

PANORAMA CONJUNTURAL

As últimas semanas têm trazido maior ansiedade em relação às perspectivas econômicas no mundo e no Brasil. Uma seqüência de eventos envolvendo declarações do novo presidente do Federal Reserve (Fed), o banco central dos Estados Unidos, e dados sobre inflação e nível de atividade naquele país geraram um ambiente de elevada incerteza acerca dos rumos da política monetária norte-americana. Isso suscitou dúvidas sobre em que medida se estaria diante do esperado, mas mesmo assim temido, processo de ajuste dos grandes desequilíbrios internacionais. Nesse contexto, houve uma fuga de ativos de risco, com impacto nos mercados de títulos soberanos e nos mercados de ações, destacando-se os efeitos sobre as bolsas de países emergentes. No Brasil, em particular, o Índice Bovespa experimentou queda expressiva e o câmbio desvalorizou-se de forma acentuada.

A turbulência observada nos mercados internacionais nas últimas semanas sugere que pode estar chegando ao fim o ambiente, verificado nos últimos três a quatro anos, de forte expansão do produto mundial, elevada liquidez e preços sistematicamente crescentes das *commodities*. Isso não implica, em absoluto, que o mundo esteja na iminência de uma grande crise e não é, de modo algum, uma circunstância inesperada. Significa, de qualquer forma, que podemos ter uma mudança em relação ao cenário externo que, na maioria das análises, era considerado o mais provável até meados do segundo trimestre do ano. No novo ambiente que agora se vislumbra, é possível que tenhamos um crescimento da economia mundial algo menor que o imaginado, uma menor liquidez internacional e uma estabilização dos preços das *commodities*.

Para o Brasil, os eventos recentes não chegam a comprometer a trajetória esperada de continuidade na recuperação da atividade econômica. A percepção de que a economia encontra-se hoje bem menos vulnerável que em outros momentos de instabilidade externa está bastante disseminada e tem raízes concretas. Não obstante, é preciso destacar a influência que o excesso de liquidez internacional teve sobre o desempenho externo da economia nacional. Esses efeitos manifestaram-se por diferentes canais, com destaque para o impacto do crescimento mundial sobre a demanda pelas nossas exportações e sobre os preços de produtos que compõem parcela importante da pauta exportadora brasileira, além do efeito indireto associado ao grau de aversão ao risco diante de taxas de juros externas muito baixas. Esses movimentos repercutiram no meio doméstico através de um alívio das pressões sobre a inflação e permitiram uma redução da taxa de juros desde o terceiro trimestre de 2005.

De qualquer maneira, para o Brasil, os fatos ocorridos na economia internacional desde meados de maio sugerem maior cautela em três frentes. Primeiro, indicam que a janela de oportunidade para um crescimento mais vigoroso pode estar se fechando, sem que o país tenha aproveitado devidamente o ciclo de bonança que o mundo viveu nos últimos anos. Segundo, provavelmente levarão o mercado a corrigir ligeiramente (para cima) o cenário de

taxa de juros de médio prazo. Finalmente, o episódio da recente turbulência deveria levar o Brasil a uma tomada de maior consciência acerca do risco fiscal que ainda não desapareceu do horizonte.

Com efeito, haveria certa margem de manobra para adotar políticas expansionistas em um cenário de risco país de 200 pontos com tendência de baixa – como se tinha em mente até maio –, enquanto, em um cenário de risco país pressionado em torno de 275 a 300 pontos, essa margem é claramente menor. Os investidores externos serão mais seletivos, a taxa de juros doméstica terá menos espaço para ceder, e os analistas observarão com uma lupa os indicadores de evolução do gasto e da dívida pública.

Nesse sentido, é cada vez mais evidente que a questão fiscal vem se convertendo no principal problema não resolvido da economia brasileira e no maior obstáculo que se antepõe a uma expansão mais vigorosa de seu produto nos próximos anos. Os dados dos primeiros meses do ano repetem a dinâmica já observada tanto em 2004 como em 2005, sinalizando para novo aumento do peso relativo das despesas primárias no Produto Interno Bruto (PIB), como mostra a Tabela 1. No período de janeiro a abril, o gasto primário excluindo transferências a estados e municípios, deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), teve um incremento real de quase 9%, em função da expansão de 11% do OCC (“outras despesas de custeio e capital”) e de 8% das despesas com pessoal e com benefícios do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

