

Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 6 do Boletim quadrimestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 3 – jan./abr. 2004.
11 de outubro de 2004.

SUPERÁVIT PRIMÁRIO: A TERCEIRA PATA DO TRIPÉ CONTRACIONISTA

Geraldo Biasoto Junior

A retomada do nível de atividade pela economia brasileira recolocou questões que rondam a política econômica e que dizem respeito ao ressurgimento de pressões sobre as taxas de inflação, as contas externas do país, a capacidade produtiva e a infra-estrutura. Sob o suposto de que o produto potencial da economia esteja crescendo a uma velocidade inferior à da demanda agregada, as autoridades econômicas têm posto em prática uma política macroeconômica cada vez mais restritiva.

Três linhas de ação têm caracterizado a política econômica em seu combate à emergência das tensões instabilizadoras oriundas do suposto excesso de crescimento da demanda. A primeira delas é a taxa básica de juros. A elevação da taxa SELIC tem a capacidade de desincentivar todas as formas de endividamento e afetar instantaneamente as decisões sobre a liquidez e encarecer o financiamento do capital de giro. A segunda é a valorização do câmbio, cujos efeitos são expressivos tanto sobre os componentes dos índices de preços quanto por meio do impacto na estrutura de custos das indústrias que passam a ter menor grau de liberdade na sua administração do seu poder de mercado.

Por fim, a terceira via refere-se às contas públicas, cuja avaliação é o objetivo deste suplemento. Segundo as indicações dadas pela política econômica, a elevação do superávit primário teria dois determinantes. O primeiro seria de ordem financeira, qual seja, a compensação do incremento no serviço da dívida, derivado da elevação da taxa de juros. O segundo seria relacionado ao nível da demanda agregada. A ampliação do superávit primário permitiria, frente ao aquecimento da demanda privada, uma redução da demanda gerada pelo setor público. Deste modo, exerceria um efeito semelhante ao que a elevação da taxa de juros produz no controle da demanda privada.

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

Diretor

Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto

Diretor Associado

Prof. Dr. Jorge Ruben Biton Tapia

Diretor Executivo do CECON

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Diretora Adjunta do CECON

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO

Política Econômica

Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

Economia Internacional

Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

André Martins Biancarelli (Doutorando do IE)

Balanco de Pagamentos

Prof. Dra. Daniela Magalhães Prates

Moeda e Finanças Privadas

Prof. Dra. Maryse Farhi

Finanças Públicas

Prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior

Produção, Emprego e Renda

Cláudio Roberto Amitrano (Doutorando do IE)

Métodos Quantitativos

Dr. Emerson Fernandes Marçal

Gerência de Informações

Eliana Ribeiro da Silva

Bolsistas de Iniciação Científica

Ana Carolina de Carvalho Silva

Augusta Rodrigues de Oliveira

Bruno Martarello de Conti

Camila Cristina Belotti

Eduardo Roberto Zana

Flávia Akemi Koyama

Flávio Arantes dos Santos

Guilherme Alexandre de Thomaz

Isis de Cássia V. de Oliveira

João Henrique de Melo

Rafael Fagundes Cagnin

Raphaela Sayuri Yamamoto

Silas Thomaz da Silva

Secretaria do CECON

Mário Aparecido de Gobbi

Projeto visual/Normalização/

Editoração eletrônica

Célia Maria Passarelli

Em relação ao primeiro aspecto, a trajetória da relação entre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)¹ e o PIB, desde 2001, mostra a dominância de fatores financeiros e cambiais. Em 2001, os ajustes cambiais representaram 3,01% do PIB. Somados ao reconhecimento de dívidas, que chegou a 1,48% do PIB, temos 3,5% do PIB. Se a estes dois elementos adicionarmos os juros nominais, teremos um impacto de 11% do PIB. Estes itens superaram largamente o superávit primário de 3,47% do PIB. Em 2002, somente o ajuste cambial das dívidas externa e mobiliária (9,27% do PIB) representou quase 3 vezes o superávit primário.

Durante o Governo Lula, esta realidade seguiu sem retoques. Em 2003, a valorização do Real reduziu a Dívida Líquida em 5,2% do PIB. Mas o comportamento desfavorável do produto e os 9,3% do PIB gastos em juros anularam o superávit primário e o efeito cambial, resultando em nova elevação da DLSP como percentual do produto. Já em 2004, com câmbio relativamente estabilizado, PIB em crescimento e redução dos juros nominais pagos pelo setor público, finalmente o esforço

fiscal teve reflexo na queda de 4,6% da relação entre a DLSP e o PIB.

