

Nota informativa



Consolidação fiscal e percepção de risco

terça-feira, 8 de dezembro de 2020

RESUMO

- O processo de consolidação fiscal proporcionou redução estrutural da taxa de juros e melhora consistente da inflação de médio prazo.
- Este processo inicia-se em 2016 com a implementação do Teto dos Gastos e é fortalecido com a reforma da previdência em 2019. A aprovação das medidas (reforma administrativa e PECs fiscais) enviadas ao Congresso Nacional consolidará os ganhos financeiros e econômicos.
- Os ganhos da consolidação fiscal reduziram as taxas de juros com recursos livres para as pessoas jurídicas, democratizando as melhoras estruturais para todas as empresas.
- Conseqüentemente, estes ganhos podem ser percebidos na elevação do investimento das empresas e na redução do custo de capital.
- A continuidade de reformas que fortaleçam e aprofundem a consolidação fiscal se traduzirá em taxas de juros historicamente baixas e na continuidade do processo de *crowding out*.

1. Introdução:

A pandemia do coronavírus alterou de forma drástica os resultados fiscais da economia brasileira, assim como os da maioria dos países emergentes e avançados. Embora tenha sido extremamente necessário para limitar os efeitos econômicos e sanitários da Covid, o auxílio financeiro direto à população mais carente, o apoio às empresas, a ampliação do crédito, o aumento dos gastos com saúde, assim como a ampliação das transferências para estados e municípios elevaram de forma significativa os gastos do governo.

A discussão sobre o controle dos aspectos fiscais, que já fazia parte da agenda governamental antes da pandemia, tornou-se atualmente ainda mais urgente. O processo de consolidação fiscal que se inicia em 2016 com a implementação do Teto dos Gastos, com a reforma da previdência em 2019 e outras medidas (reforma administrativa e PECs fiscais) enviadas ao Congresso Nacional neste ano proporcionou a redução estrutural da taxa de juros e uma melhora consistente da inflação de médio prazo.

O objetivo desta nota será, portanto, apresentar os ganhos obtidos com a consolidação fiscal através da queda estrutural da taxa longa de juros numa primeira parte. Além disso, pretende-se mostrar como essa redução da taxa de juros irá se refletir em menores custos financeiros para as empresas e no aumento do investimento.

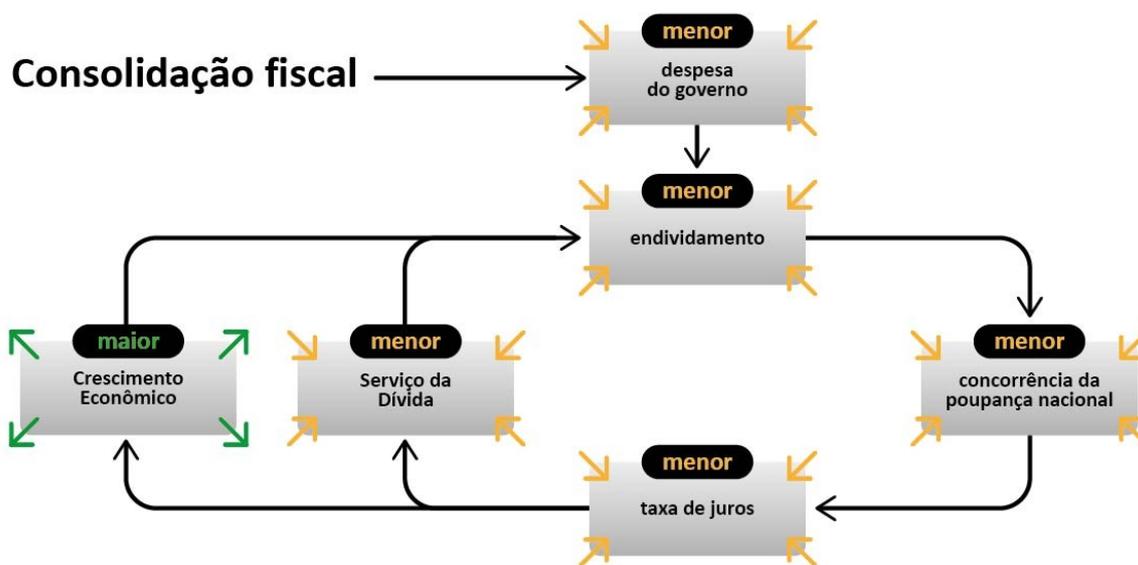
2. Consolidação fiscal, taxa de juros e crescimento econômico