Se em 2006, como se pode assumir realisticamente, as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) forem pouco superiores a 2,5% do PIB, com despesa de juros em torno de 7,0% do PIB e superávit primário de 4,3% do PIB, e se, como também parece razoável esperar, o gasto primário do Governo Central, exclusive transferências a estados e municípios, atingir 18,8% do PIB, a conclusão, olhando-se os dados da Tabela 2, será inevitável: se a despesa primária sem tais transferências tivesse se mantido, como proporção do PIB, nos mesmos níveis de 2003 (16,7% do PIB), o setor público em 2006 poderia ter um déficit de menos de 1% do PIB. O país estaria, assim, perto de atingir o tão almejado déficit zero, especialmente levando-se em conta que, com a política fiscal mais apertada, haveria espaço para um relaxamento monetário maior.

O que tem acontecido nos últimos anos dá seqüência a uma tendência que já vem se manifestando há longa data na economia brasileira, caracterizada pelo crescimento praticamente contínuo da relação gasto primário do Governo Central/PIB (Gráfico 1). Em 15 anos, entre 1991 e 2006, a despesa primária desse nível de governo terá passado, de acordo

TABELA 1
GOVERNO CENTRAL: TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO GASTO PRIMÁRIO
[em %]

Variável	Taxa de crescimento: jan.-abr./ 2006 <i>versus</i> jan.-abr./2005
Transferências a estados e municípios	3,0
Pessoal	7,9
INSS	7,5
Outras despesas	11,1
Total	7,5
Total excluindo transferências a estados e municípios	8,7

Fonte: STN.
Deflador: IPCA.

TABELA 2
SUPERÁVIT PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL
 [em % do PIB]

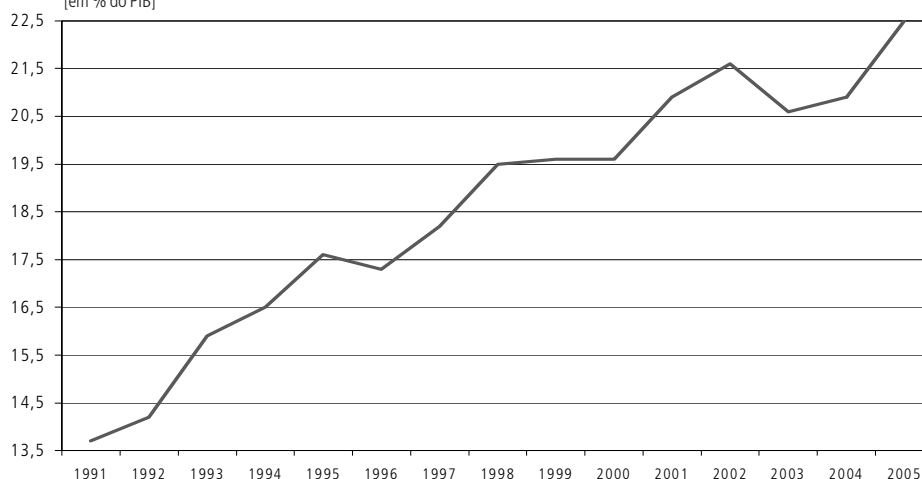
Composição	2003	2004	2005	2006
Receita bruta	22,9	23,8	25,2	25,7
Transferências a estados e municípios	3,9	3,8	4,3	4,4
Receita líquida	19,0	20,0	20,9	21,3
Despesa primária, excluindo transferências	16,7	17,1	18,2	18,8
Pessoal	5,0	4,7	4,8	5,0
INSS	6,9	7,1	7,5	7,8
Outras despesas	4,8	5,3	5,9	6,0
Ajuste metodológico/discrepância estatística	0,2	0,1	0,2	0,0
Superávit primário do Governo Central	2,5	3,0	2,9	2,5
Memo: despesa primária total	20,6	20,9	22,5	23,2

Fonte: STN. Para 2006, decreto de reprogramação financeira. Assume-se um PIB de R\$ 2,1 trilhões (ver Tabela 4).

com a previsão do decreto de reprogramação financeira, de menos de 14% para mais de 23% do PIB. Elemento central dessa dinâmica foi a evolução dos gastos previdenciários – do INSS – e assistenciais, que eram de 3,4% do PIB em 1991 e atingirão em 2006 aproximadamente 8,7% do PIB, somando-se aí as despesas do INSS, as relativas à Lei Orgânica da Assistência Social (Loas) e às Rendas Mensais Vitalícias (RMVs) e as do programa Bolsa Família.¹

O tema é importante porque está ligado ao desafio colocado para o país na segunda metade da década, de atacar o aumento do gasto público. Embora seja evidente que o Brasil passou por uma mudança relevante com o ajuste fiscal que vem sendo praticado no país desde 1999, o fato é, primeiro, que a qualidade desse ajustamento – fortemente baseado no

GRÁFICO 1
DESPESA PRIMÁRIA DO GOVERNO CENTRAL
 [em % do PIB]



Fonte: Giambiagi, F. *A política fiscal do Governo Lula: qual é o limite para o aumento do gasto público?* Rio de Janeiro: Ipea, 2006 (Texto para Discussão, 1.169).

