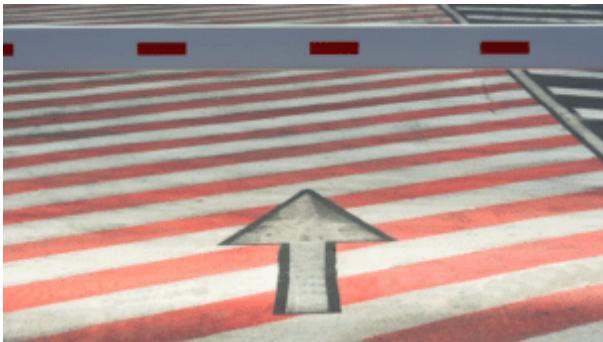


## A polêmica revisão das metas fiscais



Por PAULO NOGUEIRA BATISTA JR.\*

*A questão é complexa e controvertida, mas não há motivo para os discursos catastrofistas do mercado e da mídia*

O ministro da Fazenda anunciou há pouco a revisão da meta de resultado primário para 2025. Antes, o arcabouço fiscal estabelecia um superávit de 0,5%, com uma margem de tolerância de 0,25 % do PIB para mais ou para menos. Agora, o ponto central da banda foi reduzido para déficit zero, repetindo a meta de 2024 e mantendo a margem de tolerância. Decidiu-se, também, suavizar as metas para os anos subsequentes.

Como seria de esperar, o mercado e a mídia tradicional reagiram mal. Deram arrancos triunfais de cachorro atropelado, como diria Nelson Rodrigues. Alegam que o risco fiscal aumentou, com consequências negativas para a economia. Há base para preocupações?

Antecipo as conclusões do artigo: a questão é complexa e controvertida, mas não parece que haja motivo para perder o sono, e muito menos para discursos catastrofistas. O máximo que se pode dizer, a meu juízo, é que algumas projeções e expectativas terão, sim, de ser revistas, mas não de forma a justificar alarme. O leigo deve ter consciência de que os problemas levantados pelos economistas de mercado, na verdade por qualquer economista, não têm base em certezas, tecnicamente fundamentadas, mas em conjecturas mais ou menos plausíveis. *Informed guesses*. Em inglês, fica chique. Em português, menos chique, mas mais realista: chutes informados.

A coluna será desta vez, por força da complexidade do tema, um pouco mais técnica do que de costume. Farei, de todo o modo, um esforço para torná-lo acessível, pelo menos na maior parte, para não-economistas. Uma sugestão que eu mesmo sigo quando leio textos mais técnicos de outras áreas: não se desencoraje, leitor ou leitora, se topar com uma passagem que parece difícil de entender. Passe batido e siga em frente. Se não forem muitas as passagens não compreendidas, o essencial do texto poderá ser captado.

As questões econômicas são importantes demais para serem deixadas apenas nas nossas mãos. E sempre me lembro da advertência da grande economista keynesiana, Joan Robinson, para quem uma das principais razões para estudar economia era não se deixar enganar por economistas.

## Desequilíbrio externo e inflação?

Mas vamos ao assunto. Quais são as razões macroeconômicas possíveis para se preocupar com a decisão de rever as metas de 2025 e dos anos seguintes? Tentarei passar os principais argumentos em revista. Começo com os que parecem mais fracos.

Um afrouxamento da política fiscal, seja por aumento de gastos não-financeiros, seja por diminuição da carga tributária,

# a terra é redonda

gera *ceteris paribus* expansão da demanda. Em outras palavras: tudo o mais constante, maior despesa e/ou menos impostos se traduzem em maior demanda agregada. O gasto governamental é diretamente um dos componentes da demanda; já menores tributos aumentam a renda disponível do setor privado, o que tende a incentivar os seus gastos de consumo e de investimento. Admitindo-se que haja capacidade produtiva ociosa (algum desemprego das instalações produtivas e da força de trabalho), o aumento da demanda gera crescimento da produção.