O processo de consolidação fiscal, que se iniciou em 2016, tem beneficiado a economia brasileira. A redução consistente das taxas longas de juros da economia brasileira é um bom exemplo das vantagens auferidas pelo ajuste ocorrido nos últimos anos. As taxas reais, que eram próximas de 6% ao ano, em média, no período anterior ao Teto dos Gastos, convergiram para valores próximos a 5% ao ano após a aprovação dessa medida. Posteriormente, com a reforma da previdência, a taxa de juros reais de 10 anos alcançou o seu menor patamar histórico (próximo a 3% ao ano).

Deve-se ressaltar que, embora exista correlação elevada entre as taxas reais no Brasil e EUA, no período de 2016 a 2018, a tendência foi de elevação dos juros naquele país, enquanto no Brasil houve redução da parte longa dos juros reais, como resultado inicial da implementação do Teto dos Gastos e compromisso do governo brasileiro com o controle das contas públicas.

O processo de consolidação fiscal, por meio de medidas já aprovadas e outras enviadas pelo Executivo ao Congresso Nacional, atua na direção de limitar ou reduzir os gastos públicos. Dessa forma, proporciona-se maior racionalidade ao orçamento federal, obrigando o tomador de decisão dos recursos públicos a elencar medidas prioritárias e descontinuar os gastos com menor efetividade socioeconômica. Ao reduzir o gasto do governo, há uma menor concorrência pela poupança nacional, mantido constante o valor da tributação. Desta forma, o governo reduz sua participação na economia (efeito conhecido como *crowding out*) e possibilita a redução das taxas de juros devido à menor alocação da poupança nacional para cobrir o déficit público. A redução estrutural da taxa de juros, por sua vez, tem efeito positivo nos níveis de investimento e consumo privado, que se ampliam. Outro efeito da queda da taxa de juros é o menor pagamento das despesas financeiras pelo setor público, o que contribui para a redução do déficit nominal. Como resultado, o maior crescimento econômico e a queda do custo da dívida proporcionam redução do endividamento do setor público, que, por sua vez, promove nova redução da taxa de juros, alimentando o ciclo virtuoso da melhora fiscal.

Figura 1 – Ciclo virtuoso da consolidação fiscal



Outro possível canal dos benefícios da consolidação fiscal está explicado na Nota Informativa - Efeito da reforma da previdência no crescimento do PIB, de fevereiro de 2019. Nesta nota, apresenta-se que a deterioração do endividamento público eleva a percepção de risco-país e, conseqüentemente, gera alta na taxa de juros.

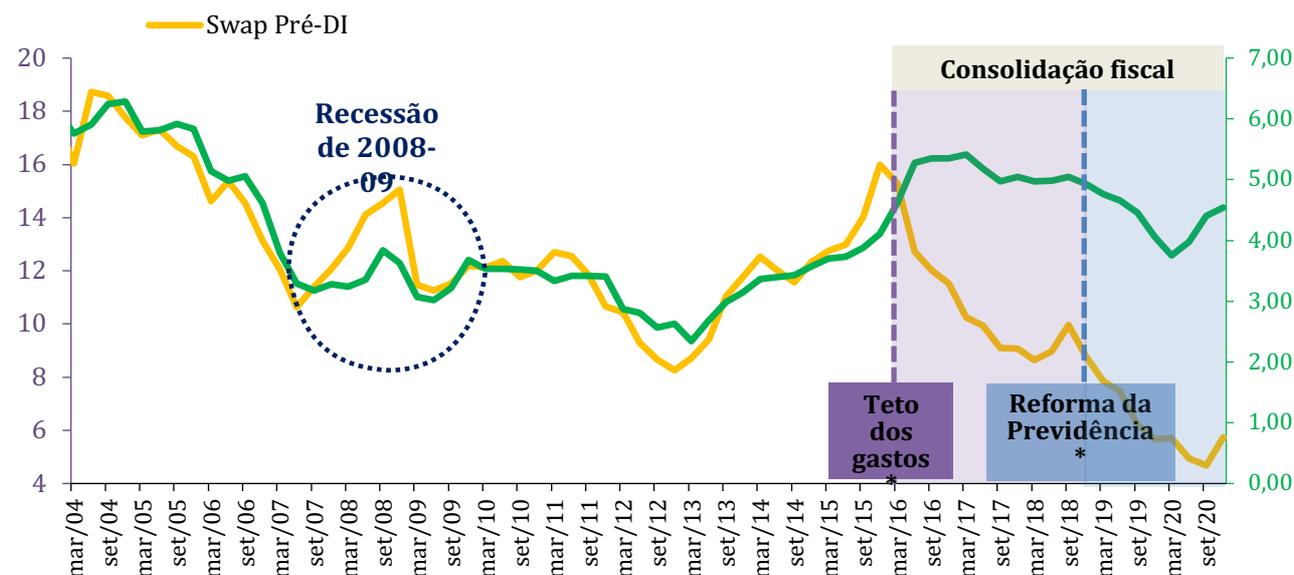
Além disso, existe ampla literatura evidenciando que, em cenários de elevada relação dívida/PIB, a expansão do gasto público poderá inclusive reduzir o crescimento econômico¹, o que, por sua vez, levará a maiores taxas de desemprego e à conseqüente redução da renda. No Brasil, uma alta na taxa real de juros tende a

