

# PANORAMA CONJUNTURAL

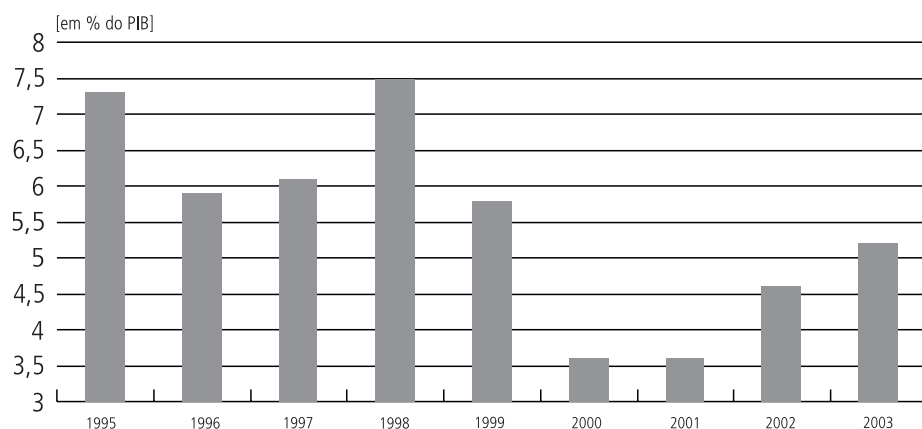
O ano de 2004 pode vir a ser um divisor de águas na trajetória da política fiscal brasileira. Pela primeira vez desde que as estatísticas fiscais começaram a ser apuradas na sua forma atual, no início dos anos 1980, o déficit nominal do setor público tem, este ano, chances concretas de se situar em patamar da ordem de 3% do PIB. Se isso se confirmar e se houver perspectivas claras de que a trajetória declinante das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) se manterá nos próximos anos, haverá fortes motivos para que a percepção de risco do país evolua favoravelmente ao longo do tempo, revertendo os efeitos da alta da relação Dívida/PIB observada nos últimos dez anos. Essa possibilidade é algo ainda não incorporado à maioria das análises, por enquanto muito focadas no tamanho das NFSP em 2003, quando atingiram mais de 5% do PIB.

O resultado de 2003 foi muito influenciado pelo que aconteceu com a despesa nominal de juros que, devido ao aumento da taxa Selic janeiro/dezembro de 19% em 2002, para mais de 23% em 2003, atingiu valores de aproximadamente 10% do PIB nesse último ano. Com isso, o aperto do superávit primário não foi suficiente para compensar a maior despesa de juros e o déficit e a dívida pública aumentaram.

Em 2004, porém, assumindo como premissa uma dívida pública no início do ano de 58,2% do PIB — dos quais 4,7% do PIB relativos à base monetária — combinada com uma taxa Selic média de 15% no ano como *proxy* para a taxa média de juros, com 5,7% de inflação e 3,4% de crescimento, nossa estimativa é que a despesa de juros se situe em aproximadamente 7% do PIB. Conseqüentemente, se o setor público conservar o mesmo superávit

GRÁFICO 1

## Brasil: NFSP



Fonte: Banco Central.

■ Brasil

primário de 2003, da ordem de 4,3% do PIB, estaríamos tendo um déficit total próximo a 3% do PIB, com possibilidades de ser inferior a isso.

O indicador é importante por duas razões. Primeiro, porque o índice de 3% do PIB virou uma espécie de parâmetro internacional de qualificação em termos de política fiscal, por ter sido o nível estabelecido no Tratado de Maastricht para elegibilidade ao ingresso no que depois veio a ser a “área do euro”. Em outras palavras, ter um déficit público que não ultrapasse o critério de Maastricht confere ao país uma espécie de “selo de qualidade” da sua política fiscal. Segundo, porque admitindo taxas de final de ano para a Selic próximas a 14,0% em 2004 e 12,5% em 2005 — conforme a estimativa do mercado apurada pelo Banco Central — e portanto uma taxa média de 13,0% a 13,5% em 2005, contra os citados 15% de 2004, em um contexto de crescimento de 4% e inflação de 5% no ano que vem, incidentes sobre uma dívida pública similar, a carga de juros em 2005 poderia cair para menos de 6,5% do PIB e o déficit nominal para algo em torno de 2% do PIB. Na prática, isso poderia chegar a corresponder a um superávit operacional, ou seja, a uma redução absoluta da dívida em termos reais.

