

ANÁLISE MENSAL

Agosto de 2012

Editores:

João Basílio Pereima (PPGDE/UFPR)

Fernando Motta Corrêa (PPGDE/UFPR)

Equipe Técnica:

Antonio Luiz Costa Gomes | Caroline Prüss

Gislaine Pereira | Matheus Teixeira | Ronald Conceição

Política Fiscal: transição e cenário promissor

Há espaço para novas reduções da Selic?

Esta e outras edições da **Análise Mensal** estão disponíveis para download em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>

Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Apresentação

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da *Revista Economia & Tecnologia* (RET) e a partir do mês de janeiro/2012, substitui o então divulgado **Informativo Mensal**. A **Análise Mensal** é publicada toda última semana de cada mês e está disponível em formato digital para *download* no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade do Editor.

Nesta edição de agosto de 2012 discutimos o comportamento conservador adotado na condução da política fiscal e a recente política de redução da taxa Selic. No primeiro artigo, nossa análise enfatiza o elevado endividamento público e o custo de carregamento da dívida. A análise defende a possibilidade de um período de transição para redução da dívida/PIB e um cenário promissor de equilíbrio fiscal, mudando assim a capacidade de investimento do Estado brasileiro. O segundo artigo, argumenta que a capacidade do Banco Central manter sucessivas reduções da taxa Selic está em seu limite e que dada a convergência da taxa de juros para seu valor de “equilíbrio” os ciclos de variação doravante tendem a ser menores e a taxa de juros tenderá a ficar estabilizada num baixo patamar por um longo período de tempo. Os eventos que podem reorientar o comportamento da autoridade monetária são a inflação e a necessidade de financiamento externo, os quais, por ora, conspiram a favor da manutenção de uma baixa taxa de juros.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima

Editor (E-mail: ret@ufpr.br)

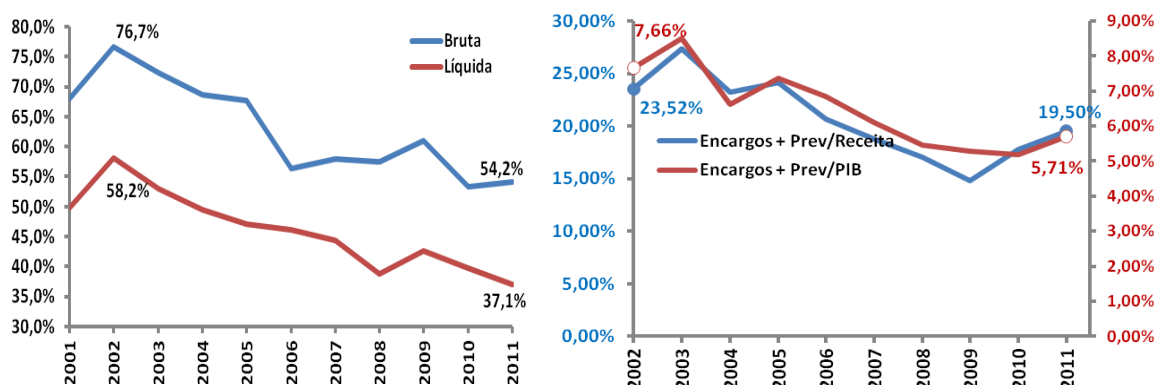
Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Política Fiscal: transição e cenário promissor

A política fiscal brasileira tem mudado muito pouco na última década. A carga tributária, medida como proporção da receita corrente em relação ao PIB tem aumentado nos últimos anos apesar de ter atingido o limite da capacidade de pagamento de impostos pela sociedade; a distribuição das despesas totais por atividade-fim (despesas por função) não tem refletido as necessidades da população em termos de educação, saúde e segurança e tem mudado muito marginalmente; as despesas com juros nominais e a previdência consomem juntas em média 50% da receita corrente e de capital e constituem o ralo por onde escoam os recursos do governo e a capacidade de investimento. Se pelo lado dos fluxos de receitas e despesas não há mudanças significativas, pelo lado do estoque da dívida há uma contínua queda da relação dívida/PIB, tanto no conceito bruto quanto líquido, a qual pode ser aprofundada, com vista a uma redução mais acelerada, abrindo-se espaço para uma mudança na capacidade de investimento do Estado. Se isso for concretizado, poderá ocorrer uma inflexão positiva doravante no papel desempenhado pela política fiscal e, em termos mais gerais, pela atuação do Estado na economia brasileira. O Brasil poderá ingressar num período de transição e num cenário promissor para a política fiscal no futuro a ser alcançado com um pouco de esforço e paciência. Este comportamento conservador da política fiscal observado até o momento e a perspectiva promissora é o nosso objeto na análise que se segue.

