

Juros e Ajuste Fiscal Estrutural

Marcos Mendes

INTRODUÇÃO	2
2 - OS NÚMEROS OTIMISTAS	3
3 - OS NÚMEROS REALISTAS	5
Juros reais.....	6
Crescimento do PIB	7
Refazendo o exercício em bases realistas.....	9
4 – O CRESCIMENTO DA DESPESA OBRIGATÓRIA TORNA O AJUSTE MAIS DIFÍCIL.....	10
5 – É PRECISO REDUZIR A DÍVIDA PÚBLICA COMO PROPORÇÃO DO PIB	11
6 – A ECONOMIA POLÍTICA DO DESEQUILÍBRIO FISCAL CRÔNICO NO BRASIL	13
7 – CONCLUSÕES	16

INTRODUÇÃO

A redução dos juros básicos pelo Banco Central ao longo do segundo semestre de 2019, acompanhada da queda do custo de refinanciamento da dívida do Tesouro, levanta a questão de qual seria o ajuste nas contas primárias necessário para que o Brasil volte a ter contas públicas sustentáveis. Esse texto mostra que a queda dos juros ajuda, mas não resolve o problema.

Há uma dura agenda de redução do crescimento das despesas obrigatórias a ser cumprida. As contas primárias do Governo Federal continuam em trajetória insustentável, e juros menores sobre a dívida não compensam esse fato.

As instituições brasileiras continuam gerando incentivos à expansão da despesa pública e à concessão de benefícios tributários. O reforço de regras fiscais de limitação do gasto, em especial o teto de gastos, e a revisão da legislação que faz a despesa obrigatória crescer mais rápido que o PIB, devem ser prioridade na política econômica.

Para mostrar esses pontos, a presente nota analisa os argumentos apresentados em artigo que defende tese diversa. O economista Manoel Pires publicou no Valor Econômico de 30/9/19 artigo em que afirma que “*a fase do desequilíbrio fiscal estrutural parece já ter passado*”. Com os parâmetros macroeconômicos que utiliza, suas projeções indicam que é possível estabilizar a dívida pública no nível atual, mesmo com déficit primário. Sendo assim, conclui que “*não há nenhuma necessidade de manter um ajuste criando uma situação de paralisia das atividades governamentais e baixo investimento*”. A origem da boa nova estaria na “*sequência de redução de taxas de juros [que] direciona o país no caminho da sustentabilidade fiscal*”.

Faz-se, portanto, um debate baseado em números, que ajuda o leitor a se posicionar.

Mostra-se que as conclusões de Pires derivam do uso de parâmetros de juros e crescimento econômico excessivamente otimistas. Além disso, o raciocínio do autor desconsidera que o relaxamento da política fiscal eleva os juros de longo prazo cobrados sobre a dívida, deteriorando a dinâmica da dívida. Ademais, minimiza a dificuldade de se fazer mesmo um pequeno ajuste fiscal em contexto de despesas obrigatórias que crescem mais que o PIB. Por fim, há desconsideração do contexto institucional brasileiro, onde há fortes incentivos à expansão do gasto público e à concessão de benefícios tributários.

A seção 2 mostra onde está o otimismo nos números apresentados por Pires.

A seção 3 fundamenta quais seriam os parâmetros mais realistas e refaz o exercício, mostrando que a estabilidade da dívida requer um ajuste fiscal na faixa de 1,72% e 2,36% do PIB, a depender das hipóteses sobre juros reais e crescimento do PIB.

A seção 4 mostra como é difícil um ajuste em um contexto em que a despesa obrigatória cresce mais rápido que o PIB.

A seção 5 argumenta que um efetivo ajuste fiscal no Brasil não pode se limitar a estabilizar a dívida pública no atual patamar de 80% do PIB. Ela é excessivamente alta e representa risco de descontrole em cenários menos favoráveis. Uma gradativa e modesta redução da dívida para 70% do PIB em 10 anos requer um esforço fiscal que, a depender dos parâmetros de juros e crescimento do PIB, se iniciaria entre 2,56% e 3,19% do PIB, caindo gradualmente ao longo dos anos seguintes.

A seção 6 faz considerações sobre a economia política das finanças públicas no Brasil, mostrando que nossas instituições induzem um desequilíbrio crônico e crescente. Nesse contexto, não há espaço para política fiscal contracíclica: uma vez iniciada, é difícil interrompê-la, devido a pressões políticas por manutenção dos benefícios e subsídios. A efetiva solução estrutural do desequilíbrio fiscal depende de reformas que instituem uma restrição orçamentária forte.

A conclusão é que o ajuste fiscal continua sendo desafiador, mesmo com a redução dos juros reais de equilíbrio. Como tal, o reforço do teto de gastos e a redução do crescimento das despesas obrigatórias devem ser mantidos como prioridade na agenda macroeconômica, por constituir condição necessária, ainda que não suficiente, para que se atinjam taxas mais elevadas e sustentáveis de crescimento.

A ideia de que os juros baixos já resolveram o problema gera risco de complacência política, criando dificuldades adicionais à já complexa tarefa de aprovar reformas fiscais.

2 - OS NÚMEROS OTIMISTAS

O artigo aqui analisado parte da equação contábil de determinação do déficit/superávit primário necessário para manter a dívida pública estável como proporção do PIB.