¹ Afonso, A.; Jalles, J.T., Assessing fiscal episodes. *Economic Modelling*, v. 37, p. 255-270, 2014.; Perotti, R. Fiscal policy in good times and bad. *Quarterly Journal of Economics*, v.114, n.4, 1999. Ilzetzki, E.; Mendoza, E. G.; Vegh, C. A. How big (small?) are fiscal multipliers? *Journal of Monetary Economics*, v. 60, p. 239-254, 2013.

aumentar a razão dívida/PIB, dado o endividamento elevado já existente. Esse crescimento poderá deteriorar a percepção de risco dos agentes econômicos e, conseqüentemente, a probabilidade de *default*. Ademais, o aumento da taxa real de juros poderá desencadear outros problemas nocivos à economia, uma vez que elevações na taxa de juros tendem a enfraquecer a demanda agregada através de três canais: (i) pelo canal de ativos, deslocando a curva de rendimentos e reduzindo o consumo das famílias e o investimento das empresas; (ii) pelo canal de crédito, encarecendo o custo dos empréstimos a pessoas físicas e jurídicas; e (iii) pelo canal cambial, apreciando a taxa de câmbio e reduzindo as exportações frente às importações, podendo gerar déficits na Balança Comercial.

Para ilustrar a relação entre taxa de juros e indicadores fiscais, mostra-se que o serviço da dívida tem elevada correlação com a taxa futura de juros de três anos (Figura 2). Esta figura apresenta a relação entre o serviço esperado da dívida projetada para cinco anos à frente (dívida líquida em percentual do PIB multiplicada pela taxa de juros Selic), baseadas nas expectativas levantadas na pesquisa Focus/BCB, e taxas de juros para três anos (Swap pré-DI). Interessante notar que a taxa Selic projetada cinco anos à frente, normalmente relaciona-se com a taxa de juros que o agente econômico acredita que é neutra em relação ao ciclo econômico, ou seja, a taxa de juros na qual não há incentivos (acomodatícia) e nem desincentivos (restritiva) para o crescimento econômico.