Gráfico 01. Dívida e Encargos (% PIB e Receita)



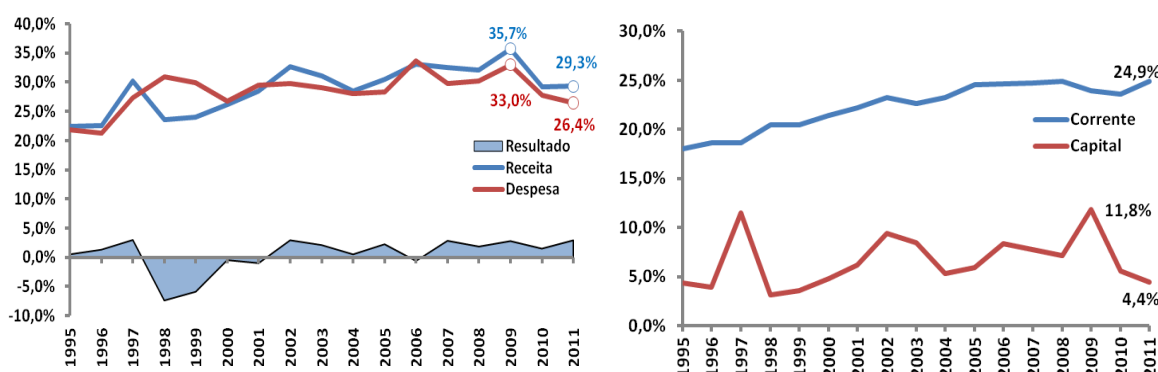
Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central e Tesouro Nacional.

A primeira constatação quando observamos os dados da dívida e do pagamento de encargos ao longo dos anos, desde 2001 (gráfico 01), portanto ao longo de dois governos diferentes (um em curso), é o de que tem havido uma significativa redução do estoque da dívida bruta e líquida como proporção do PIB, a qual caiu dos incríveis 76,7% brutos herdados de FHC em 2002 para 54,2% em 2011. Mas apesar da queda, 54,2% ainda é um percentual alto para um país em desenvolvimento e com uma população pobre que deve arcar com os custos de tamanha dívida. Além disto, a rolagem da dívida pública absorve boa parte dos recursos de fundos de investimentos, pensão e disponibilidade dos bancos, de modo que o mercado privado de financiamento de longo prazo pouco se desenvolve, pois os recursos são destinados ao financiamento de médio prazo do governo, com uma dívida interna de prazo médio de 3,5 anos. Adicionalmente a elevada dívida desvia considerável parte das receitas correntes para o pagamento de juros diminuindo a capacidade de investimento e alocação de recursos em

atividades-fins prioritárias. Mas o fato alentador é que as coisas estão mudando, embora lentamente. A queda da dívida/PIB é acompanhada pela redução da relação juros/PIB de 7,66% em 2002 para 5,71% em 2011 (gráfico 01b) e representa uma economia considerável de recursos públicos para pagamento de juros. Para cada ponto percentual em relação ao PIB de redução de juros estima-se uma economia de aproximadamente R\$ 11 bilhões/ano a preços de 2011. O ciclo de baixa da taxa de juros iniciado pelo Banco Central a cerca de um ano atrás já reduziu a taxa de juros nominal de 12,42% em agosto de 2011 para 7,5% em agosto de 2012. Esta redução poderá significar uma economia entre R\$ 20 a 30 bilhões em 2012, talvez um pouco mais nos anos seguintes, quando tiver um impacto cheio atingindo o ano todo. A redução abrirá um espaço orçamentário formidável para uma nova política fiscal.

Que a política fiscal, do ponto de vista de arrecadação e despesas continua essencialmente a mesma desde 2000 é um fato que pode ser observado no gráfico 02. É de amplo conhecimento que a partir de 2000 o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal equilibrou o orçamento fiscal, constituindo este fato uma das grandes mudanças macroeconômicas da primeira década do século XXI. O lado maligno deste ajuste é que ele ocorreu pelo lado da receita, tendo esta aumentado de 22% do PIB em 1995 para inacreditáveis 35,7% em 2009. Mas a partir de 2009, conforme observa-se no gráfico 02a, tanto a receita quanto a despesa vem caindo como proporção do PIB, o que significa em termos agregado que a gritaria do “mercado” contra a alta arrecadação e gastos do governo precisa ser temporizada. Ela está olhando o nível, não a tendência. Não se pode reclamar do governo nestes últimos dois anos, em que a receita e despesa tem se reduzido como proporção do PIB.