A dívida pública compreende o passivo do governo que paga juros (a Dívida Bruta do Governo Geral – DBGG) e o passivo não remunerado (a base monetária). A expansão da dívida pública é dada por:

$$B_t - B_{t-1} + M_t - M_{t-1} = D_t - i * B_{t-1}$$

Essa equação diz que o crescimento da DBGG (representada por B) e da dívida não remunerada (base monetária – M) é causada pelo déficit primário mais os juros nominais pagos sobre a dívida.

Tomando essas variáveis como proporção do PIB, e decompondo a taxa de juros em taxa Selic mais um spread que o Tesouro paga sobre a Selic ao refinarciá-la, podemos chegar ao déficit/superávit necessário para manter a relação DBGG-PIB estável:

$$d^* = \left[1 - \frac{(1 + selic) * (1 + spread)}{(1 + \pi) * (1 + \gamma) * (1 + n)} \right] * b^* + \left[1 - \frac{1}{(1 + \pi) * (1 + \gamma) * (1 + n)} \right] * m_{t-1} + \Delta m$$

Onde:

d^* = déficit/superávit necessário para manter DBGG/PIB constante

$selic$ = taxa selic nominal média anual

$spread$ = spread pago pelo Tesouro em relação à Selic

π = inflação anual (IPCA)

γ = diferença entre o IPCA e o deflator do PIB

n = taxa de crescimento real anual do PIB

b^* = nível da relação DBGG/PIB no momento zero e que se pretende manter constante

m = base monetária

O primeiro elemento do lado direito da equação reflete os juros reais incidentes sobre a dívida e o crescimento do PIB. De modo geral, juros reais baixos e PIB crescendo rapidamente diminuem (aumentam) o superávit (déficit) necessário para manter a relação DBGG/PIB estável. O segundo e terceiro elementos refletem o fato de que a base monetária não paga juros (imposto inflacionário) e que o crescimento do PIB aumenta a demanda por moeda, facilitando o financiamento a custo zero do Governo (senhoriagem). Quanto maiores forem o imposto inflacionário e a senhoriagem, menor (maior) o superávit (déficit) compatível com a estabilidade da dívida.

Os valores atribuídos às variáveis da equação acima devem ser valores de equilíbrio de longo prazo. Afinal, o que se quer é saber para que valor d^* convergirá no longo prazo, dados os valores médios de longo prazo das demais variáveis da equação.

O artigo de Manoel Pires faz o exercício de obter d^* utilizando os seguintes valores para os parâmetros:

$$b^* = 80\%$$

$$Spread = 1,7\%$$

$$\pi = 3,75\%$$

$$\gamma = 0,007$$

$$m_t = m_{t-1} = 0,045$$

$$\Delta m = 0$$

Com isso, o artigo encontra os seguintes déficits(-)/superávits(+) compatíveis com a manutenção da DBGG em 80% do PIB, para diferentes combinações de taxa Selic e taxa de crescimento do PIB:

Figura 1 – Déficit(-) ou superávit (+) compatível com a estabilidade da relação DBGG-PIB para diferentes hipóteses de taxa Selic e de crescimento do PIB (% do PIB)

		Crescimento real do PIB (n)			
		1,50%	1,80%	2,00%	2,20%
Selic nominal (selic)	4,00%	-0,46%	-0,71%	-0,88%	-1,04%
	4,25%	-0,27%	-0,52%	-0,69%	-0,85%
	4,50%	-0,08%	-0,33%	-0,49%	-0,66%
	4,75%	0,11%	-0,14%	-0,30%	-0,47%
	5,00%	0,30%	0,05%	-0,11%	-0,28%

O cenário parece alentador: a maioria das células indica a possibilidade de se estabilizar a relação DBGG/PIB mesmo com um déficit fiscal. De acordo com o autor, em seu “cenário preferido, com Selic de 4,5% ou 4,75% e crescimento de 2%, o resultado primário de equilíbrio estaria entre um déficit de 0,30% e 0,49% do PIB”.

E a análise segue, com o autor afirmando que “considerando a evolução da política fiscal em 2019 e o orçamento de 2020, minhas estimativas apontam que o resultado estrutural atingirá um déficit de 0,29% do PIB”.

Logo, para quem precisa de um déficit de 0,30% do PIB, e tem como resultado estrutural um déficit de 0,29% do PIB, estaria tudo resolvido.

3 - OS NÚMEROS REALISTAS

O principal problema das estimativas acima é que elas utilizam parâmetros excessivamente otimistas. Em especial para a taxa de juros real e a taxa de crescimento.

Como afirmado acima, os valores a serem imputados na equação devem ser os valores de equilíbrio de longo prazo de cada variável. Não se pode usar valores mais favoráveis, ainda que observados conjunturalmente, como se fossem sustentáveis no longo prazo.

Essa é a base da crítica feita a seguir. Ademais, as projeções de Pires não assumem que os juros reais de equilíbrio são influenciados pela própria política fiscal. No seu exercício, um afrouxamento da política fiscal não implicaria aumento dos juros, ao contrário do que indicam evidências factuais e a boa e velha teoria.

Há quase quatro décadas, Sargent e Wallace (1981) mostraram que se o Tesouro é capaz de se financiar a taxas de juros reais menores que o crescimento da economia, então a política fiscal não impõe constrangimento de longo prazo à política monetária, e se torna possível compatibilizar o financiamento do déficit com controle de inflação. Mas se o déficit esbarrar em restrição de demanda por títulos do governo, e a taxa de juros sobre a dívida pública tornar-se maior que o crescimento da economia, a dívida cresce ao longo do tempo e, em algum momento do futuro, não haverá demanda por títulos para continuar rolando a dívida crescente. Nesse momento será necessário ampliar o imposto inflacionário para financiar o déficit.