Figura 2 – Swap pré-DI e expectativas do mercado quanto a indicadores fiscais



*Aprovação 1º turno na Câmara
Fonte: Banco Central do Brasil e Bloomberg

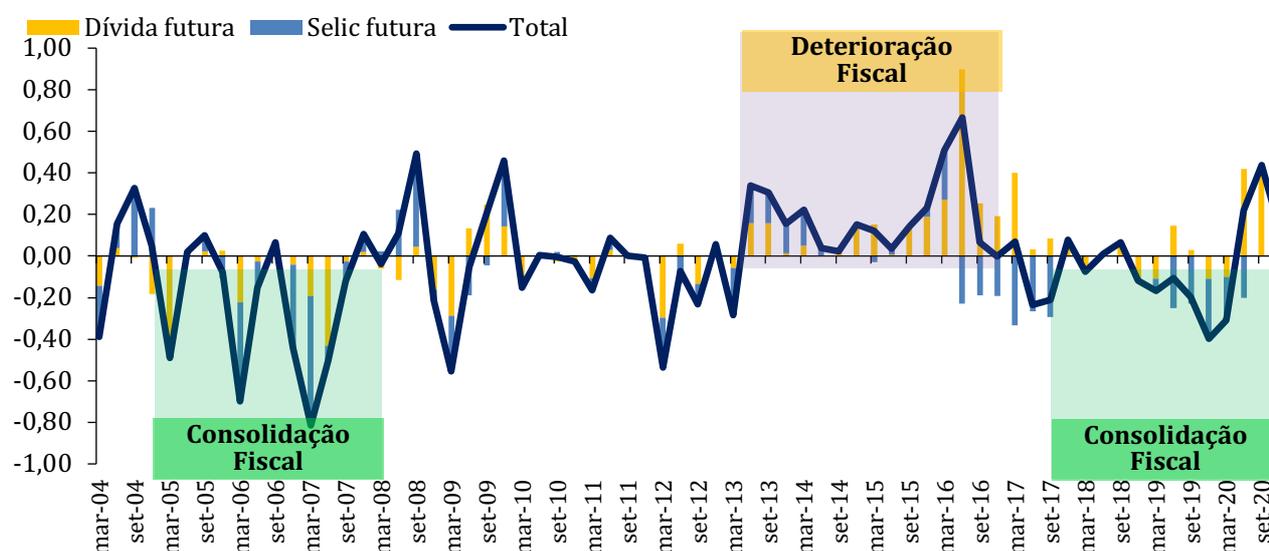
A correlação entre as duas séries (Serviço da dívida e Swap Pré-DI) é elevada no período de 2004 até o início de 2016, como pode ser observado na Figura 2. No entanto, é interessante notar que no período de consolidação fiscal, embora a tendência do serviço da dívida tenha sido revertida após a deterioração fiscal que se inicia em 2013, a redução da taxa de Swap Pré-DI de três anos se dá numa velocidade significativamente superior à queda esperada do pagamento futuro da dívida. Este mecanismo tem proporcionado credibilidade à intenção de um ajuste gradual das contas públicas e da implementação da consolidação fiscal.

Deve-se pontuar que após a pandemia do coronavírus, embora tenha ocorrido uma piora da razão do serviço da dívida, não houve deterioração proporcional da taxa Swap Pré-DI. Duas possíveis causas podem ser elencadas para este fato: a primeira é que os gastos excepcionais utilizados para conter os efeitos nefastos

da pandemia são temporários e foram ratificados pelo mercado, e, em segundo lugar, há uma redução internacional da taxa de juros.

As variações da série de serviço da dívida podem ser decompostas em mudanças da taxa Selic cinco anos à frente ou do endividamento líquido esperado. Normalmente, a menor dívida líquida esperada nos próximos cinco anos pode ser observada principalmente através de um melhor resultado primário. Dessa forma, o processo de consolidação fiscal de 2004-2007 deu-se, em grande medida, pelos bons indicadores primários correntes. Já o processo de consolidação fiscal, que se iniciou em 2017, deveu-se principalmente pela redução da taxa Selic esperada para cinco anos à frente. Dessa forma, o principal diferencial destes dois períodos de ajuste fiscal é que enquanto o primeiro se baseia em grande medida nos resultados fiscais melhores de curto prazo, o segundo dá-se por alterações de longo prazo do gasto público.

Figura 3 – Decomposição da variação do custo da dívida (% PIB).



Fonte: Banco Central

A Nota Técnica – “Modelo e interações macrofiscais para nota informativa sobre efeitos da reforma da previdência” mostra a relação do endividamento futuro e a taxa de juros estrutural. Neste trabalho, apresenta-se que reduções consistentes do endividamento de longo prazo diminuirá a taxa de juros estrutural da economia.

As medidas de ajuste fiscal que têm sido tomadas desde 2016, período inicial da consolidação fiscal, não focam em elevação do superávit no curto prazo, mas criam regras que limitem estruturalmente as principais despesas públicas, objetivando ganhos fiscais em períodos superiores a cinco anos. O horizonte temporal do Teto de Gastos é de 20 exercícios financeiros, podendo ter revisão dos parâmetros a partir de 2026. Além disso, o efeito financeiro da Reforma da Previdência nos primeiros anos será menor quando comparado aos resultados obtidos no médio prazo. De forma semelhante, o impacto fiscal da reforma administrativa, que busca estabelecer mudanças estruturais, elevar a produtividade agregada no setor público e reduzir a má alocação de recursos, será mais efetivo no final de dez anos. Outras medidas, como a PEC emergencial, tentam garantir gatilhos que possibilitem o retorno mais célere da trajetória de ajuste fiscal para todos os entes da federação.

