

Uma estratégia para sustentabilidade da dívida pública

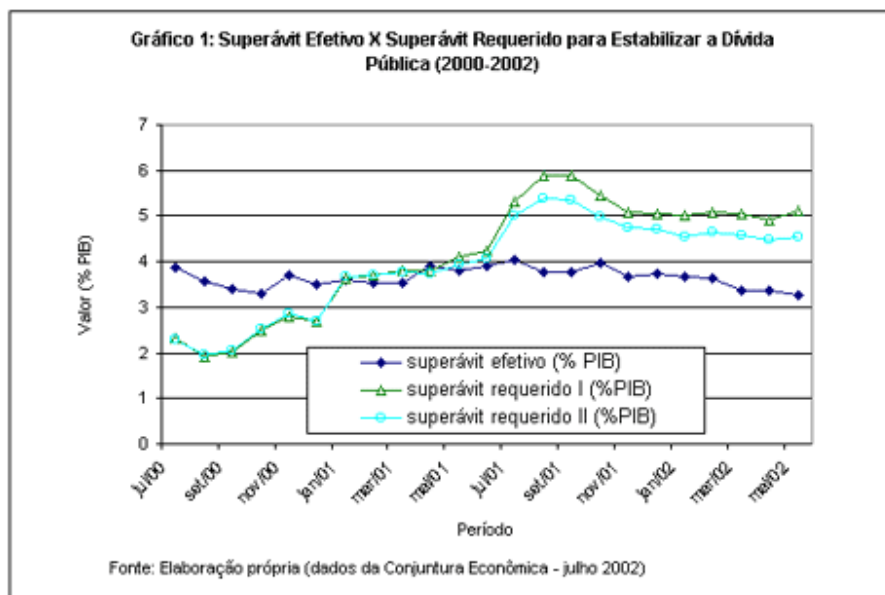
JOSÉ LUÍS OREIRO E LUIZ FERNANDO DE PAULA

As escolhas em termos de política econômica se dão em termos de “trade-offs”, sendo o mais famoso o trade-off inflação e desemprego. Isto significa que tais escolhas requerem uma avaliação dos custos e benefícios macroeconômicos de determinadas opções de política. Infelizmente, como a Economia não é uma ciência exata, esta avaliação – feita de forma ex ante – por melhor que seja feita, nunca será precisa. Em realidade, seus efeitos só poderão ser avaliados com precisão ex post, ou seja, depois de algum tempo que as políticas foram implementadas. Com efeito, a estratégia que vinha (ou vem) sendo adotada pelo governo brasileiro – de manutenção do sistema de metas de inflação (que impõe a utilização da taxa de juros como instrumento básico de combate à inflação) e de um regime de taxas de câmbio flutuantes com conta capital aberta, em um contexto de elevada dívida interna e externa – não é isenta de custos e riscos.

É verdade que muitos dos problemas da economia brasileira são – em boa medida - heranças dos desequilíbrios do Plano Real. De qualquer forma, mesmo após a desvalorização cambial em janeiro de 1999, muitos desses problemas persistiram ou mesmo se agravaram (como no caso da dívida pública). 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. Por outro lado, a manutenção de taxa de juros reais elevadas limita o crescimento da economia e do emprego no País, além de impor elevados custos financeiros a uma dívida pública predominantemente indexada à taxa SELIC e ao câmbio. 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 (maior do que 4% do PIB) 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, com ênfase no problema da sustentabilidade da dívida pública. Uma estratégia de crescimento com estabilidade para a economia brasileira, que vise 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 têm 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. Para tanto, será necessária uma mudança na combinação superávit primário/taxa real de juros/crescimento econômico para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB, como será visto abaixo.

