

**CONTROLE DE GASTOS PÚBLICOS RESULTA EM MENOR TAXA DE JUROS****24 de Julho de 2008****SUMÁRIO EXECUTIVO:**

- O Conselho de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BC) definiu ontem (23 de Junho) o novo valor da taxa Selic, que passou de 12,25% para 13%, acelerando o ritmo de aumento da taxa de juros.
- Não há dúvida que o setor produtivo sofre muito com aumentos de taxas de juros, principalmente com uma valorização adicional da moeda em relação ao dólar, que atingiu seu menor valor desde 1999 no dia de hoje (24 de julho).
- A Fiesp é a favor do controle da taxa de inflação. No entanto, a entidade argumenta que caso haja uma coordenação das políticas monetária e fiscal, pode-se controlar a inflação com taxas de juros menores.
- Neste sentido, este trabalho tenta responder a seguinte pergunta: Um controle dos gastos públicos, que resulte em aumentos do superávit primário, poderia gerar uma queda da taxa de juros de quantos pontos percentuais?
- Enquanto a meta de superávit primário de 3,8% gera uma queda irrisória de 0,15 p.p. da taxa real de juros, uma elevação do superávit primário para 5,6 % do PIB provoca uma queda de 3.45 p.p. da Taxa Selic Real. Na média, cada 1 ponto percentual adicional de controle de gastos (como proporção do PIB) resulta em 2 pontos percentuais de queda da Selic Real.
- O artigo também mostra que o controle de gastos, que eleve o superávit primário para 5,6%, é algo perfeitamente plausível em termos de contas públicas. Basta o governo praticar o gasto público médio dos últimos cinco anos.

---

O Comitê de Política Monetária (Copom) deu mais um passo no já anunciado ciclo de aumento de taxas de juros, com objetivo de conter a escalada da inflação em curso no país. Para o setor produtivo, a consequência da condução da política monetária pelo BC causa preocupação pelas razões já conhecidas de queda do consumo e, conseqüentemente, queda da produção. Logicamente, um dos canais de transmissão monetária mais importantes neste contexto é a taxa de

câmbio, ou seja, a cada aumento da taxa Selic assistiremos a uma maior valorização da moeda que, cada vez mais, compromete a competitividade do produto brasileiro. Isso já foi sentido no dia seguinte à elevação da taxa de juros (em 23 de julho), quando taxa de câmbio chegou a seu menor patamar desde 1999.

Estamos convencidos que o impulso inflacionário existente no Brasil é consequência primordial de variações de níveis de preços que assolam os mais variados países. Isso não significa que devemos ficar inertes quanto à propagação da inflação e, por isso, aceitamos que tal propagação de preços ocorre mais facilmente em um ambiente de forte atividade econômica.

Mas o controle da inflação fica mais facilitado caso haja uma coordenação das políticas monetária e fiscal, para que todo o peso da condução da política econômica não caia somente sobre a política monetária. Um controle do gasto público, que gere elevação do superávit primário, é algo necessário neste contexto pois propicia taxas de juros mais baixas sem onerar consumo e investimento.

### **Gastos Públicos no Período Recente**

Uma análise dos dados fiscais do governo central (Tabela 1) deixa claro que a condução da política fiscal brasileira se mostra cronicamente expansionista. No acumulado dos últimos cinco anos, o crescimento da despesa ficou acima do crescimento da receita, tanto em termos nominais quanto em termos reais. Além disso, a fúria de gastos públicos é tão recorrente que, no mesmo período, o crescimento da despesa total foi duas vezes superior ao crescimento do PIB.