Em suma, a melhora dos fundamentos fiscais a partir das reformas estruturais atua na expectativa dos agentes e, com isso, reduz a patamares menores os juros estruturais esperados, impactando a relação

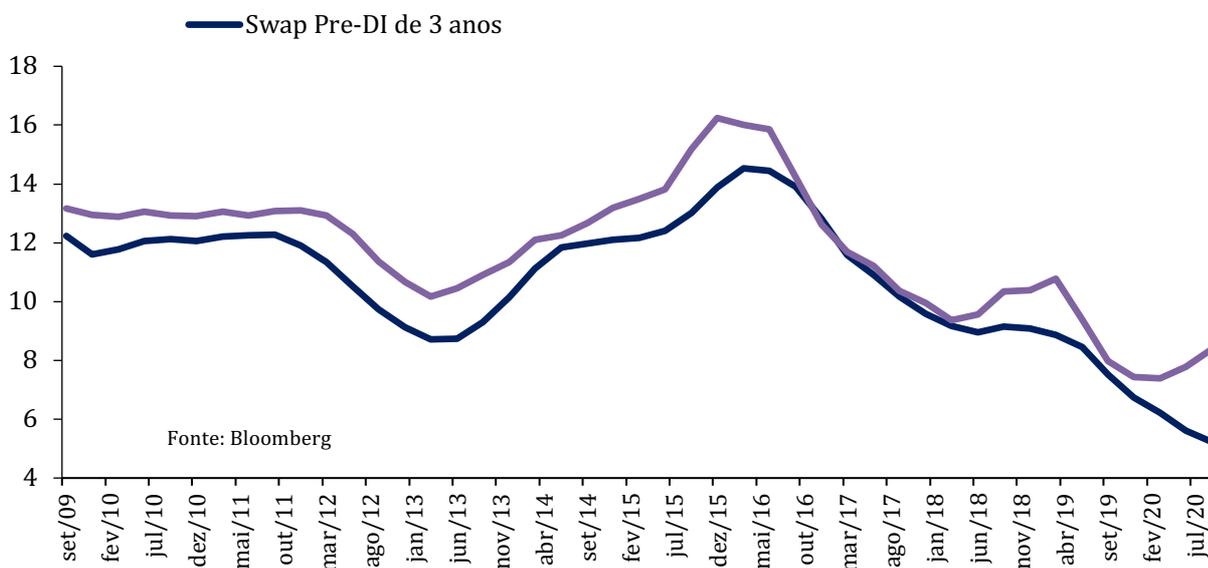
dívida/PIB, tanto pelo menor custo da dívida quanto pelos incentivos ao crescimento econômico. Nesses casos, pode-se observar benefícios advindos de reformas estruturais ao sinalizar que, mesmo em um ambiente com maior fragilidade fiscal, as expectativas para as taxas de juros tendem a cair, demonstrando confiança na consolidação fiscal iniciada.

3. O efeito da consolidação fiscal no investimento

A taxa de juros é um dos preços mais importantes do sistema econômico, pois reflete a decisão dos agentes econômicos em consumir hoje ou postergar o consumo para o futuro, ou seja, o nível de poupança. Dessa forma, esta taxa é fundamental para balizar as decisões das empresas em relação à quantidade de investimento que farão em cada período.