Gráfico 02 - Resultado Primário e Receita (% PIB)



a) Resultado Primário - Inclui receita e despesa de capital

b) Receita Corrente e Capital

Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central e Tesouro Nacional

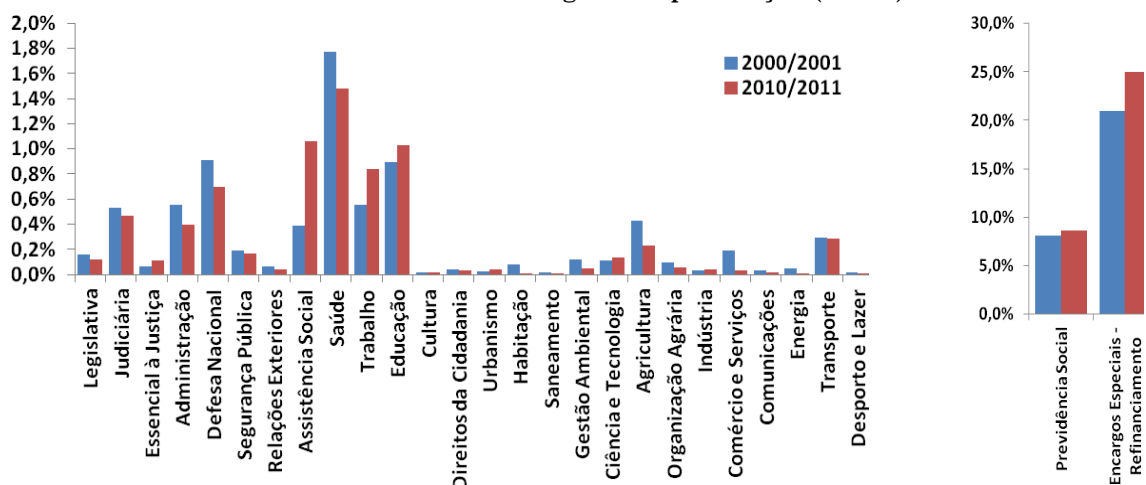
Evidentemente, há espaço para críticas quando se entra nas minúcias dos gastos, mas isso passa a ser uma discussão microeconômica, acerca da alocação das verbas. Cabe uma crítica, neste ponto, de que o governo poderia elevar as despesas de capital (investimentos) num momento em que o país precisa desesperadamente aumentar os investimentos públicos em infra-estrutura. Ao fazer isso, no entanto, sobrariam menos recursos para redução da relação dívida/PIB, pois cairia o resultado primário do governo, o qual tem se mantido alto, em torno de 3,0% PIB.

Há um *trade-off* fiscal aqui entre converter receitas em investimento ou em pagamento de juros e tentativa de redução da dívida/PIB. Alias esta opção de alocação ou destinação de receita não tem sido discutida no Brasil e passa despercebida pela imprensa em geral. Na nossa visão, em momentos de crise como 2011 e 2012, julgamos que o *trade-off* deva se mover em direção ao aumento de investimento em detrimento da redução da dívida/PIB. Se o

Brasil retomar o crescimento em 2013, é preferível manter as receitas elevadas por mais um tempo e canalizá-la para a redução da dívida pública e parece ser esse o empenho do atual governo, que já sinalizou como uma de suas metas a redução da relação dívida/PIB. A economia fiscal que isso proporcionará no futuro poderá significar um fluxo de economia da ordem de mais R\$ 30 ou 40 bilhões anuais em redução de despesas financeiras e então definitivamente o governo poderá dar início a redução de impostos e simultaneamente adotar uma política mais agressiva de aumento da quantidade e qualidade do ensino público, saúde e segurança e atender outras necessidades sociais. Haverá espaço no orçamento para isso.

