

GRUPO GLOBO

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO
PRESIDENTE: Roberto Irineu Marinho
VICE-PRESIDENTES: João Roberto Marinho - José Roberto Marinho

PRESIDENTE EXECUTIVO
Jorge Nóbrega

Valor

é uma publicação da Valor Econômico S/A, empresa da Infoglobo Comunicação e Participações S/A

DIRETOR GERAL: Frederic Zoghaib Kachar
DIRETORA DE REDAÇÃO: Vera Brandimarte
Princípios editoriais do Grupo Globo: http://glo.bo/pri_edit

Agenda alternativa do governo preenche o vazio até as eleições

A reforma da previdência, o segundo mais importante passo para consertar as contas públicas após o teto de gastos, saiu de cena, para provavelmente só voltar no próximo governo. Nem mesmo as generosas e desfiguradoras concessões feitas pelo governo de Michel Temer foram suficientes para reunir apoio a ele entre os deputados. A agenda de 15 pontos, um apanhado de projetos no Congresso, é importante e a maior parte das medidas vão na direção correta. Do ponto de vista da urgência e do impacto a curto prazo sobre o déficit público, não são muito relevantes.

Um dos responsáveis pelo arquivamento da reforma são, em primeiro lugar, o presidente Michel Temer, que protagonizou um diálogo comprometedor com Joesley Batista no Palácio do Jaburu. Sua atitude quase lhe custou o mandato e a duras penas conseguiu que, por duas vezes, a Câmara dos Deputados o livrasse de ser investigado. Naquela altura, havia provavelmente apoio suficiente para a PEC.

Depois, os deputados mostraram mais uma vez irresponsabilidade com as finanças públicas e uma contradição flagrante com o que votaram antes. Aprovar um teto de gastos que se estende, em tese, por 20 anos é uma medida dura, que só se sustenta se um segundo passo necessário for dado, o da própria reforma da previdência. Apoiando-se na falsa premissa de que votar a favor dessa reforma significa não se reeleger, e, mais ainda, fazendo coro com corporações que tentam manter a qualquer custo seus privilégios, os deputados recusaram-se a levantar o pilar mais importante do limite de despesas aprovado.

O presidente Temer fez uma fuga para a frente, ao trocar uma derrota previsível na questão da previdência, por uma intervenção na segurança pública do Rio de Janeiro. Os dois problemas, o desequilíbrio previdenciário e a segurança fluminense, são muito graves, embora a possibilidade de obter dividendos políticos imediatos pondo o Exército no comando das polícias e dos presídios no Rio seja maior — se tudo der certo, o que está longe de ser uma certeza.

