

# Política monetária e vulnerabilidade fiscal

Rubens Penha Cysne

Professor da Escola Brasileira de Economia e Finanças (FGV EPGE)

O Brasil se aproxima cada vez mais da dominância circunstancial. Trata-se de uma situação na qual discursos políticos relativos às políticas fiscal e monetária precisam ser deixados de lado para dar lugar a uma compulsória reação técnica às circunstâncias. Na ausência de rápida reação, gera-se uma crise, em geral caracterizada por fortes oscilações do câmbio e dos juros. Tudo acompanhado por elevadíssimas taxas de desemprego. Caracteriza a dominância circunstancial, um estado bem avançado da cirrose fiscal<sup>1</sup> que tem acometido a economia brasileira.

Os números atuais mostram uma participação de 57% no total das despesas primárias do governo federal, apenas da previdência pública (Regime Próprio, incluindo as pensões e auxílios), previdência privada (Regime Geral) e da LOAS (Lei Orgânica da Assistência Social). Somando-se a isso o abono e seguro-desemprego de 4% e as despesas do pessoal ativo de 12%, chega-se a um total de 73% dos gastos, restando 27% do total para satisfazer a uma grande série de outras despesas. Essas incluem as obrigatórias, como saúde, educação e bolsa família. E as chamadas “despesas discricionárias”.

As despesas discricionárias, que se situaram em torno de 13% do total

de 2011 a 2014, encontram-se agora ao redor de 9%, com os investimentos públicos fazendo quase o total desse ajuste. O que se investe não repõe nem ao menos o capital público depreciado. Com base na legislação previdenciária e de salário mínimo atual, bem como no envelhecimento da população, conclui-se que a situação claramente não é passível de manutenção no longo prazo.

Uma questão importante é tentar avaliar por quanto tempo a dinâmica atual das contas públicas pode ser mantida sem maiores crises. Procedimentos econométricos podem ser usados para ensaiar algum tipo de resposta parcial a essa questão, ainda que sujeita (a resposta) a inúmeras ressalvas.

Uma das abordagens dessa questão procura mensurar a reação dos prêmios de risco da dívida pública quando a taxa de juros básica, em um contexto de forte leniência fiscal, é usada acima de certos limites para manter sob controle o avanço dos preços. Como essa elevação dos juros reais traz consigo também um aumento do serviço da dívida, o prêmio de risco pode subir.

Dependendo da aversão ao risco de poupadores internos e externos, isso pode levar a uma redução do saldo líquido da conta de capitais autôno-

mos (conta de capital e financeira) do balanço de pagamento e, consequentemente, a uma desvalorização do valor da moeda nacional frente às moedas estrangeiras. Se isso se dá com intensidade elevada, o efeito da elevação dos juros sobre a inflação pode ser bastante reduzido ou mesmo negativo. Esse último caso caracteriza o que chamamos aqui de “vulnerabilidade fiscal”.

A situação de uma resposta do câmbio quando de elevações dos juros inversa à usual é facilitada quando os fundamentos da economia o permitem. Como vimos no início deste artigo, as contas fiscais refletem esse tipo de situação.

Hoje em dia a dívida líquida do setor público consolidado gira em torno de 53% do PIB e tende a se elevar a cada ano em função do déficit primário e do excesso dos juros reais sobre o crescimento do PIB. Mesmo com o PIB crescendo algo em torno de 2% ao ano (em taxas logarítmicas), pode-se ter, em função da elevada taxa de juros implícita efetiva sobre a dívida líquida, algo em torno de até 5,1 p.p. do PIB de elevação anual da dívida. Estabilizar a razão dívida/PIB exigiria passar de um déficit primário de 2,1% para um superávit em torno de 3% do PIB. Estabilizar a dívida, por outro lado,

demandaria um superávit da ordem de 4% do PIB.

Para avaliar as chances de vulnerabilidade fiscal, Campos e Cysne (2018) utilizam um conjunto de equações estruturais descrevendo a evolução de algumas variáveis macroeconômicas, a função de reação do banco central, bem como diferentes projeções sobre a evolução futura das contas fiscais do setor público consolidado. Os dados utilizados cobrem o período entre novembro de 2001 e novembro de 2017.

Com base nos parâmetros estimados e nas simulações do modelo, obtêm-se trajetórias distintas de evolução da dívida líquida/PIB e também das reações do prêmio de risco da dívida à elevação dos juros. A partir daí calculam-se para diferentes cenários, através de simulações, as probabilidades de vulnerabilidade fiscal em função da razão dívida líquida/PIB.<sup>2</sup> Os resultados são sumarizados abaixo.

No cenário 1, o menos favorável de todos (menor controle fiscal), considera-se a evolução atual das contas públicas. Toma-se, para descrever tal trajetória, a avaliação empírica recente do coeficiente de reação do déficit primário à razão dívida/PIB [Campos

e Cysne (2018 a)]. A evolução da probabilidade de vulnerabilidade fiscal é descrita, nesse cenário 1, pela linha superior da figura.

No cenário 4, o mais favorável de todos (maior controle fiscal), supõe-se perfeitamente atendida a EC 95 de teto dos gastos. Trata-se da linha inferior na Figura 1.

Os cenários 2 e 3 traduzem evoluções intermediárias (entre o cenário 1 e o cenário 4) das contas fiscais.

Observa-se que as probabilidades de vulnerabilidade aumentam com o tempo e que, quanto pior a evolução prevista do déficit primário (passando-se do cenário 4 ao cenário 1), maiores as chances, em cada ponto no tempo, de se ter uma política monetária ao menos temporariamente impotente para o controle de preços.

A título de ilustração, no cenário 1 há em torno de 10% de chance de ocorrer vulnerabilidade fiscal quando a razão dívida líquida/PIB alcança algo em torno de 65% do PIB.

As estimativas não contemplam a possibilidade de uma crise originada a partir de fatos políticos instabilizadores. Isso sugere que as probabilidades aqui apresentadas estejam subavalia-

das, no sentido de estabelecerem um piso para as probabilidades efetivas.

Os valores pontuais apresentados devem ser observados com a cautela necessária, pois são sujeitos a hipóteses restritivas e às incertezas usuais que caracterizam trabalhos congêneres. ▀

<sup>1</sup>A cirrose fiscal corresponde ao conjunto de desemprego estrutural, redução dos aportes de produtividade e baixo crescimento gerados pela conjugação de forte leniência fiscal em ambiente de câmbio flexível e mobilidade de capitais. A composição do produto tende a migrar da formação de capital e exportações para consumo do governo e consumo privado. Câmbio e juros são apenas coadjuvantes no processo de atendimento à miopia consumista..

<sup>2</sup>Cysne (2018), alternativamente, apresenta as probabilidades de vulnerabilidade fiscal para cada cenário em função do tempo.

## Referências

Cysne, Rubens P. "Limites da política monetária". Artigo publicado no jornal *Valor Econômico* em 6/9/2018.

Campos, Eduardo L. e Cysne, Rubens P. "Fiscal vulnerability in Brazil: a simulated method of moments approach. 2018.

Campos, Eduardo L. e Cysne, Rubens P. "An alert on the recent fall of the fiscal reaction in Brazil". Mimeo, EPGE/FGV. 2018a.

Obs.: As versões em *working paper* de ambos os trabalhos podem ser obtidas através de solicitação aos autores.

## Probabilidade de vulnerabilidade fiscal em função da razão dívida líquida/PIB

