

A Necessidade Urgente de um (Difícil de se Alcançar mas Extremamente Benéfico) Maior Superávit Primário

Na macroeconomia, o começo da administração do presidente Lula foi tão bom quanto se poderia desejar. Nenhum dos piores temores cultivados pelo mercado — que produziu uma depreciação do Real que chegou a atingir um pico de mais de 70% no último ano — tornou-se verdade. Pelo contrário, o não pagamento da dívida pública — uma questão política que o Partido dos Trabalhadores (PT) ajudou a promover através de um “plebiscito” há somente um par de anos — foi completamente descartado pela nova administração. Os três pilares da política macroeconômica da antiga administração — câmbio flutuante, regime de metas de inflação e metas de superávit fiscal primário — foram todos reafirmados. As tentativas de alguns novos governadores estaduais de renegociar a já muitas vezes renegociada dívida com o governo federal — um pleito que, se acatado, colocaria seriamente em perigo a meta de superávit primário — também foram rechaçadas. Mesmo importantes projetos que eram previamente obstaculizados pelo PT no Congresso, estão agora sendo trazidos à tona, como a reforma da previdência social e a autonomia do Banco Central. Como resultado, o real se apreciou significativamente nas primeiras semanas de janeiro, à medida em que foi novamente concedido às instituições financeiras e grandes exportadores o acesso aos mercados financeiros internacionais, embora com *spreads* ainda muito elevados.

Apesar da melhora significativa, ainda está muito cedo para dizer que Brasil está fora de perigo. Mesmo que não seja mais visto como uma possibilidade imediata, o problema chave da macroeconomia continua sendo a percepção de uma alta probabilidade de algum tipo de *default* futuro na dívida pública, que implica um prêmio de risco de crédito muito elevado. As condições para um *default* não ser visto como um risco importante são determinadas principalmente por quatro variáveis: a relação dívida/PIB, o superávit fiscal primário (superávit antes do pagamento de juros), a taxa de juro real paga sobre a dívida, e a taxa de crescimento do PIB. Boas condições para a

sustentabilidade fiscal são: uma baixa relação dívida/PIB, um superávit primário elevado, uma baixa taxa de juro real e uma alta taxa de crescimento do PIB. Por outro lado, uma alta relação dívida/PIB, um superávit primário baixo, uma alta taxa de juro real e uma baixa taxa de crescimento do PIB são ruins para sustentabilidade fiscal.

No Brasil — dado o fato de a grande maioria da dívida pública ser atrelada à taxa de câmbio ou à taxa de juro de curto prazo (taxa Selic) — a taxa de juro real na dívida varia positivamente e fortemente com a taxa Selic e com a taxa nominal de câmbio. A taxa Selic é determinada a fim de se alcançar a meta de inflação. Este regime de política monetária tem requerido nos últimos anos taxas de juros reais muito altas. No regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio está completamente fora do controle das autoridades brasileiras, e os quase 200% de depreciação durante o período 1999-2000 (comparados a uma inflação abaixo de 40%) provam que não se deve contar com isto para assegurar a sustentabilidade da dívida.

Supondo que as condições atuais de mercado permaneçam inalteradas nos próximos anos — com uma taxa de juro real doméstica acima de 10% e com o *spread* dos títulos brasileiros no exterior em torno de 1200 bps — a dívida pública aumentaria muito rapidamente. E com a percepção de que existe um risco substancial de algum tipo de *default* da dívida pública no futuro, os investimentos reais permanecerão reduzidos e o crescimento estará sujeito a abalos. Dada a já alta relação dívida pública líquida/PIB no Brasil, com crescimento baixo e taxa de juro real alta, o círculo vicioso completar-se-ia.

Das quatro variáveis que afetam a relação dívida/PIB, a única sob estrito controle do governo é o superávit primário. É, portanto, natural a ênfase no ajuste desta variável ao nível necessário para desatar este nó Górdio.

Na verdade, os cálculos necessários para estabelecer qual superávit fiscal é necessário para dissipar os temores do *default* da dívida são imprecisos por natureza. Isto porque dependem da trajetória futura de variáveis aleatórias, como a taxa de juro e a taxa de câmbio. Entretanto, com hipóteses razoáveis, pode-se estimar o patamar em que o superávit público tem que estar para se

alcançar a sustentabilidade fiscal. A maioria destes cálculos apontam para um superávit fiscal primário em torno de 5% do PIB, mais alto que a meta atual de 3,75%.

O lado bom desta história é que, diferentemente dos manuais padrões de macroeconomia, tal contração fiscal seria provavelmente expansionária. Isto porque o superávit fiscal mais alto, ao dissipar os temores de *default*, induziria uma redução na taxa de juro real. Isto por sua vez estimularia o crescimento, que ajudaria a alcançar a sustentabilidade fiscal, reduzindo ainda mais o prêmio de risco de *default* das taxas de juros. Ou seja, o círculo vicioso transformar-se-ia num círculo virtuoso.

Como a maioria das coisas na vida, isto é mais fácil de se falar do que se fazer. Mesmo que esta administração seja capaz de passar a reforma da Previdência Social, que é uma tarefa muito delicada, outras ações bastante difíceis também serão necessárias no curto e médio prazo para manter o superávit primário atual, que dirá aumentá-lo, como previamente sugerido. Mas, senão o fizer, o círculo vicioso de altas taxas de juro real e dívida insustentavelmente elevada não será quebrado, impedindo a retomada do crescimento sustentado, que, por sua vez, tornará as metas sociais da atual administração muito mais difíceis, se não impossíveis, de serem alcançadas.

Márcio Garcia

As declarações e opiniões citadas acima não expressam necessariamente os pontos de vista e opiniões do Banco BBM S/A, seus diretores, gerentes e funcionários.

Pesquisa Macroeconômica
macro@bbmbank.com.br
(55 21) 2514-8341

Tomás Brisola
Fernando Aguiar

Paulo Val
Ricardo Marin

As declarações e as estatísticas contidas neste documento foram obtidas de fontes que Banco BBM S/A acredita serem confiáveis, mas Banco BBM S/A não pode asseverar que sejam completas ou precisas. Esta publicação destina-se a informar os investidores e não constitui uma oferta de venda ou uma solicitação para a compra dos títulos mencionados neste documento. Banco BBM S/A ou suas coligadas, bem como seus Diretores e Executivos, podem, a qualquer tempo, deter uma posição nos títulos mencionados e podem, a qualquer tempo, fornecer serviços de banco de investimentos, ou outros serviços, inclusive de underwriting, para qualquer empresa citada neste relatório e/ou coligadas ou subsidiárias de tal empresa. Direitos autorais (Copyright) reservados. Este documento não pode ser reproduzido ou publicado para qualquer propósito.