1. Ver, neste boletim, a Nota Técnica *Expansão e dilemas no controle do gasto público federal*.

aumento da carga tributária e na contenção do investimento público – deixa muito a desejar; e segundo, que há um contraste claro com a evolução recente do segundo grande problema associado à existência de megapassivos no final da década passada – a dívida externa. Enquanto, no caso do endividamento externo, por qualquer indicador adotado, houve uma melhora inequívoca desde 1999 e, especialmente, nos últimos três a quatro anos, no campo fiscal é temerário afirmar taxativamente que o problema da dívida pública foi definitivamente superado.

Com efeito, a dívida líquida do setor público (DLSP) é hoje inferior como proporção do PIB na comparação com a posição de final de 2002. Contudo, há quatro elementos que cabe levar em consideração:

a) Não houve uma seqüência clara de quedas anuais sucessivas do indicador dívida/PIB, que aumentou em 2003, caiu em 2004 e se manteve praticamente constante em 2005;

b) na decomposição da relação dívida pública/PIB, a redução se deveu à apreciação cambial, que diminuiu a importância relativa da dívida externa pública e gerou um ajustamento patrimonial negativo – no sentido de que reduziu o coeficiente de endividamento – sobre a dívida: o estoque da dívida denominada “fiscal” – cuja dinâmica está associada à evolução dos fluxos de déficit público – é hoje maior que em 2002 (Tabela 3);

c) da mesma forma, um outro indicador, a relação dívida bruta do governo geral/PIB, muito utilizado em comparações internacionais, também piorou em relação a 2002; e

d) embora o fenômeno em parte reflita a esterilização dos efeitos monetários do esforço – correto – de acumulação de reservas internacionais por parte do Banco Central (Bacen), a dívida mobiliária do governo federal era de 38% do PIB em 2002 e atingiu 49% na última informação disponível, de abril de 2006 (Gráfico 2).

Adicionalmente, a evolução do gasto público nos primeiros meses de 2006, bem como os aumentos de certas rubricas já contratados para o futuro – como no caso das despesas com pessoal –, têm sido preocupantes. A Tabela 4 ajuda a entender os problemas que isso pode vir a gerar. Nela, assumimos os valores anuais do decreto de reprogramação financeira recentemente editado pelo governo, já deduzidos das despesas efetivamente praticadas até abril. A conclusão é que as “outras despesas”, que incluem o Bolsa Família e que cresceram em

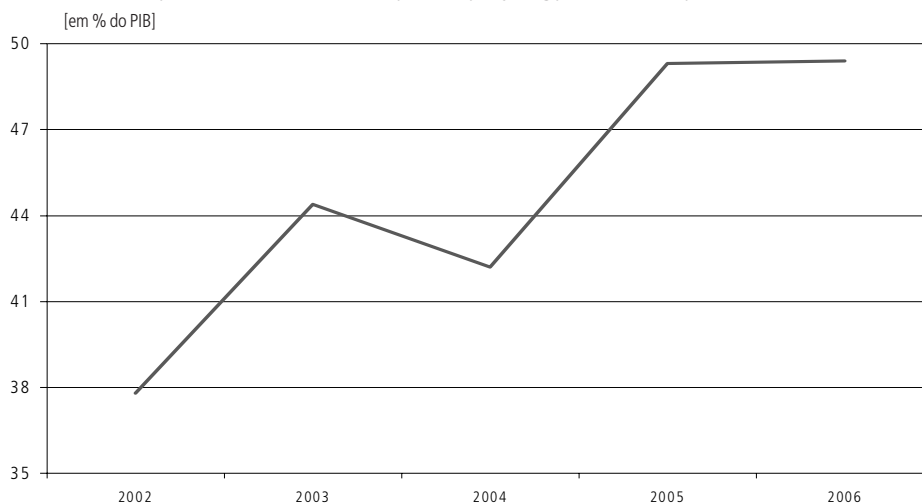
TABELA 3
DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO – DEZEMBRO
[em % do PIB]

Composição	2002	2006 (abril)
Dívida líquida do setor público	55,5	51,0
Dívida fiscal	36,1	39,2
Ajustes patrimoniais ^a	19,4	11,8
Dívida externa líquida	14,3	0,6
Dívida interna líquida	41,2	50,4
Memo:		
Dívida bruta do governo geral	71,4	72,3

Fonte: Bacen.