Os parâmetros usados por Pires colocam a economia na confortável posição em que juros baixos e crescimento da economia, somados às receitas de imposto inflacionário e

senhoriagem, geram cenário em que a política fiscal não pressiona juros, e portanto, não cria estrangulamentos à política monetária. Seria possível continuar financiando o déficit indefinidamente.

Os números a seguir apresentados indicam não ser este um cenário provável. Tudo indica que estejamos no outro cenário, em que a dinâmica fiscal desfavorável impacta juros no presente e inflação no futuro.

Juros reais

O autor acredita que é sustentável, no longo prazo, uma Selic real entre 0,72% e 0,96% ao ano, pois considera uma Selic nominal entre 4,5% e 4,75% ao ano e uma inflação de 3,75% ao ano.

Essa não parece ser uma taxa de equilíbrio de longo prazo, principalmente no cenário em que se está recomendando relaxar a política fiscal para tentar estimular o crescimento.

Tais juros estão vigorando no atual cenário de política monetária estimulativa, durante um período de ociosidade do sistema produtivo. Mas não ficarão nesse nível no longo prazo.

O relatório Focus aponta expectativa de Selic real de 0,92% no início de 2020. Tal situação não perdurará. A maioria dos analistas trabalha com taxa de juros real de equilíbrio próxima de 3% ao ano.

Outra forma de ver o otimismo é comparar a taxa de financiamento da dívida pública adotada por Pires com a que se observa para títulos de longo prazo atualmente comercializados pelo Tesouro. Como visto acima, na descrição dos parâmetros, ele considera o custo de financiamento do Tesouro como sendo a taxa Selic mais um spread de 1,7%. Com Selic real entre 0,72% e 0,96%, o custo de rolagem da dívida mobiliária federal ficaria entre 2,43% e 2,68% ao ano. Porém, em outubro de 2019 os títulos do Tesouro com vencimento em 2050 estão sendo comercializados a taxa real de 3,5% ao ano.

Subjacente a essa hipótese de juros reais baixos, está a ideia de que o cenário internacional é inteiramente responsável pela redução dos juros internos. O teto de gastos e a redução recente no ritmo de crescimento da despesa não teriam impacto na percepção de sustentabilidade da dívida. Nesse caso, como um presente vindo do exterior, os juros reais baixo seriam exógenos, o que permitiria afrouxar a política fiscal sem gerar aumento no custo da dívida pública.

A realidade parece distinta. A Figura 2, extraída de Camargo, Tristão e Ferman (2019), mostra a taxa de juros média paga nos leilões de títulos do Tesouro de 2013 a 2019. Plota essa informação para o nível da relação DBGG-PIB vigente no momento em que a taxa foi observada. O que se vê no gráfico é que, de 2013 ao início de 2016, quando vigorou uma postura de política fiscal expansionista (e uma tentativa de ajuste

em 2015 que se frustrou e foi rapidamente abortada), à medida que a relação dívida-PIB cresceu, as taxas de juros subiram.

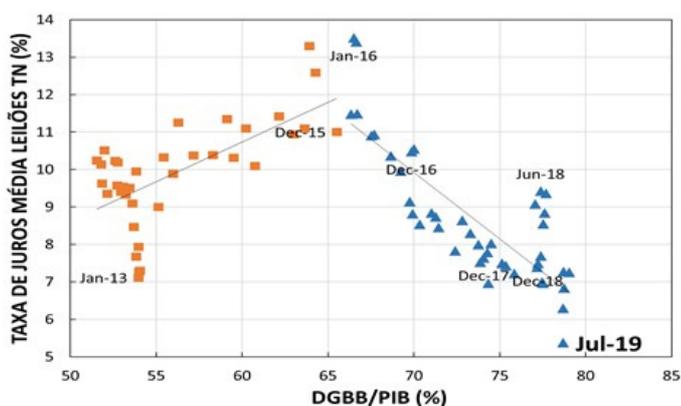
O risco de default avançava: além da incerteza política do momento, não se conhecia qual seria a trajetória futura da despesa e do déficit público.

Com a mudança de governo e a adoção do teto de gastos, houve uma coordenação de expectativas quanto à trajetória futura da despesa. A prioridade conferida ao ajuste fiscal, a efetiva redução no ritmo de crescimento da despesa primária e, posteriormente, o encaminhamento bem-sucedido da reforma da previdência, derrubaram as taxas de juros de equilíbrio para financiamento do Tesouro, apesar de a relação dívida-PIB continuar crescendo.

Para os investidores o cenário passou a ser de menor probabilidade de *default*. Enxergando estabilidade fiscal futura, valia a pena comprar títulos públicos, pois a perspectiva seria de redução dos juros ao longo do tempo, abrindo oportunidade de ganho na negociação futura dos papéis.

Claro que o cenário internacional também afeta as taxas de equilíbrio. Em janeiro de 2018, por exemplo, com a incerteza decorrente do início do conflito comercial entre EUA e China, houve um repique nos juros. Mas as diretrizes de política fiscal e seu impacto sobre a expectativa de solvência são fundamentais para a definição dos juros internos.

Figura 2 – Taxas de juros médias nos leilões do Tesouro Nacional vs. relação DBGG-PIB (%): 2013-2019



O artigo de Manoel Pires, ao mesmo tempo em que recomenda uma postura fiscal mais passiva (que tende a elevar o juro real de equilíbrio), considera que esses juros ficarão abaixo de 1% ao ano no longo prazo. Isso não parece consistente com as evidências empíricas recentes.

