

## 4

# Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma Alternativa para um Crescimento Auto- sustentado da Economia Brasileira

*José Luís Oreiro*

*João Sicsú*

*Luiz Fernando de Paula*

## INTRODUÇÃO

Esse capítulo objetiva apresentar uma alternativa keynesiana para uma nova arquitetura de políticas macroeconômicas, de modo que o Brasil possa superar a tendência à estagnação econômica, resultado das políticas econômicas adotadas desde o governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) até os dias de hoje. As políticas keynesianas, em sentido bastante amplo, têm como objetivo principal o crescimento do produto e do emprego, e a manutenção da estabilidade de preços. Mais especificamente, a concepção de política keynesiana aqui aceita é aquela em que suas implicações emergem da percepção do papel da demanda efetiva em estabelecer o nível de atividade econômica e, ao mesmo tempo, da percepção que não existem forças automáticas que conduzam uma economia de mercado ao pleno emprego.<sup>1</sup> Ademais,

---

<sup>1</sup> Para um aprofundamento dessa visão, ver Arestis e Sawyer (1) e Carvalho (5).

essa visão entende ser, a princípio, inadequada a adoção de políticas de restrição de demanda voltadas para o enfrentamento de problemas macroeconômicos, sejam estes desequilíbrios externos, sejam pressões inflacionárias.

Nesse contexto, uma estratégia de crescimento econômico sustentado para a economia brasileira deve procurar compatibilizar equilíbrio interno (crescimento com manutenção da inflação sob controle e adoção de um gerenciamento sustentável da dívida pública interna) com equilíbrio externo (manutenção de déficits em conta corrente em níveis baixos, financiados predominantemente com capitais de longo prazo e redução da volatilidade cambial, que deve ser alcançada pela adoção de controles de capitais). Este capítulo atenta para a questão da sustentabilidade/redução da dívida pública interna a longo prazo, tida como fundamental dentro do objetivo maior de recuperar a capacidade do governo de realizar políticas fiscais contracíclicas. Por conseguinte, torna-se necessária uma mudança na combinação superávit primário/taxa real de juros/crescimento econômico para estabilizar/reduzir a dívida pública como proporção do PIB. A segunda seção analisa os impasses da economia brasileira e as pré-condições para uma nova estratégia de crescimento. Já a terceira seção discute teoricamente o déficit orçamentário no contexto de políticas keynesianas, enquanto que a quarta seção analisa a sustentabilidade da dívida pública no Brasil no período de 1999 a 2002. A quinta seção apresenta uma alternativa keynesiana para a superação do problema do crescente endividamento que permite ao governo a adoção de uma política fiscal expansionista, contracíclica. Finalmente, na sexta seção, à guisa de conclusão, compara-se a trajetória da dívida pública e a capacidade de realizar políticas fiscais anticíclicas na estratégia keynesiana e na estratégia chamada de conservadora, inspirada nas concepções econômicas do governo Lula.

## OS IMPASSES DA ECONOMIA BRASILEIRA E AS PRÉ-CONDIÇÕES PARA UMA NOVA ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO

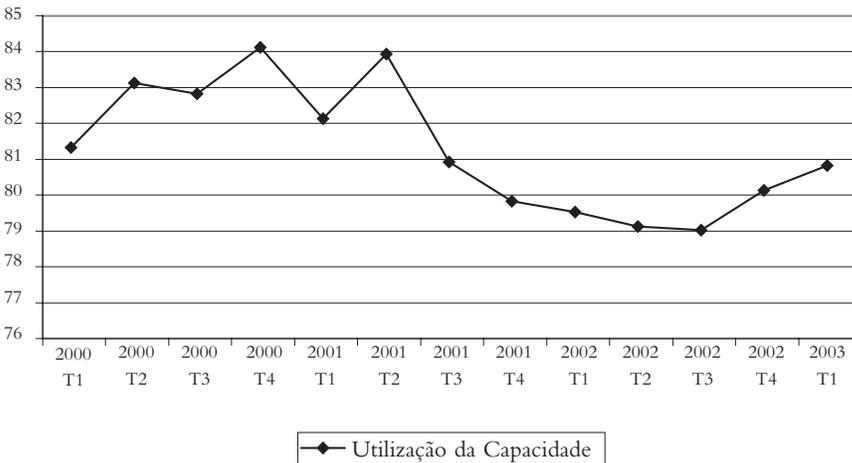
A economia brasileira tem sido marcada no período recente por um movimento de *stop-and-go* ou, alternativamente, por uma tendência à semi-estagnação: o PIB depois de crescer mais de 4,0% em 1995, como resultado dos efeitos iniciais de um plano de estabilização baseado em uma âncora cambial, tem oscilado de forma significativa, ou seja, 2,6% em 1996, 3,3% em 1997, 0,1% em 1998, 0,8% em 1999, 4,4% em 2000, 1,5% em 2001 e novamente 1,5% em 2002.<sup>2</sup> Esse desempenho medíocre da economia brasileira deve-se, em parte, aos efeitos de uma sucessão de crises externas: a crise mexicana em 1995, a crise asiática em 1997, a crise russa em 1998, a própria crise brasileira ao final de 1998 e início de 1999 e, mais recentemente, a crise argentina em 2001 e 2002, e uma nova crise cambial brasileira em 2002.

As baixas taxas de crescimento observadas na economia brasileira nos últimos anos não são o resultado de problemas relacionados às condições de oferta da economia (ou com a *escassez de poupança* como querem alguns), mas estão relacionadas às condições de demanda. Com efeito, pode-se constatar no Gráfico 4.1 que o volume de demanda agregada não tem sido suficiente nos últimos anos para garantir um nível médio de utilização da capacidade produtiva da indústria superior a 84%. Esse *pico* do grau de utilização da capacidade foi obtido no ano de 2000, quando a economia cresceu a uma taxa superior a 4,5%. Desde então, o grau de utilização da capacidade produtiva foi reduzido, refletindo a redução do nível de demanda agregada.

<sup>2</sup> Os dados mencionados nesta seção foram obtidos fundamentalmente no *site* do Banco Central do Brasil ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)).

GRÁFICO 4.1

DADOS TRIMESTRAIS DO GRAU MÉDIO DE UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE PRODUTIVA DA INDÚSTRIA BRASILEIRA



FORNTE: Ipeadata

Num contexto em que o nível de utilização da capacidade instalada é baixo, as empresas optam por adiar as decisões de investimento em ampliação da capacidade produtiva, o que resulta numa baixa taxa de investimento como proporção do PIB e num reduzido crescimento do PIB. Embora o crescimento do tamanho da força de trabalho e da produtividade na economia brasileira permitisse um crescimento do PIB à uma taxa no mínimo igual a 4,5% ao ano, a *restrição de demanda* impediu o aumento do produto efetivo e do produto potencial a taxas superiores a 2,5%.

Essa *restrição de demanda* tem sua origem tanto na *vulnerabilidade externa* da economia brasileira como na condução da política econômica pelo governo nos últimos anos. A percepção de elevada vulne-

tabilidade externa<sup>3</sup> (devido à necessidade de financiar os altos déficits em conta corrente<sup>4</sup>), acrescida da volatilidade cambial, e a adoção pelo Banco Central de elevadas taxas de juros, com o conseqüente aumento na dívida pública, são fatores que têm contribuído para manter um nível baixo de demanda agregada e um quadro de instabilidade macroeconômica no país que resulta em um desempenho medíocre em termos de crescimento econômico.

O rápido crescimento da dívida pública federal que alcançou mais de 55% do PIB em maio de 2002<sup>5</sup> resultou tanto do reconhecimento de *esqueletos fiscais* pelo governo, quanto, e principalmente, da combinação de uma elevada taxa real de juros e baixo crescimento do produto. A existência de um estoque de dívida pública dessa dimensão – com um perfil caracterizado pela predominância de títulos pós-fixados (à taxa de *overnight* e ao câmbio) – dificulta sobremaneira a execução das políticas fiscal, monetária e cambial.<sup>6</sup>

As mudanças efetuadas na política econômica em 1999, com a adoção de um regime de taxas flutuantes de câmbio e de um regime de metas de inflação, não resultaram em melhorias significativas nas variáveis macroeconômicas do país.<sup>7</sup> Por exemplo, esperava-se que a adoção de um regime de taxas de câmbio flexíveis tornasse possível

<sup>3</sup> Para um aprofundamento sobre a questão da vulnerabilidade externa no Brasil, ver Paula & Alves Jr. (16).

<sup>4</sup> O déficit em conta corrente ficou em torno de 4,1 a 4,8% do PIB no período de 1998 a 2001, caindo para 1,9% no período de janeiro/outubro de 2002 (*Boletim do Banco Central*, dezembro de 2002). Cabe destacar que a redução recente, que se tem verificado no déficit corrente do balanço de pagamentos, deve-se a um contexto, de certa forma específico, caracterizado pela combinação de desaceleração econômica com uma desvalorização excessiva na taxa de câmbio. Em contrapartida, observou-se forte pressão inflacionária na segunda metade de 2002.