O governo Temer entrou, assim, em modo

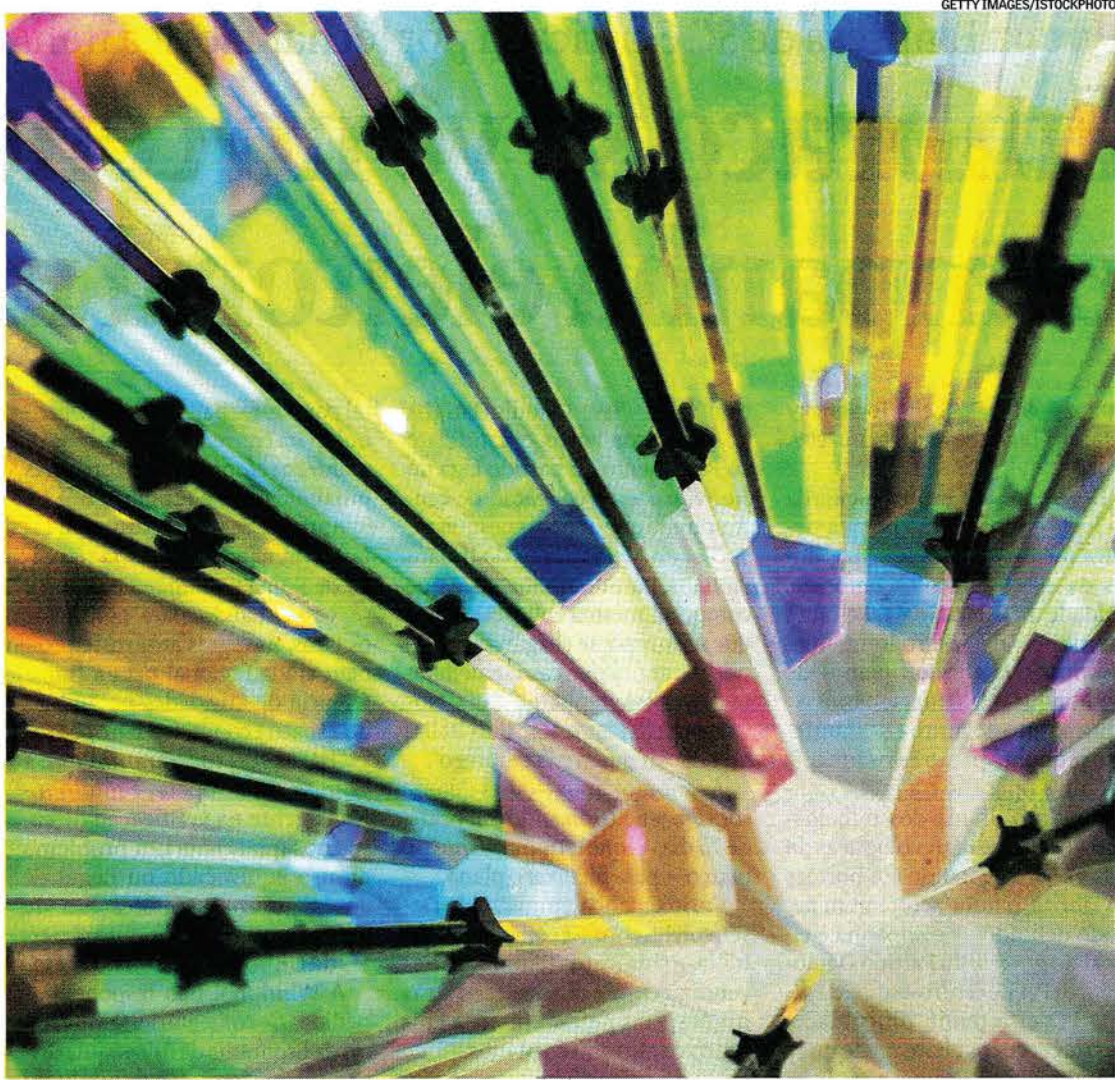
eleitoral. No caso, o calendário é destino, e a pouco mais de sete meses do pleito, a fábrica de projetos do Executivo e a de deliberações do Congresso reduzem a marcha. Fechou-se o espaço político para aprovação de medidas reformistas de longo alcance — a exceção pode ser a independência do Banco Central, sempre cogitada e sempre arquivada.

Até certo ponto, o governo não precisa mais tanto do Congresso quanto precisou antes, o que talvez explique o ataque de nervos do presidente da Câmara, Rodrigo Maia (DEM-RJ), que pode ser candidato, e o mau humor do presidente do Senado, Eunício Oliveira (PMDB-CE) contra a agenda de 15 pontos. Uma candidatura governista, e Temer a quer agora, dependerá principalmente de dois dados que já foram lançados. As medidas já tomadas garantem uma recuperação da economia segura e de boa intensidade, somando pontos para o ministro Henrique Meirelles e o Planalto.

O segundo dado, a intervenção no Rio, aprovada pelo Congresso, segue um ritmo e um destino que depende pouco de decisões futuras dos congressistas. Apenas estancar a escalada de violência e conseguir uma trégua para a população do Rio já trará ganhos para Temer.

Dependendo de para aonde soprarem os ventos eleitorais, não será difícil obter maioria simples para vários projetos que dormiam no Congresso e foram despertos pela agenda de 15 pontos. O projeto de reforço das agências reguladoras é importante e pode ser aprovado, mas antes o governo precisa parar de desrespeitar seus princípios nomeando apaniguados políticos para ocupá-las. Cadastro positivo e depósitos voluntários do BC são itens relevantes para a eficácia da política monetária, assim como a autonomia do BC, cujo formato a ser proposto só se conhece o esboço. Para os cofres públicos, a ação mais importante será a privatização da Eletrobras, complementada pela reoneração da folha de pagamento, a regulamentação do teto de remuneração.

Essa agenda modernizadora iria em frente sem despertar paixões em tempos normais. Mas ela está agora ao sabor dos interesses e das alianças que se formarão para a disputa nas urnas. No curto prazo — até outubro — a agenda não é decisiva. Executivo e Legislativo estão de olho nas eleições.