O que há de errado nisso? Em princípio, nada. A economia brasileira vem crescendo pouco, apenas 3% ao ano, talvez menos neste ano, e um impulso pelo lado fiscal seria bem-vindo. O que se alega como contra-argumento, tradicionalmente, é que esse impulso provocaria desequilíbrio das contas externas e/ou inflação.

Por quê? Maior crescimento da economia pode gerar aumento da demanda por importações e pode, também, desviar exportações para o mercado interno. Diminuiria, assim, o superávit da balança comercial e aumentaria o déficit do balanço de pagamentos em conta corrente. No que se refere à inflação, o aumento da demanda e o aquecimento do mercado estimulariam maiores aumentos de preços e salários, obstruindo a convergência da inflação às metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Nenhum dos dois efeitos parece motivo para alvoroço. A posição externa da economia brasileira é extraordinariamente forte. O superávit comercial bate recordes e o desequilíbrio em transações correntes é pequeno. As reservas internacionais do país são elevadas, dando segurança à economia pelo lado externo. Pode-se dizer com alguma certeza que o balanço de pagamentos e o nível de reservas não serão abalados pela revisão da meta de resultado primário de 0,5% do PIB para zero em 2025 nem pela revisão discreta das metas anuais posteriores. A revisão não fará nem cócegas no setor externo da economia.

Quanto à inflação, a preocupação é menos descabelada, mas também não chega a ser convincente, no meu entender. O aumento da demanda, argumenta-se, por elevar o grau de utilização da capacidade instalada e reduzir a taxa de desemprego, geraria aquecimento excessivo do mercado, desembocando em inflação adicional. Antes do anúncio do ministro Haddad, as expectativas de inflação já estavam ligeiramente “des ancoradas”, isto é superavam um pouco o centro da meta oficial, fixado em 3%. Uma intensificação do crescimento poderia levar a inflação esperada a distanciar-se mais da meta de inflação que o Banco Central persegue?

A resposta a essa pergunta não é clara e cristalina. Os economistas de mercado e o próprio Banco Central costumam alegar que o “hiato do produto” teria se estreitado muito e que qualquer estreitamento adicional seria perigoso para o controle da inflação. O que é hiato do produto? Trata-se de uma medida agregada da ociosidade na economia, uma variável não-observada diretamente, inferida a partir de estimativas do produto potencial. Esse último é o nível de PIB que poderia ser produzido com plena utilização dos fatores de produção. Se o PIB observado é inferior ao potencial, diz-se que o hiato do produto é negativo (e positivo se o produto observado supera o potencial). Acontece que as estimativas de produto potencial sempre são imprecisas. Portanto, o hiato sempre carrega alguma incerteza e a dispersão das estimativas tende a ser elevada.

Para dirimir esse tipo de dúvida, uma possibilidade é deixar de lado as estimativas de hiato do produto e observar diretamente informações existentes sobre a utilização dos fatores de produção. Por exemplo: qual é o grau de utilização da capacidade na indústria? Qual é a taxa de desemprego da economia. Essas variáveis diretamente observáveis sugerem que o hiato do produto está mesmo próximo de zero?

*Prima facie*, os dados disponíveis não confirmam a tese de que a ociosidade é pequena. Segundo a Confederação Nacional da Indústria, o grau de aproveitamento da capacidade instalada está razoavelmente estabilizado abaixo de 80%. E, segundo o IBGE, a taxa de desemprego aberto (pessoas desocupadas que buscaram trabalho na semana de referência da pesquisa) está em queda, mas ainda é considerável, de 7,4% no final de 2023.

Além disso, medidas mais amplas de desemprego, também acompanhadas pelo IBGE, indicam que: (a) muitos

trabalhadores estão subutilizados, isto é, trabalhando menos horas do que desejariam, e (b) existe também um estoque substancial de desempregados que voltariam ao mercado se a demanda por trabalho se recuperasse ou que, por convenção, não são incluídos como desocupados nas estatísticas de desemprego aberto por não terem realizado busca efetiva de trabalho na semana de referência. Estes dois últimos grupos são designados pelo IBGE como “força de trabalho potencial”. Considerando todas essas formas de desemprego, a taxa de subutilização global do trabalho alcançava nada menos que 17,3% no final do ano passado.

