Nota Técnica
Diretoria de Desenvolvimento Econômico
Gerência de Estudos Econômicos
nº09
Agosto.2011
Sistema FIRJAN

Cenário Econômico Mundial justifica fim do aperto monetário

Há 45 dias, após mais um aumento da taxa básica de juros, o Sistema FIRJAN alertava para uma decisão precipitada e incompatível com o cenário macroeconômico[1]. Essa análise teve como elemento chave a perspectiva de um significativo - e inevitável - ajuste fiscal nos países desenvolvidos, confirmada nas semanas seguintes pelos anúncios de um amplo plano de ajuda financeira à Europa e de corte de gastos por parte do governo norte-americano. Além disso, eram claros os sinais de desaceleração da atividade e da inflação domésticas.

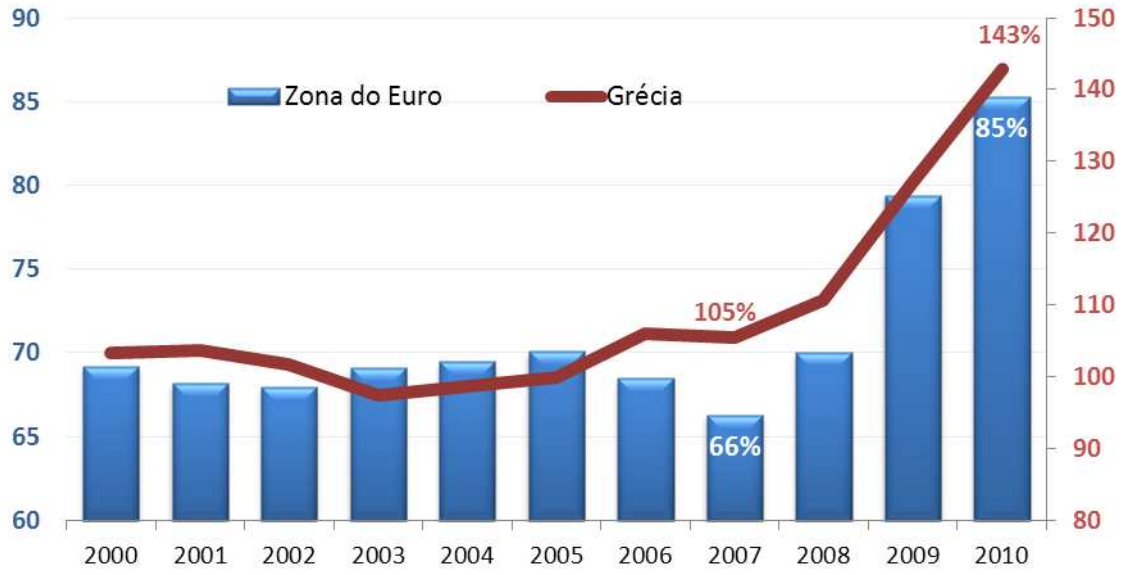
Nesse contexto, o objetivo deste artigo é jogar luz sobre a real profundidade dessa crise fiscal e suas possíveis implicações para economia brasileira.

Governos de todo o mundo se engajaram em políticas fiscais ativas, caracterizadas pelo aumento expressivo do déficit público, em resposta aos efeitos da crise global de 2008, detonada pelos problemas de financiamento e liquidez bancária que se iniciaram nos EUA. Isso vem provocando nos últimos anos um rápido e significativo aumento do endividamento, em especial nos países integrantes da Zona do Euro e nos Estados Unidos.

O Gráfico 1 ilustra a trajetória da relação dívida/PIB na zona do Euro, desde sua criação, em 2000. Contrastando com a relativa estabilidade dos anos anteriores, esta relação saltou de um patamar de 66% em 2007 para 85,3% em 2010. No caso da Grécia, a dívida chegou a 143% do PIB.

[1] A nota oficial da FIRJAN está disponível em:
http://www.firjan.org.br/data/pages/2C908CEC30687087013072144FBA35E6.htm

Relação Dívida/PIB (%)
Zona do Euro e Grécia



Elaboração FIRJAN com dados da Eurostat.

Ainda que o caso grego seja o mais grave, não é o único. Boa parte dos países da zona do Euro está em grande dificuldade fiscal. Com dívidas elevadas e receitas comprimidas pela baixa atividade econômica, a única saída é o corte de gastos e/ou o aumento dos impostos. A grande questão é saber qual a magnitude desse ajuste fiscal. Em outras palavras, a pergunta a ser respondida é: qual deve ser o resultado primário para que a dívida pare de crescer, ou seja, para que fique estável?

