

CONTAS PÚBLICAS E INFLAÇÃO

*Guilherme Mercês, economista
da Federação das Indústrias do Estado do Rio de Janeiro (Firjan)*

“A soma das demandas orçamentárias é maior do que as receitas fiscais disponíveis. A inflação “resolve” o conflito de duas maneiras: diminuindo o tamanho das fatias efetivamente distribuídas e gerando o imposto inflacionário necessário para cobrir a diferença remanescente entre o gasto efetivo e a arrecadação de impostos”. Bacha (1994)

O problema fiscal tomou tamanha proporção que acabou contaminando a discussão sobre a política monetária. A preocupação com o descontrole dos preços é a motivadora do intenso debate atual sobre dominância fiscal, situação na qual se perde a taxa de juro como instrumento anti-inflacionário, uma vez que produz explosão da dívida pública. Dessa forma, o sistema de metas de inflação se inviabiliza, na medida em que o Banco Central deixa de ter sua principal ferramenta, criando uma situação onde a política fiscal domina a monetária.

Nesse debate, antes de tudo, cabe avaliar se o aumento recente do déficit nominal (déficit primário mais juros nominais) se deveu ao ciclo de aperto monetário iniciado no último trimestre do ano passado. Os dados mostram que não. Entre setembro de 2014 e setembro deste ano, o déficit nominal saltou de 4,6% para 9,3% do Produto Interno Bruto (PIB), com o déficit primário explicando 1,0 ponto percentual desse crescimento. Na composição dos juros nominais, as operações de Swap responderam por 2,3 p.p.; a Selic, por 0,7 p.p.; e os demais fatores condicionantes da dívida (outros indexadores: TJLP, TR, Índice de Preços, Taxa de Câmbio e Prefixados), por 0,8 p.p.. Portanto, mais do que o déficit primário, o principal determinante para o expressivo aumento recente do déficit nominal não foi a política monetária, mas sim a política cambial – a propósito, desastrosa.

Visto isso, perde força a necessidade de se buscar outra âncora para a inflação em substituição à taxa de juros. E mesmo que fosse o caso, o câmbio não seria o instrumento

apropriado. Desde 2006, quando o Brasil se transformou em credor externo líquido (reservas maiores do que dívida externa), a dinâmica da dívida pública brasileira mudou. Até então, uma desvalorização pressionava a dívida (em grande medida dolarizada), a inflação e a taxa de juros, que por sua vez também pressionava a dívida, criando uma dinâmica explosiva. Agora, quando há uma depreciação do câmbio, a situação patrimonial do setor público melhora – prova disso é que, não fosse o aumento da taxa de câmbio em 2014 e 2015, a dívida líquida brasileira estaria quase 10 p.p. acima do patamar atual de 33,2% do PIB.

Esses dados sugerem que o Brasil não se encontra em uma situação de dominância fiscal. Isso não quer dizer, contudo, que essa possibilidade está descartada. O buraco nas contas públicas é realmente enorme -- e ainda não plenamente conhecido --, exigindo superávits primários superiores a 3% do PIB para estancar o crescimento da dívida. Não obstante, o que provavelmente acontecerá é a ocorrência de três anos seguidos de déficit primário no setor público brasileiro. A verdade é que, no cenário atual – não só econômico como político – parece muito pouco provável que o governo brasileiro, em seus três níveis, consiga pagar as suas contas com a geração de superávits primários.

Daí surge a preocupação com a inflação. Para qualquer país, só há duas alternativas a não fazer o ajuste fiscal: i) cortar o valor de face da dívida (em bom português, dar calote) ou ii) fazer com que todos os preços da economia cresçam, de forma que o valor da dívida caia. A segunda estratégia foi largamente utilizada no Brasil pré-Real, período em que as receitas com o imposto inflacionário cobriam grande parte do buraco das contas públicas. Na verdade, essas receitas também foram fundamentais para o ajuste fiscal feito em 2003, quando atingiram quase 2% do PIB. Não foi à toa o alerta de Oliver Blanchard¹ à época de que o Brasil estaria em dominância fiscal.

Diante disso, podemos chegar a duas conclusões. A primeira é que a posição de credor externo líquido é o grande seguro do Brasil; qualquer proposta que reduza nossa posição credora, como valorizar o câmbio ou vender reservas, pressionaria ainda mais a dívida pública. Portanto, o Banco Central deve deixar o câmbio flutuar – não só por motivos

¹ Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil. Olivier Blanchard, 2004.

fiscais, diga-se de passagem. A segunda conclusão é de que se o ajuste fiscal não vier, e o Bacen for complacente, virá a inflação. Para se ter uma ideia, caso a inflação aumentasse para 20%, a meta de superávit primário de 0,7% do PIB prevista no orçamento de 2016 poderia ser alcançada somente com a arrecadação do imposto inflacionário, sem qualquer esforço fiscal.

A constatação de Edmar Bacha na epígrafe deste artigo não pode ser vista como solução, mas sim como maldição. O governo precisa ajustar o seu perfil de gastos, modificando a postura fiscal de forma decisiva. Mais do que atingir um resultado pontual, a recuperação da confiança na economia brasileira requer um ajuste fiscal com visão de longo prazo, baseado na redução dos gastos correntes, inclusive criando regras explícitas que limitem o seu crescimento em relação ao PIB. Além disso, o governo poderia lançar mão de um programa de venda de ativos públicos, como alternativa ao aumento de impostos – até porque, esta opção é incompatível com a necessidade de retomada do crescimento econômico e da própria arrecadação do governo em um país onde a carga tributária caminha para 40% do PIB.