Crescimento do PIB

O cenário preferido apontado pelo autor do texto em análise é aquele em que o PIB cresce 2% ao ano. Obter essa taxa de crescimento sem reformas está longe de ser trivial para o Brasil. Tendo vivido uma fase de desastrosos investimentos que reduziram a

produtividade do capital, e com uma baixa taxa de crescimento populacional, não será trivial crescer acima de 1,5% ao ano.

Bonelli (2017) faz um exercício de contabilidade do crescimento. Tendo em vista a perspectiva de crescimento da População em Idade Ativa (PIA) em apenas 1% ao ano, o potencial de crescimento, para diferentes níveis de crescimento da produtividade total dos fatores (PTF) e de taxa de investimento (FBKF), é o retratado na Figura 3.

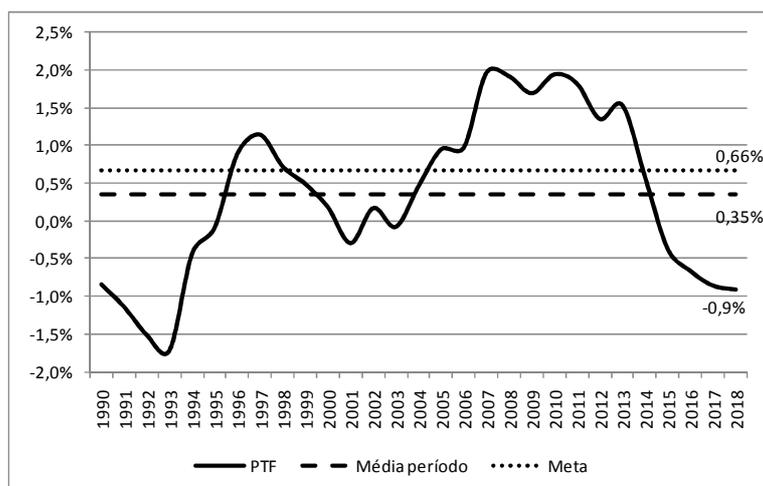
Figura 3 – Taxas de crescimento do PIB compatíveis com diferentes taxas de crescimento da produtividade total dos fatores e os necessários níveis formação bruta de capital fixo

Δ PTF	FBKF (% do PIB)	Δ PIB
0,00%	14,5%	0,80%
0,20%	15,4%	1,16%
0,30%	15,9%	1,35%
0,40%	16,3%	1,53%
0,50%	16,8%	1,71%
0,60%	17,2%	1,89%
0,66%	17,5%	2,00%

Fonte: Bonelli (2017)

Crescer 2% ao ano requereria um crescimento da PTF de 0,66% ao ano. Tendo em vista o nosso histórico recente, essa meta é bastante desafiadora. A Figura 4 mostra a trajetória da média quadrienal da PTF. Ela retrata a grande distância do atual ritmo negativo de variação da produtividade em relação à meta de crescimento de 0,66% ao ano. Em média, a PTF cresceu 0,35% entre 1990 e 2018. Para ter um crescimento potencial de 2% ao ano precisaríamos quase dobrar o desempenho da PTF.

Figura 4 – Taxas de crescimento da produtividade total dos fatores (% ao ano – média quadrienal)



Fonte: FGV-IBRE

Já a taxa de investimento, hoje abaixo de 16% do PIB, teria que se recuperar para a faixa de 17,5% ao ano sem contar com os anabolizantes fiscais usados entre 2008 e 2016: créditos subsidiados por bancos públicos, participação de fundos de pensão de

estatais em investimentos direcionados pelo Governo, expansão não sustentável de investimentos das principais empresas estatais.

Somente um robusto conjunto de reformas, ou a sorte de um novo *boom de commodities*, seriam capazes de içar a produtividade e o investimento a ponto de garantir um crescimento do PIB de 2% ao ano. Parece ser mais prudente trabalhar na faixa de 1,5% a 1,8% ao ano.

Refazendo o exercício em bases realistas

Repetindo o exercício feito por Manoel Pires, porém assumindo parâmetros mais realistas, chegamos a resultado bastante diverso.

A taxa de juros real compatível com nosso alto endividamento e histórico fiscal não pode ser inferior 2,5% - 3,0% ao ano. Tomando por base a meta de inflação fixada para 2022, 3,5% ao ano (que pode ser considerada a previsão para a inflação média de longo prazo), teríamos uma taxa Selic nominal de equilíbrio entre 6,0% e 6,5% ao ano.

A Figura 5 mostra que o superávit primário exigido para manter a relação dívida-PIB constante, com Selic de 6,5% a.a., inflação de 3,5% a.a. e crescimento de 1,5% a.a. é de 1,66% do PIB. Muito diferente, portanto, da conclusão de Manoel Pires, de que um déficit de 0,30% do PIB estaria de bom tamanho.