Tabela 1
Fatores condicionantes da variação da Dívida Líquida do Setor Público
2001 a agosto de 2004
Em % do PIB

Discriminação	2001/dez.	2002/dez.	2003/dez.	2004/ago.
Dívida líquida total - saldo	52,6	55,5	58,7	54,1
Dívida líquida - var. ac. ano	3,8	2,9	3,2	-4,6
Fatores condicionantes:	7,8	13,9	2,1	1,6
NFSP	3,4	3,9	5,1	1,2
Primário	-3,5	-3,3	-4,3	-3,7
Juros nominais	6,9	7,2	9,3	4,8
Ajuste cambial	3,0	9,3	-4,1	0,2
Dívida móbil. interna indexada ao câmbio	1,5	4,8	-1,5	0,1
Dívida externa - metodológico	1,5	4,4	-2,7	0,1
Dívida externa - outros ajustes	0,0	0,0	1,1	0,2
Reconhecimento de dívidas	1,5	0,9	0,0	0,0
Privatizações	-0,1	-0,2	0,0	0,0
Efeito crescimento PIB - dívida	-4,0	-11,0	1,2	-6,2

Fonte: Banco Central do Brasil. Nota para a Imprensa – Política Fiscal, set./2004.

A última revisão da meta de superávit primário – aumento de 0,25% do PIB – proporcionará a ampliação deste fator condicionante da DLSP, que, até agosto, acumulou 3,7% do PIB. Ao mesmo tempo, os juros nominais, que deveriam acumular cerca de 7,2% do PIB, se fosse mantido o mesmo patamar de juros anterior, deverão ter acréscimo, no restante do ano, de 0,5% do PIB. Desta forma, ainda com o novo esforço, será gerada uma pressão por ampliação da dívida, pelo NFSP, de 3,2% do PIB, equivalente à diferença entre o superávit de 4,5% do PIB e o montante de juros nominais de 7,7% do PIB. Ou seja, a trajetória do câmbio e o crescimento da economia é que definirão o sucesso da meta fiscal. O problema é que o câmbio apreciado afeta o principal elemento dinâmico nos últimos meses, o superávit comercial. Uma

¹ O conceito de DLSP tem sido usado para o monitoramento da evolução da relação dívida/PIB no Brasil.

persistente valorização do real, combinada com elevação dos juros e do saldo primário, diminuirá o crescimento e seu efeito favorável na evolução da relação dívida/PIB, que foi 6,2% do PIB, nos oito meses de 2004, como se pode verificar por meio da Tabela 1.

Não bastasse a inconsistência desta articulação macroeconômica, a atual política parece não estar direcionada para a redução dos níveis de tensão no relacionamento entre a administração da dívida pública e o mercado. Em verdade, está ocorrendo uma deterioração do perfil do endividamento público. A Tabela 2 mostra uma realidade que vem se repetindo desde 2001. As dívidas contratuais internas e o estoque de dívidas externas² têm se retraído, dando lugar a uma sobre-utilização da dívida mobiliária. É nesta última que vem se concentrando a parcela preponderante das fontes de financiamento do setor público, colaborando para a contaminação imediata do serviço da dívida pelos movimentos de taxas de juros e as tensões frente ao mercado.

Tabela 2
Fontes de financiamento das Necessidades de Financiamento do Setor Público
2001 a julho de 2004
Em % do PIB

	2001/dez	2002/dez	2003/dez	2004/ago
Fontes	3,57	4,58	5,22	1,83
Financiamento interno	2,78	2,75	6,24	4,66
Dívida mobiliária	4,87	0,25	8,08	4,81
Dívida bancária	-1,69	1,12	-2,07	0,51
Demais	-0,40	1,38	0,23	-0,66
Financiamento externo	0,79	1,83	-1,02	-2,83

Fonte: Banco Central do Brasil. Nota para a Imprensa – Política Fiscal, ago. 2004.

O segundo determinante da decisão da política econômica de aumentar o superávit

² No conjunto das dívidas externas, a parcela relativa aos organismos internacionais tem sofrido forte retração.

primário foi a expectativa de contenção da demanda agregada. A avaliação dos efeitos das contas fiscais sobre a renda disponível e a demanda merece uma rápida reflexão sobre os significados de cada conceito. A equação abaixo explicita os determinantes da renda disponível (Y_d). Esta última é definida pela soma de investimento (I) e consumo (C) privados ao saldo das transações correntes com o exterior (TC) e às contas governamentais. As contas governamentais são divididas entre os tributos, contribuições e demais receitas (T), os gastos não financeiros de custeio e capital, que incluem previdência (GNF), os juros internos, repartidos em parcela de atualização monetária (JIAM) e parcela de juros reais (JIR), e os juros da dívida externa (JE).³

$$Y_d = I + C + (GNF - T + JIAM + JIR + JE) + TC$$

Esta identidade contábil permite avaliar o impacto das contas públicas sob óticas diversas. Numa abordagem convencional, a existência de déficit nominal implica, inequivocamente, expansão da demanda agregada. A tese é de que se há déficit nominal, o governo “devolve” ao setor privado, por meio de seu gasto com bens e serviços e das transferências (entre as quais os juros), um valor superior àquele por ele retirado por meio da tributação.

³ Importante ressaltar que limitamos a diferença entre o déficit operacional e o nominal à atualização monetária dos juros nominais internos. Não trataremos, neste suplemento, da relação entre os juros externos e os movimentos da variação cambial, conquanto a mesma também contenha problemas conceituais.