Portanto, parece difícil argumentar que a economia brasileira esteja perto da plena utilização da sua capacidade. É pouco significativo o risco de que a política fiscal mais branda possa sobreaquecer a economia e pressionar a inflação – tanto mais que a revisão das metas foi bem cautelosa.

## Aumento das taxas de juro de longo prazo?

Mas há pelo menos duas outras linhas de argumentação interligadas, que justificariam a preocupação com o afrouxamento da política fiscal. Uma delas, inconsistente com o argumento anterior, é que a piora do resultado primário esperado resultaria em aumento das taxas de juro de longo prazo. Este aumento provocaria, por sua vez, uma diminuição do crescimento econômico.

Repare, leitor ou leitora, que o argumento agora aponta para um risco oposto – o de que o afrouxamento fiscal possa reduzir o crescimento. A expectativa de um resultado primário menos robusto levaria a um aumento da desconfiança do mercado, que passaria a cobrar juros mais altos para emprestar ao governo a prazos um pouco mais longos. Ora, prossegue o argumento, são as taxas de juro longas que determinam o investimento e o consumo de bens duráveis. Esses componentes da demanda privada, que dependem de crédito, sofreriam impacto negativo dos juros mais altos.

O crescimento da economia ficaria prejudicado e também a sua qualidade, se o impacto sobre investimento for expressivo. Uma taxa de investimento que já é baixa cairia ainda mais, comprometendo a possibilidade de sustentar o desenvolvimento da economia no médio e no longo prazo. Esse efeito pode ser exacerbado pelo Banco Central, caso ele venha reagir à flexibilização fiscal com aumento dos juros de curto prazo ou com algum sinal de intensificação da restrição monetária nos próximos meses.

Dependendo da dimensão dos efeitos envolvidos, esse raciocínio tem um aspecto paradoxal: a expansão fiscal (via diminuição do resultado primário *ex ante*) pode ser contracionista e, da mesma forma, a contração fiscal pode ser expansionista. A expansão contracionista ocorreria sempre que o impacto recessivo via juros (e, diga-se *en passant*, via apreciação cambial) sobrepujasse o impacto expansivo via demanda interna agregada.

Todo paradoxo é intelectualmente instigante. Instigante, mas não necessariamente verdadeiro. É o caso deste. O efeito recessivo é baseado em conjecturas difíceis de respaldar quantitativamente. Qual o impacto da mudança das metas sobre as percepções de risco do mercado e a sua demanda por títulos mais longos? E se houver aumento expressivo dos juros longos, qual o efeito sobre o investimento e o consumo de duráveis? Não há como dimensionar esses efeitos com segurança e de forma inequívoca. Conjecturas são quase sempre inescapáveis em economia, uma ciência inexata por excelência. As hipóteses em questão, porém, dependem de conjecturas especialmente frágeis.

Já o impacto expansivo, sobretudo de um aumento do gasto governamental, é mais direto e se faz sentir mais rapidamente. A maior despesa pública, permitida pelas metas mais moderadas, reflete-se em expansão da demanda e gera aumento da produção – desde que exista alguma capacidade instalada ociosa e trabalhadores desempregados ou subempregados, como é o caso no Brasil agora. Assim, é pouco provável que o efeito recessivo dos juros prevaleça sobre o impacto expansionista do gasto. Esse último é claro e direto; o primeiro é incerto e sujeito a conjecturas. O paradoxo se desfaz na prática. A expansão fiscal tende a ser expansionista mesmo. E a contração fiscal, contracionista.

Observe-se, de passagem, que a expansão da economia induzida, via demanda agregada, pela política fiscal mais branda tem efeitos positivos que nem sempre são levados na devida conta. Primeiro, ao provocar aumento da utilização da capacidade, ela estimula o investimento do setor privado (poucos investem em grande escala enquanto subsiste capacidade ociosa). Segundo, o aumento da base de incidência dos impostos eleva a arrecadação automaticamente, sem aumento de carga tributária. Terceiro, o maior crescimento melhora o resultado primário também pelo lado das despesas públicas. Isso porque o aumento dos postos de trabalho decorrente da expansão da economia reduz gastos cíclicos como o auxílio a desempregados.

