

Sustentabilidade da dívida pública: uma proposta de longo prazo

José Luís Oreiro* e Luiz Fernando de Paula**

As escolhas em termos de política econômica se dão em termos de *'trade-offs'*, o que significa que tais escolhas requerem uma avaliação dos custos e benefícios macroeconômicos de determinadas opções de política. Infelizmente essa avaliação, por melhor que seja feita, nunca será precisa. Em realidade, seus efeitos só poderão ser avaliados com precisão após a implementação das mesmas. Com efeito, a estratégia que vem sendo adotada pelo governo brasileiro – de manutenção do sistema de metas de inflação e de um regime de flutuação cambial com abertura da conta de capitais não é isenta de custos e riscos.

Por um lado, a vulnerabilidade externa da economia brasileira – expressa por um elevado endividamento externo de curto-prazo, o qual tem como contra partida um elevado nível da Necessidade de Financiamento Externo do balanço de pagamentos, cuja estimativa para 2003 é *superior a US\$ 30 bilhões de dólares ou 5% do PIB* - nos coloca refém dos humores do mercado financeiro internacional, como vários movimentos especulativos recentes mostraram. Nada assegura que, no futuro próximo, o Brasil não venha a passar por novos surtos especulativos, em decorrência de mudanças no cenário internacional. Por outro lado, a manutenção de uma elevada taxa real de juros limita o crescimento da economia e do emprego no País, além de impor elevados custos financeiros para o governo. De fato, a economia brasileira há muito vem crescendo a uma taxa média abaixo da taxa potencial de crescimento do País, estimada em 4,5% ao ano. Acrescente-se que a manutenção continuada de superávits fiscais primários em patamares elevados poderá acabar por inviabilizar a manutenção e implementação de necessários programas de investimentos em infra-estrutura econômica e de gastos sociais, comprometendo a agenda de mudanças prometidas pelo novo governo.

Isto posto, este artigo se propõe a apresentar uma alternativa possível de política econômica a médio-longo prazo para o Brasil. Uma estratégia de crescimento com estabilidade para a economia brasileira, que vise estabelecer uma alternativa que permita

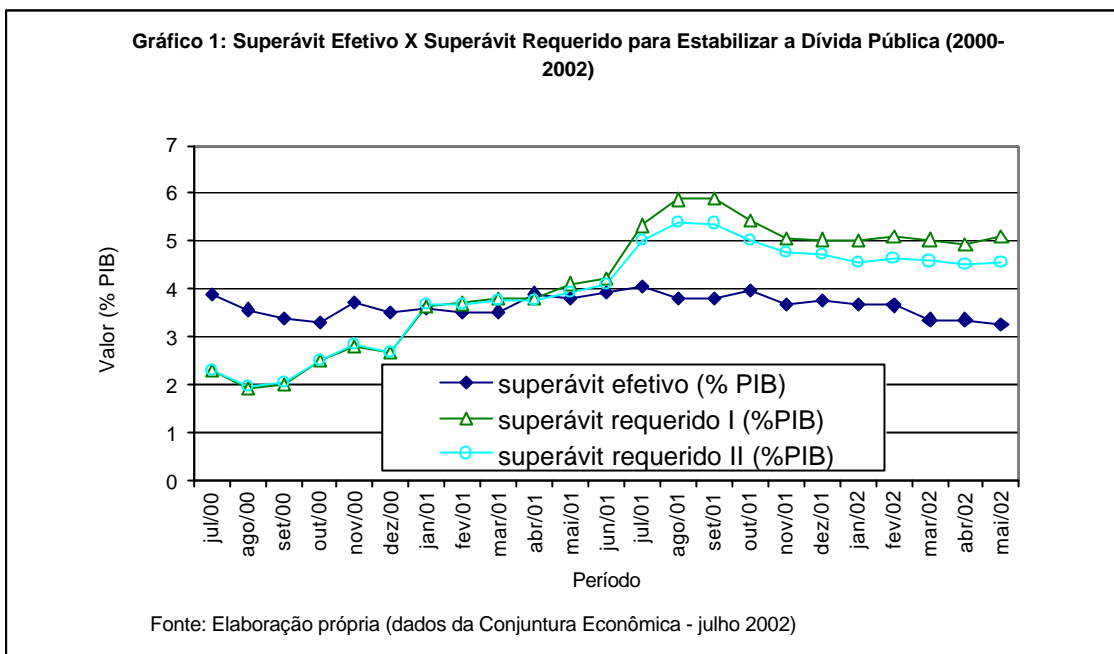
* Professor de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF) e pesquisador do CNPq.