Um possível abandono da emenda constitucional 95 traria fortes reveses econômicos. Por **Rubens P. Cysne**

Implantação parcial do teto dos gastos

Algumas análises recentes julgam impossível o cumprimento da Emenda Constitucional nº 95 (EC 95), do teto dos gastos. Nesse contexto, é importante examinar-se tecnicamente, de forma construtiva, o caso no qual a regra básica de controle de gastos prescrita por essa medida é executada de forma apenas parcial.

Pouco se tem lido e escrito ultimamente sobre a EC 95, que limita por 20 anos o crescimento real dos gastos públicos. O foco da discussão fiscal passou a se concentrar na reforma da previdência, sem a qual, admite-se, a manutenção integral da EC 95 pode deixar as funções básicas do Estado à deriva, com prejuízos inestimáveis à população, às instituições e à nação.

Um possível abandono da EC 95, por outro lado, traz consigo, além de fortes reveses econômicos, perda de reputação para a condução de políticas fiscais congêneres no futuro.

Cabe analisar o caso intermediário, no qual o governo consegue manter constante em termos reais apenas uma fração dos gastos primários. Esse será o caso concreto caso as salvaguardas pelo não cumprimento da EC 95 venham a se acionadas.

Usamos como parâmetros uma taxa de juros Selic de 7%, inflação de 4% e um crescimento do produto de 2,68% ao ano. Paralelamente, trabalhamos também com a taxa implícita sobre a dívida líquida. Seu valor foi de 13,9% em novembro de 2017.

A receita primária das três esferas públicas (incluindo receitas correntes não tributárias) é estimada em 35,46% do PIB. E o déficit primário inicial de 2,57% do PIB. A dívida líquida ao final de 2017 (novembro) girou em torno de 53% do PIB.

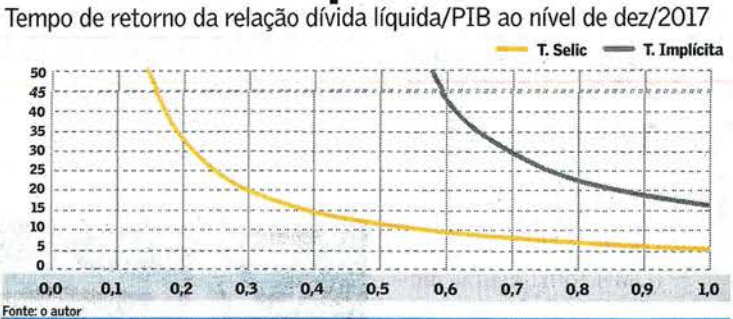
Assumindo que o juro real, o crescimento do produto e a razão receitas primárias/PIB permaneçam constantes ao longo do tempo, tentamos responder à seguinte pergunta: qual o tempo para que a razão dívida líquida/PIB, atualmente em forte elevação, volte ao nível existente ao final de 2017?

A resposta depende, como seria de se esperar, da proporção das despesas primárias sujeitas à regra da EC 95. A medida que tal proporção aumenta, mais despesas tendem a cair como fração do produto quando o PIB se eleva.

Com isso tende a haver uma melhora mais rápida do saldo fiscal primário, já que as receitas, por hipótese, crescem junto com o PIB. Com o tempo, melhoram os parâmetros de endividamento.

Cabe observar que a esfera esta-

Inflexão da dívida pública



dual e municipal, incluídas no conceito de governo geral, não estão formalmente incluídas na EC 95. Isso afeta o valor da fração de gastos públicos efetivamente sujeitos a essa medida.

Os resultados são apresentados no gráfico. No eixo x, variando de 0 a 100%, tem-se o percentual das despesas do governo geral que segue a regra ditada pela EC 95. Para o restante das despesas, admite-se que se mantenha constante como fração do PIB. No eixo y lê-se o tempo necessário para que a razão dívida líquida/PIB volte ao seu valor existente em de novembro de 2017.

A reforma da Previdência permitiria manter a esperança de um profícuo círculo virtuoso na economia brasileira

A metodologia para os cálculos subjacentes deriva de Cysne e Gomes (2017)¹.

Qualitativamente, fica claro que, à medida que a parcela dos gastos submetidos à regra do Teto se eleva, o tempo para a razão dívida líquida/PIB voltar ao seu valor original se reduz, o que mostra o poder de ajuste da EC 95 para taxas razoáveis de crescimento do PIB. O ponto vale tanto para os cálculos com base na Selic (curva de baixo) quanto aqueles com base na taxa implícita (curva de cima).