<sup>5</sup> Segundo dados da *Conjuntura Econômica*, de fevereiro de 2003.

<sup>6</sup> Por exemplo, uma elevação das taxas básicas de juros ou a emissão de títulos indexados ao câmbio podem ser eficazes para conter pressões sobre a taxa cambial, mas aumentam a carga de juros do governo.

<sup>7</sup> Para um aprofundamento dessa questão, ver Ferrari-Filho e Paula (8).

uma redução significativa da taxa de juros no Brasil, permitindo que a economia crescesse a um ritmo igual a taxa potencial de crescimento, estimada em torno de 4,5% ao ano.<sup>8</sup>

Com efeito, depois do acentuado aumento nas taxas nominais de juros no período das crises externas (outubro de 1997 a março de 1999), quando chegou a alcançar mais de 40% ao ano, a taxa nominal de juros de curto prazo declinou a partir de abril de 1999, atingindo cerca de 15% ao ano no início de 2001, mas voltou a crescer no decorrer de 2001 e 2002, chegando a alcançar mais de 20% no final de 2002 e 26,5% em maio de 2003. Dado que as taxas de inflação medidas pelo IPCA têm sido relativamente moderadas no período de 1997 a 2002, segue-se que as altas taxas nominais de juros implicam taxas reais de juros igualmente elevadas, quando comparadas com os níveis de juro real prevalecentes em outros países. Por exemplo, em outubro de 2001, a Indonésia tinha uma taxa de juros real de 4,4% ao ano, a Rússia, de 4,1%, a Colômbia, de 3,3%, a Índia, de 1,7%, a Malásia, de 1,9%, o Egito, de 6,3% e a Coreia, de 1,1% (3, p. 163).

As taxas (nominais e reais) de juros são altas no Brasil porque as autoridades econômicas brasileiras atribuem a elas múltiplas funções, entre as quais destacam-se: reduzir a demanda agregada quando houver alguma pressão inflacionária, mesmo quando a demanda agregada não estiver aquecida, de modo a evitar a aceleração da inflação;<sup>9</sup>

<sup>8</sup> A taxa potencial de crescimento é igual a soma da taxa de crescimento da força de trabalho com a taxa de crescimento da produtividade. No Brasil, a força de trabalho cresce atualmente a uma taxa superior a 2,0% ao ano, ao passo que as estimativas a respeito da taxa de crescimento da produtividade do trabalho variam entre 2 e 3% ao ano.

<sup>9</sup> Como se sabe, a adoção de um regime de metas de inflação significa que a taxa de juros de curto prazo é a variável operacional utilizada para que se possa ajustar a inflação à meta estabelecida previamente. Assim, a taxa de juros deve ser elevada sempre que houver o perigo da taxa de inflação ser maior do que a almejada, segundo a conhecida regra de Taylor. Logo, dada a herança do Plano Real, qualquer elevação da taxa de juros tem impacto sobre a dívida pública e mesmo sobre a avaliação do risco-país,

limitar a desvalorização da taxa de câmbio de modo a evitar a inflação de custos; atrair capital externo para financiar o balanço de pagamentos; induzir os investidores internos a comprar títulos para financiar o déficit público; reduzir o déficit comercial por meio do controle da demanda interna.<sup>10</sup> As altas taxas de juros acarretam dois efeitos básicos sobre a economia brasileira:

- Limitam o crescimento econômico ao aumentar o preço do crédito (taxa de empréstimos) e, principalmente, ao afetar de forma negativa as expectativas dos empresários.
- Aumentam a dívida pública, uma vez que esta, como visto, é formada fundamentalmente por títulos indexados à taxa de *overnight* e à taxa de câmbio.

De fato, anteriormente à mudança no regime cambial, todo movimento mais forte de saída de capitais de curto prazo, em função de mudanças nas expectativas dos agentes financeiros domésticos e internacionais, ocasionava uma perda de reservas por parte do Banco Central do Brasil (BCB), ameaçando a manutenção do sistema de câmbio semi-fixo. Para impedir o colapso da política cambial, o BCB elevou a taxa de juros doméstica de forma a induzir uma reversão do

---

conforme assinala a hipótese de prêmio de risco endógeno (3, 14, 18). De acordo com Toledo (18, p. 138), “um importante componente do risco-Brasil é simplesmente ignorado (...); a parcela que corresponde aos efeitos da política monetária seguida pelo governo. Em parte, os juros não são altos porque o risco-Brasil é alto, mas ao contrário: o risco-Brasil é alto porque os juros são altos – aliás, excessiva e equivocadamente altos”.

<sup>10</sup> Bresser-Pereira e Nakano acrescentam que “dadas essas múltiplas funções, uma ou mais delas estará apontando no sentido de uma alta taxa de juros” (3, p. 162). Consoante os autores, os objetivos para taxa de juros não são apenas múltiplos como também contraditórios: por exemplo, quando o Banco Central eleva a taxa de juros para atrair capital externo, pode ajudar a fechar o balanço de pagamentos, mas estará simultaneamente valorizando a taxa de câmbio, o que levará a déficit comercial e, em um prazo maior, ao desequilíbrio do próprio balanço de pagamentos (p. 163).

movimento de saída de capitais. Após a mudança do regime cambial em janeiro de 1999, os movimentos de saída de capitais de curto prazo, induzidos por mudanças nas expectativas dos agentes financeiros, passaram a refletir não somente na perda de reservas internacionais e elevação da taxa de juros, mas também sobre a própria taxa de câmbio. Mais especificamente, os movimentos de saída de capitais de curto prazo induziam (e podem induzir) uma grande desvalorização da taxa nominal de câmbio, a qual, se repassada para os preços domésticos – por intermédio do assim chamado efeito *pass-through* –, poderia provocar efeitos deletérios sobre a trajetória da inflação e sobre o estado de ânimo dos empresários. Dessa forma, o BCB tem utilizado fundamentalmente a taxa de juros para reverter o fluxo de saída de capitais e impedir assim o aumento da inflação devido à desvalorização do câmbio, acabando por afetar, como visto anteriormente, tanto o crescimento econômico quanto o volume da dívida pública relativa ao PIB.

O governo brasileiro, na realidade, adotou *um regime administrado de flutuação cambial*. As evidências estatísticas dão algum suporte de que o BCB reage elevando a taxa de juros (ou simplesmente deixando de reduzi-la) quando o câmbio apresenta movimentos prévios de elevação de sua volatilidade; o que corresponde a uma tendência ascendente da taxa nominal de câmbio (17). Desse modo, o BCB tem, freqüentemente, como alvo implícito a taxa nominal de câmbio, pelo menos foi assim até o final da gestão Malan-Fraga. Portanto:

A taxa de juros de curto prazo é o principal instrumento de *política monetária* utilizado para promover [a] administração cambial. (...) [A] taxa de juros é reduzida (aumentada) quando a volatilidade e a tendência da taxa de câmbio nominal são favoráveis (desfavoráveis). Contudo, como os aumentos da volatilidade cambial (que, no caso brasileiro, correspondem a movimentos agudos de desvalorização da taxa de câmbio) têm sido freqüentes, a autono-

mia da política monetária para fixar (reduzir) a taxa de juros está comprometida (17, p.134).

Como resultado, a liberdade para o BCB manipular a taxa de juros fica bastante restringida no modelo atual.

Assim, uma estratégia alternativa de arranjo macroeconômico para a economia brasileira passa principalmente por um esforço sistemático e planejado de diminuição da volatilidade cambial e da dependência em relação a capitais externos. Uma *arquitetura macroeconômica* para a economia brasileira, visando estabelecer uma alternativa que permita um *crescimento econômico sustentável*, deve procurar compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo, de modo a superar o comportamento de *stop-and-go* e a tendência à semi-estagnação que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos. Por *equilíbrio interno*, entende-se *crescimento com manutenção da inflação sob controle*, sem a adoção de políticas contracionistas de demanda agregada, *bem como o estabelecimento de condições para um gerenciamento da dívida pública*, tido como fundamental para a retomada da condição do governo realizar políticas fiscais contracíclicas. Quanto ao primeiro aspecto, faz-se necessário adotar uma política pragmática de combate à inflação, considerando que a inflação brasileira no pós-real é predominantemente uma *inflação de custos*. Em relação ao segundo aspecto, *faz-se necessária uma mudança na combinação superávit primário/taxa real de juros/crescimento econômico* para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB. Com efeito, a obtenção de um superávit primário da ordem de 3,0% do PIB em conjunto com uma taxa real de juros de 6% ao ano e um crescimento de 5% ao ano do PIB real é suficiente para reduzir a dívida pública como proporção do PIB nos próximos anos de forma sustentável, e, ao mesmo tempo, essa estratégia devolve ao governo a capacidade de realizar uma política fiscal ativista.<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Este ponto é aprofundado nas próximas seções deste capítulo.