A crítica microeconômica como mencionado pouco acima, relativa à disputa do orçamento para alocação de verbas em diferentes fins, realmente faz sentido, como pode ser observado no gráfico 03 a seguir. O gráfico mostra as despesas por função como proporção PIB e duas rubricas em especial são mostradas de forma destacada no painel à direita, por se constituírem nos dois principais itens do orçamento: os gastos com previdência social (assistência social está em separado) e encargos especiais, que envolvem a amortização e pagamento de juros da dívida do governo. Como pode ser observado, comparando-se a média do período 2000+2001 e a média dos gastos no período 2010+2011 as despesas com previdência e encargos especiais tem aumentado. O aumento dos encargos deve-se ao esforço dispendido na amortização de uma parcela maior da dívida do governo, uma vez que o pagamento de juros tem caído como proporção do PIB. No painel da esquerda, o qual envolve as despesas das demais funções do Estado, observa-se que, pelas barras vermelhas as quais representam os anos 2010+2011, quase todas caíram em relação ao período anterior, com exceção da educação, trabalho e assistência social (170,1%), deixando clara a orientação social dos governos da última década. Pelo gráfico 03 fica evidente a grande drenagem de recursos do orçamento são os encargos e amortização da dívida, o qual representa quase 25% do PIB, sendo este o item que mais aumentou como proporção do PIB. Enquanto este item continuar pesando no orçamento, haverá pouco espaço no orçamento para outros gastos.

Gráfico 03 - Gastos do governo por função (% PIB)

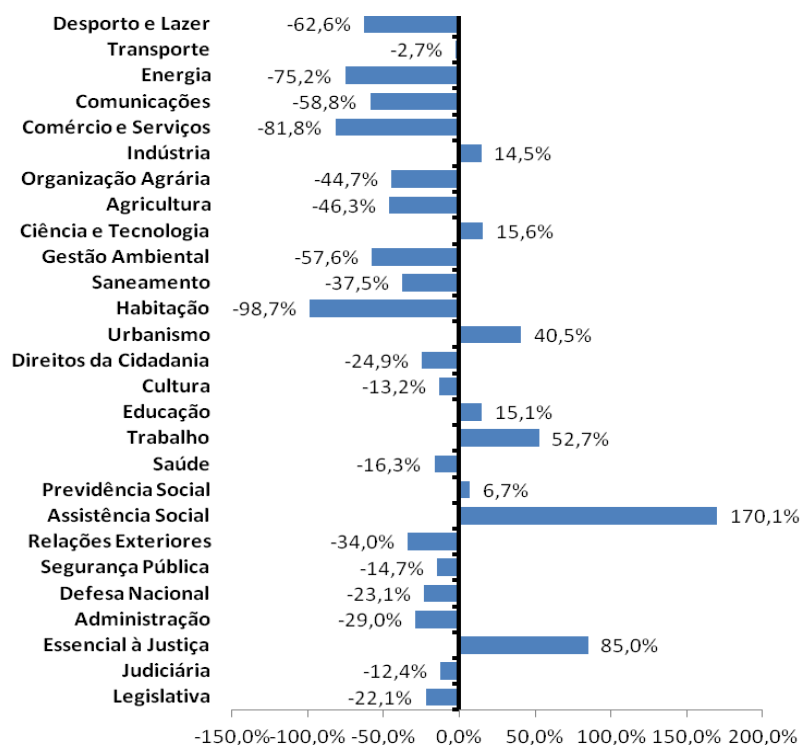


Fonte: elaborado a partir de dados do Tesouro Nacional

As variações nos gastos por função entre 2000+2001 e 2010+2011 pode ser melhor observada no gráfico 04 a seguir, o qual mostra as variações em percentuais. As variações levam em conta a média de dois anos para minimizar as variações orçamentárias por conta de procedimentos contábeis que podem ser descarregados em um ano e não em outro. O que se observa é o grande aumento de gastos em assistência social e na rubrica Essencial á Justiça e

em menor magnitude trabalho e urbanismo. O aumento em ciência e tecnologia (15,6%) e educação (15,1%) estão longe de se constituir numa revolução do ensino público, a mudança é marginal. O mais desconcertante é a constatação de que as despesas com saúde e segurança foram reduzidas como proporção do PIB. Tais fatos confirmam o viés assistencialista das políticas públicas da última década, que preferiu até o momento distribuir bolsas em lugar de formar capital humano.