**Tabela 1: Crescimento Real e Nominal das Receitas e Despesas**

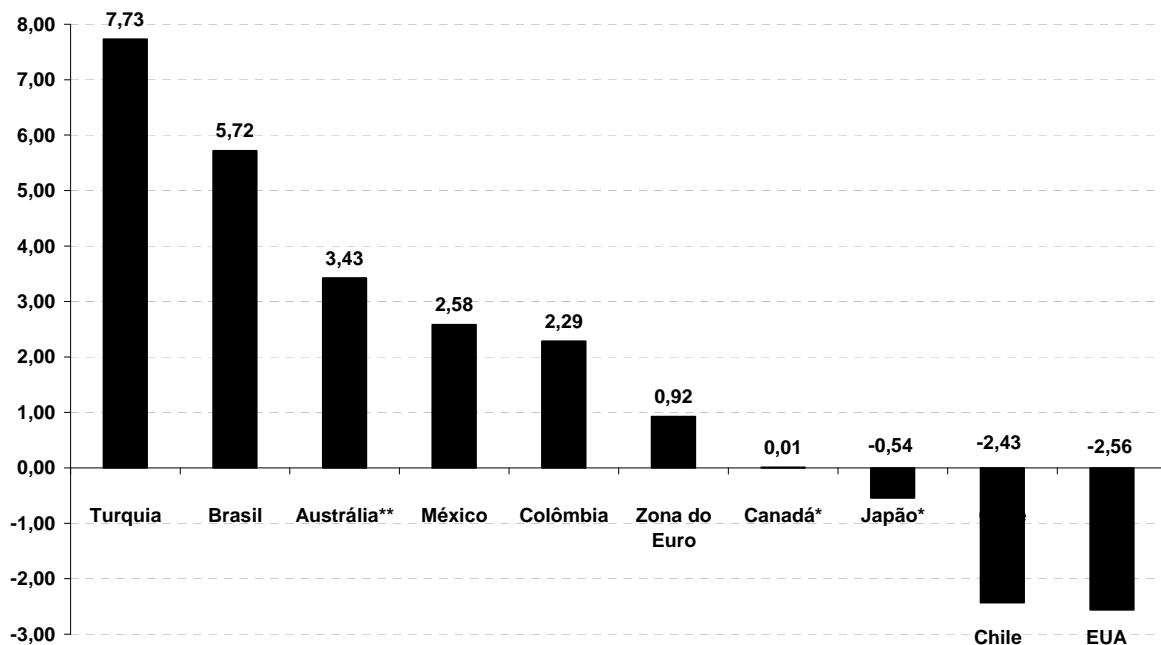
Ano	Crescimento Real			Crescimento Nominal	
	Despesa Total	Receita Total	PIB	Despesa Total	Receita Total
<b>2004</b>	9,4%	10,4%	5,7%	17,7%	18,8%
<b>2005</b>	9,9%	8,7%	3,2%	16,2%	14,9%
<b>2006</b>	10,8%	8,1%	3,8%	14,3%	11,4%
<b>2007</b>	8,5%	9,0%	5,4%	13,3%	13,9%
<b>2008*</b>	8,0%	7,7%	4,8%	15,0%	14,7%
<b>Acumulado</b>	56,1%	52,2%	25,1%	103,7%	98,6%

Fonte: Tesouro Nacional e BACEN

\*Previsão FIESP (PIB), Min. do Planejamento (receitas e despesas)

Esta condução de Política Fiscal frouxa faz com que o controle de preços fique exclusivamente à mercê de elevações das taxas de juros, e faz com que o país tenha uma das taxas de juros mais elevadas do mundo. O Gráfico 1 mostra que países que estão sofrendo com pressões inflacionárias pagam taxas de juros reais menores, chegando até a ser negativa como no caso chileno, por exemplo.