Nesse caso, o país poderá estar ingressando, em 2005, na fase do tão almejado círculo virtuoso, verificado em outros países que passaram por processos de ajustamento fiscal no passado, mais especificamente nos anos 1990, com destaque para alguns casos da Europa Ocidental que atingiram níveis de dívida pública de mais de 100% do PIB, como Irlanda ou, mais recentemente, Itália, Bélgica ou Grécia.<sup>1</sup>

Nesses casos nacionais, em que pesem as diferenças e nuances entre os países, observou-se um padrão, ao qual a experiência do Brasil dos últimos anos não foi alheia. No que se poderia denominar Fase 1 desse processo, o resultado primário — isto é, excluindo a despesa de juros — das contas públicas era modesto ou até mesmo deficitário e, devido aos juros, a dívida pública era crescente, quadro esse que se encaixa como uma luva na situação do Brasil até 1998.

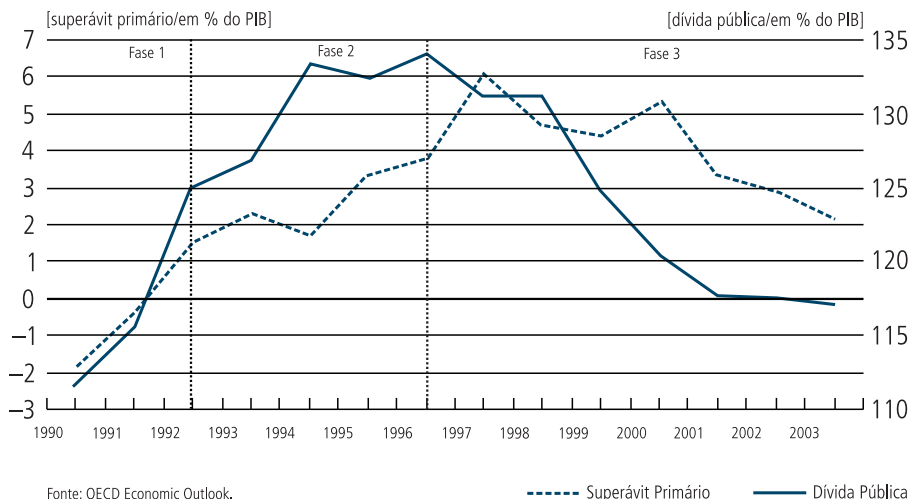
Na Fase 2, que correspondeu aos primeiros anos de ajustamento — no caso da Bélgica, começou antes — houve um forte ajuste primário e o setor público passou a gerar superávits primários que, com o tempo, foram superiores a 4% a 5% do PIB mas, devido à presença de desconfianças acerca da sustentação do ajuste no tempo, as taxas de juros eram ainda altas e, conseqüentemente, uma carga de juros e de déficits elevados ainda pressionava a dívida pública. Isso espelha exatamente o que aconteceu no Brasil de 1999 até agora. Se colocadas em um gráfico mostrando a dívida pública e o superávit primário, em ambos os casos como proporção do PIB, as duas variáveis mostram uma trajetória clara: na primeira fase, resultados primários modestos ou negativos relativamente estáveis convivem com uma dívida pública crescente, enquanto na segunda o superávit primário é claramente ascendente, mas a dívida pública também continua aumentando, em função das razões citadas.

Finalmente, na Fase 3, na qual pode ser que o Brasil ingresse entre 2004 e 2005, a persistência do ajustamento fiscal, ou seja, a manutenção de superávits primários robustos por um número considerável de anos, foi aos poucos consolidando a confiança entre os investidores. Isso ajudou a reduzir as taxas de juros e permitiu que, enquanto o superávit primário se manteve — em alguns casos até mesmo declinando ligeiramente —, a queda da