Gráfico 04 - Variação Despesas por Função entre 2000+2001 e 2010+2011 (% PIB)



Fonte: elaborado a partir de dados do Tesouro Nacional

Em geral, ao longo da última década, do ponto de vista fiscal houve avanços macroeconômicos significativos, como a redução da dívida/PIB e as consequências que isso gera no orçamento, mas houve conservadorismo e até mesmo retrocesso em termos alocação de recursos em atividades fins. No caso da dívida/PIB, o governo perdeu uma oportunidade de resgatar uma parcela maior da dívida interna em 2011, quando poderia ter recomprado títulos públicos por um preço mais baixo quando a taxa de juros estava alta, usando para isso o recurso da monetização de *parte* da dívida a vencer em 2012 e 2013, o suficiente para explorar o espaço de monetização existente no mercado sem comprometer excessivamente o nível de liquidez do sistema financeiro. Neste aspecto, cabe refletir o que é mais interessante do ponto de vista de combinação entre política monetária e política fiscal em tempo de crise: adicionar liquidez reduzindo compulsório, ou adicionar liquidez monetizando parte da dívida. Acreditamos que no caso brasileiro, caracterizado por alto endividamento e elevado custo de carregamento da dívida, o segundo canal poderia ser melhor explorado, com o benefício de proporcionar redução de encargos financeiros num período em que tradicionalmente cai a arrecadação por conta da queda do PIB. Se tivesse feito isto no ano passado, este ano o governo já estaria colhendo os frutos de tal política e teria uma capacidade maior de investimento por conta da economia de juros advindo de tal política.

Há espaço para novas reduções na Selic?

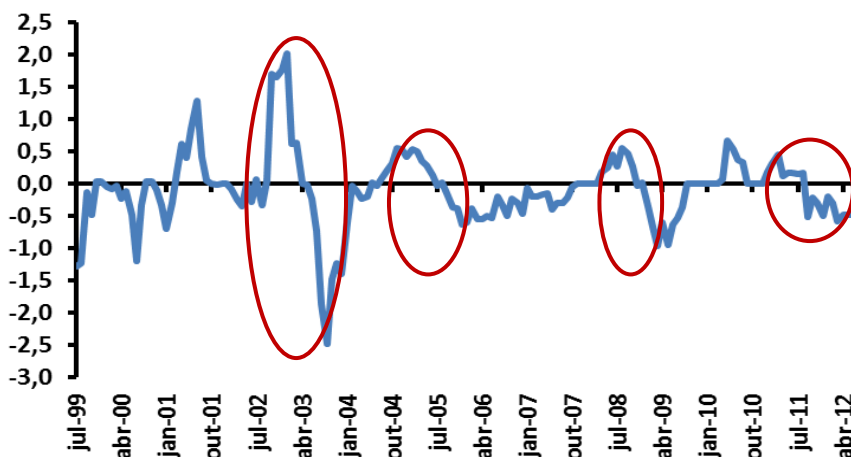
Com última decisão do COPOM em baixar a taxa de juros pela nona vez seguida, para 7,5%aa a taxa Selic atingiu o nível mais baixo já registrado desde a implantação do regime de metas de inflação, no início de 1999. O recente desempenho da economia brasileira pode justificar a tendência de redução da taxa básica de juros, a Selic, haja vista a desaceleração da atividade econômica.

O processo de redução da taxa de juros foi favorecido pela desaceleração da atividade econômica interna e externa, pelo bom comportamento da inflação passada, pelas mudanças na estrutura dos mercados financeiros e de capitais, pelo aprofundamento do mercado de crédito, bem como pela geração de superávits primários do setor público consistentes com a manutenção de tendência decrescente para a relação entre a dívida pública o que pode sinalizar uma menor pressão por parte da demanda.

Embora alguns eventos recentes indiquem o adiamento da solução definitiva para a crise financeira europeia, e que continuam elevados os riscos associados ao processo de desalavancagem – de bancos, de famílias e de governos – as perspectivas que se observam para a tendência da taxa Selic, sobretudo sua tendência para níveis mais baixos é de um menor espaço no futuro imediato para cortes mais agressivos. A política monetária nos próximos meses tenderá a ser muito mais moderada do que no passado, com variações de pequena magnitude, pois o Bacen deverá doravante voltar suas atenções para a inflação e para a acomodação da taxa de juros em torno do seu valor neutro. O que podia ser feito em termos de política monetária via juros, para recuperar o crescimento, já foi feito.

A atual ciclo, que acumula nove quedas sucessivas, já indica a parcimônia com que as doses de variação são implementadas. No gráfico 05 podemos observar os movimentos de variação da Selic em um horizonte de tempo relativamente longo, desde a implantação do regime de metas de inflação até os dias atuais. Os dados passados, se forem bom indicador para o futuro imediato, mostram que a tendência do grau de agressividade que o COPOM vem diminuindo ao longo dos ciclos de alta e baixa. A agressividade é muito menor hoje do que no passado.

