

Cirrose fiscal e reação fiscal no Brasil

Rubens Penha Cysne

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

A poupança interna de um país tende a se reduzir quando o consumo privado é fomentado por transferências generosas do governo. Por exemplo, um total de pensões e aposentadorias superiores à média internacional, quando observadas em relação ao PIB. Ou quando o consumo público é demasiado elevado.

Observe-se que essas duas possibilidades se traduzem por elevação do déficit público, podendo em casos extremos caracterizar um quadro de leniência fiscal. Ainda que a formação bruta de capital de tal país seja inferior àquela desejada, como no caso brasileiro, se a poupança interna é ainda mais baixa, o país tem que recorrer à poupança externa.

Se esse descompasso é elevado e persistente no tempo, pode haver um ponto no qual os poupadores não residentes no país decidem reduzir o montante disponível de recursos para financiar a diferença entre investimentos e poupança interna. Quando isso ocorre em um sistema de câmbio fixo, pode haver desvalorização abrupta da moeda, de forma a fazer frente à queda na oferta (e captação) de poupança externa.

De certa forma, isso ocorreu no Brasil em 1979, 1983 e 1999, com manchetes de desvalorização cambial nas primeiras páginas dos jornais. Tratava-se do “infarto fiscal”, cuja presença é clara e bem anunciada.

A cirrose fiscal é diferente, mais insidiosa. O problema subjacente pode ser o mesmo, consumos público e privados acima do que seria desejável. Mas, enquanto o infarto fiscal ocorre em regime de câmbio fixo, a cirrose fiscal costuma ocorrer em regimes de câmbio flexível. Os sintomas da cirrose fiscal são bem diferentes daqueles do infarto fiscal.

Primeiro, não há manchetes de jornal sobre desvalorizações de 30%. A cirrose fiscal se manifesta quando muito apenas na terceira ou quarta página do caderno de economia. Algo como “mais 120 lojas e duas fábricas fechadas esse mês”. Ao contrário do infarto fiscal, a cirrose fiscal é doença que ataca de forma sorrateira, recorrente e com sérias consequências de longo prazo.

Nos casos de cirrose fiscal o câmbio não costuma se valorizar tanto quanto nos episódios de infarto fiscal. Por isso, o apelo à poupança externa costuma ser mais suave. A

economia, entretanto, passa a redirecionar sua oferta não mais para as exportações, geradoras de inovações. Nem para os investimentos, geradores de capacidade produtiva. Mas sim para o consumo público e privado. O redirecionamento de demanda reduz ao mesmo tempo os aportes de produtividade e a formação de capital. O fígado produtivo do país é afetado de forma sistemática e duradoura.

Uma das formas de isso se dar é através de elevação dos juros básicos no contexto de leniência fiscal, câmbio flexível e mobilidade de capitais. Com a queda da poupança interna determinada pelo aumento do consumo público e privado, elevações da taxa de juros podem ser adequadas para reduzir a inflação, mas via de regra prejudicam o emprego, as exportações, os investimentos e o crescimento de longo prazo do país.

O aumento dos juros é apenas um coadjuvante do desejo da sociedade em exercitar sua miopia consumista. Serve para viabilizar um equilíbrio macroeconômico perverso no qual os investimentos se reduzem e o câmbio costuma se valorizar, reduzindo as expor-

tações para acomodar o consumo interno. Enquanto não resolve o problema da leniência fiscal, o país fica confinado a um quadro relativo de mediocridade produtiva.

Vamos a alguns números atuais do quadro fiscal. No que se segue, trabalhamos com o conceito de setor público consolidado, que inclui as três esferas da administração pública, o Banco Central e as empresas estatais não financeiras.

Uma primeira equação importante é aquela que relaciona o aumento da dívida líquida real (\dot{D}) ao déficit público calculado com juros reais, ou seja, ao déficit primário (p) mais os juros reais logarítmicos (r) incidentes sobre a dívida (rD):

$$\dot{D} = rD + p \quad (1)$$

Grosso modo, tem-se hoje em dia, como fração do PIB, $D = 0,52$ e, no caso da dívida líquida, $r = 0,076$ (a taxa real efetiva sobre a dívida bruta é mais baixa porque não se precisa levar em conta a dessemelhança entre ativos e passivos do setor público). Tais números implicam um pagamento líquido de juros reais sobre a dívida em torno de 4,0% (= $0,076 \times 52\%$) 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 o déficit primário gira em torno de 2,2% do PIB, zerar o crescimento da dívida líquida real exigiria um esforço fiscal da ordem de 6,2% do PIB.

Observe-se que as receitas totais do setor público têm girado em tor-

no de 35% do PIB. Somando-se a essas os juros reais de 4,0% do PIB e o déficit primário de 2,2% do PIB, obtém-se um total de despesas em torno de 41,2% do PIB.

Conclui-se, adicionalmente, que o pagamento atual de juros da dívida equivale a algo em torno de 9,7% (4,0 em 41,2) 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 dos juros reais incidentes 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 em torno de 5,1% (= $(0,076 - 0,02) \times 52 + 2,2\%$) do PIB, onde a parcela de 2,2% corresponde ao déficit primário.

Campos e Cysne (2018) mensuraram a reação do superávit primário do setor público (atualmente negativo) à elevação da razão dívida/PIB entre 2003 e 2016. Os autores utilizam técnicas econométricas que permitem variação dos coeficientes ao longo do tempo. O uso de técnicas desse tipo é tecnicamente mais exigente, porém importante no caso em questão. Os resultados mostram uma reação

fiscal demasiada baixa e decrescente no tempo, com média ao longo de toda a amostra de 0,0567.

Os mesmos autores [Campos e Cysne (2018a)], posteriormente, se concentram no período mais recente da economia brasileira e mostram que a reação fiscal passa de positiva a negativa. Ou seja, elevações da razão dívida/PIB passam a ter como contrapartida, estatisticamente, reduções do superávit fiscal, quando o ideal seria o oposto.

Uma das possíveis análises macroeconômicas da questão fiscal no Brasil conclui que, para garantir a sustentabilidade da dívida, é preciso que o coeficiente de reação fiscal (RF) 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, $RF > 0,056$ (= $0,076 - 0,02$). Os dados mais recentes, no entanto, mostram que a reação fiscal mais recente tem-se mostrado negativa ($RF < 0$).

Simplificações metodológicas e imprecisões estatísticas à parte, uma reação fiscal negativa na situação atual é de fato muito preocupante. O país precisará rever rapidamente os parâmetros de ordem política, jurídica e institucional de forma a viabilizar as necessárias mudanças na condução de política fiscal. 

Referências

Campos, Eduardo L. e Rubens P. Cysne (2018). A time-varying fiscal reaction function for Brazil. A sair, *Estudos Econômicos*, USP. Versão em *working paper* disponível na página do autor.

(2018a). Um alerta sobre a queda recente do coeficiente de reação fiscal no Brasil. Trabalho em andamento.