**Gráfico 1: Taxas de Juros Reais – Países Selecionados (% Jun/2008)**

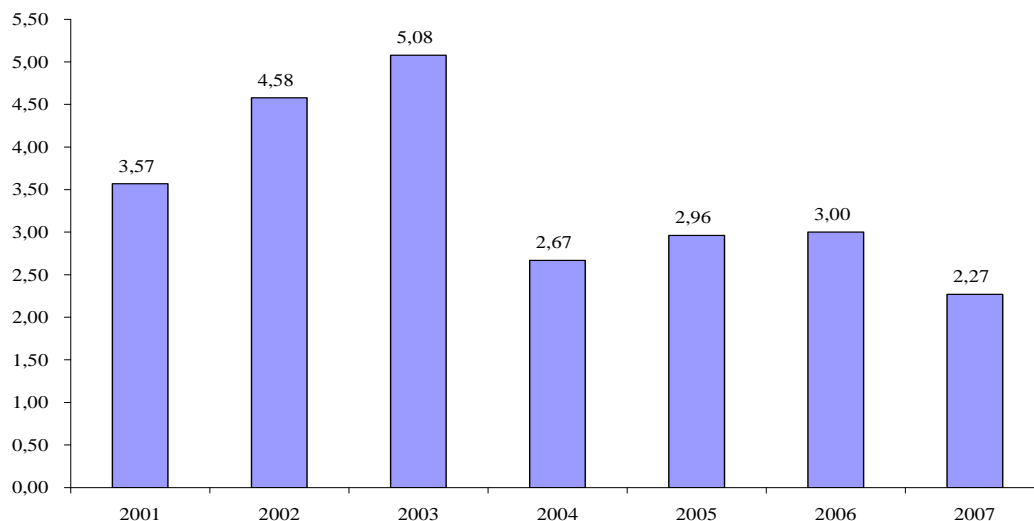


\* Dados de maio de 2008 \*\* Inflação trimestral

Fonte: The Economist ( 3 month interest

As conseqüências da política fiscal expansionista e das altas taxas de juros implicam em um déficit nominal persistente no Brasil (Gráfico 2), isto é, o governo continua gastando mais do que arrecada. E mais grave, o crescimento econômico e a elevada arrecadação tributária do governo são ofuscados pelo gasto crescente com a máquina pública e com pagamentos do serviço da dívida. Não é de se surpreender, portanto, que o déficit nominal tenha alcançado 2,27% do PIB em 2007, mesmo com uma meta média de superávit primário de 3,8% do PIB desde 2001.

Gráfico 2: Déficit Nominal (% PIB)