Gráfico 05 – Variação mensal em pontos percentuais da Selic e ciclos do BC



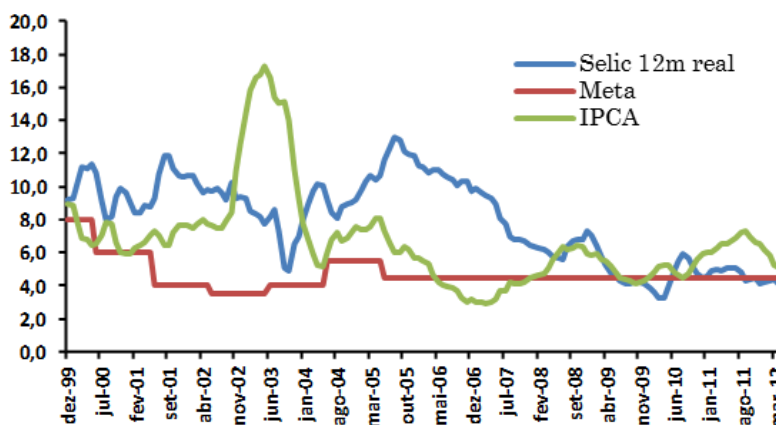
Fonte: elaborado com base nos dados do Banco Central do Brasil.

No gráfico 05 foram identificados quatro ciclos de queda na taxa Selic ao longo do período: o primeiro observado entre 2002 e 2003, o segundo a partir do início de 2005, o terceiro a partir do segundo semestre de 2008 e o quarto a partir do início de 2011.

As projeções para a inflação de 2012 diminuíram e se encontram em torno do valor central da meta. Conforme análise mensal anterior (julho de 2012) após a inflação ter atingido 7,31% acumulado de 12 meses em setembro de 2011, o pico mais alto desde dezembro de 2007, o IPCA desacelera e caminha de forma rápida e direta para o centro da meta, podendo até mesmo cair abaixo do centro nos próximos meses.

A visualização desse ciclo de baixa da inflação está criando uma oportunidade que está sendo habilmente aproveitada pelo Banco Central para reduzir definitivamente a taxa básica de juros, criando com isso um novo patamar para condução da política monetária. Este comportamento pode ser observado a partir do gráfico 06, o qual compara a taxa Selic real acumulada em 12 meses, o IPCA e a meta de inflação. Percebe-se que desde meados de 2007 o IPCA vem convergindo para a meta de inflação definida pelo Banco Central ao passo que tal movimento é acompanhado por reduções na Selic.

Gráfico 06 – Selic acumulada 12 meses real, IPCA e Meta de Inflação



Fonte: elaborado a partir de dados do Banco Central do Brasil.

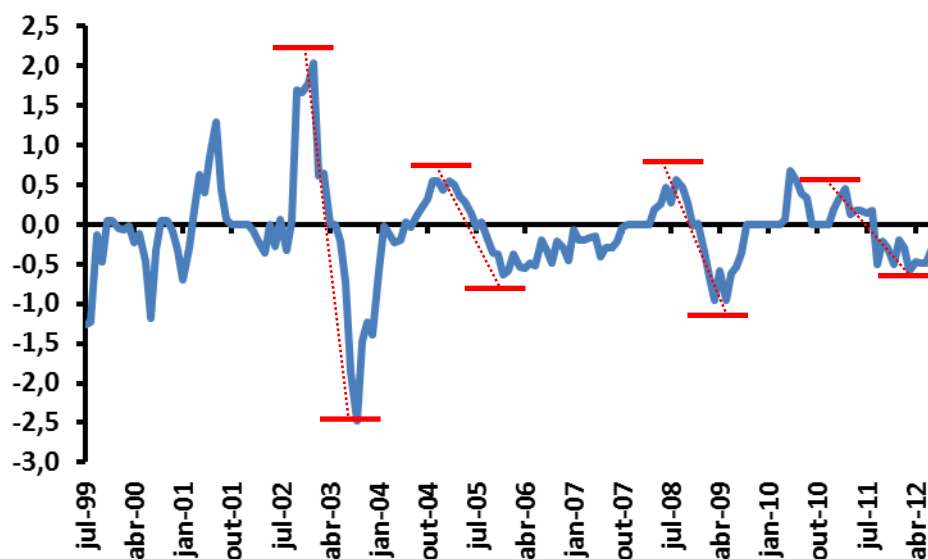
A questão colocada agora é a dinâmica futura para possíveis quedas da taxa de juros, em particular depois do último corte de meio ponto percentual na reunião de 30/08. O cenário de estagnação da economia, sobretudo na Europa e que se reflete num baixo crescimento mundial, contribui para menores pressões inflacionárias. É claro que uma mudança no cenário internacional pode reverter essa tendência de queda dos juros diante dos eventuais choques de demanda ou oferta que pode impactar no comportamento dos índices inflacionários no Brasil, como é o caso do choque agrícola que paira sobre a economia americana. O que chama a atenção, a partir de uma observação simples da trajetória da variação da Selic como feito no gráfico 05 é que o grau de agressividade nos ciclos de queda da taxa Selic diminui a cada ciclo. O gráfico 07 resgata o gráfico 05, porém buscando identificar essa queda de agressividade de reduções da taxa Selic.