A Tabela 1 apresenta os cálculos para os países da Zona do Euro. A diferença entre o resultado primário observado e o necessário para estabilizar a dívida dimensiona o tamanho do ajuste fiscal necessário, representado nas colunas 4 e 5[2].

[2] Em Anexo, metodologia de cálculo.

Tabela 1 – Panorama Fiscal
na Zona do Euro

	Estoque da dívida (%PIB)	Resultado Prim. %PIB	Superávit Sustentável %PIB	**Tamanho do ajuste %PIB**	**Tamanho do ajuste (Milhões EUR)**
Irlanda	96%	-29,2%	1,3%	**30,5%**	**46.903**
Grécia	143%	-4,9%	4,6%	**9,6%**	**28.075**
Portugal	93%	-6,1%	1,6%	**7,7%**	**8.763**
Espanha	60%	-7,3%	-0,4%	**6,9%**	**73.719**
França	82%	-4,5%	-1,2%	**3,4%**	**65.006**
Zona do Euro	85%	-3,2%	-1,2%	**2,0%**	**181.184**
Malta	68%	-0,6%	-1,6%	**1,0%**	**(63)**
Belgica	97%	-0,7%	-1,5%	**0,8%**	**(2.854)**
Estonia	7%	0,3%	-0,2%	**0,5%**	**(68)**
Finlandia	48%	-1,4%	-1,4%	**0,0%**	**(10)**
Austria	72%	-2,0%	-1,6%	**-0,4%**	**1.043**
Italia	119%	-0,1%	-0,8%	**-0,7%**	**(10.869)**
Luxemburgo	18%	-1,3%	-0,5%	**-0,8%**	**328**
Alemanha	83%	-0,9%	-1,9%	**-1,0%**	**(25.497)**
Holanda	63%	-3,4%	-0,8%	**-2,6%**	**15.298**

Elaboração FIRJAN com dados da Eurostat

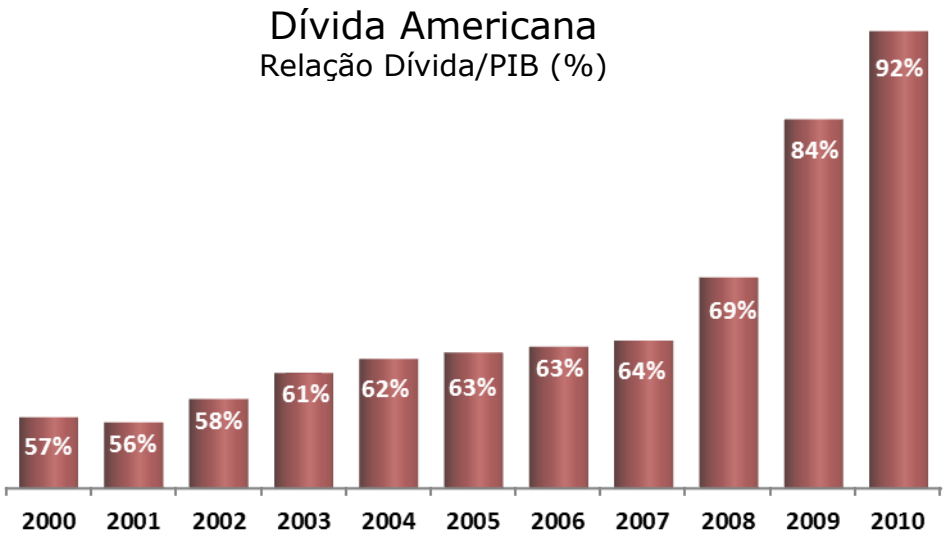
De fato, chama atenção a magnitude do ajuste para os chamados PIIGS (Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha). Tendo em vista o tamanho do ajuste para Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha não há alternativas senão a adoção de medidas que mudem profundamente o quadro fiscal desses países. Na Itália, um orçamento relativamente equilibrado (déficit de 1% do PIB) reduz o esforço de estabilização. No entanto, o tamanho da dívida e a fragilidade política italiana sustentam elevada incerteza quanto à sua trajetória fiscal.

A situação francesa também chama a atenção. Os dados mostram que o socorro que a França pode oferecer aos demais países da zona do Euro é limitado, uma vez que a economia francesa também precisará passar por uma forte política de corte de gastos, estimada em torno de 3% do PIB.

