

# Cinco dúvidas sobre o ajuste fiscal

---

*Franklin Serrano\**

**O** objetivo destas notas é propor o início de um debate sobre a questão do ajuste fiscal atualmente em curso na economia brasileira. Tentaremos questionar as bases para o surpreendente consenso entre economistas e políticos das mais diversas procedências sobre a inevitabilidade (ou ao menos desejabilidade) desse ajuste.

O nosso argumento, que sugere não haver uma base racional (teórica ou empírica) sólida que justifique a atual política fiscal do Governo, será apresentado na forma de um conjunto de dúvidas, questionamentos sobre diversos pontos, explícita ou implicitamente, embutidos no consenso fiscalista. Não temos a menor pretensão de fechar a questão nestas poucas páginas: o tema é altamente polêmico e complexo; consideramos essencial, entretanto, que uma política que vem impondo alto custo social e econômico comece, ao menos, a ser questionada e discutida.

## 1 - O déficit público é sempre ruim?

Parece que o Governo Federal é “contra” o déficit público pelos posicionamentos, declarações e pressões de toda sorte que dispara contra os governos subnacionais, visto que está fazendo o chamado ajuste fiscal. Ao mesmo tempo, diversos líderes de oposição municipais, estaduais e nacionais se apresentam aos eleitores como sendo capazes de fazer um ajuste fiscal mais “bem-feito” do que o do atual Governo (sem corrupção, cortando menos os gastos sociais, sendo menos injusto e arbitrário nos favorecimentos, etc.). Ninguém parece ser contra o ajuste fiscal. E todos concordam que o Governo (mesmo na esfera federal) não pode e não deve gastar mais do que arrecada.

---

\* Professor Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ

O autor agradece o apoio financeiro do CNPq e as discussões com o Pesquisador Carlos Pinkusfeld Bastos do grupo de pesquisa em economia política do IE-UFRJ (com quem trabalha em pesquisa conjunta sobre esses temas) e a dois pareceristas anônimos desta revista.

Esse consenso é particularmente preocupante nas condições atuais da economia brasileira depois de anos de baixo crescimento e fraca geração de empregos. Além do mais, na literatura sobre política fiscal em macroeconomia (pelo menos desde o final da década de 30 graças a Keynes e Kalecki, que foram contra o consenso de sua época), sabe-se que o tamanho desejável do déficit público consolidado do País não tem nada a ver com um raciocínio de “economia doméstica”. Se a economia está com capacidade ociosa e desemprego, é evidente não ser apenas possível, mas recomendável, que se gaste mais do que se arrecada.

Além disso, devido ao fato bastante óbvio de que as receitas fiscais são fortemente pró-cíclicas e de que, portanto, o déficit público é endógeno, sabe-se (igualmente desde a década de 30) que o déficit público corrente não é a medida adequada para se afirmar se a política fiscal está, ou não, sendo expansionista. Muitos autores e governos mais civilizados preferem o que chamam de “déficit de alto emprego”, isto é, o déficit que seria obtido quando a economia operasse à plena capacidade.

Para avaliar se esse déficit público de plena capacidade está alto ou baixo, devemos seguir a abordagem das “finanças funcionais” proposta por Abba Lerner nos anos 40 e endossada recentemente pelo prêmio Nobel em Economia de 1996 e especialista em finanças públicas William Vickrey. Segundo essa visão, o valor adequado para o déficit público de plena capacidade deve ser suficientemente grande para compensar a soma do déficit externo em conta corrente, percebido como sustentável ou desejável, com o superávit do setor privado — isto é, a diferença entre poupança privada e investimento privado —, quando a economia opera à plena capacidade. Qualquer déficit maior que o calculado na forma acima será inflacionário, e qualquer déficit menor que aquele será recessivo, pois implica que a economia não vai gerar demanda efetiva suficiente para operar à plena capacidade (Vickrey, 1997).

No entanto, o Governo brasileiro usa como meta de política fiscal o superávit fiscal primário, que seria suficiente para estabilizar a razão entre a dívida pública interna e o PIB. Não questiona se esse superávit primário, quando somado aos pagamentos de juros, gera um déficit que é baixo (ou alto demais) no sentido preciso discutido acima. Em outras palavras: o Governo não apenas não parece estar nem um pouco interessado em saber se sua política fiscal está gerando desemprego, mas — o que é bem mais surpreendente — também não parece se preocupar se a política fiscal está gerando inflação de demanda, ou um aumento indesejado — possivelmente insustentável — no déficit externo em conta corrente!

## 2 - O Governo do País quebra por causa da dívida interna?

Evidentemente, porque o Governo só se preocupa com uma coisa: a estabilização da razão entre a dívida pública e o PIB. O Governo e seus aliados comemoram como grande vitória a redução de 48 para 44% desse indicador, um desempenho “melhor” do que o acordado com o FMI, que tinha acertado como meta 50%.