Por *equilíbrio externo*, entende-se a *redução da volatilidade cambial*, que será alcançada por meio da implementação de instrumentos de controles de capitais, e a *redução da vulnerabilidade externa*, que deve ser alcançada por meio de déficits em conta corrente em níveis relativamente baixos (inferior a 2,0% do PIB), financiados predominantemente com capitais de longo-prazo. A redução do déficit em conta corrente requer um superávit significativo na balança comercial, possivelmente superior a 15 bilhões por ano, o que só é viável com a manutenção de uma taxa de câmbio sub-valorizada, isto é, orientada para o ajustamento da conta corrente e para a diminuição da dependência dos capitais externos (2, p. 179). Para tanto, deve-se adotar um sistema de desvalorizações administradas da taxa de câmbio – *crawling peg* – a fim de que as autoridades monetárias possam fixar a taxa de desvalorização do câmbio nominal para manter o câmbio real relativamente estável ao longo do tempo, com o objetivo de estimular a competitividade dos produtos que venham a garantir a geração de mega-superávits comerciais com o exterior.

Contudo, dado que desvalorizações cambiais podem resultar em pressões inflacionárias na economia, elas devem ser complementadas por políticas industriais ativas voltadas para estimular as exportações e a substituição de importações de insumos que tenham peso na pauta de importações do país para reduzir os efeitos do câmbio sobre o nível doméstico de preços. Tais políticas são particularmente importantes por causa da necessidade de se realizar uma mudança estrutural na base produtiva do país, de modo a alterar a pauta das exportações brasileiras na direção de produtos de maior elasticidade-renda.<sup>12</sup>

<sup>12</sup> A necessidade de incluir, cada vez mais, produtos exportados de alta elasticidade-renda é explicada na literatura a partir do que ficou conhecido como a *Lei de Thirlwall*, que estabelece uma relação entre a taxa de crescimento dos países e a razão das elasticidades-renda de suas importações e exportações. A baixa elasticidade-renda dos produtos de menor valor agregado exportado por países em desenvolvimento, comparada com a maior elasticidade-renda das importações produzidas pelos países desenvolvidos, gera

Por sua vez, a substituição de importações torna-se necessária devido à elevada elasticidade-renda das importações do país, o que faz com que estas cresçam significativamente em períodos de crescimento econômico continuado.

É fundamental também evitar um afluxo significativo de capitais para o Brasil, em particular de capitais voláteis de curto prazo, que poderá advir de uma conjuntura de retomada de crescimento econômico e de uma maior liquidez e estabilidade no cenário internacional. *Daí a importância da adoção de controle de capitais, de natureza preventiva, para atenuar o afluxo de capital e, ao mesmo tempo, procurar atrair capitais de maturidade mais longa.* Além disso, o controle de capitais pode ser usado para evitar sua saída abrupta com o objetivo de dar autonomia às políticas econômicas que procurem compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo: “na essência, controles de capitais são usados numa tentativa de reconciliar o uso de taxas de juros e taxas de câmbio para perseguir simultaneamente objetivos, ao menos parcialmente inconsistentes, de equilíbrio interno e externo” (9, p. 13-4).

A adoção de um *mix* de políticas econômicas expansionistas – por meio da redução da taxa nominal e real de juros e de uma política fiscal mais expansionista, no momento viabilizada por uma diminuição no superávit primário, de 4,25% ou mais para 3% do PIB – pode fazer com que a economia brasileira alcance o equilíbrio inter-

---

déficits de caráter estrutural no balanço de pagamentos dos primeiros, o que acaba resultando numa restrição ao crescimento econômico dos países em desenvolvimento. Desse modo, em uma economia aberta, o maior constrangimento ao crescimento da demanda (e, portanto, do desempenho econômico) é, normalmente, seu balanço de pagamentos (ver, entre outros, 19). Campos e Arienti (4), ao estimarem as elasticidades-renda das exportações e importações brasileiras na década de 1990, mostraram que, em termos gerais, as elasticidades-renda das importações foram maiores do que as elasticidades-renda das exportações. Isso significa dizer que quando as rendas interna e externa crescem, ocorre, na mesma proporção, um aumento nas importações relativamente maior do que nas exportações, gerando um estrangulamento na balança comercial.

no e externo. Portanto, trata-se de alterar o rumo da política macroeconômica, tal como estabelecida na Era FHC e aprofundada no governo Lula, de modo a superar o viés estagnacionista que tem contaminado a economia brasileira.

### SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA E CRIAÇÃO DE UM AMBIENTE SEGURO

Uma política macroeconômica keynesiana não objetiva colocar a trajetória da dívida pública numa rota de solvência para tão-somente sinalizar aos investidores de *portfolio*, externos e domésticos, que o Brasil é um país seguro. Isto é tão óbvio quanto pouco. O objetivo é muito maior: recuperar a capacidade do governo de realizar políticas de gastos fiscais contracíclicas para tornar viável a construção de um contexto macroeconômico de crescimento em busca do pleno emprego. Considera-se, em uma estratégia dessa natureza, que um contexto de crescimento com estabilidade de preços é um robusto *fundamento* (tão ou mais importante que a simples retomada do controle sobre as finanças públicas), que transmite segurança e estimula decisões domésticas de investimento em capital fixo, assim como atrai investimentos diretos do exterior. Portanto, o crescimento em busca do pleno emprego é a meta, e um dos instrumentos básicos para o seu alcance é a política fiscal de gastos. A sustentabilidade da dívida pública é, dessa forma, apenas uma das condições necessárias para a viabilização dos objetivos de política, já que possibilita a utilização do instrumento de política fiscal de gastos. Logo, a redução de déficits nominais e, conseqüentemente, a redução da relação dívida pública/PIB não são as metas finais.

Tampouco se aceita a idéia de que basta ter um governo permanentemente *bem comportado*, isto é, que procure, ao mesmo tempo, cortar despesas e arrecadar muito, visando um orçamento equilibra-

do, pois, só assim, os agentes econômicos realizarão investimentos produtivos e a economia crescerá. Tal hipótese é muito forte e representa na prática uma crença cega no crescimento econômico meramente espontâneo: a velha crença pré-keynesiana de que as forças de mercado, isentas das ameaças de intervenção do governo, movem a economia na direção do pleno emprego.<sup>13</sup> Essa é a visão daqueles que consideram a sustentabilidade da dívida pública como uma das condições necessárias e suficientes para a economia crescer, visto que o governo, sob essa condição, mostra que pode honrar seus compromissos financeiros (portanto, o setor privado tem garantido o retorno de sua aplicação). Além disso, dependendo da estratégia utilizada para manter a sustentabilidade/redução da dívida, o governo não realizará políticas tributárias agressivas contra a sociedade e nem realizará uma política fiscal intervencionista de gastos que ocupam o lugar do setor privado (o que provocaria o conhecido efeito *crowding-out*<sup>14</sup>).

Cabe ser destacado, no entanto, que um governo bem comportado, ou seja, que não pode realizar gastos em infra-estrutura nem em programas sociais abrangentes, tem predominado no Brasil nos últimos anos, dado que a trajetória da dívida pública e as decisões da equipe econômica têm impedido que o governo tenha um bem estruturado programa de gastos.<sup>15</sup> Essa visão “espontaneísta” do crescimento econômico não guarda, entretanto, qualquer nexo com a

<sup>13</sup> O pressuposto dessa hipótese é que as variáveis reais, como produto e emprego, são determinadas apenas por fatores reais, tais como produtividade de mão-de-obra, crescimento populacional etc. Portanto, os fatores monetários não exercem, ao menos no longo termo, qualquer influência sobre as variáveis reais.

<sup>14</sup> O efeito *crowding out* sustenta que o investimento do governo simplesmente substitui o investimento privado, uma vez que o empréstimo tomado por ele para gastar não altera o estoque de dinheiro na mão dos agentes. Assim, um aumento nos níveis de investimento do governo é contrabalançado por um declínio nos investimentos privados da parte dos que emprestam fundos ao governo ou daqueles que teriam tomado emprestado tais fundos.

<sup>15</sup> O resultado dessa estratégia estagnacionista já foi destacado na seção anterior.

racionalidade dos potenciais investidores em ativos de capital. As expectativas empresariais devem ser estimuladas para que decisões de investimento em capital fixo sejam tomadas. Esse papel é do governo, já que, diante de um cenário esperado em que os investimentos produtivos podem ter rendimento negativo ou inferior ao rendimento de ativos financeiros, os potenciais investidores decidem sempre pela não-realização dos primeiros em favor da retenção dos últimos. Em outras palavras, potenciais investidores possuem um comportamento *hedge*, preferindo a liquidez dos ativos financeiros diante de possibilidades muito incertas de lucro.

