



### Destaque

#### Superávit primário anticíclico: motivação, funcionamento e impactos

O governo implementará a partir de 2005 uma importante modificação no regime fiscal brasileiro, o mecanismo de superávit primário anticíclico. Os detalhes do sistema somente serão conhecidos em abril, quando o governo enviará ao Congresso a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para o próximo ano. Nesse destaque discutimos o funcionamento básico desse sistema, suas implicações para a trajetória da relação dívida/PIB e as dificuldades de operacionalização do novo sistema.

O primeiro ponto a notar é que não se espera que o novo sistema modifique de maneira importante a média do superávit primário nos próximos anos dos 4,25% do PIB atualmente indicados para o período até 2007 (o PPA – Plano Pluri Anual – define essa meta indicativa para o superávit primário). Isso dependerá crucialmente dos parâmetros fixados pelo governo para esse novo sistema, como discutiremos abaixo.

O princípio do sistema de superávit primário anticíclico é utilizar a política fiscal de forma ativa para influenciar a taxa de expansão do produto num determinado período. Assim, em períodos de baixo crescimento haveria um maior espaço para gastos do setor público de maneira a impulsionar o produto e quando a taxa de crescimento fosse elevada o esforço fiscal seria mais intenso para compensar os períodos de política fiscal expansionista. Dois parâmetros são fundamentais nesse tipo de sistema: (1) a taxa de crescimento potencial do PIB e (2) a sensibilidade da meta de superávit primário a desvios da taxa efetiva de crescimento do PIB em relação à taxa potencial. É preciso estabelecer qual a taxa de crescimento potencial, pois é em relação a ela que saberemos se estamos num período de baixo ou alto crescimento e, portanto, se a meta de superávit deverá ser mais baixa ou mais alta. A sensibilidade da meta de superávit é a regra que nos diz quanto a meta de superávit será modificada para cada tamanho de desvio [taxa efetiva PIB-taxa potencial PIB].

A taxa de crescimento potencial é uma verdadeira incógnita: diferentes métodos levam a diferentes repostas. Contudo, existe um consenso, fundamentalmente baseado na taxa histórica de crescimento do PIB (2,6% aa), que esse crescimento potencial deve ser de cerca de 3% aa. Esse é o primeiro parâmetro, portanto, a ser acompanhado quando a LDO trouxer os detalhes do novo sistema (acreditamos que 3% aa deve ser o valor adotado).

A sensibilidade da meta de superávit primário deve levar em conta com qual intensidade o governo pretende utilizar uma política fiscal ativa e seu efeito sobre a trajetória da relação dívida/PIB.

Sempre adotando como referência a trajetória da dívida que ocorreria caso o superávit primário fosse mantido em 4,25% ao longo dos próximos anos, temos as seguintes implicações da adoção do sistema anticíclico<sup>1</sup>: (1) a média da distribuição da previsão da relação dívida/PIB daqui a 20 anos é bastante afetada pela definição do parâmetro de PIB potencial. Um parâmetro significativamente maior que o PIB potencial verdadeiro (que ninguém conhece), levaria a uma relação dívida/PIB mais alta (sempre em relação ao que ocorreria com os 4,25% constantes) e vice-versa; (2) a média da razão dívida/PIB não é afetada pelo parâmetro da sensibilidade da meta de superávit a desvios [PIB efetivo - PIB potencial], contanto que a taxa de crescimento flutue ao redor da taxa potencial e (3) a dispersão da razão dívida/PIB é afetada pela sensibilidade: quanto maior é essa sensibilidade, maior é a dispersão da previsão da razão dívida/PIB. Isto é, quanto maior a sensibilidade da meta de superávit, mais a relação dívida/PIB dependerá da trajetória de crescimento do PIB nos próximos anos. Naturalmente, a fixação desse parâmetro depende, então,

Equipe Técnica  
Octavio de Barros - Economista Chefe  
Luis Afonso Lima  
Marcelo Cirne de Toledo  
Thais Andrea Ortega  
Andréa Bastos Damico  
Regina Helena Couto da Silva  
Carlos A. de Serra Aydar Jr.  
Daniel Kohl  
Vitor França  
Fernando Honorato Barbosa (licenciado)  
Estevão Scripilliti (licenciado)

<sup>1</sup> Nesse exercício, simulamos diferentes trajetórias para a taxa de crescimento do PIB e diferentes parâmetros da seguinte regra de superávit primário anticíclico:  $\text{superávit primário} = 4,25\% + \text{sensibilidade} * (\text{PIB efetivo} - \text{PIB potencial})$ .



da crença sobre essa trajetória. Se os agentes atribuem uma alta probabilidade a um período de crescimento elevado, então o novo sistema teria um impacto positivo sobre a expectativa para a dívida pública. Contudo, sabemos que os agentes preocupam-se mais com cenários negativos: o risco da dívida pública depende justamente da percepção do que pode ocorrer de errado. No caso de um período de baixo crescimento nos próximos anos, uma sensibilidade da meta de superávit primário muito alta agravaria seu impacto sobre a trajetória da dívida, com efeitos negativos sobre a percepção de risco.

