

Opinião

O custo de atrasar o ajuste fiscal

Rubens Penha Cysne



A medida que a dívida pública cresce em relação ao PIB, maior é o saldo primário necessário para reverter sua trajetória, tendo em vista o aumento da conta de juros. Desse modo, postergar a correção de rumo torna o custo econômico do ajuste ainda maior.

Para ilustrar este importante fato, avaliamos aqui trimestre a trimestre, pelo prazo de dois anos contados a partir de junho de 2017, o custo direto de se postergar um ajuste fiscal que traga a dívida pública de volta a sua condição de sustentabilidade de longo prazo.

Tal custo se mede pelo adicional de redução do déficit primário em relação à redução que precisaria ter sido feita caso o ajuste tivesse se dado em junho de 2017. Outros possíveis custos, como investimentos não realizados em função da incerteza, não são contemplados neste artigo.

São analisados aqui dois cenários, o primeiro tentando refletir valores do Relatório Focus de 30 de junho de 2017 e o segundo

usando dados mais recentes. Nos dois casos, trabalhamos com uma dívida líquida do governo geral de 49,9% do PIB e uma dívida bruta de 72,7% do PIB, ambas relativas a junho de 2017.

No cenário 1 trabalhamos com uma taxa de juros anual de 9,5%, inflação de 4,46%, taxa de crescimento do PIB de 1,2% e déficit primário igual a 2,63% do PIB. No cenário 2 o juro é 9,25%, a inflação 3,85%, o crescimento do produto 1,05% e o déficit primário 3% do PIB. Tais valores são supostos refletir os valores médios futuros de tais variáveis entre junho de 2017 e junho de 2019.

Os valores do custo do atraso como percentual do PIB são apresentados nos gráficos 1 e 2 abaixo, que refletem, respectivamente, os cenários 1 e 2. O número do retângulo de baixo reflete o cálculo do custo do atraso quando se considera a dívida líquida. E, o de cima, quando se considera a dívida bruta. O leitor pode concentrar sua atenção

no cenário, tempo de atraso e tipo de dívida desejados.

Para fixar os conceitos, calculemos o custo de se postergar o ajuste de junho de 2017 para junho de 2018 no cenário 1, usando a dívida líquida. Os parâmetros utilizados implicam uma taxa de juros anual real logarítmica, corrigida pela variação do PIB, de 3,52%. Dada a dívida líquida de 49,9% do PIB, tem-se uma elevação instantânea da razão entre dívida líquida e PIB da ordem de 4,39% do PIB.

Em um ano de atraso tem-se quase metade do valor da receita esperada da privatização da Eletrobras

Em junho de 2017, estancar o crescimento da dívida líquida como fração do PIB teria implicado passar-se de um déficit primário

de 2,63% do PIB para um superávit primário igual ao pagamento de juros, ou seja, de 1,76%. Trata-se este, evidentemente, de um ajuste fortíssimo das contas públicas.

Neste contexto, não há alternativa socialmente viável no curto prazo que não inclua elevação, por alguns anos, da razão dívida líquida/PIB. Esta constatação nos leva ao cálculo do custo do atraso na solução do problema fiscal.

Este se obtém, no caso considerado, multiplicando-se o juro real corrigido pela taxa de crescimento do produto (agora em taxas periódicas) pela taxa instantânea de elevação da razão dívida líquida sobre PIB. Chega-se a um valor ao redor de 0,16% (= $0,036 \times 4,39$) do PIB, que corresponde ao valor que se lê no menor retângulo do gráfico 1, em junho de 2018.

Ou seja, no cenário 1 atrasar o ajuste em um ano implica custo adicional para o governo de R\$ 10,2 bilhões. Este valor sobe pa-

ra R\$ 11,9 bilhões quando se considera a dívida bruta. No cenário 2, os custos do atraso de um ano alcançam aproximadamente R\$ 13,1 ou R\$ 15,5 bilhões, dependendo se se considera a dívida líquida ou a bruta.

Em um ano de atraso tem-se, por exemplo, quase metade do valor da receita esperada de privatização da Eletrobras. Observe-se também a significativa variação dos custos em função de pequena variação dos parâmetros. Tais números ilustram o altíssimo custo que temos incorrido por postergar em demasia o necessário ajuste fiscal.

Detalhes sobre a metodologia utilizada podem ser obtidos em Cysne e Gomes (2017), a sair na Revista de Economia Política, também disponível sob a forma de working paper em <http://epge.fgv.br/users/rubens/working-papers/>.

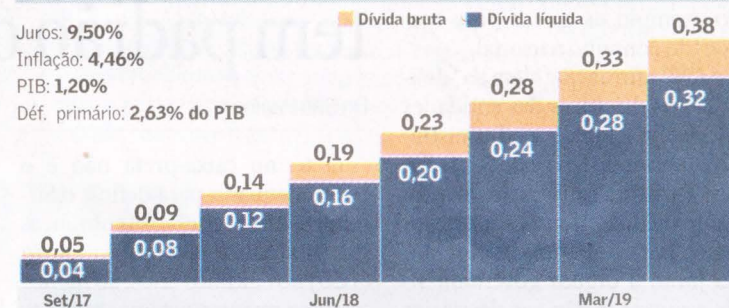
Rubens Penha Cysne é professor da FGV/EPGE.

O preço do atraso

Em % do PIB

Cenário 1

Juros: 9,50%
Inflação: 4,46%
PIB: 1,20%
Déf. primário: 2,63% do PIB



Fonte: autor

Cenário 2

Juros: 9,25%
Inflação: 3,85%
PIB: 1,05%
Déf. primário: 3% do PIB