Cabem, no entanto, algumas perguntas ingênuas: por que a comemoração? Por que fazer mais do que o FMI quer? Por que 50% é o limite superior aceitável? Em vários países totalmente estáveis e em diferentes épocas, observamos números superiores a 100%.<sup>1</sup> O próprio tratado de Maastrich — considerado uma camisa de força fiscal com viés fortemente recessivo até pelos editores da conservadora revista inglesa **The Economist** — impunha limites bem menos rígidos, com possibilidade de serem violados caso se registrasse “que progressos rápidos estavam sendo feitos”.

Infelizmente, nenhuma explicação empírica ou teórica é dada pelo Governo e seus defensores.

Mas o que realmente aconteceria se a dívida aumentasse para 50,1% do PIB, por exemplo? Será que o Governo brasileiro quebraria? Dificilmente. Ao contrário do orçamento de uma dona de casa, o Governo do País não tem, a rigor, como quebrar, pois emite a dívida pública interna denominada em sua própria moeda; logo, o seu risco de inadimplência é evidentemente zero. Não é por outro motivo que o Governo fixa, unilateralmente, a taxa de juros básica (ou piso) da economia.

Isso significa que o Governo, objetivamente, nunca fica, a rigor, numa situação de “não ter dinheiro” para pagar sua dívida interna.

Mas vamos supor, para ajudar o raciocínio oficial, que “o público”, sabendo que passamos do limite de 50,1%, resolva que não quer mais emprestar para o nosso Governo.<sup>2</sup> Nesse caso, o Governo teria de entregar moeda para o público,

---

<sup>1</sup> Até o Economista Gustavo Franco parece admitir que a razão dívida interna/PIB não importa muito. Tanto que propôs uma reforma da Previdência (com a qual, evidentemente, não concordamos), que, na transição, geraria um enorme aumento na dívida em relação ao PIB (como ocorreu no Chile) e não acha que isso vá causar nenhum problema ou instabilidade (também no Chile nada trágico aconteceu por causa desse aumento da dívida pública).

<sup>2</sup> Pouco depois da mudança do regime cambial, o Deputado Delfim Netto, no que então se revelou uma curta lua-de-mel com a política econômica do Governo, afirmou na imprensa que “o mercado” tinha decidido que o limite sustentável da nossa dívida pública era 50%, embora nem ele nem ninguém jamais tenha dito como “o mercado” chegou a essa conclusão ou como este ser misterioso comunica estas suas decisões ao povo.

porque é exatamente o que está prometido no contrato da dívida. A partir daí, o público pode fazer várias coisas. Uma primeira alternativa seria ficar com o dinheiro no bolso. Outra seria comprar dólares. Uma terceira seria comprar bens e serviços.

Provavelmente, o Governo se preocupa com o ajuste fiscal com medo do caso em que o público começasse, desenfreadamente, a comprar dólares e bens, provocando uma grande inflação.

O problema aqui é que não se esclarece por que o público faria isso. Se o Governo (que não quebra) está oferecendo taxas de juros suficientemente elevadas para tornar a aplicação alternativa em dólares pouco atraente e a compra de bens proibitiva, por que diabos o público alteraria de forma tão drástica seu portfólio? Só por que a razão dívida pública / PIB atingiu 50,1%?

A única situação minimamente plausível para esse comportamento ocorreria caso houvesse um grande consenso, entre os agentes econômicos, a respeito de uma alta probabilidade de calote da dívida pública, que, aí sim, tornaria vantajoso, por exemplo, aceitar um rendimento menor, porém garantido, em dólar.

Mas, como vimos, o Governo objetivamente não precisa dar calote interno em ninguém, e à equipe de FHC, ao que tudo indica, falta para isso tanto motivo quanto vontade.

### **3 - O ajuste fiscal leva ao crescimento?**

O Governo e seus defensores argumentam também que o ajuste fiscal brasileiro recria as condições para o crescimento econômico, atribuindo a ele a tímida recuperação do crescimento da economia brasileira. Em particular, alardeiam que a redução progressiva da taxa de juros observada desde 1999 no Brasil, e que assim teria permitido a recuperação da economia, foi resultado do ajuste fiscal.

Esse raciocínio, entretanto, é no mínimo curioso. Seria bem mais lógico supor que a retomada do crescimento a curto prazo teria algo a ver com a mudança na política cambial. Essa mudança, ao permitir a desvalorização cambial, por um lado, estimulou alguma recuperação das exportações; por outro, levou a uma grande redução das importações tanto de produtos quanto de insumos.

Tudo indica que essa mesma mudança cambial também deve ter sido o fator determinante da mudança de posição do Bacen, justificando a adoção da política de reduzir a taxa de juros reais de seus níveis estratosféricos para os atuais (ainda bastante elevados), o que, de fato, parece ter estimulado, moderadamente, a retomada do crédito e do consumo.