Nessa matemática, a Alemanha parece ser a única com solidez fiscal para financiar o ajuste preconizado. Contudo, a margem que a economia alemã possui é estreita e insuficiente para socorrer as demais economias da Zona do Euro. Para se ter uma ideia, o ajuste fiscal estimado para a zona do Euro como um todo deverá ser da ordem de €181 bilhões, o que implicará em um fraco desempenho econômico da região nos próximos anos.

A situação fiscal norte-americana é bastante similar à europeia. Entre 2007 e 2010, a relação dívida/PIB dos EUA saltou de 64% para 92%, intensificando a trajetória ascendente observada durante toda década passada – Gráfico 2. Essa

forte expansão fiscal culminou na recente elevação do teto da dívida norte-americana, sem a qual um calote seria provável.



Fonte: Federal Reserve.

Nessas condições, foi feito para a economia americana o mesmo exercício descrito anteriormente para os países europeus. Para os EUA, os cálculos mostram que o ajuste necessário é da ordem de 6,1% do PIB, ou US$ 898,3 bilhões - Tabela 2.

Tabela 2 – Panorama Fiscal EUA

Em % do PIB	
Dívida	92%
Déficit	8,90%
Déficit sustentável	2,70%
Ajuste necessário	6,10%
Ajuste em US$ bi	898,3

Os dados aqui expostos não deixam dúvidas quanto ao significativo - e inevitável - ajuste fiscal que as economias europeia e norte-americana têm pela frente. Assim, a recuperação da economia mundial que, embora lenta, parecia provável, abriu espaço para a possibilidade de uma dupla recessão. Na verdade, a crise financeira de 2008 deu lugar à crise da dívida de 2011.

Ainda que a magnitude dos efeitos dessa crise fiscal sobre a atividade econômica mundial não seja conhecida, estes certamente terão impactos deflacionários para o Brasil, movimento já precificado pela curva doméstica de juros. Ademais, todos os indicadores disponíveis ratificaram a desaceleração da atividade econômica e o arrefecimento da inflação diante do aperto monetário em curso. Neste sentido, o Sistema FIRJAN reforça a pertinência e a importância da flexibilização da política monetária.

NOTA METODOLÓGICA

Existem basicamente duas abordagens conceituais para a questão da sustentabilidade da política fiscal, a abordagem contábil e a abordagem do valor presente, conforme Rocha (2005). Ambas têm como ponto de partida a restrição orçamentária do governo:

$$B_t = (1 + r_t)B_{t-1} - SUP_t$$

Onde, B é dívida real do setor público, r_t é a taxa real doméstica de juros e SUP_t é o superávit primário do governo.

Essa equação descreve a dinâmica da dívida. Se o Governo não gera superávit, o estoque da dívida cresce a uma taxa igual à taxa de juros ($B_t - B_{t-1} = r_t B_{t-1}$). Por outro lado, se o governo apresenta um déficit primário ($SUP_t < 0$) o estoque da dívida crescerá a uma taxa que excede a taxa de juros, ocorrendo o contrário se o governo apresenta superávit primário.

Reescrevendo a restrição orçamentária em razão do produto (Y_t), tem-se:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1 + r_t)B_{t-1}}{(1 + g_t)Y_{t-1}} - \frac{SUP_t}{Y_t}$$

Ou

$$b_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t}\, b_{t-1} - sup_t$$

Onde g_t é a taxa de crescimento do produto entre $t - 1$ e t.

Este trabalho teve como base a abordagem contábil, na qual um déficit (superávit) primário é considerável sustentável se ele gera uma razão dívida/produto constante. Assim, o superávit primário sustentável é determinado fazendo-se b_t igual a b_{t-1} na equação cima, o que resulta em:

$$\textbf{Superávit sustentável} = sup_t = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} b$$

Onde r_t é a taxa real doméstica de juros; g_t é a taxa de crescimento do produto entre $t - 1$ e t e b é a razão dívida/produto.

EXPEDIENTE: Federação das Indústrias do Estado do Rio de Janeiro (FIRJAN) - Av. Graça Aranha, 01 CEP: 20030-002 - Rio de Janeiro. **Presidente**: Eduardo Eugenio Gouvêa Vieira ;Diretor Geral do Sistema FIRJAN**:** Augusto Franco Alencar; Diretora de Desenvolvimento Econômico: Luciana de Sá; Gerente de Estudos Econômicos: Guilherme Mercês; Equipe Técnica: Gabriel Pinto, Tatiana Sanchez, William Figueiredo, Jonathas Goulart, Marcio Afonso; Estagiária: Isis Mathias. Sugestões e Informações: tel (21) 2563-4205, e-mail: estudos.pesquisas@firjan.org.br Visite nossa página na internet: http://www.firjan.org.br/