Figura 5 – Déficit(-) ou superávit (+) compatível com a estabilidade da relação DBGG-PIB para diferentes hipóteses de taxa Selic e de crescimento do PIB (% do PIB)

		Crescimento real do PIB (n)			
		1,50%	1,80%	2,00%	2,20%
Selic nominal (selic)	4,00%	-0,26%	-0,51%	-0,67%	-0,84%
	4,25%	-0,07%	-0,32%	-0,48%	-0,65%
	4,50%	0,12%	-0,13%	-0,29%	-0,46%
	4,75%	0,32%	0,07%	-0,10%	-0,27%
	5,00%	0,51%	0,26%	0,09%	-0,07%
	5,50%	0,89%	0,64%	0,47%	0,31%
	6,00%	1,28%	1,02%	0,86%	0,69%
	6,50%	1,66%	1,41%	1,24%	1,07%
	7,00%	2,05%	1,79%	1,62%	1,45%
	7,50%	2,43%	2,17%	2,00%	1,84%
	8,00%	2,82%	2,56%	2,39%	2,22%

Na hipótese de um impulso externo positivo, via melhoria dos termos de troca, e de reformas que rapidamente elevem a produtividade, poderíamos pensar em um cenário de crescimento de 1,8% a.a.. Supondo uma taxa de juros real de equilíbrio mais baixa, de 2,5% ao ano, o superávit primário ainda seria de pelo menos 1,02% do PIB.

Se tomarmos o déficit primário estrutural de 0,7% do PIB, oficialmente calculado pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (e não a otimista

estimativa do autor, de 0,29% do PIB), temos a necessidade de um superávit primário entre 1,72% do PIB (1,02+0,7) e 2,36% do PIB (1,66+0,7).

Para um PIB de R\$ 7,08 trilhões, estimado para 2019, o ajuste fiscal estaria entre R\$ 122 bilhões e R\$ 167 bilhões. Esse é um montante nada trivial, quando se sabe que, excluídas as despesas obrigatórias, restam no orçamento menos de R\$ 100 bilhões passíveis de serem cortados ou contingenciados.

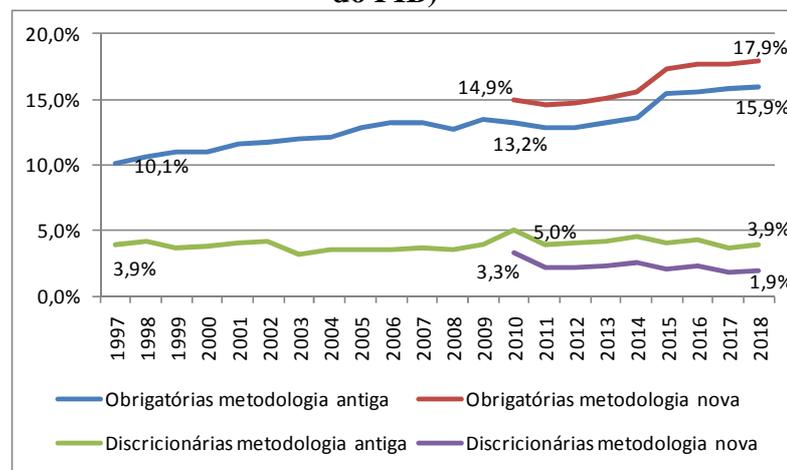
Logo, o ajuste necessário precisa ser feito na redução das despesas obrigatórias como proporção do PIB.

4 – O CRESCIMENTO DA DESPESA OBRIGATÓRIA TORNA O AJUSTE MAIS DIFÍCIL

O problema é que as despesas obrigatórias, que precisam ser reduzidas como proporção do PIB, na verdade têm crescido. A Figura 6 mostra que entre 2010 e 2018 a despesa obrigatória cresceu a um ritmo 2,3% ao ano acima do crescimento do PIB.

Isso decorre da indexação de despesas, da concessão de aumentos ao funcionalismo ou expansão do público elegível a benefícios previdenciários e assistenciais.

Figura 6 - Despesas obrigatórias do Tesouro: metodologia nova e antiga (% do PIB)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Nota: a metodologia antiga considerava como obrigatórios: benefícios previdenciários, benefícios assistenciais e folha de pagamentos e encargos sociais. A metodologia nova incorporou às despesas obrigatórias outros programas, como o Bolsa Família, a despesa mínima em saúde e educação e os benefícios pagos aos servidores.

As reformas fiscais têm, portanto, a difícil missão de inverter a tendência da relação entre despesa obrigatória e o PIB: estancar o crescimento e reduzi-las como proporção do PIB.

A reforma da previdência, em fase final de votação, e sofrendo perdas significativas de última hora, vai, na melhor das hipóteses, estabilizar a relação entre despesa previdenciária e PIB. As despesas com benefícios sociais (principalmente BPC, Abono

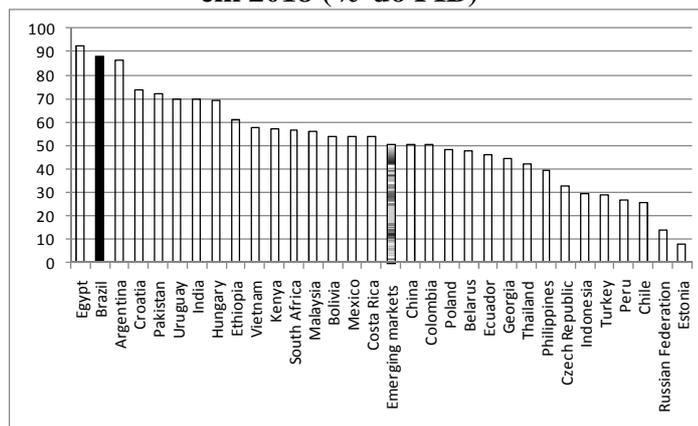
Salarial, Seguro Desemprego) e folha de pagamento precisarão ser objeto de difíceis reformulações legais.