## A insustentável leveza da dívida pública

Retomo o fio da meada. O outro argumento também muito popular entre economistas de mercado e na mídia tradicional é o de que menor ambição em termos de resultado primário traz o risco de aumento incontrolável ou insustentável da dívida do setor público.

Esse argumento se baseia em grande parte em identidades contábeis. O crescimento da dívida (inclusive passivos monetários) corresponde ao déficit. Este equivale à soma do resultado primário (receitas menos despesas não-financeiras) com as despesas líquidas de juros (despesas menos receitas financeiras). A despesa com juros, por sua vez, resulta da taxa média de juro multiplicada pelo estoque da dívida. A trajetória da razão dívida pública/PIB, a variável que resume tudo isso, reflete, portanto, três variáveis principais: o superávit primário como percentagem do PIB, a taxa de juro e a taxa de crescimento do PIB.

Combinando essas identidades, chega-se ao seguinte resultado, bastante conhecido: a razão dívida/PIB é função inversa da taxa de crescimento econômico e função direta da taxa de juro e do déficit primário. Se a taxa de juro supera a taxa de expansão do PIB, a dívida só se estabiliza em relação ao PIB quando há superávit primário. Quanto maior o diferencial entre taxa de juro e taxa de crescimento da economia, maior o superávit requerido para estabilizar a dívida.

Quando o governo abandona o objetivo de gerar superávit primário em 2025, o mercado refaz as suas contas e chega à conclusão óbvia de que, *ceteris paribus*, a razão dívida/PIB será maior no final de 2025 do que antes se estimava. *Ceteris non paribus*, porém. Se a suavização da política fiscal de fato elevar o prêmio de risco e a taxa de juro paga pelo governo, como costuma supor o mercado, o crescimento da dívida será ainda maior.

Podemos concluir, então, que a modificação da política fiscal traz um risco de expansão desgovernada da dívida? Não acredito e explico por quê. Há várias falhas e omissões no argumento que procurei resumir nos parágrafos anteriores. O primeiro é que uma quantificação do efeito de mudar a meta de um superávit de 0,5% do PIB para zero em 2025 e abrandar as metas dos anos subsequentes dificilmente produzirá diferenças expressivas no estoque da dívida. Não houve revisão radical, apenas ajustes modestos. E o possível reforço negativo advindo da alta dos juros médios fica condicionado às incertezas comentadas quando discutimos o falso paradoxo da expansão fiscal contracionista.

Ressalte-se, além disso, que os economistas de mercado focam indevidamente na dívida bruta. A dívida líquida do setor público, variável mais relevante, em que se deduz os ativos líquidos do governo (o principal sendo a reserva internacional do país), é bem inferior à bruta. A dívida líquida situa-se em torno de 65% do PIB; a bruta em torno de 74%. E mais: a dívida pública no Brasil é interna, emitida domesticamente em moeda nacional. A participação de investidores não-residentes na dívida interna é pequena, da ordem de 10%. E o setor público brasileiro, graças à elevada reserva internacional, tem uma dívida externa líquida negativa. Em síntese, em razão da sua composição e estrutura, a dívida é administrável sem grandes sustos. É verdade que o prazo médio é curto, mas o refinanciamento da dívida ocorre sem dificuldades maiores.

Não se deve perder de vista, por outro lado, que objetivos um pouco mais modestos e mais realistas aumentam a flexibilidade do governo. Abre-se espaço para continuar com a política de gradual aumento do salário mínimo em termos

reais, para o fortalecimento das transferências sociais ou para a recuperação do investimento público, que continua deprimido. Mesmo as novas metas, apenas um pouco menos ambiciosas, serão de difícil cumprimento, exigindo considerável disciplina e obstruindo provavelmente políticas públicas que o governo considera prioritárias.