Quando os potenciais investidores agem racionalmente fazendo o que é o melhor para si, não necessariamente fazem o que é o melhor para a sociedade, ou seja, investir em capital fixo e reduzir o desemprego. Quando racionalmente tentam proteger suas riquezas na forma líquida, geram desemprego. Quando não investem em capital produtivo, o futuro confirma suas expectativas negativas. Então, repetem a decisão de não investir – agora fortalecidos pela decisão individual acertada que tomaram no passado – e assim ampliam o custo social de suas decisões individuais. Portanto, um governo dominado pela visão “espontaneísta” pode deixar a economia estagnada ou apresentar taxas medíocres de crescimento, como fez o governo FHC, por razões vistas na seção anterior. Se a racionalidade espontânea dos agentes não induz às decisões de investimento, o governo deve fazer uso de políticas macroeconômicas que necessariamente devem ser contracíclicas, isto é, devem estimular as expectativas de lucros empresariais. Essa é exatamente a mensagem de Keynes (10) no último capítulo de sua obra mais importante, a *Teoria geral*, para justificar que o pleno emprego não poderia ser sustentado somente pela iniciativa privada. Os agentes econômicos, que são intrinsecamente *hedge* numa economia com um governo ausente, tendem a transformar uma situação de reduzido crescimento em uma situação de estagnação e esta, por sua vez, em uma situação de recessão. Este é um jogo de expectativa perverso, embora racional, porque é pró-cíclico e causador do desemprego.

É tarefa de um governo responsável criar um ambiente seguro. Todavia, *segurança* no sentido keynesiano possui um significado mais amplo do que aquele atribuído pelos investidores de *portfolio* e/ou pelas conhecidas agências internacionais de *ratings*. A segurança necessária, nessa perspectiva, não é simplesmente aquela referente à capacidade do setor público de honrar seus compromissos financeiros, mas é também, e principalmente, a constituição de um ambiente com menos incertezas para os investimentos em capital fixo: é a segurança necessária para reduzir os riscos do investimento produtivo. Em um ambiente mais seguro, os potenciais investidores poderiam se arriscar em projetos com menor grau de liquidez, pois, apesar disso, eles rendem lucro e geram empregos. O governo, ao realizar investimentos, estimula a demanda agregada, reduz as incertezas de realização de lucros e anima as expectativas do setor privado empreendedor.

Para tanto, o governo não deve implementar projetos que concorram com a livre iniciativa, mas apenas que compensem as quedas de gastos privados para sustentar uma trajetória de crescimento em busca do pleno emprego. As ações das políticas macroeconômicas devem ser complementares, e não concorrentes nem substitutas da iniciativa privada.<sup>16</sup> Logo, a sustentabilidade da dívida pública é uma condição extremamente necessária, porém não é suficiente para a construção de uma trajetória sustentável de crescimento com pleno emprego, já que possibilita ao governo ter capacidade para realizar gastos. A ação das políticas macroeconômicas, em especial da política fiscal, deve ser complementar às decisões privadas e deve ser implementada quando os investimentos privados são insuficientes. Os gastos públicos não devem ser concorrentes nem substitutos da livre iniciativa empreendedora.

---

<sup>16</sup> Nesse sentido, ressalta Carvalho (5, p. 269): “A política macroeconômica ideal proposta por Keynes inflaria a demanda agregada, expandindo a economia como um balão, e deixando a cargo dos agentes privados as decisões de como os recursos disponíveis seriam empregados”.

Na visão de Keynes, o governo deveria possuir um orçamento muito bem organizado para ter condições de implementar uma política fiscal contracíclica. O orçamento deve ser organizado em duas partes: uma que contemple as despesas correntes e outra que contenha as despesas de capital. A manutenção da economia na trajetória de crescimento visando o pleno emprego deveria ser sustentada, principalmente, pelos gastos de capital (11, vol.xvii, p. 277-8). Em outras palavras, Keynes sugeriu um orçamento voltado para às necessidades correntes e outro destinado à estabilização do nível de emprego. Além disso, ele recomendou que o primeiro tipo de orçamento estivesse equilibrado no longo termo, mas poderia apresentar eventualmente déficits ou superávits. O orçamento corrente deveria idealmente, portanto, estar *ceteris paribus* equilibrado; somente em situações excepcionais deveria apresentar desequilíbrios. A lição é a seguinte: déficits devem ser evitados, porém o mais importante é evitar o desemprego, que pode ser atenuado utilizando-se até mesmo do orçamento voltado para atender as despesas correntes.

Embora Keynes admitisse que o orçamento de capital pudesse ser deficitário, muito mais importante que a geração de déficits seria o efeito positivo dos gastos públicos. O esperado seria que as políticas de gastos fossem bem-sucedidas em criar um ambiente seguro para o investimento em capital fixo, com renda crescente, visto que isso geraria arrecadação tributária suficiente para financiar a política fiscal contracíclica de investimentos públicos. Keynes via os déficits orçamentários como necessários em função das falhas no objetivo de alcançar uma trajetória estável de crescimento com pleno emprego (12, p. 32). Assim, tentativas de equilibrar o orçamento em uma recessão podem não reduzir o desemprego nem ser capazes de alcançar seu objetivo *equilibrista*. Nesses casos, déficits públicos seriam aceitos. Contudo, para Keynes, a tarefa principal deveria impedir grandes flutuações do nível de emprego com um programa de estabilização de longo termo baseado nos gastos do orçamento de capital. “Se este fosse bem sucedido não deveria ser difícil amainar pequenas flutua-

ções aumentando ou reduzindo gastos com alguns itens desse programa de longo termo” (11, vol.xxvii, p. 322). Portanto, déficits eram considerados o último recurso e indicavam a fraqueza do governo em manter uma trajetória de crescimento com pleno emprego. As palavras de Kregel (12, p. 38) são ilustrativas sobre esse ponto: “se o pleno emprego (de 3 a 5% de desempregados) é mantido, o orçamento deveria estar equilibrado e a dívida pública deveria normalmente tornar-se declinante como proporção da renda nacional líquida”.

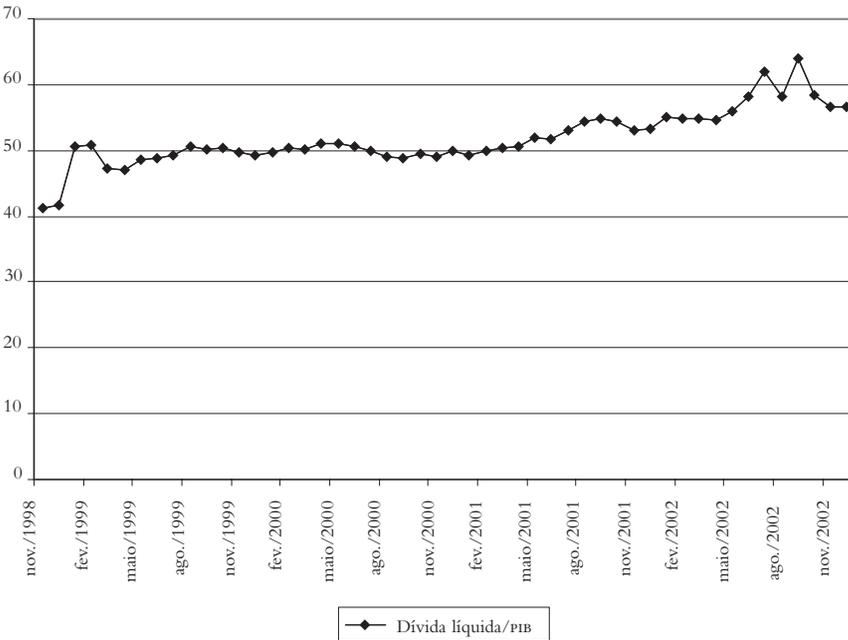
#### EVOLUÇÃO E SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA (1999 A 2002)<sup>17</sup>

A dívida líquida do setor público brasileiro como proporção do PIB permaneceu relativamente estável desde a mudança do regime cambial em janeiro de 1999 até julho de 2001. A desvalorização cambial ocorrida no início de 1999 fez com que a relação dívida pública/PIB saltasse de 41,71% em dezembro de 1998 para 50,72% em fevereiro de 1999 (Gráfico 4.2). Contudo, o aumento do superávit primário realizado ao longo do ano de 1999, de 0,01% do PIB em 1998 para 3,07% do PIB em 1999, foi suficiente para manter a relação dívida/PIB estável até dezembro, apesar da estagnação da economia brasileira, que apresentou um crescimento de apenas 0,81% do PIB real nesse ano.

<sup>17</sup> Essa breve análise sobre os determinantes do comportamento da dívida pública se atém apenas ao período mais recente. Para uma análise mais ampla sobre a dívida pública no Brasil nas décadas de 1980 e 1990, ver Luporini (13).

