

## Zerar o déficit nominal?

Rogério L. Furquim Werneck\*

Ganhou espaço no debate econômico a proposta de passar a pautar a política fiscal por meta de déficit nominal zero. Como a mudança exigiria aumento substancial do superávit primário do setor público, o que tem sido sugerido é que a meta seja atingida em três ou quatro anos, dentro de um programa de ajuste gradual.

A proposta adveio de preocupações mais do que louváveis com a necessidade de se viabilizar queda mais rápida do endividamento do setor público, de forma que a taxa de juros básica da economia possa ser afinal reduzida a níveis compatíveis com um projeto de crescimento sustentado, a taxas relativamente altas. A dúvida é se a adoção da meta de déficit nominal zero é de fato a melhor forma de assegurar a rápida redução do endividamento do setor público que se faz necessária.

A meta levanta questões que devem ser analisadas com mais cuidado. Pode trazer entraves indesejáveis à condução da política monetária. Dá alento à noção de que a redução da taxa de juros é o caminho fácil para o ajuste fiscal. Pode levar a reações descabidas da política fiscal à flutuação do câmbio. E concentra atenção num objetivo que, em si, é destituído de maiores virtudes. Como o resultado primário tem sido menor que a conta de juros pagos sobre a dívida, alega-se com frequência que, só quando conseguir reduzir a zero o déficit nominal, o setor público estará mostrando que tem condições de “pagar integralmente suas contas”. O argumento poderia até fazer algum sentido, se a preocupação fosse com a capacidade de pagamento da conta de juros reais. Mas o déficit nominal zero implica mais que isso. Requer que o setor público seja capaz de “pagar” a correção monetária da dívida, objetivo bem mais difícil de se defender. Isso não quer dizer, em absoluto, que não haja mérito na idéia, implícita, de elevação substancial do superávit primário. Significa apenas que, na discussão sobre a elevação que se faz necessária, não se deveria dar maior importância ao valor do superávit primário que zeraria o déficit nominal.

Mas há outras razões, de caráter bem mais prático, que sugerem que a meta pode ser menos interessante do que se apregoa. O que nela parece ter atraído mais atenção é a idéia de novo e vigoroso ajuste fiscal, capaz de produzir quedas substanciais no endividamento do setor público e na taxa de juros. Como a dívida corresponde a meio PIB e a inflação vai convergindo para 5%, se a taxa real de juros voltar à faixa de 10%, na esteira da distensão de política monetária que agora se ensaia, será preciso um superávit primário da ordem de 7,5% do PIB para zerar o déficit nominal.

Se, de fato, o superávit primário pudesse ser elevado de repente a esse patamar, e lá mantido por alguns anos, as dificuldades impostas pelo endividamento público excessivo realmente desapareceriam. Mas a proposta não é bem essa. E nem poderia ser. É mais cuidadosa e realista. O que se propõe é ajuste gradual e não repentino. E, a verdade é que, ao final de três anos, o superávit primário necessário para zerar o déficit nominal poderá ser bem menor do que 7,5% do PIB. Tão menor quanto mais tenham caído a taxa de juros e o endividamento, em resultado do próprio esforço fiscal adicional no biênio anterior. E é bem possível que, a partir do terceiro ano, com a queda da conta de juros, o estrito cumprimento da meta de déficit nominal zero viesse a implicar rápida redução do superávit primário.

São constatações que sugerem que a proposta deve ser confrontada com a alternativa mais simples de elevar a meta de superávit primário. Exercícios de simulação da dinâmica da dívida mostram que, se o superávit primário pudesse ser mantido em torno de 5% do PIB até o fim do próximo mandato presidencial, a trajetória de queda do endividamento seria similar. Essa alternativa torna-se tão mais defensável quanto mais lento for o ajuste gradual que leve ao déficit nominal zero, e quanto mais otimista for a hipótese acerca do efeito da queda de endividamento sobre a taxa de juros. É bom lembrar que a defesa da proposta de déficit nominal zero tem-se baseado na premissa, mais do que razoável, de que esse efeito poderá ser extremamente vigoroso. Matéria publicada no **Estado** de ontem sugere que é para uma alternativa desse tipo que a proposta está convergindo. Tanto melhor.

---

\* Rogério L. Furquim Werneck, economista, doutor pela Universidade Harvard, é professor titular do Departamento de Economia da PUC-Rio.