^a Inclui efeitos das variações cambiais sobre as dívidas externa e interna e demais ajustes (“esqueletos”).

GRÁFICO 2
DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL EM PODER DO PÚBLICO – DEZEMBRO



Fonte: Bacen. Para 2006, dado referente a abril.

TABELA 4
GOVERNO CENTRAL: SUPERÁVIT PRIMÁRIO
 [em R\$ bilhões]

Variável	2005		2006		Crescimento real (%)	
	Jan./abr.	Mai./dez.	Jan./abr.	Mai./dez.	Jan./abr.	Mai./dez.
Receita total	157,8	330,6	174,5	366,2	5,0	5,6
(-) Transferências ^a	26,9	57,0	29,1	64,8	3,0	8,4
Receita líquida	130,9	273,6	145,4	301,4	5,5	5,1
Despesas primárias	101,2	250,7	115,8	278,4	8,7	5,9
Pessoal	29,3	62,9	33,3	71,8	7,9	8,9
INSS	42,9	103,1	48,5	116,6	7,5	7,9
Outras	29,0	84,7	34,0	90,0	11,1	1,3
Ajuste metodológico /						
Discrepância estatística	2,4	0,7	-1,1	1,1	-145,5	49,9
Superávit primário	32,1	23,6	28,5	24,1	-15,8	-2,6

Fontes: Até abril/2006, STN. Para 2006, decreto de reprogramação financeira.

^a Inclui recursos da Lei Kandir.

termos reais 16% em 2004, 14% em 2005 e 11% no primeiro quadrimestre de 2006, poderão aumentar em termos reais apenas 1% no período maio-dezembro em relação aos mesmos meses de 2005. Conseqüentemente, respeitada a hipótese de que a carga tributária conserve o nível de 2005, conclui-se que o cumprimento da meta fiscal do Governo Central o obrigará a um esforço significativo de contenção real das despesas no segundo semestre do ano.

O corolário do que foi dito é que, pelo que ocorreu até agora, o país está perdendo uma oportunidade excepcional, propiciada por condições particularmente favoráveis ao crescimento – e que provavelmente estejam começando a mudar –, de resolver de forma duradoura o problema fiscal brasileiro. A dívida pública continua sendo perigosamente alta, a qualidade do ajuste fiscal tem piorado nos últimos anos – com um aumento da relação gasto primário/PIB, combinada com uma redução dos investimentos em relação a anos anteriores – e, o que é mais importante, têm sido tomadas decisões que afetam a estrutura de gastos em forma

permanente, como as que dizem respeito ao funcionalismo e ao salário mínimo (SM). A esse respeito, é útil frisar que recente estudo concluído no âmbito do Ipea² calcula que, em 2006, o fluxo adicional de gasto público associado ao impacto do aumento real acumulado de mais de 90% concedido ao SM e repassado ao piso previdenciário desde 1994 – já computando o novo valor de R\$ 350 – pode ser estimado em 1,7% do PIB.

Com base no citado estudo, pode-se estimar o efeito acumulado das sucessivas altas do SM sobre a dívida pública desde 1994, ano em que foi lançado o Plano Real. Para isso, levou-se em consideração o impacto desse efeito associado ao SM na despesa do INSS, ano a ano, bem como a taxa de juros verificada nos últimos 12 anos – adotando uma hipótese de taxa real da ordem de 10,5% em 2006 –, para calcular o valor capitalizado da parcela do déficit público causada pelo aumento real do SM. O valor da despesa extra acumulada até o ano anterior foi multiplicado a cada ano pelo coeficiente $(1 + \text{Selic real}) / (1 + \text{taxa de crescimento real do PIB})$ e acrescido do *plus* de gasto gerado a cada ano pelos aumentos do SM concedidos até a época. O resultado aparece na Tabela 5. A partir do impacto dos aumentos reais do SM na despesa anual do INSS, mostra-se que o estoque extra de dívida pública associado ao valor capitalizado das despesas adicionais em 2006 atingirá mais de 12% do PIB.³ Em outras palavras, se o SM tivesse conservado o seu valor real de dezembro de 1994, a dívida pública em 2006 seria de 38% do PIB – e não de 50% do PIB.⁴ Não se quer com isso defender um retorno do valor real do SM e do piso previdenciário ao vigente no começo do Plano Real, mas sim apontar que a política de sucessivos incrementos da variável teve um custo expressivo: aproximadamente R\$ 250 bilhões, ou seja, 12% de um PIB de R\$ 2,1 trilhões em 2006.⁵