Como dissemos, acreditamos que a possibilidade de um crescimento sustentado nos próximos anos é muito concreta e que a sensibilidade da meta de superávit deverá ser moderada. Portanto, avaliamos que a mudança para o sistema anticíclico terá pouco impacto sobre a percepção de risco Brasil, ainda que seja um impacto negativo.

O último ponto é a dificuldade de operacionalizar esse sistema. Para que exista sentido em fazer uma política fiscal anticíclica é preciso casar o relaxamento fiscal com a queda do produto. Entretanto, existem vários problemas:

(1) As informações sobre o PIB são divulgadas com defasagens significativas. Assim, é preciso montar um bom sistema de previsão do comportamento do PIB, porque é com relação a essa previsão que a política fiscal deverá ser alterada. Por exemplo, não seria adequado um regime que levaria a meta de superávit primário de 2004 para baixo porque houve crescimento nulo em 2003. Nesse caso, um relaxamento da política fiscal estaria sendo feito na hora errada: num momento de aceleração do crescimento e não durante o período de baixa expansão. Só para continuar com o exemplo, o sistema deveria ser tal que ainda no primeiro trimestre de 2003 o governo alterasse sua meta de superávit primário com base em previsões para o PIB naquele ano.

(2) A política fiscal reage devagar. De fato, poderia colocar-se em dúvida mesmo o efeito de uma política fiscal mais frouxa: por um lado, aumenta os gastos do governo, mas será que o possível efeito sobre a taxa de juros real não pode causar uma diminuição da demanda do setor privado, anulando o impulso fiscal? Mesmo desprezando esse argumento, é preciso reconhecer que há uma defasagem entre o sinal da queda da taxa de crescimento, a reação da política fiscal e o impacto efetivo dessa política sobre o PIB. É preciso que tudo isso ocorra de maneira rápida para que haja sentido em adotar uma política fiscal anticíclica. Assim, casar os ciclos fiscais com o do PIB não é uma tarefa simples.

Além dessa mudança, o governo estuda excluir alguns gastos em investimento em infra-estrutura do cálculo do superávit primário para efeito da meta. É claro que em termos da trajetória da relação dívida/PIB, essa mudança equivale a diminuir a velocidade com a qual ela poderia cair. Mudar a forma como a meta é calculada é o mesmo que mudar a meta mantendo a forma de cálculo atual. Acreditamos que o montante a ser excluído, caso essa proposta seja efetivada, deverá ser também limitado.

Caso essas duas mudanças sejam efetivadas, a expectativa sobre a velocidade de queda da razão dívida/PIB será um pouco menor, mas ainda permanecerá (desde que nossas expectativas sobre os parâmetros desse novo regime sejam confirmadas) a perspectiva favorável para a trajetória de endividamento do setor público nos próximos anos.

## Comentários

### Política

- Os projetos que definem o papel, a organização e o controle social das agências reguladoras já foi enviado ao Palácio do Planalto. Dois aspectos bastante polêmicos, que constavam no anteprojeto, foram alterados. Os dois pontos polêmicos são a exigência de contrato de gestão e a transferência das licitações e concessões para o âmbito dos respectivos ministérios. O texto define que caberá ao governo estabelecer as diretrizes, metas e prazos das concessões e licitações de serviços públicos, mas continuará sob a alçada das agências reguladoras toda a operacionalização das outorgas. Dada a urgência da definição das regras sob as quais as agências vão operar, discute-se a possibilidade de legislar na matéria por medida provisória e não mais por projeto de lei.



## Boletim Diário

### Focus

- O Boletim Focus apresentou algumas mudanças significativas nas expectativas de mercado com relação ao cenário de inflação para este ano. A expectativa para o IGP-DI de março subiu de 0,53% para 0,75%. Para abril, de 0,40% para 0,47%. As projeções para o IGP-M foram elevadas de 0,64% para 0,90% em março, e de 0,45% para 0,50% em abril. As expectativas de mercado para inflação acumulada do IGP-DI e do IGP-M nos próximos 12 meses subiram, respectivamente, de 6,06% para 6,38% e de 6,22% para 6,68%. Para o IPCA, o mercado manteve a projeção de 0,43% de inflação em março e 0,40% em abril. Tanto no ano, quanto no acumulado 12 meses à frente, no entanto, o mercado elevou suas expectativas de 5,95% para 6,00% e de 5,38% para 5,46%, respectivamente. Tais mudanças refletem, provavelmente, um ajuste das expectativas diante dos últimos dados divulgados de inflação e da decisão do Copom de cortar em 0,25 % a taxa Selic na última reunião. As expectativas para as demais variáveis permaneceram praticamente estáveis com relação à semana anterior. Destaques para a expectativa de crescimento do PIB, que sofreu uma pequena queda em 2004 (de 3,56% para 3,54%) e em 2005 (3,76% para 3,71%). A balança comercial subiu de 23 para 23,15 bilhões de dólares.