O valor zero à esquerda, no eixo x, equivale ao caso de total abandono da EC 95. Mantidos os atuais parâmetros e frações de receita e despesas primárias, a razão dívida/PIB não volta ao seu valor inicial. Isso ocorre nessa simulação porque sem a EC 95 as despesas primárias, por hipótese, se mantêm constantes como fração do PIB.

O caso oposto, quando 100% das despesas das três esferas se regem pela regra da EC 95, equivale ao número 1 no lado direito do eixo x. O tempo necessário para a razão dívida/PIB retornar ao seu valor inicial nesse caso varia entre 5,5 e 16,3 anos, dependendo se a taxa de juros considerada

é a Selic ou a taxa implícita.

No caso do governo federal, a fração das despesas primárias hoje em dia sujeitas ao mecanismo de controle da EC 95, desprezando-se as transferências de receita para outros entes federativos, gira em torno de 98% do total.

Se supusermos que as esferas estadual e municipal seguirão percentual congêneres (a rigor, no caso dessas esferas os investimentos não se incluem na regra de controle), podemos nos concentrar sobre o valor de 0,98 no eixo x do gráfico. Sob essa hipótese, a razão dívida líquida/PIB retorna a 53% do PIB em um período entre 5,7 e 16,8 anos.

Conjecturas alternativas podem ser avaliadas fazendo-se uso do gráfico. Se apenas 80% do total da despesa do governo geral segue a regra da EC 95, por exemplo, tem-se um tempo total de retorno da razão dívida / PIB entre 7,1 e 23,2 anos, novamente demonstrando a forte dependência dos resultados à taxa de juros utilizada.

Vários outros tipos de análise contemplando o cumprimento apenas parcial da EC 95 são possíveis a partir da metodologia aqui utilizada. Em particular, indagações envolvendo parâmetros alternativos de endividamento e a sensibilidade dos resultados à taxa de juros e ao crescimento do PIB.

Desnecessário mencionar, crescimento econômico (aqui suposto de 2,68% ao ano durante um longo período) não ocorre por acaso nem é panaceia. Talvez o que esses números mais expliquem, ainda que de forma implícita, seja a enorme necessidade de aprovar rapidamente uma abrangente reforma da Previdência. Isso nos permitiria aproveitar as circunstâncias mais favoráveis atuais e manter a esperança de um profícuo círculo virtuoso na economia brasileira.

¹ Rubens Penha Cysne e Gomes C. Thadeu de Freitas (2017), “O Custo do Atraso no Equacionamento da Questão Fiscal”, *Revista de Economia Política*, vol. 37, nº 4 (149), pp. 704-718, outubro-dezembro/2017.

Rubens Penha Cysne é professor da FGV-EPGE.