Observa-se no gráfico 07 que quando comparado o grau de agressividade do BC a partir do primeiro ciclo de queda na taxa Selic, essa intensidade de queda cai do primeiro ciclo de queda entre 2002 e 2003, passando pelo segundo ciclo a partir de 2005, o terceiro a partir do

segundo semestre de 2008 e o quarto a partir do início de 2011. A volatilidade da taxa de juros no último ciclo é a menor entre os quatro ciclos observados. Observe-se que a linha vermelha em cada um dos quatro ciclos diminui de inclinação e a amplitude à medida que saímos do primeiro ciclo até o último ciclo.

A tirar os possíveis choques que se refletem em aumentos da taxa Selic, num cenário de conforto onde o BC tenha espaço para futuras reduções de juros, podemos esperar reduções significativas para os juros, diante dessa evidência de suavização da “agressividade” do BC?

Gráfico 07 – Taxa de variação mensal Selic (Jul.99/Jul.12) e “agressividade” do BC



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Banco Central do Brasil.

A evidência apresentada no gráfico 07 parece refletir um cenário de menor agressividade para reduções na taxa Selic. Um argumento forte que pode explicar essa desaceleração nas reduções da taxa Selic é a ideia de que a redução da taxa neutra de juros (taxa de juros que mantém a inflação na meta) está próxima de seu nível mínimo e, portanto, reduções mais agressivas na taxa Selic não serão mais viáveis. O espaço de redução tende a se exaurir progressivamente. No passado, quando as variações eram mais agressivas o espaço era maior, dado que a taxa de juros efetiva estava muito acima da taxa neutra. Todavia, será esse o principal argumento para supor que não veremos reduções mais agressivas para a taxa Selic?

Embora haja menos espaço para reduções que no passado, acreditamos que ainda há espaço para mais reduções, em função da oferta quase ilimitada de capital externo e que isto poderá ser uma das razões para que o BC reduza a Selic mais 0,25 ou até mesmo meio ponto percentual na próxima reunião em outubro. O próprio BC em meses anteriores apontou que um dos fatores que têm contribuído para a redução da taxa de juros é o aumento na oferta de poupança externa e a redução no seu custo de captação. Mas essa benesse dos fluxos de capitais é frágil e pode se transformar em breve em fator de aumento da taxa de juros. O gráfico 08 mostra a evolução das necessidades de financiamento externo desde 1999. As necessidades de financiamento externo correspondem à soma do saldo em transações correntes com o saldo de investimento externo direto, ou seja, correspondem à parcela do déficit de transações correntes não financiada pela entrada líquida de investimentos diretos.

Quando esse ingresso líquido é mais do que suficiente para cobrir o déficit em conta corrente, as necessidades são negativas. Quanto maiores os fluxos de capitais internacionais de longo prazo ao Brasil, menor será o grau de fragilidade externa da economia brasileira.

Percebe-se, de acordo com o gráfico 08, que com a crise de 2008 houve uma quebra na tendência do fortalecimento do setor externo brasileiro de modo que o saldo negativo saiu de 36,1 bilhões de dólares para 16,9 negativos, chegando a patamares de 1,2 bilhões de dólares negativos em 2010. Essa reversão em 2008 reflete os efeitos da crise financeira internacional de 2008 sobre a economia brasileira, com recuperação em 2011, quando as necessidades foram negativas em US\$14 bilhões. O aumento da vulnerabilidade externa sofreu um alívio em 2011 o que permitiu o BC continuar diminuindo a taxa de juros.