### Comércio exterior

- A União Européia (UE) decidiu apresentar ao Mercosul uma oferta de acesso a seu mercado agrícola. A fórmula prevê que o Mercosul poderá garantir para si, antecipadamente, cerca de 30% da oferta sobre agricultura que a UE encaminhará indistintamente a todos os países, na Organização Mundial do Comércio (OMC). Em seguida, o Mercosul disputará com os demais países interessados nesse mercado sua parte dos 70% restantes. Para isso, no entanto, será necessária a aprovação dos 15 países membros da UE.
- No terceiro dia de paralisação dos funcionários do Porto de Paranaguá, os prejuízos já contabilizavam cerca de R\$ 50 milhões. Segundo o Governo Paraná, 80 mil toneladas de produtos deixam de ser movimentadas a cada dia de paralisação do porto. A fila de caminhões atingia cerca de 80 quilômetros ao longo da BR 277. Os funcionários em greve não fazem reivindicações salariais. Eles pedem melhorias no porto e a demissão do superintendente, Eduardo Requião, que é irmão do governador do estado, Roberto Requião (PMDB).

### Finanças públicas

- A medida provisória 164, aprovada na Câmara, permitirá ao governo aumentar a Cofins e o PIS que incidem sobre os combustíveis em 20,5%. O governo vai aproveitar a mudança nas alíquotas da Cofins e do PIS, prevista na MP, para promover o aumento. As alíquotas dos dois tributos passarão a ser específicas, com um determinado valor por metros cúbicos. Com o aumento de 20,5% da Cofins e do PIS nos combustíveis, o governo espera uma arrecadação adicional de US\$ 1,406 bilhão.
- A forte repercussão negativa junto a sindicatos, empresários e até mesmo a alguns setores dentro do governo foi decisiva para que o governo desistisse das alterações das alíquotas de contribuição ao INSS para financiar a dívida de R\$ 12,8 bilhões aos aposentados pensionistas que foram prejudicados na implantação do Plano Real. É possível que o aumento da Cofins e do PIS sobre os combustíveis, a taxação de produtos importados por essas contribuições, além das alterações no IPI sobre o fumo serão suficientes para financiar esses gastos extras do INSS.

## Agenda do Dia

**FGV:** IPC-S.

**Secex:** Resultado da balança comercial (3ª semana de março).

## Tendências de curto prazo

### Câmbio, Juros e Bolsa de Valores

Novos ruídos no campo político assim como importantes depoimentos no senado entre os quais, o de Palocci, Meirelles e do presidente da CEF devem movimentar os mercados nesta semana. Além disto, a ata a ser divulgada na quinta-feira certamente ditará a tendência para o mercado de juros, a qual também será influenciada pelos índices de inflação (IPCA-15, principalmente). No cenário externo deverão permanecer as incertezas no terreno geopolítico. A nova onda de terror poderá ser um fator limitador às boas notícias provenientes do campo econômico, como por exemplo o resultado do PIB (4o trimestre) dos EUA.



## Indicadores Recentes do Mercado

	19/03/2004	18/03/2004	Variação Dia	20/02/2004	Variação Mês
Juros diários (Selic - taxa % anualizada)	16,05	16,02	0,03	16,32	-0,27
Juros 360 dias (Swap Pré - DI % anualizada)	15,09	15,10	-0,01	15,96	-0,88
Juros US\$ 180 dias (Swap cambial - taxa % anualizada)	1,72	1,76	-0,04	2,33	-0,60
Juros US\$ 360 dias (Swap cambial - taxa % anualizada)	2,58	2,59	0,00	3,17	-0,59
Taxa de câmbio (Ptax)	2,902	2,905	-0,10%	2,961	-2,02%
US\$/Euro	1,229	1,239	-0,81%	1,254	-1,97%
Bolsa de São Paulo (Bovespa - nº de pontos)	22.261	22.370	-0,49%	21.337	4,33%
Bolsa de Nova York (Dow Jones- nº de pontos)	10.187	10.296	-1,06%	10.619	-4,07%
Índice Nasdaq (nº de pontos)	1.940	1.962	-1,12%	2.038	-4,78%
Risco Emergentes (exceto Argentina)	334	343	-9,00	347	-13,00
Embi Brasil (basis points)	536	541	-5,00	579	-43,00
T-BOND (10 anos - %)	3,77	3,75	0,02	4,10	-0,33
T-BOND (30 anos - %)	4,70	4,70	0,00	4,95	-0,25
Petróleo (Brent - US\$/barril)	34,80	34,71	0,26%	31,00	12,26%
Reservas Internacionais (US\$ milhões)**	51.933	51.933	0,00	52.969	-1036,00