Fica, então, no ar mais uma pergunta ingênua: o que o ajuste fiscal, que, até onde se sabe, implica a redução da contribuição do Governo à demanda agregada, tem a ver com isso?

Naturalmente, um ajuste fiscal que provoque uma recessão de fato leva à melhoria significativa da balança comercial pela queda induzida das importações. Mas, se pensarmos que é esse o efeito que diminuiria a pressão sobre o dólar e levaria o Bacen a baixar os juros, perceberíamos que a queda dos juros só poderia prosseguir até o ponto em que o nível de atividade e as importações recuperassem o patamar anterior. Não poderia haver nenhum efeito expansivo líquido. A política monetária estaria apenas devolvendo o que a fiscal teria tirado, senão, presumivelmente, as pressões sobre o dólar se ampliariam novamente.

Via redução de importações induzida pela recessão (a qual o Governo chamaria eufemisticamente de “redução da dependência da poupança externa”), talvez o ajuste fiscal sem a mudança cambial pudesse abrir espaço para a taxa de juros cair. Porém, uma vez que o piso da queda dos juros é determinado pela necessidade de evitar pressões sobre o dólar, vemos que o ajuste fiscal, por si só, não poderia ir longe o suficiente para fazer a economia se expandir.

## 4 - O ajuste fiscal reduz a taxa de juros?

Mas, ao defender o ajuste fiscal, o Governo não concordaria que os juros dependem da situação externa. O argumento oficial, repetido inúmeras vezes na imprensa, é bem simples: o déficit público elevado faz subir a taxa de juros; sua redução via ajuste fiscal permite que os juros caiam.<sup>3</sup> Mesmo aceitando essa relação, lembremos que o posterior efeito líquido positivo sobre o crescimento deve estar, necessariamente, associado a um suposto aumento do nível de investimento privado, em consequência da queda das taxas de juros, ampliando a capacidade produtiva da economia.

Devemos notar, entretanto, que o argumento de que a expansão se fará via aumento da demanda agregada não procede. Se o motivo do juro alto era exatamente coibir o potencial excesso de demanda agregada, resultante da

---

<sup>3</sup> Para evitar controvérsias teóricas, seremos generosos com o Governo e usaremos a idéia de que o ajuste fiscal apenas “permite” que os juros (determinados exogenamente pelo Bacen, agora a partir do objetivo de controlar a demanda agregada) caiam e não perdemos tempo com a versão mais primitiva, e totalmente irrealista, de que existe, de fato, um *crowding out* e que o aumento do gasto público aumenta diretamente a taxa de juros, pois faz faltar “poupança” na economia. Para a crítica teórica a esse tipo de idéia, ver Serrano (2000, 2001).

política fiscal frouxa, a queda dos juros pós-ajuste fiscal não pode ultrapassar um limite: os juros só podem se reduzir o quanto for necessário para meramente substituir a queda do gasto público e do consumo privado, resultantes do ajuste fiscal, presumivelmente por investimento. A composição da demanda agregada, mas não o seu nível.

Sem entrar no mérito da implausibilidade de uma retomada sustentada do investimento, apenas pelo efeito direto da queda dos juros (ainda mais os de curto prazo), e sem uma anterior ou prospectiva expansão de demanda sustentada que justifique a ampliação da capacidade produtiva, essa história não parece ter nenhuma base empírica na experiência brasileira recente.

Não é fácil acreditar na idéia de que a economia brasileira está, no momento, sujeita a uma rígida restrição de oferta interna. O recente aumento da demanda agregada tem sido plenamente atendido pela expansão da produção e pelo conseqüente aumento do grau de utilização da capacidade já instalada.

Descartada essa história oficial, vemos que a relação entre taxa de juros e ajuste fiscal é exatamente a oposta: é a queda da taxa de juros (cujo piso tem a ver com as contas externas, não com as internas) que afeta a execução do ajuste fiscal — dada uma meta de relação dívida pública/PIB —, tornando-o menos contracionista.

No que diz respeito ao longo prazo, nunca é demais repetir que a verdadeira restrição estrutural ao crescimento sustentável do Brasil é a necessidade (e dificuldade) de ampliar, consideravelmente, a tendência de longo prazo da taxa de crescimento das exportações, e não é nada óbvio como a obtenção de um valor particular para a relação dívida pública/PIB vá aumentar a demanda por produtos brasileiros nos outros países do mundo.

## **5 - Para que serve então o ajuste fiscal?**

Todos reconhecem os altos custos, tanto para o Governo, em todas as suas esferas, quanto para a população, do ajuste fiscal em andamento. No entanto, o problema é que ninguém explica quais serão os benefícios. Deve ser por isso que o Governo comemora o ajuste fiscal como uma grande realização em si mesmo.