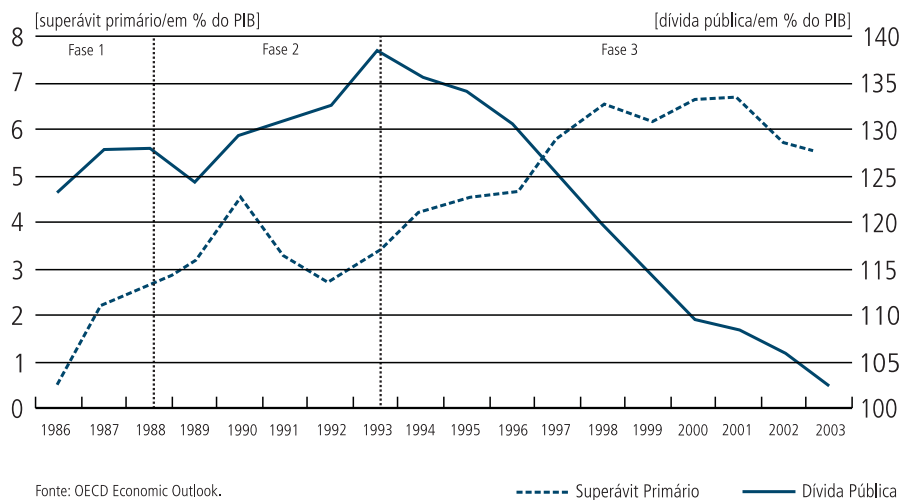
1. Ver Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, “Fiscal improvement in advanced economies: how long will it last?”, maio 2001, capítulo III.

GRÁFICO 2

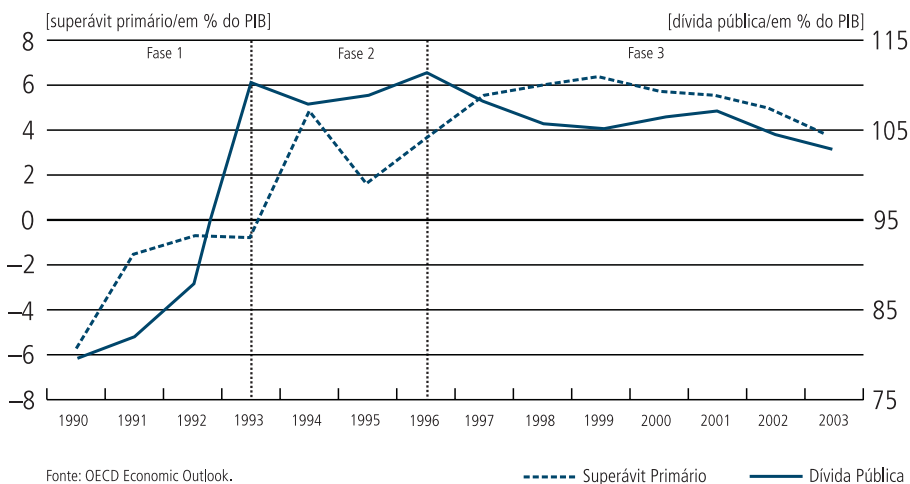
## Indicadores Fiscais: Itália



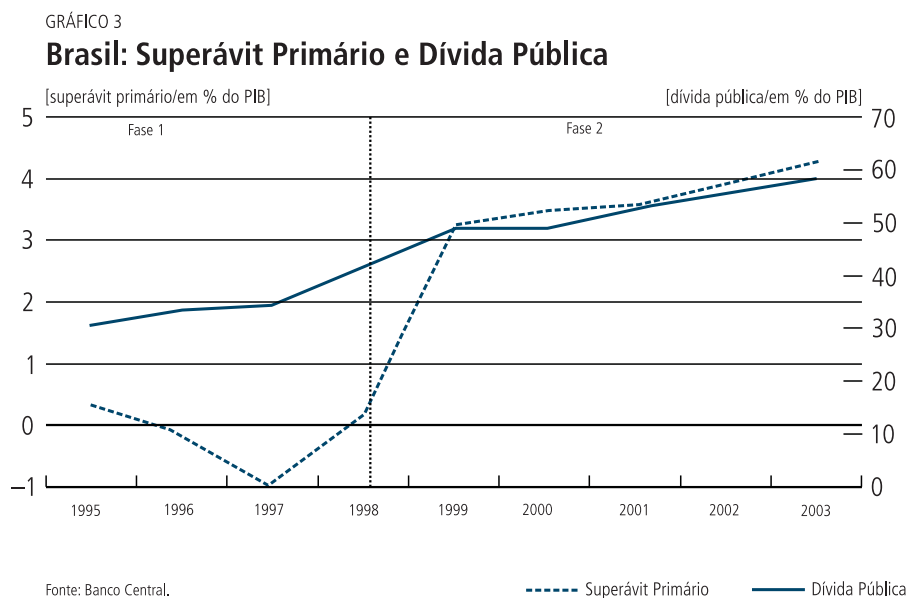
## Indicadores Fiscais: Bélgica



## Indicadores Fiscais: Grécia



taxa de juros possibilitou uma diminuição significativa das despesas financeiras do governo e do déficit público, gerando, em consequência, uma trajetória declinante da relação Dívida Pública/PIB. Esta queda pôde ser conservada ao longo do tempo, pelo efeito benéfico desse processo sobre a carga de juros, viabilizando novas reduções do coeficiente Juros/PIB.