5 – É PRECISO REDUZIR A DÍVIDA PÚBLICA COMO PROPORÇÃO DO PIB

A dívida pública brasileira está em patamar muito alto. A literatura internacional considera como prudente, para países emergentes, uma relação dívida-PIB da ordem de 60%. A partir desse nível, as preocupações com a solvência do Estado já passam a afetar as expectativas e a taxa de juros incidente sobre a dívida (Ilzetzki, Mendoza e Végh, 2010).

A Figura 7 compara a dívida bruta do governo geral brasileiro com a de outros países e com a média dos emergentes. Trata-se de estatística do FMI, com conceito mais amplo que o utilizado na DBGG brasileira¹. Percebe-se quão elevado é o passivo público brasileiro.

Figura 7 – Dívida bruta do governo geral no conceito do FMI: diversos países em 2018 (% do PIB)



Fonte: FMI

A política fiscal adequada para o Brasil deve ser calibrada no sentido de reduzir a relação DBGG-PIB, e não em mantê-la constante, como no exercício feito no artigo em análise. Permanecer nesse nível de endividamento significa estar vulnerável a choques negativos e ter que conviver com taxas de juros reais elevadas.

Suponha que, em um novo mundo de juros baixos, seja aceitável uma relação DBGG-PIB de 70%, ainda bastante alta para o padrão internacional de países emergentes. Suponha-se, ademais, que o Brasil fixe como meta atingir esse percentual somente daqui 10 anos, reduzindo a relação DBGG-PIB em 1 ponto percentual por ano. Um ajuste bastante gradual.

Adaptando-se a equação de estabilidade da dívida para esse novo exercício temos:

¹ No conceito brasileiro não são incluídos os títulos do Tesouro em carteira do Banco Central, mas são incluídas as operações compromissadas do BC com títulos do Tesouro. No conceito do FMI todos os títulos do Tesouro em poder do BC, sejam em carteira, sejam usados em operações compromissadas, são incluídos na dívida.

$$s_t^* = \left[\frac{(1 + selic) * (1 + spread)}{(1 + \pi) * (1 + \gamma) * (1 + n)} - 1 \right] * b_{t-1} + \left[\frac{m_{t-1}}{(1 + \pi) * (1 + \gamma) * (1 + n)} - m_t \right] - \Delta b^*$$

Onde:

s_t^* = superávit necessário para reduzir a relação DBGG-PIB na proporção Δb^* por ano

O primeiro termo da equação contém o custo dos juros sobre a dívida, já considerando o efeito do crescimento econômico. O segundo termo abarca as receitas de senhoriagem e imposto inflacionário. O terceiro termo é o parâmetro de quanto desejamos reduzir a relação DBGG-PIB a cada ano.

Para fazer um exercício em que a relação DBGG-PIB caia 0,1 ponto percentual por ano ($\Delta b^*=0,01$), assumimos as seguintes hipóteses realistas para os parâmetros da equação:

$$b_{2019} = 80\%$$

$$\text{Spread} = 1,7\%$$

$$\text{Selic} = 6,5\%$$

$$\text{Crescimento real do PIB (n)} = 1,7\%$$

$$\text{IPCA } (\pi) = 3,5\%$$

$$\text{Diferença deflator implícito - IPCA } (\gamma) = 0,007$$

$$\text{Relação base monetária - PIB } m_t = m_{t-1} = 0,045$$

A Figura 8 mostra a trajetória desejada para a dívida e o superávit primário requerido para que ela aconteça. Percebe-se que precisamos de um superávit primário levemente decrescente, que começa em 2,49% do PIB.

Figura 8 – Superávit primário requerido para a redução da relação DBGG-PIB em 1 ponto percentual por ano em dez anos

	Dívida t-1	Juros	Senhoriagem+ II	Sup Primário	Dívida em t
2020	80%	1,75%	-0,25%	2,49%	79%
2021	79%	1,72%	-0,25%	2,47%	78%
2022	78%	1,70%	-0,25%	2,45%	77%
2023	77%	1,68%	-0,25%	2,43%	76%
2024	76%	1,66%	-0,25%	2,40%	75%
2025	75%	1,64%	-0,25%	2,38%	74%
2026	74%	1,62%	-0,25%	2,36%	73%
2027	73%	1,59%	-0,25%	2,34%	72%
2028	72%	1,57%	-0,25%	2,32%	71%
2029	71%	1,55%	-0,25%	2,30%	70%

Partindo do atual déficit estrutural de 0,7% do PIB, estamos falando de um ajuste de 3,19% do PIB. Considerando um PIB nominal de R\$ 7,5 trilhões em 2020, o ajuste seria de R\$ 239 bilhões. Longe de ser trivial, tendo em vista a rigidez orçamentária anteriormente descrita.

Mesmo com hipóteses mais otimistas sobre PIB (2% ao ano) e juros reais (2,5% ao ano), o superávit em 2020 teria que ser de 1,86% do PIB, declinando lentamente nos anos seguintes, até chegar a 2029 em 1,73% do PIB. O ajuste no primeiro ano teria que ser de 2,56% do PIB (1,86+0,7). Ainda bastante desafiador.

Infelizmente estamos longe de resolver o problema fiscal estrutural. Ainda mais porque se for posta em prática a opção de afrouxar as metas fiscais, haverá aumento do juro real de equilíbrio na economia, agravando a dinâmica da dívida.