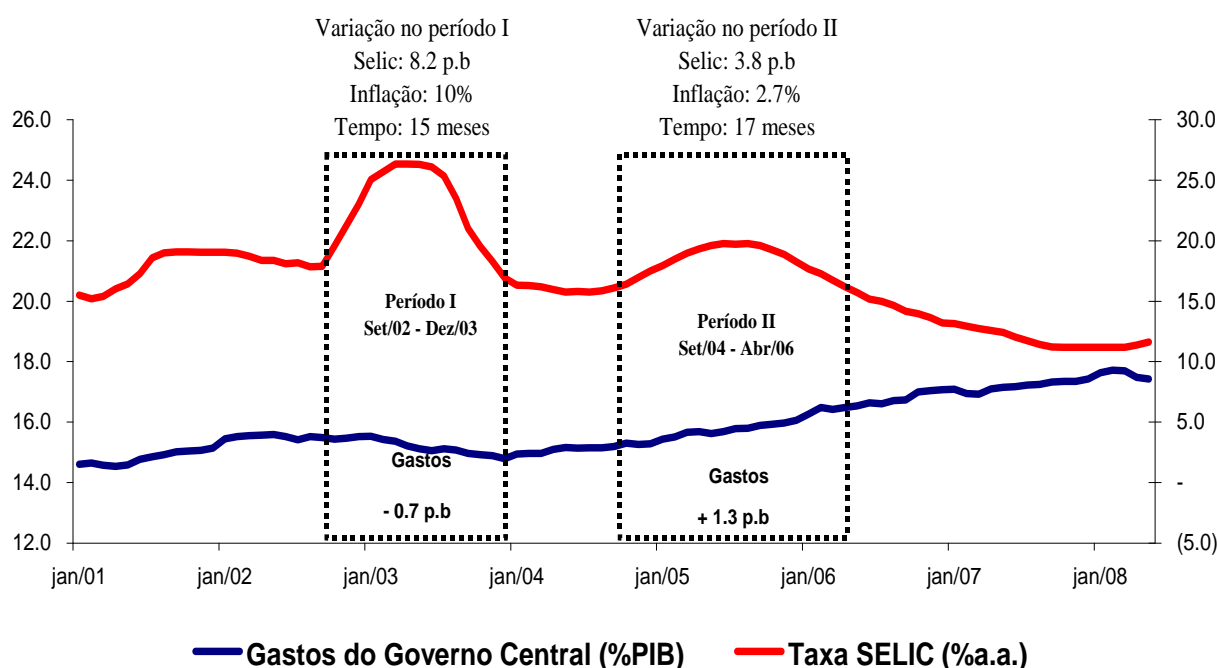


Fonte: Bacen

A coordenação entre as políticas é fundamental e seus efeitos benéficos podem ser visualizados no Gráfico 3, que mostra uma comparação entre os dois períodos recentes de pressão inflacionária: Período I (Set/02-Dez/03) e Período II (Set/04-Abr/06). No primeiro período, o Banco Central conteve a inflação, promovendo ajustes na taxa de juros. Por outro lado, houve um esforço deliberado do governo federal em promover um ajuste fiscal coordenado com o aperto monetário, com queda de 0,7 p.p. nos gastos do governo central como proporção do PIB. No segundo período, a condução da política monetária não veio acompanhada de um esforço fiscal coordenado, o que fica demonstrado pelo aumento dos gastos públicos de 1,3 p.p. no período.

Em termos comparativos, o Gráfico 3 é útil para ilustrar os ganhos de eficiência (medida em termos da queda da inflação por aumento de um ponto percentual da Taxa Selic) de um ajuste monetário em um ambiente de coordenação das políticas fiscal e monetária. Observa-se que, no período I, em que se verificou uma coordenação de políticas, houve uma queda da inflação de 1,2 ponto percentual para cada ponto percentual de aumento da Selic. Já no período II, de ausência de coordenação, esta razão caiu para 0,7 ponto percentual, ou seja, uma queda de eficiência da ordem de 40%. Uma simulação simples destes resultados mostra que, caso o Período II tivesse sobre patamar de coordenação similar ao Período I, o ajuste monetário teria sido de 2,2 pontos percentuais, ao invés dos 3,8 pontos percentuais efetivamente ocorridos.

**Gráfico 3: Gasto do Governo Central (%PIB) e Taxa Selic (% a.a.)**



Sendo assim, a política fiscal expansionista dos últimos anos é fator impeditivo para uma condução de uma política monetária menos onerosa ao setor produtivo e ao consumidor brasileiros. Dito de outra forma, é fundamental que o governo federal controle seus gastos de maneira que o Banco Central não necessite utilizar tanto o mecanismo de aumento da taxa de juros, decrescendo o crescimento da atividade produtiva e do investimento.

### O esforço fiscal adicional é possível

Antes de tentarmos responder ao questionamento de que um maior controle do gasto público leva a uma queda da taxa de juros, devemos saber qual é o patamar de economia possível, em termos de elevação de meta de superávit primário. Se desconsiderarmos ações radicais que impliquem em cortes significativos ou mesmo discontinuidades na prestação de serviços, podemos afirmar que a média do gasto em percentual do PIB nos últimos anos representa uma estimativa razoável para nosso exercício. Desta forma, podemos traçar 2 cenários alternativos, e plenamente factíveis para a execução orçamentária, os quais estão associados às médias dos dispêndios em relação ao PIB do último quinquênio e triênio. Além destes 2 cenários, analisaremos o impacto na

taxa de juros se o governo seguir cumprindo com a meta de superávit primário de 3,8% (Cenário 3) e, também, o esforço adicional de 0,5 p.p. extra-oficial do governo, o que gera um superávit de 4,3% (Cenário 4).

Se levarmos em consideração a média dos gastos executados pelo Tesouro Nacional como proporção do PIB nos últimos cinco anos, chegamos a um percentual de 16,3% do PIB. Mas a previsão de gastos para 2008 está em 18,1% do PIB para 2008. Isso constitui um dispêndio adicional de 1,81% do PIB, que pode ser transformado em superávit primário adicional aos 3,8% programados para 2008. Daí resulta uma nova meta de superávit primário de 5,6% (Cenário 1). Em termos monetários, isso significa uma economia fiscal adicional de R\$ 52,1 bilhões, para um PIB estimado de R\$ 2.883 bi.