GRÁFICO 4.2

DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO COMO PROPORÇÃO DO PIB 1999-2002



FONTE: Banco Central do Brasil

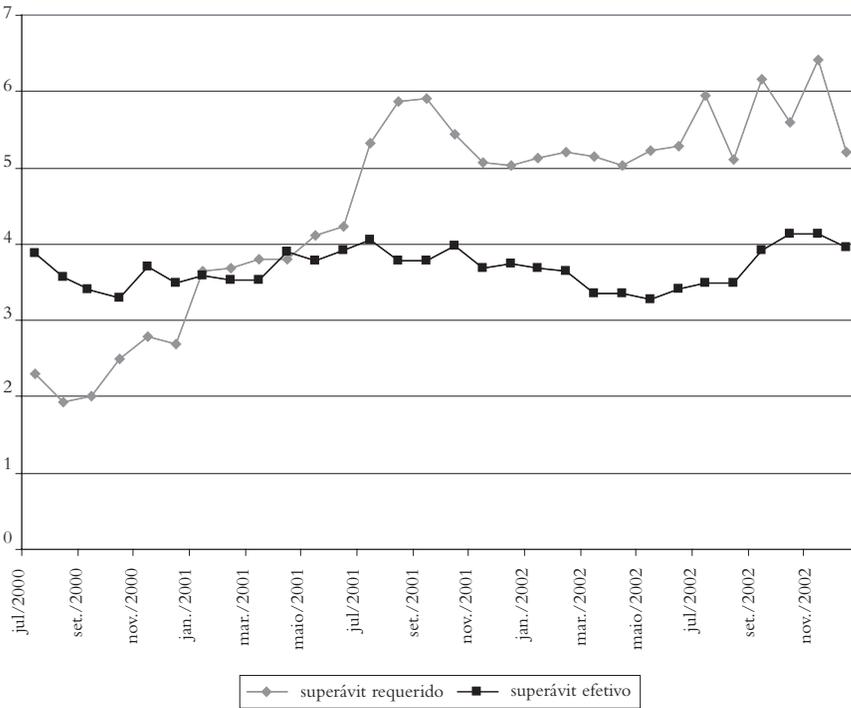
A dívida pública como proporção do PIB foi mantida estável ao longo do ano de 2000 devido a uma conjugação de fatores, que foram:

- A elevação do superávit primário para cerca de 3,5% do PIB.
- Um crescimento do PIB real de 4,36%.
- A manutenção da taxa real de juros num patamar de 9,0% ao ano.

Tal como se observa no Gráfico 4.3, o *superávit primário efetivo* para estabilizar a relação dívida/PIB foi maior do que o *superávit primário requerido* de julho de 2000 até início de 2001.<sup>18</sup>

**GRÁFICO 4.3**

**SUPERÁVIT REQUERIDO E SUPERÁVIT EFETIVO COMO PROPORÇÃO DO PIB (2000-2002)**



FONTE: *Conjuntura Econômica* – Fevereiro de 2003

<sup>18</sup> O superávit primário requerido ( $s^*$ ) para estabilizar a relação dívida/PIB é determinado pela fórmula

$$s^* = \frac{r - g}{1 + g}$$

A partir de meados de 2001, todavia, as condições de sustentabilidade da dívida pública começaram a mudar. Por causa da crise argentina e do racionamento de energia elétrica, o Banco Central aumentou a taxa SELIC para 19% ao ano em julho de 2001, de tal forma que a taxa real de juros (SELIC deflacionada pela variação do IPC dos últimos doze meses) também se elevou, chegando a superar a marca de 12% ao ano. Devido ao aumento da taxa real de juros e das medidas de economia de energia, o crescimento do PIB real caiu para 1,51% em 2001. Como resultado da elevação da taxa real de juros e da redução do crescimento do PIB real, o *superávit requerido* aumentou significativamente para mais de 5,0% do PIB a partir de agosto de 2001. Nesse contexto, o superávit efetivo, igual ou inferior a 4,0% do PIB, foi insuficiente para manter a relação dívida/PIB estável. Sob aquelas restrições macroeconômicas impostas pelas elevadas taxas de juros, pelo baixo crescimento do PIB e pelo aumento do preço do dólar, a *condição de sustentabilidade do endividamento público foi violada*, fazendo com que a dívida pública aumentasse de 51,95% do PIB em junho de 2001 para 55,17% em janeiro de 2002.

Em 2002, a dívida pública permaneceu relativamente estável até maio, flutuando em torno de 54% do PIB. Essa estabilidade, contudo, *não foi resultado do alinhamento do superávit requerido com relação ao superávit efetivo*. Com efeito, o superávit requerido se manteve estável em torno de 5,0% do PIB ao longo dos quatro primeiros meses de 2002, bastante superior ao superávit efetivo que flutuou em torno de 4,0% do PIB. A razão fundamental dessa estabilidade *foi a*

---

No Gráfico 4.3, o valor do superávit primário requerido foi calculado mês a mês com base em dados mensais anualizados da taxa real de juros, valor da taxa SELIC deduzido da variação acumulada nos doze meses anteriores do IPC, no valor da taxa de crescimento do PIB real ao longo de cada ano e no valor da dívida pública como proporção do PIB em cada mês durante o período de 2000 a 2002. Os valores mensais de s\* estão disponíveis na revista *Conjuntura Econômica* de fevereiro de 2003.

*reversão do movimento de desvalorização do câmbio* ocorrido no segundo semestre de 2001. De fato, como cerca de um terço dos títulos públicos em poder do público no final de 2001 tinham seu valor de resgate atrelado a variação da taxa de câmbio, a apreciação da taxa nominal de câmbio entre outubro de 2001 e maio de 2002, que passou de R\$ 2,74 em outubro de 2001 para R\$ 2,48 em maio de 2002, foi suficiente para manter a dívida pública estável.<sup>19</sup>

A partir de junho de 2002, a dívida pública entrou novamente numa trajetória fortemente ascendente, alcançando 61,93% em julho desse ano. Em parte, esse aumento da relação dívida/PIB se deveu a forte desvalorização do câmbio ocorrida nesse mês e que teria continuidade nos meses seguintes. Contudo, a conjugação de taxa real de juros elevada – em torno de 10% ao ano, com uma baixa taxa de crescimento do PIB real de 1,5% em 2002 – fez com que o superávit requerido para estabilizar a relação dívida/PIB continuasse bem acima do superávit efetivo. Nesse contexto, ainda que o câmbio nominal tivesse permanecido estável, em torno de R\$ 2,50 por dólar, a dívida pública como proporção do PIB continuaria sua trajetória ascendente.

Nos três últimos meses de 2002, a dívida pública como proporção do PIB se reduziu do pico de 62,52%, alcançado em setembro, para 56,63% em dezembro. Essa redução da relação dívida/PIB se deveu a dois fatores básicos. O primeiro fator foi a reversão do movimento de depreciação da taxa nominal de câmbio, que havia alcançado um valor médio de R\$ 3,80 em outubro desse ano, mas se reduziu para um valor médio de R\$ 3,62 em dezembro. Já o segundo fator importante foi a aceleração da inflação nos últimos dois

<sup>19</sup> Ao final de 2001, a composição da dívida pública federal era a seguinte: 52,8% indexada à taxa de *overnight*, 28,6% indexada à taxa de câmbio, 7,0% indexada à inflação, 3,8% indexada à taxa de referência (TR) e apenas 7,8% prefixada, de acordo com dados do *Boletim do Banco Central*.

meses do ano, o que contribuiu para aumentar o PIB nominal num ritmo maior do que o aumento do estoque da dívida pública.<sup>20</sup>

Com base na análise precedente, pode-se afirmar que a dinâmica recente da dívida pública brasileira, em particular o movimento ascendente da relação dívida/PIB observado a partir de julho de 2001, deveu-se fundamentalmente ao *não-atendimento da condição de sustentabilidade da dívida pública*. Esse não-atendimento, por sua vez, foi resultado da conjugação de três variáveis: a elevada taxa real de juros, a desvalorização cambial e o crescimento reduzido do PIB real em 2001. *Tais fatores resultaram num aumento do superávit como proporção do PIB que é requerido para estabilizar o endividamento público para cerca de 5%*. De junho de 2001 em diante, o superávit requerido foi maior do que o superávit efetivo em cerca de 1,0% do PIB.

## SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA E POLÍTICA FISCAL ATIVA: CENÁRIOS E ESTRATÉGIAS<sup>21</sup>

Como foi visto na seção anterior, a dívida pública de todas as esferas de governo (municipal, estadual e federal) em relação ao PIB

<sup>20</sup> Esse comportamento da dívida pública, porém, não significa que a condição de sustentabilidade da dívida pública tenha sido atendida nos últimos três meses de 2002. Com efeito, a fórmula que se utilizou para calcular o superávit requerido supõe *previsão perfeita* sobre o valor da taxa de inflação por parte dos agentes econômicos. A ocorrência de uma taxa de inflação maior do que a antecipada pelos agentes econômicos, como resultado de uma aceleração da inflação, teria o efeito de produzir uma redução do valor real da dívida pública. Se a aceleração da inflação do final de 2002 tivesse sido antecipada pelos agentes econômicos, então eles teriam exigido uma taxa de juros mais alta para compensá-los pela perda patrimonial imposta pela inflação mais alta. Nesse caso, a dívida como proporção do PIB teria se mantido estável. Daqui se segue que a redução da relação dívida/PIB observada no final de 2002 se deve principalmente à *surpresa inflacionária* que o governo impôs aos agentes econômicos nesse período.

<sup>21</sup> As premissas teóricas nas quais se baseia tal análise estão em Oreiro (15).

tem mostrado uma tendência claramente ascendente nos últimos anos. Em dezembro de 2000, essa relação era de 49,3%, tendo passado para 53,1% em dezembro de 2001 e alcançado o patamar de 61,9% em julho de 2002 (ver Gráfico 4.2). Uma parcela significativa do crescimento da dívida nesses anos se deveu à desvalorização do câmbio e à incorporação dos chamados *esqueletos* no endividamento do setor público consolidado. Foi visto também que o crescimento da dívida está, ademais, relacionado com a condução da política econômica nos últimos anos. Com efeito, a manutenção da taxa real de juros em patamares superiores a 10% ao ano tem feito a economia crescer a um ritmo menor do que o potencial, estimado em 4,5% ao ano. De fato, nos últimos três anos a economia brasileira cresceu a um ritmo médio inferior a 2,5% ao ano. A combinação de uma elevada taxa de juros real com um baixo crescimento do PIB faz com que a estabilidade/redução da relação dívida/PIB só seja possível com a obtenção de um elevado superávit primário, cuja magnitude foi estimada pelos técnicos do governo Lula em 4,25% do PIB.

Existem duas questões que são de importância fundamental para a análise da evolução futura do endividamento do setor público. Em primeiro lugar, deve-se perguntar se um superávit primário superior a 4,0% do PIB é sustentável por muitos anos. Para responder a essa pergunta, não basta mostrar que o superávit é economicamente (arritmeticamente) sustentável, isto é, que a economia é capaz de gerar um volume de arrecadação como proporção do PIB que, dados os níveis atuais de dispêndio por parte do setor público, seja capaz de gerar esse superávit. É necessário indagar também se esse superávit é socialmente sustentável, ou seja, se a sociedade brasileira está ou não disposta a transferir para o setor público uma parcela da renda que seja compatível com essa meta de superávit primário.

Em segundo lugar, é importante discutir se não existiriam estratégias alternativas de redução do endividamento público que, respeitando os contratos, a estabilidade de preços e o objetivo de redução do desemprego, fossem capazes de reduzir a relação dívida/PIB, sem exigir

um superávit primário tão grande. Dito de outra forma: não seria possível estabilizar/reduzir o endividamento do setor público por meio de mudanças na condução da política econômica, de forma a obter uma redução da taxa real de juros e uma aceleração do crescimento econômico?

No que se refere a primeira pergunta, acredita-se não ser *socialmente viável* a manutenção do superávit primário em um patamar superior a 4,0% do PIB. Com efeito, a carga tributária brasileira, situada em torno de 35% do PIB, é bastante elevada quando comparada com a prevalecente em países que possuem um nível de renda *per capita* semelhante ao Brasil. É verdade que a quase totalidade dos países da Europa Ocidental possuem uma carga tributária superior a 40% do PIB, mas tratam-se de países com um nível de renda *per capita* superior a US\$ 8.000 por ano. No Brasil, o nível de renda *per capita* é inferior a US\$ 3.000. Países com esse nível de renda *per capita* têm, em geral, uma carga tributária inferior a 30% do PIB. Dessa forma, acredita-se não ser possível uma elevação do superávit primário por meio do aumento da carga tributária, restando ao governo apenas uma alternativa: efetuar um corte maior nos gastos públicos, que tem sido a estratégia adotada pelo governo Lula.

Por outro lado, há pouca margem para a redução do gasto público, devido à elevada dívida social, às necessidades de investimento em infra-estrutura básica e à urgência de aumento dos gastos correntes. Muitos servidores públicos federais ficaram anos sem reajustes de salário e tiveram em 2003 um aumento irrisório. Ademais, a disponibilidade de recursos do governo federal para o custeio de gastos de investimento para 2003 já é muito baixo, de forma que não seria desejável um aumento significativo do superávit por intermédio de uma redução do montante de recursos disponíveis para o investimento do governo. Por fim, as patentes deficiências existentes na infra-estrutura básica da economia brasileira (geração de eletricidade, pavimentação de estradas, financiamento das universidades públicas, financiamento do investimento em pesquisa e de-

envolvimento) são uma permanente fonte de pressão pelo aumento do gasto público.

Sendo assim, não só acredita-se ser inaceitável socialmente uma redução do gasto público, como também avalia-se ser conveniente e necessário que *o governo federal aumente, pelo menos, seus gastos em programas sociais abrangentes e em investimento em infra-estrutura básica*. A iniciativa privada poderá, como visto na terceira seção, desempenhar um papel complementar na realização desses gastos de investimento. Entretanto, devido às externalidades envolvidas na decisão de investimento em infra-estrutura, a iniciativa privada irá *sempre* investir uma quantia inferior ao volume socialmente desejável. Dessa forma, o investimento público em infra-estrutura será a rigor sempre indispensável.

Quanto à segunda pergunta, acredita-se que é possível desenhar uma estratégia alternativa de estabilização/redução do endividamento público. Essa estratégia está baseada em quatro pilares fundamentais:

- Redução do superávit primário para um patamar de 3,0% do PIB válido para os próximos anos.
- Adoção de um sistema de *crawling-peg* ativo, no qual a taxa de desvalorização do câmbio nominal seria fixada de tal forma a manter uma relativa estabilidade da taxa real de câmbio.
- Adoção de controles de entrada/saída de capitais para isentar a taxa de juros doméstica da função de reduzir a pressão imposta pela alta volatilidade cambial.
- Redução da taxa nominal de juros para um patamar compatível com a obtenção de uma taxa real de juros de 6,0% ao ano.

Esses quatro pilares estão fundamentados na idéia de que a economia brasileira cresce a um ritmo muito inferior ao potencial devido a insuficiência de demanda agregada, a qual resulta de uma

combinação entre política fiscal e política monetária, ambas contractionistas. Dado que o produto efetivo está muito abaixo do potencial, avalia-se que uma forte redução da taxa nominal de juros seria, a princípio, compatível com a manutenção da taxa de inflação sob controle e, dessa forma, com a redução da taxa real de juros. Isso, por sua vez, seria um grande estímulo ao aumento da demanda agregada, contribuindo para reduzir o *hiato* do produto e para fazer com que a economia volte a crescer a uma taxa próxima da potencial, estimada em 4,5% ao ano.

O estímulo fiscal, em conjunto com a redução da taxa de juros, produziria nos dois primeiros anos após sua implementação, uma forte expansão do nível de atividade econômica. Dado o grau de ociosidade existente atualmente na indústria brasileira, a expansão poderia chegar até a 6% do PIB. Após esse prazo, os efeitos da expansão fiscal provavelmente teriam terminado. A partir de então, a economia iria crescer a uma taxa em torno da potencial, induzida pela nova política macroeconômica de segurança para o investidor em capital fixo e, especificamente, pelo nível mais baixo da taxa real de juros.

Embora a existência de capacidade ociosa faça com que a expansão da demanda agregada não seja *per se* inflacionária, a contração das margens de lucro ocorrida nos últimos cinco anos, devido ao baixo nível de utilização da capacidade produtiva existente, torna possível uma elevação dos preços, a partir do momento em que a restrição de demanda agregada for relaxada. Sendo assim, a retomada do crescimento exige uma atenção especial dos mecanismos de controle inflacionário.

Por fim, como forma de manter a estabilidade da taxa de inflação e, ao mesmo tempo, garantir a obtenção de expressivos superávits na balança comercial, *o câmbio real deve ser mantido estável por intermédio de uma desvalorização controlada do câmbio nominal a um ritmo igual ao da diferença entre a meta (implícita) para a inflação doméstica e a taxa de inflação internacional*. Logo, propõe-se a substituição do sistema de câmbio flexível pelo sistema de *crawling peg*.<sup>22</sup>

Isso posto, analisar-se-á agora a sustentabilidade da dívida pública num contexto em que a política econômica é pautada pelos quatro pilares apresentados anteriormente. Tal estratégia foi batizada de *keynesiana* porque preserva a capacidade do governo de fazer política fiscal ativa, como foi apresentado na terceira seção. Para tanto, três cenários diferentes de implementação da *estratégia keynesiana* são considerados. No cenário básico, a taxa de inflação é igual a 8,5% a.a., a taxa real de juros é de 6,0% a.a., a economia cresce, em média, a uma taxa de 5,0% a.a., o câmbio nominal se deprecia a uma taxa de 7% a.a., a taxa de inflação internacional é de 1,5% a.a., o superávit primário é de 3% do PIB e 35% do estoque de dívida pública estão indexados à variação da taxa de câmbio.