Esse olhar panorâmico sobre a possível trajetória das contas públicas brasileiras é importante, pois está estritamente relacionado com a evolução da política monetária e do nível de atividade em 2004 e 2005. Em 2003 a taxa de juros real *ex post* — Selic deflacionada pelo IPCA — foi de 13% e a economia não cresceu. Já em 2004, o mercado projeta uma trajetória do juro real janeiro/dezembro de 8% a 9% — Selic de 15% com inflação da ordem de 6% — e há um cenário, estabelecido por ocasião do encaminhamento do projeto de Orçamento ao Congresso no final do ano passado, de crescimento de 3,5%. Tais números, se confirmados, caracterizariam uma melhora clara em relação a 2003, com possibilidades de se prolongar durante 2005.

A continuidade desse quadro levaria então a observar taxas de juros reais de 7% a 8% em 2005 e de 6% a 7% em 2006. Essa trajetória seria consistente com um quadro de recuperação gradual do crescimento e de inflexão na trajetória da relação Dívida/PIB, tanto pela redução da taxa de juros real, como pela maior taxa de crescimento da economia.

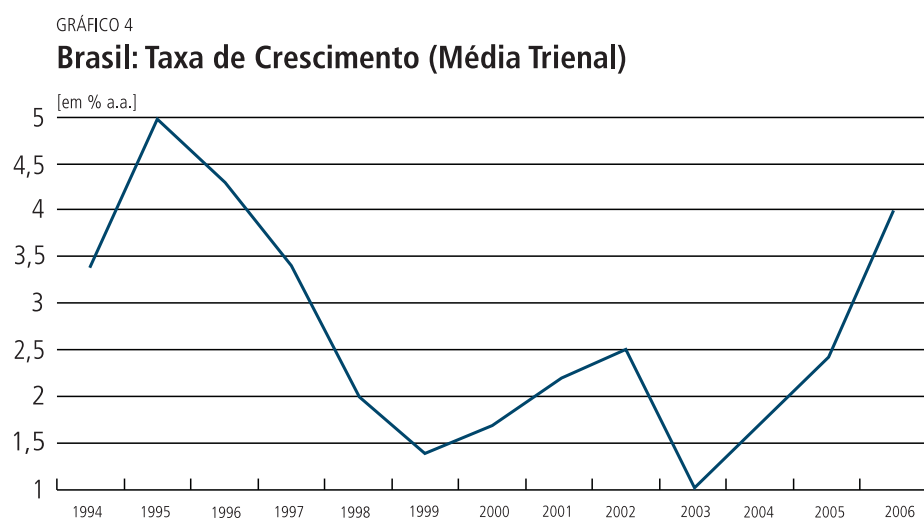
Em relação, especificamente, à trajetória da taxa de juros no ano em curso, observe-se que se, em média, até o final do ano, o Banco Central reduzir os juros em 25 pontos básicos por reunião, o juro nominal janeiro/dezembro será de aproximadamente 15% e chegaríamos a dezembro com uma Selic de 14%, caracterizando uma situação inédita desde que a prática das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) foi estabelecida.<sup>2</sup> A perspectiva de um cenário de crescimento de 3,5% em 2004; 4,0% em 2005; e 4,5% em 2006 faria com que o triênio 2004/2006 registrasse taxas de crescimento médias só observadas no

2. Até agora, a menor taxa de juros decidida pelo Copom desde a sua origem foi de 15,25% em janeiro de 2001 e perdurou por apenas dois meses.

período recente no começo do Plano Real. Contrariamente àquele momento, contudo, o atual arcabouço de política econômica é mais adequado para que o país assista no futuro a um processo de crescimento sustentado.