No cenário 2 é feito um exercício similar, mas levando-se em conta a previsão de gastos de 17% do PIB, relativo ao triênio 2005-2007. Comparando com a previsão de gastos para 2008 (18,1%), o esforço fiscal adicional é de 1,1 p.p. que, em termos, a economia seria de R\$ 31,6 bilhões. O terceiro cenário é simplesmente o mesmo exercício considerando-se a meta de 3,8% para o superávit primário em 2009. No cenário 4, leva-se em consideração o esforço adicional extra oficial de 0,5 p.p. (superávit primário de 4,3% do PIB), gerando uma economia fiscal adicional de R\$ 52,1 bilhões. Todos estes resultados estão reportados na Tabela 2.

**Tabela 2: Execução Orçamentária (% PIB)**

	CENÁRIO 1	CENÁRIO 2	CENÁRIO 3	CENÁRIO 4
<b>Despesas</b>	<b>Média 2003-2007 (% do PIB)</b>	<b>Média 2005-2007 (% do PIB)</b>	<b>Previsão 2008 (% PIB)</b>	<b>Esforço Fiscal Adicional 2008</b>
<b>Pessoal e Encargos Sociais</b>	4,4%	4,5%	4,6%	
<b>Benefícios Previdenciários</b>	6,8%	7,0%	6,9%	
<b>Custeio e Capital</b>	5,1%	5,5%	6,6%	
<b>TOTAL</b>	16,3%	17,0%	18,1%	
<b>Esforço Fiscal Adicional</b>	<b>1,8 p.p</b>	<b>1,1 p.p</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>
<b>Meta Primário 2009</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,9%</b>	<b>3,8%</b>	<b>4,3%</b>

Fonte: STN, Ministério do Planejamento. Elaborado pelo Depecon/Fiesp  
Custeio engloba, por exemplo, manutenção da máquina pública, subsídios,  
gastos com terceirizados, operações oficiais de crédito, etc.

## Exercício analítico

De posse dos quatro cenários definidos acima, utilizaremos uma análise econométrica de auto-regressão vetorial (VAR) para mostrarmos que um esforço fiscal adicional do setor público resulta em queda na taxa de juros real. A análise é feita com dados mensais (Jun/1999 a Maio/2008) considerando-se as seguintes variáveis: a) Taxa Selic Real; b) Resultado Primário do Setor Público Consolidado como Proporção do PIB; c) Taxa de Câmbio Nominal; d) Produção Industrial; e) Meta de Inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional.

Estamos cientes que todo o esforço fiscal adicional é algo que leva algum tempo até que seja consolidado. Neste caso, nosso objetivo é definir uma taxa de juros possível para o final de 2009, dados os 4 cenários previstos.

Os resultados estão expostos na Tabela 3 e no Gráfico 3 e confirmam nossa hipótese inicial de que o controle dos gastos governamentais, que resulte em aumentos de superávits primários, gera ganhos reais em termos de taxas de juros menores.

**Tabela 3: Cenários para a Taxa Selic Nominal em Dezembro de 2009**

	CENÁRIO 1	CENÁRIO 2	CENÁRIO 3	CENÁRIO 4
<b>Superávit Primário (% PIB)</b>	5,6	4,9	3,8	4,3
<b>Taxa Selic Real Projetada pelo exercício para Dez/2009 (% a.a)</b>	5,3 %	6,5 %	8,6 %	7,6 %
<b>Projeção para o IPCA de Dez/2009 (Relatório Focus - Bacen)</b>	5,0%			
<b>Taxa Selic Nominal Projetada pelo exercício para Dez/2009 (% a.a)</b>	10,3 %	11,5 %	13,6 %	12,6 %
<b>Projeção para a Taxa Selic Nominal para Dez/2009 (Relatório Focus - Bacen)</b>	13,75 %			
<b>Queda Possível da Taxa de Juros Selic</b>	3,45 p.p.	2,25 p.p.	0,15 p.p.	1,15 p.p.