** Professor de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e pesquisador do CNPq. É co-autor do livro *Economia Monetária e Financeira* (Campus).

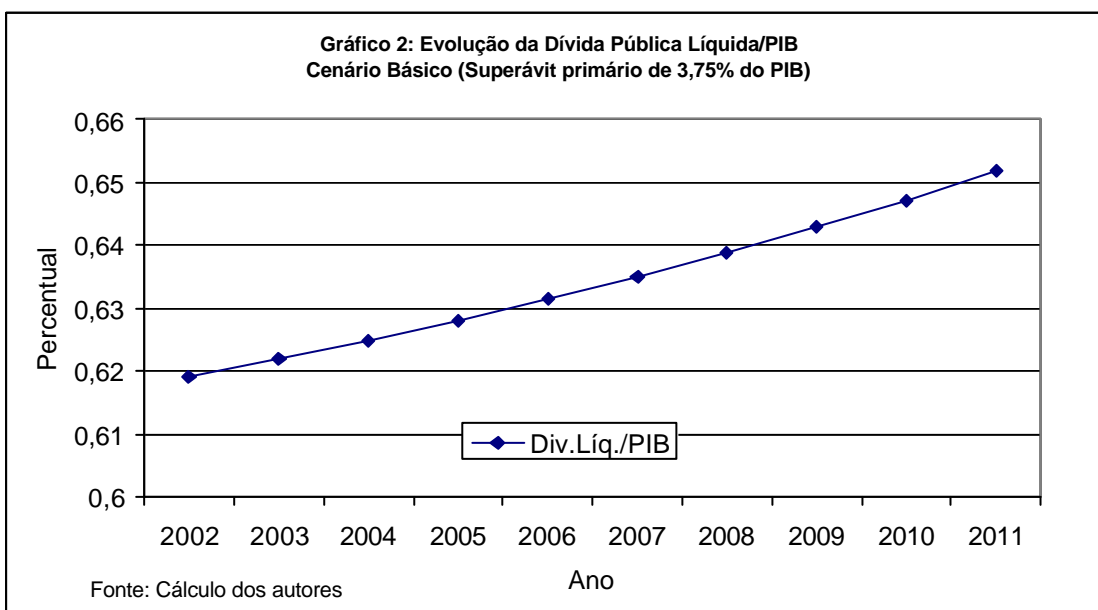
um crescimento econômico sustentável, deve procurar compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo, de modo a superar o comportamento de “stop-and-go” e a tendência à semi-estagnação que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos. Por *equilíbrio interno*, entende-se a manutenção da inflação sob controle, bem como o estabelecimento de condições para um *gerenciamento sustentável da dívida pública*, entendido como fundamental para a manutenção da estabilidade da taxa de inflação no longo-prazo.

Por *equilíbrio externo*, entende-se a manutenção de déficits em conta corrente em níveis relativamente baixos (inferior a 2,0 % do PIB) e financiados predominantemente com capitais de longo-prazo. A redução do déficit em conta corrente requer um superávit significativo na balança comercial, possivelmente na faixa de US\$ 10 a 15 bilhões por ano, o que só é possível, a curto e médio-prazo, por intermédio da manutenção de uma taxa de câmbio sub-valorizada, isto é, orientada sempre que possível para o ajustamento da conta corrente e para a diminuição da dependência dos capitais externos de curto-prazo.