Gráfico 08 – Necessidade Financ. Externo

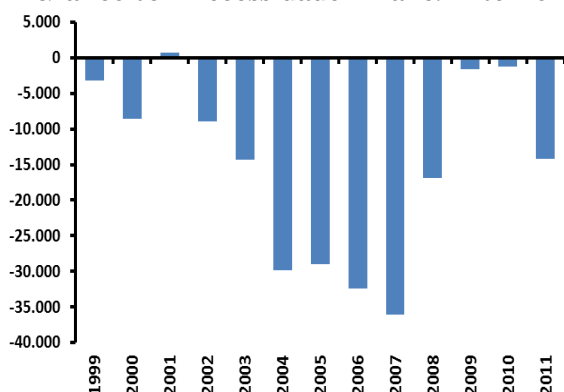
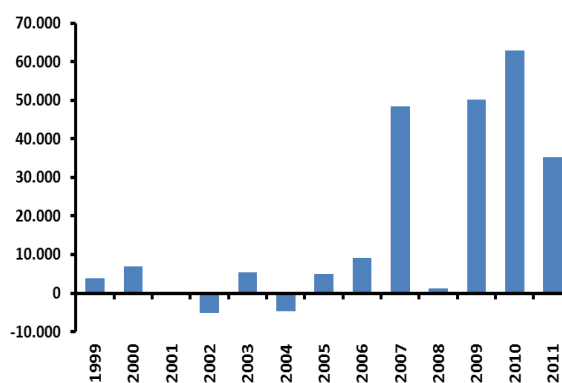


Gráfico 09 – Investimento em Carteira



Fonte: elaborado com base nos dados do Banco Central do Brasil.

Mesmo com a reversão ocorrida entre 2010 e 2011, devemos observar uma informação mais detalhada no que diz respeito às contas externas. O gráfico 09 traz a evolução dos investimentos em carteira desde 1999. Os investimentos em carteira referem-se ao grupo de investimento que registra fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de crédito comumente negociados em mercados secundários de papéis. Os ativos de investimentos em carteira referem-se às aplicações em títulos estrangeiros, negociados no país ou no exterior. Já os passivos de investimento em carteira registram as aquisições por não residentes de títulos de renda variável (ações) e de renda fixa (títulos de dívida) de emissão brasileira.

Com a crise financeira internacional em 2008 houve uma mudança na tendência de aumento dos investimentos em carteira como observado desde 2005. Com o aumento da aversão ao risco, os investidores acabaram retirando seus investimentos dos mercados emergentes, realocando os mesmos em ativos de maior liquidez e de menor risco, reduzindo o saldo de investimentos em carteira para US\$1,1 bilhão em 2008. Porém, em 2009, com a relativa melhora da situação econômica nos mercados internacionais, os investidores voltaram a comprar ativos no Brasil, tendo em vista as melhores oportunidades de rendimentos no país, com o pico histórico atingido em 2010 (US\$63 bilhões), com um recuo em 2011 para US\$ 25,1 bilhões. Tal recuo pode sinalizar uma reação dos investidores estrangeiros a estas reduções e até que ponto taxas de juros mais baixas consegue atrair o interesse do investidor estrangeiro.

Estas observações trazem alguns questionamentos acerca do espaço que o BC tem para reduções mais agressivas da taxa Selic. As evidências mostram que há uma suavização desse grau de agressividade de reduções na Selic. Na ausência de novos choques surpreendentes, como por exemplo uma explosão inflacionária, a autoridade monetária doravante deverá impor

um ritmo de calma à política monetária, com vistas a deixar fluir os efeitos das recentes quedas de juro, sem adicionar novos choques na taxa. Com isso poderá avaliar melhor qual é a taxa de equilíbrio ou a taxa neutra bem como calibrar o impacto da taxa de juros sobre a inflação, o qual muda com o tempo e circunstâncias.

As principais fontes de desestabilização futura da política monetária serão a inflação e a percepção do investidor estrangeiro que pode se refletir em níveis cada vez menores dos investimentos em carteira, causando possíveis dificuldades no equilíbrio das contas externas.

Por tudo isso, aliado ao cenário externo, sobretudo em relação aos choques de oferta da economia americana devido aos problemas climáticos, o Banco Central brasileiro tem um reduzido espaço para reduções na taxa Selic, o ciclo de queda está no fim. Salvo evidentemente novas notícias catastróficas, por enquanto fora do radar.