Taxa de Câmbio Nominal: R\$ 1,60 entre Jun/08 e Dez/08, e convergindo para R\$ 1,70 a partir de Jan/09.

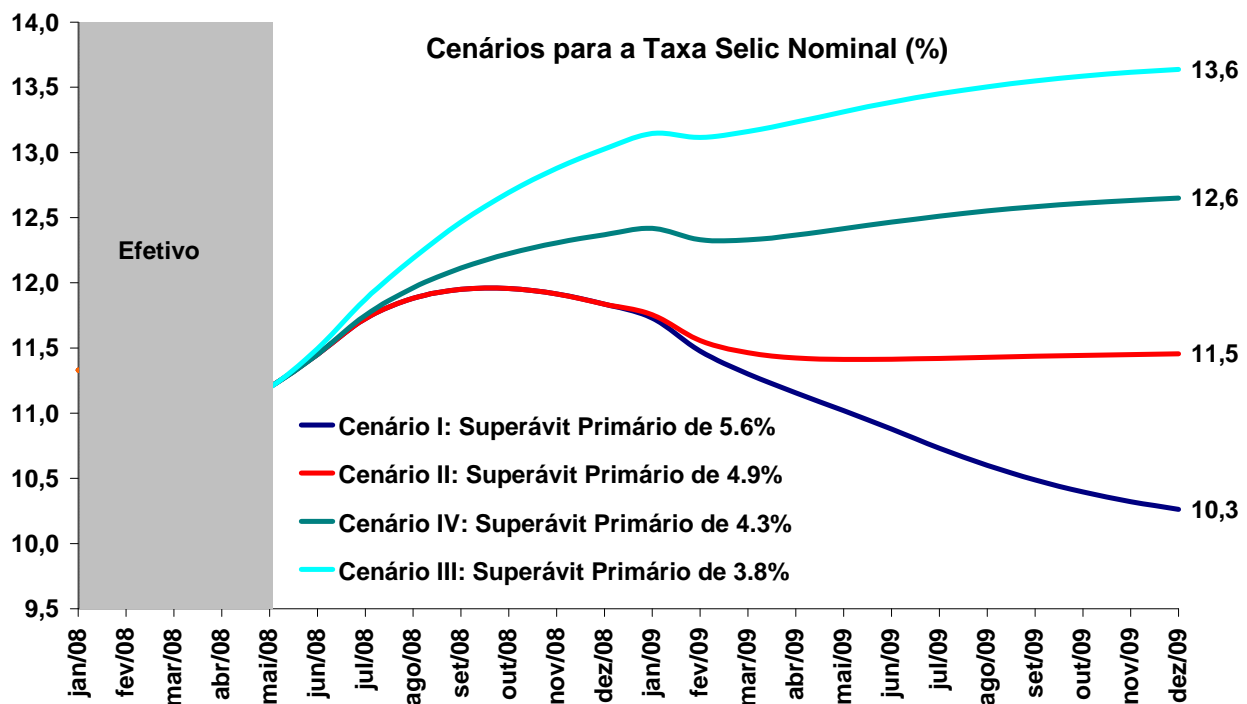
Crescimento da produção industrial de 5,5% e 4,0% em 2008 e 2009, respectivamente.

Meta de inflação de 4,5% em 2008 e 2009.

Um superávit primário de 5,6 % do PIB gera uma queda da Taxa Selic Real de 3,45 pontos percentuais em Dezembro de 2009 (Cenário 1). No cenário 2, um superávit primário de 4,9% resulta em uma queda da Selic de 2,25 pontos percentuais em Dezembro de 2009. Por outro lado, a continuação de uma meta de superávit de 3,8% gera uma queda irrisória da Selic de 0,15 p.p. Finalmente, o esforço extra-oficial de um superávit primário de 4,3% do PIB resulta em uma redução da Selic em 1,15 p.p.