Neste artigo iremos focar na questão da sustentabilidade de longo-prazo da dívida pública interna. A dívida pública líquida como proporção do PIB, que vinha se mantendo estável até meados de 2001 (cerca de 50% do PIB), cresceu rapidamente desde então, devido a elevação da taxa de juros real (para patamares superiores a 12% a.a.) e a redução do crescimento do PIB real para 1,51% em 2001. Nossos cálculos sobre o superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB – determinado pela fórmula $s^* = [(r - g)/(1+g)]b$, em que r é a taxa real de juros, g é a taxa de crescimento do PIB real, b é o superávit primário como proporção do PIB – é que o mesmo seria de cerca de 5,0% do PIB (superávit requerido I). Como o superávit efetivo no período 2000/02 – inferior a 4,0% do PIB – é menor do que o superávit requerido, a condição de sustentabilidade do endividamento público é violada e a relação dívida pública/PIB entra numa trajetória ascendente. Considerando que o crescimento da dívida pública ocorreu, em parte, em função do efeito da desvalorização cambial sobre a dívida, calculamos também o superávit requerido tomando como base a relação dívida pública/PIB prevalecente em julho de 2000 (superávit requerido II). Como pode se observar no Gráfico 1 o superávit requerido assim calculado se comporta de forma similar ao anterior, deixando inalterada a conclusão acima.



Supondo um endividamento inicial de 61,9% do PIB – valor alcançado em julho de 2002 – e a estabilidade do câmbio real - a dívida pública terá uma trajetória ascendente, alcançando o patamar de 65,2% do PIB em 2011 (Gráfico 2), tomando como base as premissas iniciais de uma simulação realizada pelo Banco Central do Brasil em 2002: taxa de inflação média de 3,5% a.a., taxa real de juros de 9,0% a.a., taxa de crescimento do PIB de 3,5% a.a., e superávit primário mantido em 3,75% do PIB (Cf. Goldfajn, I., “Há razões para duvidar que a dívida pública é sustentável?”).



Nesse contexto, para se reduzir o endividamento do setor público seria necessário um superávit primário em todo o período de cerca de 4,5% do PIB. Com esse superávit, a dívida pública se reduziria para 56,6 % do PIB em 2011, de acordo com as nossas estimativas (ver Gráfico 3). Neste contexto, existem duas questões que são fundamentais para analisar a evolução futura do endividamento do setor público. Em primeiro lugar, devemos perguntar se um superávit primário superior a 4.0% do PIB, por um período continuado, é *politicamente sustentável*, ou seja, se a sociedade brasileira está ou não disposta a transferir para o setor público uma parcela tal da renda nacional que seja compatível com essa meta de superávit primário.

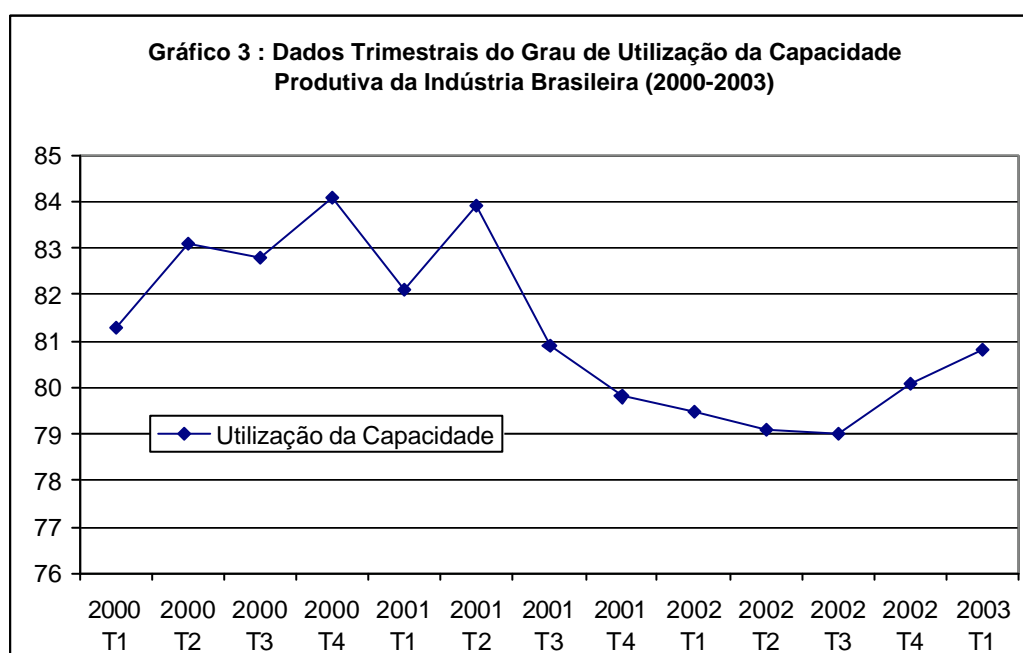
Acreditamos não ser *politicamente viável* – a médio e longo-prazo - a manutenção do superávit primário em um patamar superior a 3.0% do PIB. Com efeito, a carga tributária brasileira, situada em 35% do PIB, é bastante elevada quando comparada com a prevalente em países que possuem um nível de renda per capita semelhante ao Brasil. Paralelamente, não há muito espaço para a redução do gasto público. Os servidores públicos federais estão sem reajuste de salário há quase oito anos; a disponibilidade de recursos do governo federal para o custeio de gastos de investimento para 2003 era inicialmente de apenas 7 bilhões de reais; por fim, há patentes deficiências na infraestrutura básica da economia brasileira.