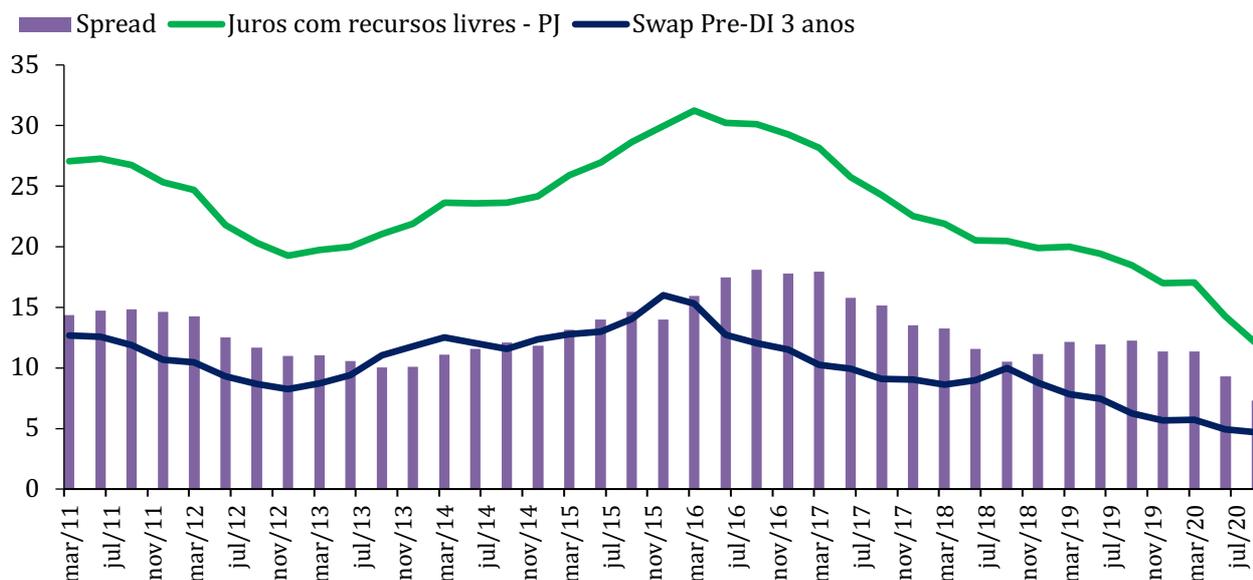
A taxa de juros do Swap Pré-DI de três anos, apresentada na Figura 1, tem elevada relação com o custo de capital das empresas. Os investidores e credores decidirão racionalmente alocar suas economias para financiar o déficit público ou o investimento das empresas, e, dessa forma, fica estabelecida uma relação direta entre as taxas de empréstimo das empresas e a taxa de juros esperada dos títulos públicos, possibilitando que parte da poupança da economia seja alocada para as empresas, dado um nível de risco determinado. Como consequência, quanto menor a demanda do setor público pela poupança nacional, maior será a alocação do excedente da economia para o setor privado e para o setor externo e menores serão as taxas de juros.

Figura 4 – Taxas de juros e endividamento privado (média 4 trimestres, %)



A Figura 4 apresenta a correlação da taxa futura de juros, Swap Pré-DI de três anos, e o custo da dívida das empresas listadas no Ibovespa. Interessante notar que há forte relação dessas séries, indicando que os ganhos observados da consolidação fiscal, discutidos acima, são repassados para as empresas de capital aberto. Outro destaque nesta figura é a divergência observada do custo de capital das empresas e a taxa futura após o início da pandemia. Enquanto o Swap Pré-DI continuou caindo, o custo das empresas se elevou. Deve-se salientar também que já ocorreu uma divergência semelhante a essa no segundo semestre de 2018, mas os valores convergiram posteriormente. O diferencial entre as taxas de mercado e das empresas de capital aberto relaciona-se com indicadores de incerteza e de risco, como o EMBI, CDS, o desvio padrão das projeções para dívida líquida (% do PIB) cinco anos à frente coletadas pelo Focus e o índice de incerteza da economia (IIE-br).

Figura 5 – Taxas de juros e endividamento privado (%)



Deve-se mostrar também que os ganhos da consolidação fiscal não estão circunscritos somente às empresas de capital aberto. A Figura 5 indica que a taxa de juros com recursos livres para as pessoas jurídicas, divulgada pelo Banco Central, também encontra forte relação com o Swap Pré-DI de três anos. Ou seja, o processo de consolidação fiscal observado desde 2016 tem sido experimentado para todas as empresas e atualmente, segundo os dados do Banco Central, a menor taxa histórica de juros de mercado traduziu-se na menor taxa de juros para as empresas tomadoras de crédito.

Desta forma, os ganhos da consolidação fiscal têm papel importante para o investimento, custo do capital de giro e emprego das empresas. A continuidade de reformas que fortaleçam e aprofundem a consolidação fiscal se traduzirá em taxas de juros historicamente baixas e na continuidade do processo de *crowding out*, ou seja, na redução do gasto do governo em detrimento da maior participação do setor privado, sobretudo o investimento.

