

Opinião

Um alerta sobre a queda da reação fiscal

O quadro fiscal do setor público consolidado no Brasil (que inclui as três esferas da administração pública) não é sustentável por muito tempo. Vamos aos números.

A dívida líquida real cresce período a período do montante dado pelo déficit público calculado com juros reais. Tal déficit corresponde à soma do déficit primário com o pagamento líquido de juros reais sobre a dívida pública.

A dívida líquida gira em torno de 53% do PIB e o juro real, calculado com base na taxa efetiva logarítmica incidente sobre a dívida líquida, em torno de 7,6% ao ano (a taxa efetiva sobre a dívida bruta é mais baixa). Isso implica um pagamento líquido de juros reais sobre a dívida em torno de 4,0% ($= 0,076 \times 53\%$) do PIB.

Por outro lado, as receitas correntes totais do setor público têm girado em torno de 35% do PIB. Somando-se a essas o juro real de 4,0% do PIB e o déficit primário de 2,1% do PIB, obtém-se um total de despesas correntes em torno de 41,1% do PIB.

Como o crescimento do valor real da dívida líquida é tautologicamente igual ao déficit calculado com juros reais, conclui-se que para zerar o crescimento da dívida seria necessário um superávit primário de 4,0% do PIB. Como atualmente se tem um déficit primário em torno de 2,1% do PIB, zerar o crescimento da dívida líquida real exigiria um esforço fiscal da ordem de 6,1% do PIB.

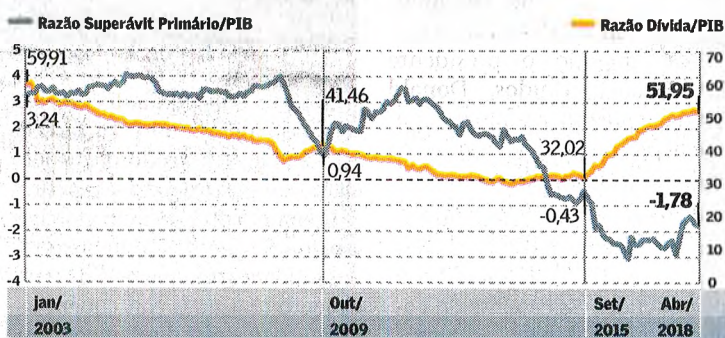
Conclui-se, adicionalmente, que o pagamento atual de juros da dívida equivale a algo em torno de 9,7% ($= 4,0/41,1\%$) das despesas totais do setor público. Observe-se que esse número já capta a recente redução das taxas de juros.

Análises de sustentabilidade requerem ajuste das estatísticas anteriores pela taxa prevista de crescimento das receitas públicas. Em geral trabalha-se com a evolução da razão dívida líquida / PIB. O cálculo do superávit fiscal que manteria constante esse indicador é semelhante ao anterior, exceto por uma pequena diferença: ao invés de utilizar-se o valor do juro real incidente sobre a dívida, utiliza-se esse valor menos a taxa esperada de crescimento do PIB.

Assumindo-se que tal crescimento médio do PIB seja (em taxa logarítmica) da ordem de 2% ao ano, conclui-se que manter a razão dívida líquida / PIB constante requereria um esforço fiscal de

A sustentabilidade da dívida

Dívida líquida e superávit do setor público consolidado (2003-2018)



Fonte: autor

5,1 % ($= (0,076 - 0,02) \times 53 + 2,1\%$) do PIB, onde a parcela de 2,1% corresponde ao déficit primário.

A questão a ser respondida nesse caso é: esse tipo de esforço fiscal é consistente com o que se tem observado na economia brasileira?

Uma forma de responder estatisticamente a essa pergunta se dá por meio da mensuração da resposta do superávit (ou do déficit) primário do setor público à elevação da razão dívida/PIB. Se ela for positiva e suficientemente elevada, aumentos da razão dívida líquida / PIB terão como contrapartida uma forte elevação do superávit primário (ou queda do déficit primário), tornando mais provável, no longo prazo, o alinhamento com o esforço fiscal necessário.

A mensagem dos dados é clara. O país terá que alterar fortemente sua trajetória fiscal no futuro próximo

Uma das possíveis análises macroeconômicas da questão conclui que, para garantir a sustentabilidade da dívida, é preciso que o coeficiente de reação do déficit primário à elevação da razão dívida / PIB (chamemo-lo de RF, iniciais para reação fiscal) supere a diferença entre a taxa de juros e a taxa de crescimento do produto. Ou seja, seria necessário ter-se, usando os números apresentados anteriormente, $RF > 0,056$ ($= 0,076 - 0,02$).

O Gráfico apresenta a evolução do superávit primário (escala à esquerda) e da razão dívida líquida / PIB entre 01/2015 e 04/2018 (escala à direita). Fica claro, pela observação das curvas, um ponto muito preocupante com relação à evolução da situação fiscal brasileira: enquanto no passado a razão dívida / PIB e o superávit primário

apresentavam, como seria desejável, correlação positiva, tal fato se reverteu recentemente.

De fato, a correlação entre as duas variáveis passa de +0,68 entre janeiro de 2003 e dezembro de 2014 para -0,68 entre janeiro de 2015 e abril de 2018.

Os dados sugerem que, para análise de sustentabilidade da dívida, o cálculo econométrico de RF deve ser feito utilizando-se técnicas que permitam sua variação ao longo do tempo. O uso de técnicas desse tipo é mais complexo, porém importante em função da mudança de correlação que se observa. Cysne e Campos (2018), desenvolvem esse trabalho em artigo a sair no periódico Estudos Econômicos.

A preocupação que emerge da observação da figura 1 mostra-se de fato pertinente: há uma queda contínua da reação fiscal (RF), que passa de 5,67 no período entre 2003 e 2016 para o valor negativo de -0,016 quando se considera apenas o período de dezembro de 2016 a novembro de 2017. A desigualdade necessária à solvência da dívida, $RF > 0,056$ claramente não se verifica nesse período mais recente, tendo em vista que os dados levam à conclusão de que $RF < 0$.

Simplificações metodológicas e imprecisões estatísticas à parte, a mensagem dos dados é clara. O país terá que alterar fortemente sua trajetória fiscal no futuro próximo. Fatores subjacentes ao ajuste de ordem política, social, institucional, econômica e financeira devem ser rapidamente preparados para a mudança.

Cysne, Rubens P. e Campos, Eduardo L. "A Time-Varying Fiscal Reaction Function for Brazil". A Sair, Estudos Econômicos, USP. Versão em Working Paper Disponível Através de Solicitação aos Autores.

Rubens Penha Cysne é professor da FGV/EPGE