Uma segunda questão importante é saber se não existiriam estratégias alternativas de redução do endividamento público que, *respeitando os contratos e a estabilidade de preços*, fossem capazes de reduzir a relação dívida/PIB, sem exigir um superávit primário tão grande. Essa estratégia alternativa seria *gradualista*, sendo implementada após a restauração de um quadro de certa normalidade nas condições macroeconômicas do país – retorno da inflação para um patamar inferior a 1% ao mês, retorno das linhas de crédito externo para o financiamento das exportações, risco-Brasil abaixo dos 1000 pontos base, etc. Nesse contexto, o governo iria gradualmente reduzir a taxa nominal de juros para níveis compatíveis com o próprio risco-país (o que significa uma SELIC em torno de 16% ao ano).

Essa estratégia alternativa de redução do endividamento público estaria baseada em quatro pilares: (i) redução do superávit primário para um patamar de 3,0% do PIB válido para os próximos 10 anos; (ii) adoção de um sistema de “*crawling-peg*” ativo no qual o Banco Central fixa *ex-ante* a taxa de desvalorização do câmbio tendo em vista a

estabilidade da taxa real de câmbio e da taxa de inflação, a qual não deve superar uma “meta implícita” de 9,5% ao ano até 2011; (iii) redução da taxa nominal de juros para um patamar compatível com a obtenção de uma taxa real de juros de 6,0% ao ano; (iv) adoção de controles de entrada e saída de capitais de curto-prazo, cujo objetivo é desvincular a taxa doméstica de juros da “camisa de força” imposta pela *paridade descoberta da taxa de juros*.

Os pilares (i) e (iii) têm como fundamento a idéia de que a economia brasileira está crescendo a um ritmo muito inferior ao potencial devido a insuficiência de demanda agregada, a qual resulta de uma combinação entre política fiscal e monetária contracionistas. Essa insuficiência de demanda agregada se reflete num baixo grau de utilização da capacidade produtiva, inferior a 81%, tal como podemos visualizar na figura 3.



Fonte : IPEADATA.

Isto posto, existem duas estratégias possíveis para reduzir o endividamento público. A primeira estratégia (intitulamos “Estratégia I”), já vista, seria aumentar o superávit primário para 4,5% do PIB e manter a taxa real de juros num patamar de 9,0% ao ano, o que resultaria – numa estimativa otimista - num crescimento de 3,5% do PIB, abaixo do

potencial da economia brasileira. A segunda estratégia (intitulamos “Estratégia II”) se baseia no reconhecimento de que produto efetivo está abaixo do potencial e que, portanto, é possível realizar uma grande redução da taxa nominal de juros mantendo-se a inflação sob controle. Nesta estratégia, o superávit primário é mantido, mas reduzido para um patamar de 3,0% do PIB. Tal como mostra no Gráfico 4, a dívida pública com respeito ao PIB se reduz no cenário básico de ambas as estratégias para um patamar próximo a 56% até 2011. Contudo, a “Estratégia I” teria vantagem de ser compatível com o crescimento do PIB a uma taxa igual a potencial e com o “afrouxamento” da restrição fiscal.