Para estimar os efeitos da consolidação fiscal no investimento, utilizou-se uma variação da equação de um modelo semiestrutural da SPE. O modelo estimado analisa a relação e os impactos dos juros sobre os investimentos. Para tanto, estima-se o comportamento da taxa de crescimento do investimento com a taxa de juros Swap de três anos deflacionada pela inflação esperada no mesmo período, o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) e o desvio-padrão médio das expectativas para superávit primário. A amostra utilizada inicia no segundo trimestre de 2003 e termina no segundo trimestre de 2020. A estimação foi feita por um VAR estrutural (Vetor Auto Regressivo Estrutural).

Os resultados revelam uma relação economicamente negativa e estatisticamente significativa entre a variação dos juros futuros reais e o investimento. Ou seja, a função impulso-resposta indica que a redução de cada ponto percentual na taxa de juros real, proporciona aumento do investimento em cerca de 2,3% nos próximos 12 meses. Ou seja, a forte redução dos juros reais no período de consolidação fiscal foi responsável pela reversão da forte retração do investimento observada no período da recessão 2014-16 e, posteriormente, seu crescimento. Outro resultado é que parte relevante (aproximadamente 20%) da variância do investimento é explicada pelas mudanças da taxa de juros real.

4. Conclusão

A Pandemia de Covid-19 afetou negativamente a atividade econômica de diversos países, forçando-os a elevar os gastos públicos e, conseqüentemente, os déficits primários. A ação do governo brasileiro foi tempestiva e amenizou a deterioração econômica, possibilitando rápida retomada da atividade. No entanto, as ações excepcionais em resposta à pandemia são limitadas no tempo e a agenda de consolidação fiscal tem sido retomada.

O ajuste fiscal que ocorre desde meados de 2016 tem trazido frutos positivos para a economia. Nesta nota, são apresentados os ganhos da consolidação fiscal para a taxa de juros e é mostrado que a redução desta tem beneficiado diversas empresas no país. Ou seja, a consolidação fiscal tem efeitos claros, palpáveis e significativos para as empresas na tomada de crédito e financiamento de suas operações. As implicações são diretas, com aumento do investimento e do crescimento econômico. É importante salientar que o ajuste fiscal atual se difere dos anteriores, pois o objetivo é a consolidação de longo prazo, impondo regras legais que foquem nos gastos de vários períodos financeiros e não em medidas pontuais que aumentem o superávit primário corrente.

Dessa forma, a continuação da consolidação fiscal se faz urgente, principalmente devido à forte elevação da dívida/PIB, resultante dos esforços para enfrentar a pandemia. A manutenção desta agenda consolidará os ganhos obtidos e possibilitará que as taxas de juros alcancem patamares ainda menores. As propostas enviadas ao Congresso Nacional como as PECs fiscais, as privatizações e a reforma administrativa vão nessa direção, limitando os principais gastos públicos e possibilitando a utilização de gatilhos, em caso de deterioração fiscal.

A agenda de maior eficiência nos gastos públicos proposta pela Reforma Administrativa, a agenda de privatizações e concessões e as PECs fiscais permitirão maiores investimentos, competitividade, produtividade, emprego e renda.² A lógica, no curto prazo, indica que quanto maior for a confiança na sustentabilidade fiscal em conjunto com a recuperação econômica, os níveis de taxas de juros continuarão baixos. Portanto mais atrativos se tornarão os novos investimentos. O aumento da capacidade produtiva também irá permitir a geração de empregos e renda sem pressão inflacionária. No longo prazo, as agendas de reformas fiscais permitirão um ambiente econômico adequado e, acompanhadas de políticas de investimento em capital humano, levarão a maiores níveis de produtividade. Portanto, pode-se afirmar que o processo de consolidação fiscal é condição necessária para o crescimento econômico sustentável, tornando-se a agenda de reformas crucial neste processo.

² Para outros detalhes sobre agenda econômica ver SPE/ME, Nota Informativa, Considerações sobre a política econômica: objetivos e desafios para 2021, 6 de novembro de 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/centrais-de-conteudos/publicacoes/conjuntura-economica/estudos-economicos/2020/ni-objetivos-e-desafios-para-2021.pdf>