Mas insistimos em nossa pergunta ingênua: exatamente para quê precisamos desse ajuste fiscal? Pelo que vimos acima, sabemos que o ajuste fiscal que vem sendo feito não está voltado para a administração do controle racional da demanda agregada da economia.

Por outro lado, de forma alguma seria o responsável pela retomada do crescimento. Ao contrário, é provável que tenha contribuído para enfraquecer a expansão da atividade econômica.

Alguns cínicos argumentam que, a despeito disso, o ajuste fiscal é imprescindível por ser considerado pelos investidores internacionais como essencial à credibilidade da política econômica do País; isto faria com que esses investidores continuassem financiando nossas contas externas. Esse argumento, no entanto, não faz muito sentido. O Brasil teve uma crise cambial em pleno ajuste fiscal em 1999, e, no momento, a Argentina, que está com uma política fiscal altamente contracionista, também passa por graves dificuldades em suas contas externas. Como os investidores externos não são pagos em moeda doméstica, é mais razoável supor que estejam bem mais interessados na necessidade e na capacidade de o País gerar divisas — particularmente na taxa de crescimento das exportações e na evolução do coeficiente de importações em relação à magnitude e aos prazos das obrigações externas que estão para vencer — do que na mítica razão dívida pública/PIB.

Note-se que tanto a razão dívida pública/PIB quanto as metas inflacionárias, por exemplo, só se tornaram objetivamente importantes depois que o Governo as incluiu no acordo com o FMI, infelizmente tornado essencial para garantir a estabilidade cambial e a liquidez externa do País. Mas lembremos de que o acordo com o Fundo pode e deve ser modificado a partir de uma postura um pouco mais pragmática e menos ideológica do que a do Governo atual.

Se afinal o FMI é o único motivo concreto para o ajuste fiscal, como explicar o fato de o fazermos ainda maior do que o acordo pede? Será que faz sentido um regime de metas inflacionárias — que o FMI também não tinha pedido, mas que o Governo brasileiro fez questão de introduzir no acordo — que faz o Bacen subir os juros e desfazer parte da desvalorização cambial para frear o impacto inflacionário de um tarifaço, causado pelo próprio ajuste fiscal (no caso do petróleo) e pelas curiosas cláusulas de indexação das tarifas de serviços públicos privatizados?

Como o ajuste fiscal não gera “credibilidade externa” e vai além da imposição do acordo com o FMI, e observando que foi o Governo brasileiro que fez questão de fechar um acordo tão contracionista, o ajuste fiscal só está sendo feito dessa maneira para satisfazer a ideologia neoliberal da equipe do Ministério da Fazenda, que se “orgulha” de ser mais conservadora que o FMI.

## **6 - Observações finais**

Supondo que a oposição, de fato, tenha como prioridades o combate à pobreza e ao desemprego, é essencial que, em vez de aplaudir e apoiar sem questionamento o ajuste fiscal, pressione por uma política fiscal que seja orientada racionalmente para evitar não apenas a geração de inflação de demanda, mas

também o aumento desnecessário do desemprego. Fundamental também é que se pressione o Governo para que promova mais ativamente as exportações e, na medida em que isso não seja suficiente, que se aprofunde o processo atual de substituição de importações.

Para não sermos injustos com o Governo Federal, temos de admitir que alguns dos líderes da oposição, que se dizem críticos, acabariam fazendo em seu lugar a mesma coisa (ou até pior) se estivessem no comando. Infelizmente, têm o pensamento alinhado com o Governo e são igualmente obcecados pelo ajuste fiscal. É natural e praticamente inevitável, dado o jeito pelo qual o Governo Federal mantém os governos subnacionais em dificuldades financeiras, que estes últimos estejam sendo forçados a tomar medidas duras nessa área e que muito prejudicam suas administrações e populações. Só é triste ver que alguns líderes regionais e até nacionais, talvez confundidos pela retórica oficial e pela confusão ideológica neoliberal (ou será pós-moderna?), vão se mostrando convencidos de que, afinal, o tal ajuste fiscal é realmente necessário para o País e que trará algum benefício. É fundamental que pelo menos a esquerda não caia de vez nessa (mais essa) armadilha.

## Bibliografia

- SERRANO, F. (2000). A soma das poupanças determina o investimento? **Archetypon**, v.8, n.23, maio/ago.
- SERRANO, F. (2001). Equilíbrio neoclássico de mercado de fatores: uma crítica do ponto de vista sraffiano. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v.22, n.1. (no prelo)
- VICKREY, W. (1997). A transkeynesian manifesto (Thoughts about an Asset-Based Macroeconomics). **Journal of Post Keynesian Economics**, v.19, n.4, Summer.