No cenário otimista, por sua vez, a taxa de inflação é inferior a meta (implícita) de 8,5%, situando-se num patamar de 6,5% a.a. O câmbio nominal se deprecia a uma taxa de 5,0% a.a. e todas as demais variáveis são iguais às do cenário básico. Por fim, no cenário pessimista a inflação é alta e superior à meta, sendo igual a 13,5% a.a., e o câmbio nominal se deprecia a uma taxa de 12% a.a. Nesse cenário, a taxa nominal de juros aumenta para 19,5% a.a., mas a taxa real é mantida em 6% a.a.. A Tabela 4.1 relaciona todos os cenários, as va-

---

<sup>22</sup> Deve-se ressaltar que se propõe a substituição do atual regime de *flutuação suja* pelo sistema de *mini-desvalorizações* administradas da taxa nominal de câmbio. Conforme ressaltam Cardim de Carvalho *et al.* (6, capítulo 21), o regime de *crawling-peg* pode ser de dois tipos: ativo ou passivo. No regime ativo, a taxa de desvalorização do câmbio é fixada previamente pelo Banco Central, sendo independente da inflação passada. No regime passivo, a taxa de desvalorização do câmbio é igual a inflação do período anterior *menos* a inflação internacional. Esse segundo regime tem a desvantagem de introduzir um mecanismo de *inércia inflacionária*, na medida em que atrela a variação do câmbio no período  $t - e$ , dessa forma, a variação dos preços domésticos nesse período – à variação dos preços no período anterior. Portanto, propõe-se a substituição do atual regime de flutuação pelo regime de *crawling-peg* ativo.

riáveis e suas variações anuais propostas pela estratégia keynesiana, assim como mostra qual a relação dívida/PIB ao final do 2011.

TABELA 4.1

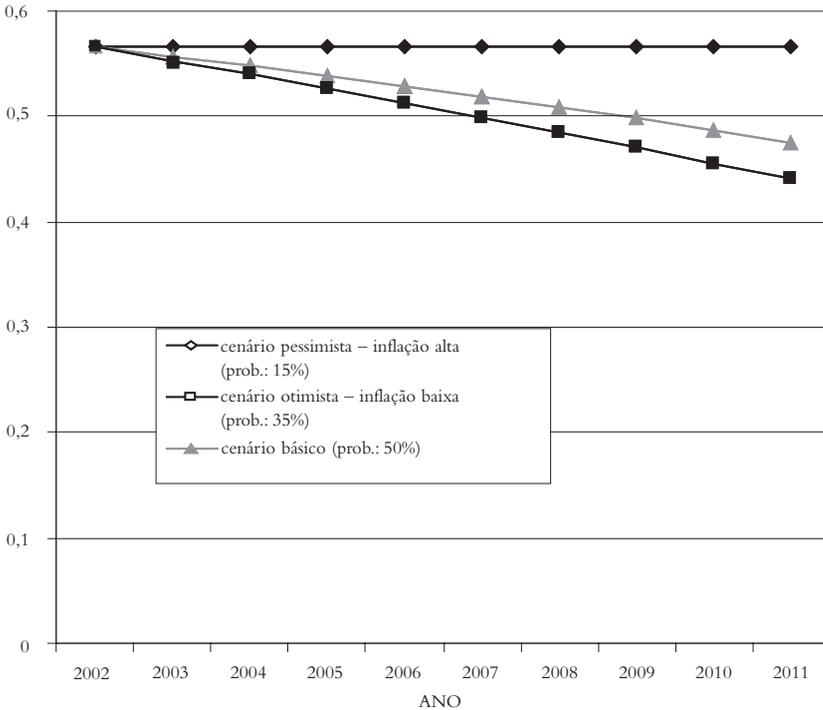
## CENÁRIOS DE IMPLEMENTAÇÃO DA ESTRATÉGIA KEYNESIANA

Variáveis	Básico %	Otimista %	Pessimista %
Inflação doméstica (a.a.)	8,5	6,5	13,5
Inflação internacional (a.a.)	1,5	1,5	1,5
Taxa de juros nominal (a.a.)	14,5	12,5	19,5
Taxa real de juros (a.a.)	6,0	6,0	6,0
Depreciação nominal do câmbio (a.a.)	7,0	5,0	12,0
Crescimento real do PIB (a.a.)	5,0	5,0	5,0
Superávit primário (a.a.)	3,0	3,0	3,0
Relação dívida/PIB ao final de 2002	56,5	56,5	56,5
Relação dívida/PIB ao final de 2011	49,6	44,01	56,7

A diferença básica entre os três cenários é o comportamento da taxa de inflação, pois trata-se de variável cujo controle por parte dos *policy-makers* pode ser considerada mais difícil. O crescimento do PIB a um ritmo próximo ou igual ao potencial pode ser obtido por intermédio do *uso apropriado dos instrumentos de política monetária, fiscal e cambial*, já que a manutenção do superávit primário em 3,0% do PIB não parece ser uma tarefa particularmente difícil, quer do ponto de vista técnico, quer do ponto de vista das necessidades de enfrentamento dos problemas sociais e de infra-estrutura que o país possui. Por conseguinte, a única fonte potencial de surpresas é o comportamento da taxa de inflação. Pode-se visualizar a evolução do endividamento público nos três cenários apresentados no Gráfico 4.4.

GRÁFICO 4.4

CENÁRIOS POSSÍVEIS PARA A EVOLUÇÃO DA RELAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA/PIB SUPONDO A ADOÇÃO DE UMA ESTRATÉGIA DE EXPANSÃO KEYNESIANA



Os resultados apresentados se baseiam em simulações realizadas com base numa *equação em diferenças finitas* que descreve a evolução da dívida pública como proporção do PIB. Essa equação se encontra desenvolvida no apêndice deste capítulo.

Como pode ser observado no Gráfico 4.4, tanto no cenário básico quanto no cenário otimista ocorre uma redução da dívida pública como proporção do PIB nos próximos anos. Somente no cenário pessimista é que a dívida pública como proporção do PIB permanecerá estável em torno de 57% do PIB até 2011, ou seja, no pior cenário para a estratégia keynesiana, a relação dívida/PIB não teria uma trajetória ascendente.

## À GUIA DE CONCLUSÃO: ESTRATÉGIA CONSERVADORA VERSUS KEYNESIANA

Duas estratégias possíveis para estabilizar/reduzir o endividamento público podem, portanto, ser confrontadas. A primeira estratégia, denominada de *estratégia conservadora* e que está baseada nas concepções econômicas do governo Lula, seria gerar um superávit primário de 4,5% do PIB e manter a taxa real de juros num patamar de 9,0% a.a. Essa estratégia poderia resultar num crescimento de 3,5% do PIB, portanto, ainda abaixo do potencial da economia brasileira. O diagnóstico dessa estratégia conservadora de crescimento pode ser resumido nos seguintes pontos:

- As taxas reais de juros são elevadas porque a dívida pública como proporção do PIB é elevada (elevado prêmio de risco sobre os títulos da dívida).
- O problema brasileiro é predominantemente fiscal, não externo. Um sistema de câmbio mais flexível assegura o equilíbrio do balanço de pagamentos.
- A volatilidade do fluxo de capitais externos é o resultado do desequilíbrio fiscal da economia brasileira, face ao receio de calote da dívida pública interna e externa.
- O governo não controla nem a taxa real de juros, nem a taxa de crescimento do PIB real. Sua única variável de escolha é o superávit primário.
- Logo, o governo deve aumentar o superávit primário para poder reduzir a taxa real de juros, estimular o crescimento e estabilizar a dívida pública.
- Quando a relação dívida pública/PIB alcançar um patamar *seguro*, então, o Banco Central poderá reduzir a taxa nominal de juros, se não existirem pressões inflacionárias.