Entendemos que o esforço de geração de superávits primários importantes a partir de 1999 e o extraordinário ajustamento externo pelo qual a economia brasileira tem passado nos últimos anos – acentuado no atual governo – terão de ser completados nos próximos anos por uma melhora substancial da qualidade do ajustamento fiscal. Isso deve implicar cinco elementos. Primeiro, um esforço importante de contenção da evolução das despesas correntes, que têm se expandido a um ritmo acelerado desde 2003. Segundo, um aumento do investimento público, claramente deprimido há vários anos. Terceiro, uma redução da carga tributária. Quarto, um menor grau de rigidez das despesas, através de um aumento do percentual de desvinculação. E quinto, a eliminação do déficit público, de modo a viabilizar uma redução substancial da relação dívida pública/PIB, para o que se recomenda conservar o superávit primário consolidado em torno de 4,25% a 4,50% do PIB até o final da década.

2. Ver Giambiagi, F. *A política fiscal do Governo Lula: qual é o limite para o aumento do gasto público?* Rio de Janeiro: Ipea, 2006 (Texto para Discussão, 1.169).

3. A primeira variável da Tabela 4 mostra quanto o INSS gastou a mais no ano em relação à hipótese de que o piso previdenciário tivesse se mantido constante em termos reais desde 1994.

4. O cálculo é que, sem os aumentos do salário mínimo, a despesa do INSS em 2006 seria de 6,1% e não de 7,8% do PIB. A simples soma dos fluxos anuais a mais pagos a cada ano por conta do fenômeno, conforme o citado Texto para Discussão publicado pelo Ipea, é de 8,9% do PIB (soma dos dados da primeira coluna da Tabela 5). O efeito calculado em termos do adicional de dívida pública gerado até 2006 na comparação com o PIB do ano em curso leva em conta também, por um lado, o crescimento acumulado da economia desde 1994 – o que diminui o coeficiente dívida adicional/PIB – e, por outro, a capitalização resultante da incidência de juros sobre a dívida adicional, ano a ano. A resultante disso é uma dívida pública 12 pontos percentuais (p.p.) do PIB maior em 2006 do que a que teria sido observada com o SM real estável nos níveis de dezembro de 1994.

5. A rigor, o cálculo subestima os efeitos totais, uma vez que considera apenas o impacto sobre o INSS, sem considerar também o gasto adicional incidente sobre as despesas de Loas, R MVs e seguro-desemprego.

TABELA 5
DÍVIDA LÍQUIDA HIPOTÉTICA DO SETOR PÚBLICO COM SALÁRIO MÍNIMO REAL DE DEZEMBRO DE 1994

Ano	Despesa adicional do INSS (% do PIB)	Coeficiente Juros/PIB ^a	Dívida líquida do setor público – fim do ano (% do PIB)		
			Observada	Hipotética	Diferença ^b
1994	0,0	1.000	30,4	30,4	0,0
1995	0,1	1.200	30,8	30,7	0,1
1996	0,3	1.132	33,2	32,8	0,4
1997	0,3	1.147	34,3	33,5	0,8
1998	0,5	1.266	41,7	40,2	1,5
1999	0,5	1.144	49,4	47,2	2,2
2000	0,5	1.061	49,4	46,6	2,8
2001	0,7	1.076	52,6	48,9	3,7
2002	0,8	1.039	55,5	50,8	4,7
2003	1,0	1.123	57,2	50,9	6,3
2004	1,1	1.030	51,7	44,1	7,6
2005	1,4	1.101	51,5	41,7	9,8
2006	1,7	1.065	50,0	37,9	12,1

Fonte: Elaboração própria (ver texto). Para 2006, assumiu-se uma dívida em dezembro de 50,0% do PIB.

^a $(1 + \text{taxa de juros real Selic: deflator IPCA}) / (1 + \text{taxa de crescimento do PIB})$.

^b Corresponde ao valor da dívida adicional na comparação com o PIB do ano anterior, multiplicado pelo coeficiente da segunda coluna da tabela e acrescido do fluxo de despesa adicional do INSS no ano.