Diretora Adjunta de Redação Claudia Safatle (claudia.safatle@valor.com.br)	Repórteres Especiais Alex Ribeiro (Brasília) (alex.ribeiro@valor.com.br)	Editor de Internacional Humberto Saccomandi (humberto.saccomandi@valor.com.br)	Editor de Arte/ Fotografia Silas Botelho Neto (silas.botelho@valor.com.br)
Diretora de Conteúdo Digital Raquel Balarin (raquel.balarin@valor.com.br)	Angela Bittencourt (angela.bittencourt@valor.com.br)	Editora de Tendências & Consumo e Tecnologia Cynthia Malta (cynthia.malta@valor.com.br)	Editora Valor Online Paula Cleto (paula.cleto@valor.com.br)
Editor-executivo de Opinião José Roberto Campos (jose.campos@valor.com.br)	Daniel Rittner (Brasília) (daniel.rittner@valor.com.br)	Editor de Indústria e Infraestrutura Ivo Ribeiro (Ivo.ribeiro@valor.com.br)	Coordenador Valor Data William Volpato (william.volpato@valor.com.br)
Editores-executivos Célia de Gouvêa Franco (celia.franco@valor.com.br)	Daniela Chiaretti (daniela.chiaretti@valor.com.br)	Editor de Agronegócios Fernando Lopes (fernando.lopes@valor.com.br)	Editores de Projetos Especiais Célia Rosembium (celia.rosembium@valor.com.br)
Cristiano Romero (cristiano.romero@valor.com.br)	Graziella Valenti (graziella.valenti@valor.com.br)	Editora de Finanças Alessandra Bellotto (alessandra.bellotto@valor.com.br)	Correspondentes internacionais Assis Moreira (Genebra) (assis.moreira@valor.com.br)
Pedro Cafardo (pedro.cafardo@valor.com.br)	João Rosa (joao.rosa@valor.com.br)	Editor de S.A. Nelson Niero (nelson.niero@valor.com.br)	Correspondentes nacionais Marcos de Moura e Souza (belo Horizonte) (marcos.souza@valor.com.br)
Chefe da Redação em Brasília Rosângela Bittar (rosangela.bittar@valor.com.br)	Maria Cristina Fernandes (mrcristina.fernandes@valor.com.br)	Editora de Carreiras Stela Campos (stela.campos@valor.com.br)	Correspondentes locais Marina Falcão (Recife) (marina.falcão@valor.com.br)
Chefe da Redação no Rio Heloisa Magalhães (heloisa.magalhaes@valor.com.br)	Mari Olmos (mari.olmos@valor.com.br)	Editor de Cultura Robinson Borges (robinson.borges@valor.com.br)	
Coordenadora Valor Pro Denise Neumann (denise.neumann@valor.com.br)	Raymundo Costa (Brasília) (raymundo.costa@valor.com.br)	Editora de Legislação & Tributos Zinia Baeta (zinia.baeta@valor.com.br)	Diretor de TI Roberto Martins Portella Filho (roberto.portella@valor.com.br)
Editora Especial Vanessa Adachi (vanessa.adachi@valor.com.br)	Ribamar Oliveira (Brasília) (ribamar.oliveira@valor.com.br)		
	Editora de Brasil Catherine Vieira (catherine.vieira@valor.com.br)	Diretora Comercial Andréa Flores (andrea.flores@valor.com.br)	
	Editor de Política César Felício (cesar.felicio@valor.com.br)		
Diretor Financeiro Carlos Alberto Arroyo Ponce de Leon (carlos.ponce@valor.com.br)	Diretor de Eventos e Seminários Carlos Raices (carlos.raices@valor.com.br)		

Filiado ao IVC (Instituto Verificador de Comunicação) e à ANJ (Associação Nacional de Jornais)

Valor Econômico S.A. Av. Francisco Matarazzo, 1500, Torre New York, 1º, 2º e 3º andares - Condomínio Água Branca - São Paulo - SP
CEP 05001-100 - Telefone 0 xx 11 3767 1000

Departamentos de Publicidade Impressa e On-line SP: Telefone 0 xx 11 3767-1012, RJ 0 xx 21 3521 1414, DF 0 xx 61 3717 3333.

Legal SP 0 xx 3767 1323

Redação 0 xx 11 3767 1000 **Fax** 0 xx 11 3767 1348. **Endereço eletrônico** www.valor.com.br

Sucursal de Brasília SRTVN Quadra 701 - Módulo C - Centro Empresarial Norte - sala 801 - Bloco B - CEP 70719-900

Sucursal do Rio de Janeiro Rua Marques de Pombal, 25 - Nível 2 - Bairro: Cidade Nova - Rio de Janeiro/RJ - CEP 20230-240

Publicidade - Outros Estados BA/SE/PB/PE e Região Norte Canal Chetto Comun. e Representação Tel/Fax: (71) 3043-2205	MG/ES - Sat Propaganda Tel/Fax: (31) 3264-5463/3264-5441	PR - SEC - Soluções Estratégicas em Comercialização Tel/Fax: (41) 3019-3717	RS - HRM Representações Tel/Fax: (51) 3231-6287/3219-6613	SC - Marcucci & Gondran Associados Tel/Fax: (48) 3333-8497/3333-8497
---	--	---	---	--

Para venda de assinaturas e atendimento ao assinante ligue:
0800-7018888 de segunda a sexta das 07h00 às 19h00.

assinaturas@valor.com.br - atendimento@valor.com.br. Para assinaturas corporativas e-mail: corporate@valor.com.br.

Para venda de exemplares avulsos ligue: (11) 3767-7059 - exemplares.avulsos@valor.com.br

Aviso: o assinante que quiser a suspensão da entrega de seu jornal deve fazer esse pedido à central de atendimento com 48 horas de antecedência.

Preço de assinatura anual nova (impresso + digital) para regiões Sudeste, Distrito Federal e Paraná: **R\$ 958,80 ou R\$ 79,90 mensais.**
Demais localidades, consultar o atendimento ao assinante: **tel: 0800 701 8888.** Carga tributária aproximada: 3,65%.