Um ponto relevante suscitado pelas discussões acerca da trajetória futura da taxa de juros é a questão de qual é o impacto preciso do nível da taxa de juros real sobre o desempenho da economia. O que ocorreu em 2000, quando a economia cresceu mais de 4%, no contexto de uma Selic real de 11%, sugere que níveis de juros da ordem de 10% não são um empecilho, *per se*, a que se observe um bom dinamismo da economia. Nesse sentido, uma questão importante para estimular a demanda dos agentes econômicos parece ser a perspectiva de trajetória da taxa ao longo do tempo. Naquele ano, a taxa Selic começou em 19,00% nominais e fechou o ano em 15,75%, tendo sido decididos cinco cortes ao longo do ano, nos meses de março, junho, julho (duas vezes) e dezembro. A percepção de que se estava na presença de um cenário favorável permitiu, assim, um crescimento contínuo do nível de atividade, com a indústria — conforme o indicador trimestral obtido a partir dos dados mensais dessazonalizados do indicador geral do IBGE — revelando taxas de crescimento anualizado de 3,6%; 4,4%; 6,9%; e 14,2%, nos quatro trimestres do ano, respectivamente. E isso, apesar de a taxa de juros nominal ter ficado constante em 16,5% — por coincidência, a mesma taxa hoje vigente — entre julho e dezembro daquele ano. O bom desempenho da economia, nesse contexto, explica-se pela confiança no movimento declinante dos juros; no cumprimento da meta de inflação — fixada então em 6% — e na aprovação de pontos importantes de uma agenda de reformas que incluía com destaque, naquelas circunstâncias, a Lei de Responsabilidade Fiscal.

Em face dessas observações e considerando a importância de conservar o equilíbrio macroeconômico nos seus diversos campos — fiscal, externo etc. — bem como a evolução da inflação, em linha, aproximadamente, com a meta oficial anunciada para este ano, a postura do Banco Central parece ser condizente com o cenário que já se desenhava desde 2003 para o ano em curso, com crescimento de 3,5% e inflação declinante e poderá ter continuidade, com uma aceleração do crescimento e uma nova queda da taxa de inflação, em 2005. Cabe lembrar que o juro, que em uma economia como a brasileira pode ser entendido como de longo prazo — 12 meses —, medido pela taxa dos títulos prefixados



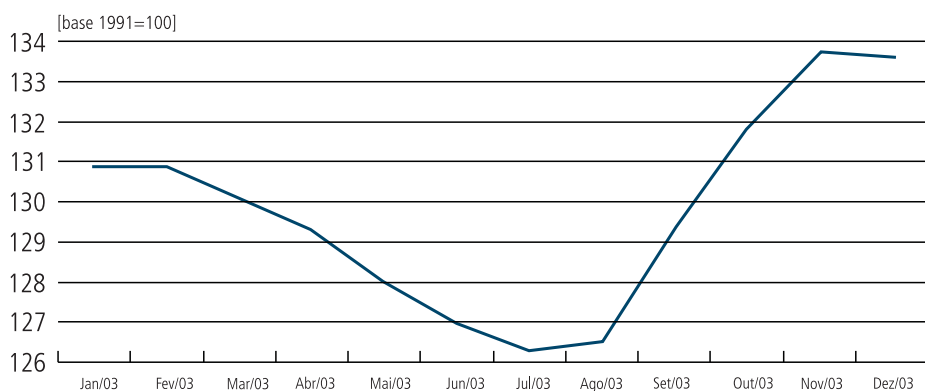
Fonte: IBGE.

deflacionada pela inflação esperada e que era ainda de 14% real em meados do terceiro trimestre de 2003, é hoje de 9%, efeito esse que ainda deve exercer estímulos importantes sobre o nível de atividade futuro.

Sendo assim, faz sentido esperar que, quando a trajetória de queda dos juros for retomada, o Banco Central passe a se pautar por um comportamento gradualista, o que seria condizente com as características de uma economia com os preços já relativamente estabilizados. A previsibilidade que esta postura daria à economia permitiria aos agentes adotar decisões de consumo e investimento sem riscos de grandes sobressaltos futuros, contribuindo assim para a indústria retomar a sua trajetória de crescimento, ligeiramente interrompida na passagem de 2003 para 2004. Ao mesmo tempo, paralelamente a essa redução de juros, é preciso aprofundar o debate em torno da nova agenda de reformas legislativas, especialmente no campo regulatório, de modo a reduzir as incertezas, ampliar a poupança e estimular a eficiência da economia. Isso nos remete aos temas que o Ministério da Fazenda já tinha levantado no seu documento com propostas de reforma lançado há aproximadamente um ano e do qual apenas uma parte foi até agora implementada.

GRÁFICO 5

**Indústria** — Média Móvel Trimestral  
(com Ajustamento Sazonal)



Fonte: IBGE.