6 – A ECONOMIA POLÍTICA DO DESEQUILÍBRIO FISCAL CRÔNICO NO BRASIL

A economia política da gestão fiscal no Brasil gera diversos incentivos para a expansão da despesa e do déficit. Supor que estamos com o problema fiscal resolvido, devido à queda dos juros reais, significa desconsiderar tais incentivos.

Vivemos em uma sociedade que gera forte pressão pela expansão do gasto público e pela concessão de benefícios fiscais. Como argumento em Mendes (2019), o Brasil fez uma transição política, da ditadura para a democracia, em um contexto de economia fechada, forte controle estatal da economia e grande poder de influência política das organizações industriais, dos sindicatos de trabalhadores industriais e de servidores públicos.

Sendo uma sociedade desigual, em termos de renda pessoal e realidades regionais, a redemocratização – que trouxe o poder do voto aos mais pobres – estimulou a criação de programas de assistência social e regional. Reação natural dos políticos em busca de voto.

Conforme analisado por Tabellini (2005), esse é tipicamente um terreno para a proliferação, por um lado, de distributivismo em favor de grupos de pressão e, por outro, de populismo, em busca do voto do eleitor mediano pobre.

Alesina et al. (1999) e Keefer e Khemani (2004) mostram que sociedades menos desiguais e mais coesas são capazes de produzir bens e serviços públicos que são úteis a todos (educação e saúde públicas, infraestrutura, estabilidade macroeconômica); enquanto sociedades mais desiguais e heterogêneas acabam gerando políticas de transferências de rendas entre grupos, tais como subsídios ou empregos públicos não produtivos.

Em Mendes (2014) caracterizo a nova realidade política pós-redemocratização como um modelo de “redistribuição para todos”. A democracia brasileira se estabilizou com base em um equilíbrio no qual a maioria dos grupos sociais tem as suas demandas atendidas. O Estado passou a ser o lócus de solução do conflito distributivo: assistência social para os pobres, subsídios e proteção comercial para a indústria, quotas para os negros nas universidades, piso salarial nacional para os professores, vinculação de recursos orçamentários para a saúde e a educação, aumentos salariais para os servidores

públicos, isenção tributária para os portadores de doenças raras, tratamento previdenciário especial para determinadas profissões, etc.

Siqueira (2013) provê sustentação empírica para a existência desse modelo de redistribuição em que o governo tributa todos e distribui para todos ao mesmo tempo. Ela mostra que menos de um terço do estado de bem-estar social brasileiro redistribui dos relativamente ricos para os relativamente pobres. O restante é retirado (via tributação) e devolvido (via gastos) aos mesmos indivíduos.

Caímos em uma tragédia dos comuns, em que a incessante busca pelo atendimento de interesses específicos, pelo Estado, acaba por causar danos a todos.

As relações federativas se estabeleceram sob a mesma lógica. Por um lado, estados e municípios são mais um grupo de pressão a demandar recursos e socorro financeiro da União. Por outro, são vítimas das pressões de grupos organizados que introduzem na legislação vinculações de receitas, despesas obrigatórias, direitos profissionais especiais para servidores públicos.

Também há lógica de interesse de grupos nas relações entre poderes. Legislativos e judiciários, Ministério Público, tribunais de contas e defensorias públicas, em todos os níveis de governo, buscam verbas exclusivas e crescentes, estabelecem vantagens e remuneração elevada para seus membros e servidores, e resistem a participar do esforço de ajuste fiscal.

Nesse contexto, não só é difícil fazer reformas que revoguem privilégios e políticas causadoras de distorções, como é fácil fazer contrarreformas, aprofundando o desequilíbrio fiscal. Em vez de estabilidade fiscal, desregulamentação, desestatização e abertura da economia, o País tem uma tendência a andar na direção contaria.

A teia de ganhos e perdas tornou-se complexa. O grande empresário, que nos anos 1980, era claro ganhador com crédito direcionado barato, benefícios fiscais e proteção de mercado, passou a pagar um custo alto com a deterioração da infraestrutura e o aumento da carga tributária. O trabalhador pobre informal, que antes era um perdedor certo, passou a ter acesso a uma série de benefícios sociais e de educação pública para seus filhos. Por outro lado, suas chances de acesso ao emprego formal continuaram restritas e os salários não sobem devido à baixa produtividade. A classe média alta quer pagar menos impostos, mas não aceita pagar a mensalidade de seus filhos na universidade pública, hoje custeada por impostos.

Com tantos custos e benefícios entrelaçados, o viés contrário a reformas e a favor do *status quo* aumenta. Não é claro para nenhum agente se ele ficará melhor ou pior após uma determinada reforma. Cada grupo teme que uma reforma possa retirar seus benefícios específicos sem remover os custos que paga para custear os benefícios de terceiros.

Nesse ambiente institucional, é praticamente impossível usar política fiscal para estimular a economia em momentos de baixa atividade e ociosidade dos fatores de

produção. Essa ferramenta é um luxo de países em que o Tesouro tem flexibilidade para contrair ou expandir gastos em torno de uma trajetória sustentável. Aumenta-se a despesa hoje e, amanhã, quando não mais necessário o estímulo, ela é reduzida.

No Brasil, o quadro político-institucional acima descrito gera pressão permanente pelo aumento do gasto público. Estímulos fiscais, nesse contexto, não são a abertura temporária de uma janela. São a senha para romper uma barragem.

Um exemplo foi a incapacidade do Governo Federal para interromper a política de estímulos fiscais iniciada em 2008 quando, em 2010, já havia sinais evidentes de superaquecimento da economia.

