

home ♦ impresso ♦ 1° caderno

O Brasil precisa discutir seriamente alternativas de política econômica

## Crescimento econômico e superávit primário

Por José Luís Oreiro e Luiz Fernando de Paula

Em artigo publicado anteriormente no Valor defendemos uma proposta keynesiana de redução do superávit primário, alternativa à política que vem sendo adotada pelo governo. Nossa proposta, por sua vez, tem sido criticada por alguns economistas ortodoxo-liberais.

No presente artigo pretendemos avaliar criticamente os pressupostos que fundamentam a proposta de manutenção, nos próximos anos, de um superávit primário em patamares elevados (4,25% do PIB, por exemplo). Em particular nossa crítica está baseada em três pressupostos - a nosso juízo equivocados - a respeito da relação entre crescimento econômico e superávit primário.

O primeiro pressuposto é que a taxa real de juros prevalecente na economia brasileira nos últimos anos é o valor de equilíbrio de longo prazo da referida taxa, ou seja, o valor da taxa real de juros que é compatível com inflação constante ao longo do tempo. A teoria econômica ensina que a taxa real de juros de equilíbrio de longo prazo é igual à soma entre o valor real da taxa de juros internacional e o prêmio de risco-país. Este último depende, entre outras variáveis, do risco de default da dívida interna e externa por parte do governo.

Nesse contexto, uma redução do superávit primário não seria recomendada pois aumentaria o temor entre os agentes econômicos de uma suspensão permanente ou temporária do pagamento dos compromissos financeiros do governo, o que geraria um aumento do prêmio de risco. Dessa forma, mantido o compromisso com a estabilidade de preços, o Banco Central seria obrigado a aumentar a taxa nominal de juros para fazer com que, em termos reais, a taxa de juros alcançasse o seu novo patamar de equilíbrio. A elevação da taxa real de juros faria com que os empresários se sentissem desestimulados a investir, o que levaria a redução do crescimento econômico.

O segundo pressuposto é que toda a redução na meta de superávit primário seria usada obrigatoriamente para financiar o aumento do consumo do governo, ou seja, o aumento das suas despesas correntes. Em outras palavras, o governo não utilizaria a "folga de caixa" para aumentar os investimentos em infra-estrutura. Dessa forma, o aumento do gasto público permitido pela redução do superávit primário não contribuiria em nada para o crescimento do produto potencial da economia. O único efeito dessa política seria gerar um aumento temporário do nível de produção, em função do aumento dos gastos.

O terceiro pressuposto é que o investimento do setor privado é, em larga medida, independente do grau de utilização da capacidade produtiva. Dessa forma, uma expansão da demanda agregada não seria capaz de induzir um aumento do investimento privado pelo bem conhecido "efeito acelerador do investimento". Nesse contexto, um aumento da demanda agregada não pode aumentar a capacidade produtiva da economia, mas apenas o grau de utilização da capacidade existente.



---

**Câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário  
difícilmente garantirão crescimento econômico sustentável**

---

No que se refere ao primeiro pressuposto, não há nenhuma razão para se acreditar que a taxa real de juros prevalecente na economia brasileira corresponda ao seu valor de equilíbrio de longo prazo. Com efeito, a taxa real de juros dos títulos da dívida pública americana de três anos está em torno de 1% ao ano. Considerando um prêmio de risco-país em torno de 450 pontos base, que era o prêmio que prevalecia no início deste ano, portanto antes da atual turbulência no mercado financeiro internacional, então a taxa real de juros de equilíbrio da economia seria de 5,5% ao ano. Supondo uma expectativa de inflação de 6% para 2004, a manutenção da Selic em 16% ao ano implica, grosso modo, numa taxa real de juros de 10,0% ao ano, valor muito acima do valor de equilíbrio de longo prazo da taxa real.

Se a taxa real de juros estiver acima do seu valor de equilíbrio de longo prazo, então o Banco Central pode reduzir a Selic sem nenhum risco maior de aceleração da inflação. A redução da taxa de juros iria reduzir os encargos financeiros do Tesouro Nacional, permitindo uma diminuição expressiva do superávit primário sem que haja uma "explosão" do endividamento público como proporção do PIB. Além disso, o efeito estimulante da redução da taxa de juros real sobre o crescimento econômico permitiria a obtenção de uma redução simultânea do superávit primário e do endividamento público como proporção do PIB.

No que se refere ao segundo pressuposto sempre existe o risco de se utilizar a redução do superávit primário para se fazer "populismo fiscal". Contudo, um governo sério e responsável, preocupado com o crescimento sustentado e não com "bolhas de crescimento", deverá usar a redução do superávit para financiar principalmente investimento público em infra-estrutura. Dessa forma, uma redução do superávit primário dos atuais 4,25% do PIB para, digamos, 3% teria como contrapartida o aumento da taxa de investimento da economia brasileira dos atuais 17% do PIB para 18,3% do PIB. Dado que o Brasil precisa aumentar a sua taxa de investimento em pelo menos 5% do PIB para crescer entre 4,5% e 5% ao ano, a redução do superávit primário e sua utilização para o financiamento do investimento em infra-estrutura contribuiria com quase um terço do aumento requerido da taxa de investimento.

Por fim, no que se refere ao terceiro pressuposto, as evidências empíricas são claras a respeito da existência de um forte efeito acelerador na decisão de investimento em capital fixo. Isso significa que um dos grandes obstáculos ao aumento do investimento privado é precisamente a falta de demanda agregada. Nesse contexto, o efeito expansionista sobre a demanda agregada de uma redução do superávit primário terminaria por induzir os empresários a investirem mais, na medida em que os mesmos procuram ajustar o tamanho da sua capacidade produtiva ao aumento projetado das vendas.

Em conclusão, é um equívoco pensar que o problema da economia brasileira é microeconômico e não macroeconômico. Em realidade, é a não superação do imbroglio macroeconômico que tem feito com que a economia brasileira venha tendo uma tendência à semiestagnação e a um comportamento de "stop and go". Em nossa avaliação, a manutenção do atual tripé de política econômica - câmbio flutuante, metas de inflação e elevados superávits primários - dificilmente garantirá um crescimento econômico sustentável para o país. Urge, portanto, que se discuta seriamente alternativas de política econômica para o país.

José Luís Oreiro é professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (joreiro@sociais.ufpr.br) e Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (lfpaula@alternex.com.br).