As metas mais moderadas abrem, também, bem sei, espaço adicional para as emendas parlamentares, que em geral pioram a qualidade do gasto público. Mas, enfim, *c'est la vie*, são agruras de uma situação em que o Congresso ficou mais poderoso e decide com base em critérios muito estreitos, tipicamente paroquiais, sobretudo em ano de eleições municipais.

Permanece, de qualquer forma, o fato de que, a não ser em circunstâncias excepcionais que não estão no horizonte, a dívida pública brasileira pode ser rolada com relativa facilidade. A moderação dos objetivos fiscais não modifica esse quadro. Passado o nervosismo inicial (o mercado esperava aparentemente uma redução menor das metas), a poeira baixará.

As projeções de resultado primário serão, sim, revistas um pouco para cima, com o argumento de que a suavização das metas indica menos comprometimento do governo com “a responsabilidade fiscal”. Em quanto aumentará as medianas das projeções para os próximos anos? Logo saberemos. Mas acredite, leitor ou leitora, serão novos *informed guesses*. Não vale a pena se impressionar muito com os chutes, ruídos e grunhidos do mercado e da mídia.

O Ministério da Fazenda não pode, é claro, ignorar olímpicamente as reações da mídia e do mercado. Normal que o ministro e sua equipe estejam monitorando com certa aflição os efeitos das novas metas. Em parte, o problema é autoinfligido. Não existiria, pelo menos não na mesma medida, se o arcabouço fiscal estabelecido em 2023 tivesse sido mais flexível e realista, como sugeriram na época diversos economistas heterodoxos ou menos ortodoxos, inclusive este que vos escreve. (Desculpe, leitor ou leitora: não resisti a um pequeno *I told you so!*)

## Homenagem do vício à virtude

Para terminar, um comentário sobre as hipocrisias do mercado e da mídia. Sabemos que, como dizia La Rochefoucauld, a hipocrisia é a homenagem do vício à virtude. Mas não vamos exagerar, por favor.

A preocupação é realmente com o “risco fiscal”? Duvidoso que seja. Esse risco depende, como vimos, do tamanho do déficit e da trajetória da dívida pública. Ocorre que o déficit relevante para aferir o aumento da dívida não é o primário, mas o déficit total, que inclui também os juros da dívida. E, como indicado anteriormente, o déficit total é, por definição, a soma do déficit primário com os juros.

Ora, o que essas identidades mostram? Entre outras coisas, que mesmo quando há superávit primário ou déficit pequeno, a dívida pode crescer rapidamente se a despesa financeira for pesada. É exatamente o que se vê no Brasil em consequência da elevada taxa de juro praticada pelo Banco Central. A responsabilidade monetária desemboca em irresponsabilidade fiscal - paradoxo, este sim, válido. Para 2024, as previsões do mercado, coletadas pelo Banco Central (antes da revisão das metas), situam a despesa líquida de juros em torno de 6,1% do PIB; o déficit primário, em algo como 0,7% do PIB apenas. Ou seja, os gastos com juros pesam quase nove vezes mais do que o déficit primário!

O principal fator de “risco fiscal” é a taxa de juro. Pergunta insincera: por que será que o mercado e a mídia nunca reclamam dela?<sup>[1]</sup>

\***Paulo Nogueira Batista Jr.** é economista. Foi vice-presidente do Novo Banco de Desenvolvimento, estabelecido pelos BRICS. Autor, entre outros livros, de *O Brasil não cabe no quintal de ninguém* (LeYa). [<https://amzn.to/44KpUfp>]

Versão ampliada de artigo publicado na revista *Carta Capital*, em 19 de abril de 2024.

## Nota

[1] Graças à revisão de Lavínia Lima e Flávia Vinhaes, vários erros, repetições e omissões foram evitados. Porém, é minha exclusivamente a responsabilidade por problemas remanescentes e pelas conclusões do artigo.

**A Terra é Redonda existe graças  
aos nossos leitores e apoiadores.  
Ajude-nos a manter esta ideia.**

[\*\*CONTRIBUA\*\*](#)