Cabem, contudo, ser assinalados alguns aspectos dessa estratégia em relação às concepções econômicas do governo. Primeiro, a equipe econômica do governo tem tido de forma recorrente um comportamento pautado pelo conhecido ditado popular *são mais realistas que o rei*, ou seja, espera-se que façam de fato um superávit primário ainda maior que o anunciado e esperado pelo Fundo Monetário Internacional. O superávit primário de 4,25%, anunciado como teto pelo governo Lula, possivelmente será considerado como piso; portanto, é de se esperar um superávit primário em torno de 4,5% do PIB. Segundo, essa estratégia conservadora pressupõe que haverá uma drástica redução da taxa de juros, que cairá para 9% ao ano em termos reais. Em maio de 2003, tinha-se uma taxa de juros nominal de 26,5% ao ano e uma taxa de inflação esperada de 12%, o que resultaria numa taxa real de juros esperada ao ano de aproximadamente 14%. Por último, espera-se que essa estratégia conservadora possibilite a economia crescer 3,5% ao ano, o que deve ser muito difícil de ocorrer. Então, a estratégia conservadora nos termos aqui sugeridos talvez nunca seja implementada pelo governo Lula, já que adota a hipótese de uma queda acentuada da taxa de juros. Além disso, seus resultados, em termos de crescimento do PIB, podem ser considerados otimistas.

TABELA 4.2

CENÁRIOS DE IMPLEMENTAÇÃO DA ESTRATÉGIA KEYNESIANA  
E CONSERVADORA

Variáveis	CENÁRIOS	
	Keynesiano Básico %	Conservador Otimista %
Inflação doméstica (a.a.)	8,5	4,2
Inflação internacional (a.a.)	1,5	1,5
Taxa de juros nominal (a.a.)	14,5	19,5
Taxa real de juros (a.a.)	6,0	9,0

TABELA 4.2 (continuação)

Variáveis	CENÁRIOS	
	Keynesiano Básico %	Conservador Otimista %
Depreciação nominal do câmbio (a.a.)	7,0	2,5
Crescimento real do PIB (a.a.)	5,0	3,5
Superávit primário (a.a.)	3,0	4,5
Relação dívida/PIB ao final de 2002	56,3	56,3
Relação dívida/PIB ao final de 2011	47,6	48,0

A segunda estratégia, denominada de *estratégia keynesiana*, baseia-se no reconhecimento de que o produto efetivo está abaixo do potencial e que, portanto, deveria ser realizada uma grande redução da taxa nominal de juros e uma ampliação dos gastos públicos (já que o superávit primário proposto é bem inferior ao da meta governista). Nessa estratégia, o superávit primário é mantido em um patamar de 3,0% do PIB (ver a Tabela 4.2). A evolução da dívida pública, segundo essas duas estratégias, é mostrada no Gráfico 4.5. A dívida pública com respeito ao PIB se reduz no cenário de ambas as estratégias para um patamar próximo a 48% ao final de 2011. Contudo, a *estratégia keynesiana* tem a vantagem de ser compatível com uma elevada taxa de crescimento do PIB e com a recuperação, por parte do governo, do instrumento de política fiscal. Na *estratégia conservadora*, o crescimento será inferior ao potencial e ainda existe o risco de ser socialmente impossível sustentar um superávit primário de 4,5% do PIB por um longo período. Diante dessas evidências, defende-se a adoção da *estratégia keynesiana* e a mudança do atual regime de políticas macroeconômicas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. ARESTIS, P. & SAWYER, M. “Keynesian economic policies for the new millennium”. *In: The Economic Journal*, n.108, jan/1998, p.181-95.
2. BATISTA JR., P. N. “Vulnerabilidade externa da economia brasileira”. *In: Estudos Avançados*, v.16, n.45, 2002, p.173-85.
3. BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”. *In: Revista de Economia Política*, v.22, n.3, jul-set/2002, p.146-77.
4. CAMPOS, A. C. & ARENTIS, P. F. F. “A importância das elasticidades-renda das importações e das exportações para o crescimento econômico: uma aplicação do Modelo de Thirlwall ao caso brasileiro”. *In: Ensaios FEE*, v.23, n.2, 2002, p.787-804.
5. CARDIM DE CARVALHO, F. “Políticas monetárias para economias monetárias”. *In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J. & PAULA, L. F. Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro, Campus, 1999.
6. CARDIM DE CARVALHO, F. *et al. Economia monetária e financeira*. Rio de Janeiro, Campus, 2000.
7. *Conjuntura Econômica*. Vários números.
8. FERRARI-FILHO, F. & PAULA, L. F. “The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy”. *In: Investigación Económica*, v.62, n.244, abr-jun/2003, p.57-92.
9. JOHNSTON, R. B. & TAMIRISA, N. T. “Why do countries use capital controls?” *In: IMF Working Paper WP/98/181*. Washington, IMF, dez/1998.
10. KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Londres, Macmillan, 1936.
11. \_\_\_\_\_. *The collected writings of John Maynard Keynes*. Londres, Macmillan, 1971/1989. Editado por A. Robinson, D. Moggridge e E. Johnson para a Royal Economic Society.
12. KREGEL, J. “Budget deficits, stabilization policy and liquidity preference: Keynes’s post-war policy proposals”. *In: VICARELLI, F. (ed.). Keynes’s relevance today*. Londres, Macmillan, 1985.

13. LUPORINI, V. "Federal domestic debt in Brazil: 1981-1996". In: *Anais do XXVIII Encontro Nacional de Economia*. Belém do Pará, ANPEC, 1999.
14. OREIRO, J. L. "Prêmio de risco endógeno, metas de inflação e câmbio flexível: implicações dinâmicas da hipótese Bresser-Nakano para uma pequena economia aberta". In: *Revista de Economia Política*, v.22, n.3, jul-set/2002, p.107-22.
15. \_\_\_\_\_. "Prêmio de risco endógeno, equilíbrios múltiplos e dinâmica da dívida pública: uma análise teórica do caso brasileiro". In: *Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política*. Florianópolis, Sociedade Brasileira de Economia Política, 2003.
16. PAULA, L. F. & ALVES JR., A. "External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis". In: *Journal of Post Keynesian Economics*, v.24, n.4, 2000, p.589-617.
17. SICSÚ, J. "Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil". In: *Revista de Economia Política*, v.22, n.3, jul-set, 2002, p.132-7.
18. TOLEDO, J. E. "Risco Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central". In: *Revista de Economia Política*, v.22, n.3, jul-set/2002, p.138-45.
19. THIRWALL, A. P. *The nature of economic growth*. Cheltenham, Edgard Elgar, 2002.

## APÊNDICE: A EQUAÇÃO EM DIFERENÇAS FINITAS UTILIZADA NOS EXERCÍCIOS DE SIMULAÇÃO

A evolução no tempo da dívida pública brasileira como proporção do PIB real é modelada com base na seguinte equação em diferenças finitas:

$$b_{t+1} = \frac{1}{(1+\pi)(1+g)} d + \frac{1+r}{1+g} b_t + \frac{\hat{E}}{(1+\pi)(1+g)} h b_t \quad (1)$$

onde:

$b_t$ : é a dívida pública com respeito ao PIB real no período  $t$ ;

$g$ : é a taxa de crescimento do PIB real;

$p$ : é a taxa de inflação;

$\pi$ : é a taxa real de juros;

$d$ : é o déficit primário com respeito ao PIB (- superávit);

$\hat{E}$ : é a taxa de desvalorização do câmbio nominal;

$h$ : é a proporção da dívida, que é indexada pela variação do câmbio nominal.

Essa equação pode ser derivada da seguinte forma:

O estoque total da dívida pública ( $B$ ) no período  $t + 1$  é dado por:

$$B_{t+1} = B_t + iB_t + h\hat{E}B_t + (G_t - T_t) \quad (2)$$

onde:  $(G_t - T_t)$  é o déficit (- superávit) primário do governo.

Na Equação 2, assume-se a especificidade do caso brasileiro de que uma fração  $h$  do estoque total da dívida do governo tem seu valor nominal ajustado de acordo com as variações da taxa de câmbio. Dessa forma, todo movimento de depreciação do câmbio pode ser entendido como um *ganho de capital* para os detentores de títulos públicos, o qual se soma aos rendimentos por eles obtidos na forma de juros sobre o estoque total de títulos do governo.

Será suposto previsão perfeita por parte dos agentes econômicos de forma que a taxa nominal de juros, pela identidade de Fisher, pode ser expressa pela seguinte equação:

$$(1+i) = (1+r)(1+\pi) \quad (3)$$

Substituindo (3) em (2) e dividindo-se a equação resultante por  $P_{t+1} Y_{t+1}$  (onde  $P_{t+1}$  é o nível geral de preços no período  $t+1$  e  $Y_{t+1}$  é o PIB real no período  $t+1$ ), tem-se:

$$b_{t+1} = \frac{(G_t - T_t)}{P_t(1+\pi)Y_t(1+g)} + \frac{(1+r)}{(1+g)} \frac{B_t}{P_t(1+\pi)Y_t(1+g)} + \frac{h\hat{E}B_t}{P_t(1+\pi)Y_t(1+g)}$$

Na Equação (4) foi feito uso das relações  $P_{t+1} = (1+\pi)P_t$  e  $Y_{t+1} = (1+g) Y_t$ .

Para chegar a Equação (1) a partir da Equação (4) basta definir  $b_t = B_t/P_tY_t$  e  $d_t = (G_t - T_t)/P_tY_t$ .