crescimento de dívida está mostrado na tabela abaixo. No cenário previsto pelo mercado para o crescimento do PIB temos uma dívida PIB em 55% em 2014 e 65% no cenário pessimista, um número alarmante e potencialmente desestabilizador. Não se pode dizer ao certo qual seria o limite para o crescimento da dívida em relação ao PIB que iria levar a uma instabilidade econômica, mas é certo que com estes números elevariam muito a percepção do mercado do risco de o governo monetizar a dívida.

Tabela 3

Variação PIB	DPL/PIB			DPL/PIB Expectativa do mercado	
	2%	3%	4%		
2009	36%	35%	34%	2009	39.10%
2010	37%	34%	32%	2010	38.00%
2011	40%	36%	32%	2011	36.00%
2012	46%	40%	34%	2012	34.80%
2013	55%	46%	38%	2013	32.80%
2014	65%	55%	44%		

Os resultados encontrados por este estudo são relativamente mais pessimistas que a percepção do mercado. Parte desta discrepância se deve, em parte, à rigidez das premissas deste estudo já ressaltadas. A principal delas é a forma como os gastos irão aumentar não importando o estado da economia, simplesmente por conta da rigidez das instituições. Esta diferença foi deliberada e tem o objetivo de ressaltar a importância de

reformas que aumentem a flexibilidade dos tomadores de decisões sobre gastos públicos. Podemos ver na tabela abaixo com mais clareza como essa diferença de premissa afetou o resultado final, as expectativas quanto a superávits primários para os próximos anos estão ainda mais descoladas do mercado.

Tabela 4

Variação PIB	Superávit Primário			
	2%	3%	4%	Expectativa do mercado
2009	2.72%	2.90%	3.08%	2.20%
2010	0.40%	0.79%	1.17%	2.90%
2011	-2.00%	-1.37%	-0.77%	3.30%
2012	-4.49%	-3.60%	-2.74%	3.30%
2013	-7.10%	-5.89%	-4.75%	3.00%

A outra diferença entre as expectativas de mercado e as premissas aqui expostas são a de que neste estudo não se admite que o governo conseguirá aumentar ainda mais a tributação em relação ao PIB. Em realidade o governo pode sim aumentar uma carga já elevada ao custo de perda de eficiência na economia. Mas estas perdas somente seriam sentidas em anos futuros.

Levando todos esses atenuantes em consideração ainda é possível afirmar que a dinâmica corrente deve ser revertida para que não haja perda de estabilidade econômica. Não é claro qual seria exatamente o limite que o país suportaria de dívida sem efeitos adversos sobre as expectativas do mercado. As condições de dinâmica de dívida dependem crucialmente da taxa de crescimento potencial e taxa de juros. Países com crescimento mais rápido podem, em tese, agüentar uma relação dívida - PIB mais alta que países idênticos em tudo, exceto crescimento mais baixo. Mas temos a certeza de qual a direção que esta relação está caminhando e também que a rapidez com que faz é menos que desejada.

6. Conclusão

A crise financeira internacional provocou efeitos adversos sobre a saúde fiscal do setor público. Esta deterioração vem, paulatinamente, aumentando a relação dívida/PIB e põem em risco a estabilidade econômica. É importante que o governo demonstre responsabilidade fiscal para que tal quadro não ocorra.

Em face do quadro exposto, a faculdade do governo federal em cortar gastos é limitada em função do peso cada vez menor que os gastos realmente sob controle da autoridade fiscal têm no conjunto da despesa pública. A eventual necessidade de aumentar o superávit primário do governo central com base na contenção de despesas federais — para compensar uma possível deterioração do resultado das empresas estatais em relação ao previsto ou um aumento do déficit previdenciário — se depara com um elevado grau de vinculação dos gastos discricionários. O crescimento econômico, em parte, poderia inverter essa situação, permitindo que os gastos aumentassem proporcionalmente menos do que a economia e reduzissem sua participação em termos de percentual do PIB. Entretanto, esse efeito seria compensado, em parte, pela tendência estrutural à deterioração do déficit previdenciário e pela vinculação dos gastos com saúde a um determinado percentual do PIB.

O desempenho da arrecadação federal nos primeiros meses deste ano sugere que o governo federal deverá se preocupar com o quadro de contração do produto. Nos próximos anos, o setor público irá se deparar com uma realidade caracterizada por três desafios na gestão da política fiscal:

- a) evitar a elevação da carga tributária, já suficientemente alta;
- b) alcançar superávits primários consistentes com a intenção de inverter a trajetória da dívida do setor público; e
- c) responder à demanda por aumentos do investimento público, para contribuir na ampliação da taxa de crescimento do produto.

O país já passa por uma recessão, os gastos já estão fora do controle da União e a dívida já cresce mais rápido que o produto. É necessário que o arcabouço presente hoje seja modificado para que governos futuros possam gozar de maiores

flexibilidade na condução suas políticas. A rigidez do gasto federal no contexto atual sugere, porém, dificuldades para a redução das despesas correntes pela elevada participação das despesas obrigatórias — com destaque para os benefícios previdenciários, que tendem a crescer nos próximos anos — e pela presença de despesas vinculadas ao PIB entre as despesas discricionárias.

7. Bibliografia

BARRO, R. J. *Are governments bonds net wealth?* Journal of Political Economy, Chicago, v. 82, p. 1.095-1.117, dez. 1974.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Coordenação Geral de Administração da Dívida Pública. *Administração da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna – DPMFI*. Brasília, 1999, mimeo.

BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. Lisboa: Mc-Graw-Hill de Portugal Ltda., 1992.

PINHEIRO, M. M. S. *A gestão da dívida mobiliária federal e seus impactos macroeconômicos: teoria e política econômica*. Brasília: IPEA, jun. 1996, mimeo.

PINHEIRO, M. M. S., LIMA, E., AURÉLIO, M. *Indicadores fiscais no Brasil*. Brasília: IPEA, 1997, mimeo.

FISHER, S. *The Economics of the Government Budget Constraint.*, PPR Working Papers, Development Economics, World Bank, Mai. 1986

BRASIL, Banco Central, Diretoria de Política Econômica, Departamento Econômico, *Manual de Finanças Públicas*, Brasília, jun. 2008