Fatos recentes mostram como há pressões fiscais por todo lado.

O Senado derrubou, no âmbito da reforma da previdência, a limitação ao acesso ao abono salarial. Um emagrecimento no ajuste fiscal de aproximadamente R\$ 10 bilhões por ano. E o fez como sinalização por inconformidade de parlamentares em relação ao lento avanço de promessas do Poder Executivo para liberar verbas para Estados.

Há, ainda, uma PEC paralela cujo objetivo inicial era tentar estender a reforma a estados e municípios, mas que acabou sendo veículo para grupos de servidores tentarem amenizar a reforma de suas aposentadorias.

O relator da reforma tributária no Senado, representante do Maranhão, apresentou relatório com vantagens fiscais para o Maranhão.

Está em fase final de votação um projeto que usa a renda do petróleo para financiar, a juros subsidiados, empresas de construção de gasodutos. Não há qualquer justificativa técnica para o tratamento favorecido específico a essa indústria. No mesmo projeto, há um obscuro perdão de dívida da estatal de energia do Estado de Minas (CEMIG).

A recente abertura econômica, decorrente da redução de exigências de conteúdo local nos investimentos da indústria de óleo e gás, corre o risco de ser desfeita, pois tramita na Câmara, em regime de urgência e já aprovado em comissões de mérito, projeto para novamente elevar a proteção a seguimentos da indústria nacional.

Os governos estaduais pressionam o Governo Federal para que haja distribuição de rendas de petróleo da União aos estados. Ao mesmo tempo, recorrem ao Supremo Tribunal Federal para interromper o pagamento de suas dívidas à União, para sobrestar a execução de contragarantias pela União em dívidas por ela garantidas, e para apresentar teses criativas sobre supostos créditos que têm junto ao governo central.

Policiais militares e bombeiros buscam se encaixar na confortável reforma da previdência dos militares. Em pleno ajuste fiscal, estes estão recebendo um novo plano de cargos e salários, com vencimentos maiores, além de restrições mais tímidas em suas previdências.

Avança com força, na Câmara, PEC que direcionando R\$ 80 bilhões por ano para o FUNDEB (fundo de financiamento do ensino básico). Esse custo equivale ao que se economizará com a reforma da previdência. Não há, na proposta, uma linha sobre como melhorar a educação: ela apenas coloca (muito) dinheiro em um sistema que tem dado maus resultados. Sequer leva em conta que daqui duas décadas teremos 4,4 milhões a menos de crianças em idade escolar, e 15 milhões a mais de idosos precisando de atendimento à saúde.

Não há, portanto, o menor sinal de que superamos nosso problema fiscal estrutural. Isso só será verdadeiro quando houver uma restrição orçamentária forte, capaz de impedir que grupos sociais específicos consigam aumentar despesas a seu favor, deixando para depois a decisão sobre quem financiará a despesa e como ela será paga. Os incentivos ao desequilíbrio continuam muito fortes.

7 – CONCLUSÕES

As projeções aqui analisadas, apresentadas por Manoel Pires, parecem excessivamente otimistas. Juros reais abaixo de 1% estão fora de cogitação como valores de equilíbrio de longo prazo para a economia brasileira. Crescimento real de 2% ao ano só será atingido se fizermos reformas substanciais. Inclusive e principalmente reformas fiscais que levem à redução da relação dívida-PIB.

As estimativas analisadas também ignoram a dinâmica das despesas obrigatórias que crescem acima do PIB, a necessidade de que seja reduzida a relação dívida-PIB (idealmente de 80% para 60%) e toda a economia política que gera significativas e descoordenadas pressões por expansão de gastos e concessão de benefícios tributários.

Enquanto não for possível fazer reformas econômicas que estabeleçam uma restrição orçamentária forte para os três poderes, nos três níveis de governo, não se pode afirmar que o problema fiscal estrutural está superado.

Considerar que não há mais um ajuste fiscal estrutural a ser feito, como proposto no artigo de Pires, traz o risco de estimular a complacência, dificultando ainda mais as duras reformas necessárias.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alesina, Alberto, Baqir, Reza, e Easterly, William (1999). “Public goods and ethnic divisions”. *Quarterly Journal of Economics* 114(4), 1243-1284.
- Bonelli, R. (2017) *Contabilizando o futuro: o Brasil na armadilha do lento crescimento*. Casa das Garças. Disponível online.
- Camargo, J.M., Tristão, T, Ferman, E. (2019) *Uma Trilogia Inseparável: Teto, Juros baixos e Estabilidade* Genial Investimentos. Disponível online.
- Ilzetzki, E., Mendoza, E., Végh, C. (2010) *How big (small?) are fiscal multipliers?* NBER Working Paper 16479. Disponível online.
- Keefer, Philip, e Khemani, Stuti (2004). *Democracy, public expenditures and the poor*. World Bank. Disponível online.

- Mendes, M. (2014) *Por que o Brasil cresce pouco? Desigualdade, democracia e baixo crescimento no país do futuro*. Ed. Elsevier.
- _____. (2019) *Por que é difícil fazer reformas econômicas no Brasil?* Ed. Elsevier e GEN Grupo Editoria.
- Sargent, T., Wallace, N. (1981) Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, v. 5, n. 3.
- Siqueira, R.B. (2013). *Nota sobre os impactos distributivos dos tributos e transferências públicas no Brasil*. Seminário Acadêmico Insper.
- Tabellini, G. (2005). *Democracy comes second*. Vox.org. Disponível online.