Numa abordagem alternativa, é indispensável especificar o impacto de cada um dos componentes do dispêndio governamental. As despesas de investimento e consumo governamentais (GNF) são, obviamente, acréscimo da demanda por bens e serviços. Já o impacto dos outros dois componentes acima destacados (JIAM e JIR) é duvidoso. É provável que o componente de atualização monetária frente à inflação passada dentro dos juros (JIAM), sendo por definição mera recomposição do valor dos ativos financeiros depreciados, tenha impacto sobre a demanda real por bens e serviços próximo de zero. No caso dos juros reais pagos a aplicadores internos (JIR), um amplo leque de determinantes tem influência na propensão dos agentes a gastar a riqueza nova. No entanto, na situação atual, não parece que esta propensão seja alta, sendo a maior parte dos recursos reconduzida ao espaço financeiro por meio da ampliação dos estoques de ativos financeiros.⁴

Uma apreciação conjunta da equação da renda disponível e dos dados da Tabela 3 torna possível traçar um retrato, em grandes linhas, do impacto das contas públicas sobre a demanda corrente. Entre janeiro e agosto de 2004, o déficit nominal foi de 1,83% do PIB. Como a atualização monetária dos juros

⁴ Vale notar que a os agentes econômicos que recebem os juros na economia brasileira atual têm renda média muito mais elevada do que aqueles que percebiam juros nos anos oitenta, dado que o estancamento do processo inflacionário resultou no fim das aplicações de curtíssimo prazo para proteção da moeda.

internos foi de 5,28% do PIB, o impacto negativo sobre a demanda agregada foi de 3,45% do PIB, o valor do superávit operacional. Este valor representa, obviamente sob várias hipóteses simplificadoras, o montante de recursos que, embora representem renda disponível, não retorna à demanda justamente pelo formato contracionista assumido pela política fiscal.⁵ Caso considerássemos que os juros reais pagos pelo setor público também permanecem na órbita financeira, o efeito contracionista da política fiscal subiria a 4,75% do PIB.⁶

Os mesmos cálculos para o ano de 2003 resultariam em resultados bastante distintos, em razão da diferença de composição dos juros nominais, com peso muito maior do juro real. No cálculo do impacto sobre a demanda, considerando apenas a parcela de atualização monetária dos juros como

Tabela 3
Necessidades de Financiamento do Setor Público – Nominal e Operacional
2001 a 2004 (jan./ago.)
Em % do PIB

	2001	2002	2003	2004 ago
Déficit nominal	3,57	4,58	5,22	1,83
Primário	-3,64	-3,89	-4,37	-5,82
Juros internos	6,02	7,20	8,32	6,58
Juros reais	3,51	0,04	6,03	1,30
Atualiz. Monetária	2,50	7,16	2,29	5,28
Juros externos	1,20	1,27	1,26	1,08
Déficit operacional	1,07	-2,58	2,92	-3,45

Fonte: Banco Central do Brasil. Nota para a Imprensa – Política Fiscal, ago. 2004.

⁵ As hipóteses simplificadoras são de que as propensões marginais a poupar de agentes tributados e de beneficiários dos gastos públicos sejam iguais. Para uma discussão mais detida ver: Macedo, A. C. *Nota técnica sobre demanda e conceitos de déficit*. Campinas: Unicamp. IE. CECON, 2004.

⁶ O pagamento de juros externos não interfere porque seu efeito está sendo compensado pelas transações correntes, implicando unicamente formação de posições credoras e devedoras entre o setor público e o setor privado.

integralmente dirigida ao mercado financeiro, teríamos um efeito expansionista de 2,92% do PIB, o déficit operacional. Supondo que os agentes econômicos tenham direcionado os juros reais recebidos às aplicações financeiras, inclusive em decorrência da fragilidade da atividade econômica, poderíamos chegar a um impacto contracionista de até 3,11% do PIB.

A influência dos valores acima expostos não se limita ao aspecto quantitativo, mas afeta o conjunto de decisões sobre a produção e sua composição. De fato, estão em causa as decisões empresariais que conformam a curva de demanda efetiva, para as quais o manejo da política fiscal contribui de forma fortemente contracionista. Assim, as contas públicas têm compensado parte expressiva do fator dinâmico representado pelo saldo comercial.

Em síntese, o uso de conceitos controversos está produzindo um *overshooting* contracionista na relação entre a política fiscal e a demanda agregada. Produz-se, assim, uma situação onde a política fiscal é, ao mesmo tempo, fortemente restritiva, do ponto de vista da demanda agregada, e, como demonstrado na parte inicial, instabilizadora na administração do endividamento e dos padrões de financiamento ao setor público. Neste contexto, o novo aumento do superávit primário deverá cumprir sua missão de comprovar ao mercado a fé governamental na importância de fundamentos sólidos, mas a discussão dos efeitos da atual política fiscal sobre a economia continuará imersa num emaranhado de equívocos.