O Gráfico 3 deixa mais claro que a meta de superávit primário atual de 3,8% gera uma projeção de Selic, 13,6% para Dezembro de 2009, bem próxima da projeção Focus do BC que é de 13,75%. Por outro lado, um cenário de superávit primário de 5,6% provoca uma queda da taxa de juros para 10,3%.

**Gráfico 3: Cenários para a Taxa Selic Nominal em Dezembro/2009**



**Impacto sobre o pagamento de juros**

Uma última indagação é calcular o impacto de 100 pontos base de alteração na taxa básica de juros sobre o custo da dívida pública mobiliária federal interna. As seguintes premissas são adotadas:

- 1) O impacto líquido sobre os custos associados aos títulos indexados à Selic é de 100% em todos os cenários, independentemente do prazo de vencimento do título;
- 2) O impacto líquido sobre os prêmios associados aos títulos prefixados e indexados a índices de inflação com vencimento em até 12 meses é de 50%, 100% e 150% nos cenários 1, 2 e 3, respectivamente;
- 3) O impacto líquido sobre os prêmios associados aos títulos prefixados e indexados a índices de inflação com vencimento após 12 meses é igual a zero.

As simulações estão expostas na Tabela 4 e mostram que o impacto sobre o custo total da dívida fica entre R\$ 5,8 e R\$ 8,8 bilhões por ano, para cada variação de 100 pontos base na taxa básica de juros. Em outras palavras, esta é a provável economia feita pelo governo em termos de pagamento de juros referentes à dívida pública interna.

**Tabela 4: Impactos sobre o custo total da dívida**

<b>Título</b>	<b>Estoque 06/2008</b>	<b>Vencimento em até 12 meses (%)</b>	<b>Cenário 1</b>	<b>Cenário 2</b>	<b>Cenário 3</b>
Selic	429,76	100%	429,76	429,76	429,76
Prefixados	433,65	58%	125,02	250,04	375,06
Índice de Preços	347,97	15%	25,25	50,49	75,74
<b>Total</b>	<b>1.211,38</b>		<b>5,80</b>	<b>7,30</b>	<b>8,81</b>

## Conclusão

É certo que o impulso inflacionário vivido pela economia brasileira tem raízes primordiais na alta de preços que assola vários países em todo o mundo. Embora também defenda o firme combate à inflação, a Fiesp segue comprometida com o crescimento do País e argumenta que o mais eficaz é a gestão coordenada das políticas monetária e fiscal. Infelizmente, esta não é a realidade no Brasil.

Com base no exercício feito neste artigo podemos chegar a duas conclusões importantes:

- 1) É possível um esforço fiscal adicional apenas com base no histórico de gastos recentes do setor público.
- 2) Dado este cenário benigno de controle dos gastos públicos, a queda da taxa de juros pode acontecer de forma a não onerar tanto o Banco Central em termos de condução de política monetária. Na média, cada 1 ponto percentual adicional de controle de gastos resulta em 2 pontos percentuais de queda da Selic Real.

Certamente, estas duas conclusões mostram que uma coordenação das políticas monetária e fiscal oneraria menos o produtor e o consumidor brasileiros. Quando este compartilhamento não existe, o custo para a sociedade acaba sendo muito maior, com menos empregos e renda, mais gastos com juros e queda na produção. Além disso, no desentendimento entre as políticas monetária e fiscal do governo, quem sofre são os menos favorecidos. Para combater o vírus da inflação não se pode usar um único tratamento, há outros antídotos que não apenas a alta de juros que impede o crescimento, gera desemprego e prejudica a sociedade. Não há dúvida que o setor industrial sofre muito com aumentos de taxas de juros pelas razões já conhecidas e, principalmente, com uma valorização adicional da moeda em relação ao dólar, que já pôde ser vista no dia de hoje (24 de julho).

Por fim, sabemos da dificuldade política em se promover o devido controle do gasto público. Não existe milagre e o papel dos Poderes Executivo e Legislativo é definir as prioridades de forma conjunta. Ademais, é fundamental buscar ganhos de produtividade. O setor público pode, certamente, gerar mais produtos e serviços com os recursos humanos e financeiros existentes.