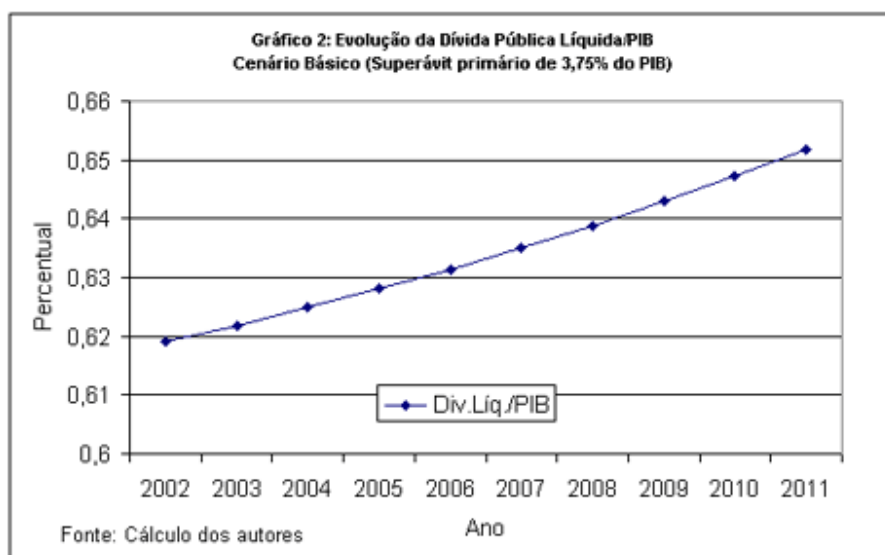
Por equilíbrio externo, entende-se a manutenção de déficits em conta corrente em níveis relativamente baixos (inferior a 2,0 % do PIB) e financiados predominantemente com capitais de longo-prazo. A redução do déficit em conta corrente requer um superávit significativo na balança comercial, possivelmente 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. Para tanto, poder-se-ia adotar um sistema de desvalorizações administradas da taxa de câmbio – um regime de “crawling peg” ativo – no qual as autoridades monetárias fixam ex-ante a taxa de desvalorização do câmbio nominal de tal forma a manter o câmbio real relativamente estável ao longo do tempo. Controle de capitais, de natureza preventiva, também deveria ser usado como um dos instrumentos que permita uma maior estabilidade da taxa de câmbio e maior autonomia da política monetária (este assunto, entretanto, é tabu no Brasil, embora seja fartamente discutido na literatura internacional, sendo moderadamente defendido por economistas do próprio FMI, como Kenneth Rogoff).



Neste artigo, por limitação de espaço, centraremos a atenção na questão da sustentabilidade da dívida pública interna a longo-prazo. Como se sabe, a dívida pública como proporção do PIB, que vinha se mantendo elevada, mas estável até meados de 2001 (cerca de 50% do PIB), cresceu celeremente a partir daí, em função tanto da elevação na taxa de juros nominal e real (esta chegando a superar a marca de 12% a.a.), resultado da crise argentina e do racionamento de energia elétrica, quanto da queda no 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, nessas condições, 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 manutenção do câmbio real (câmbio nominal se desvalorizando a um ritmo igual à diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional) - 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. Ilan Goldfajn, "Há razões para duvidar que a dívida pública é sustentável?").

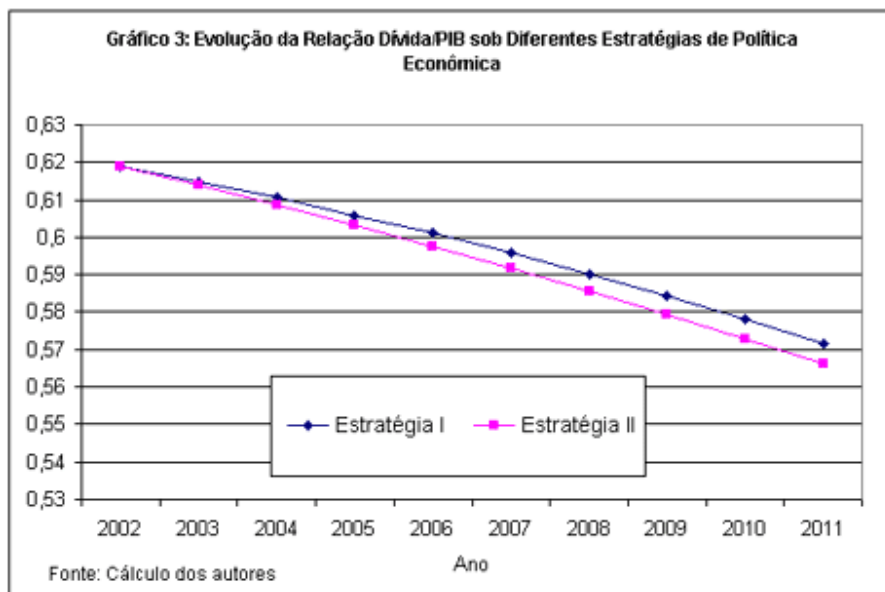


Nesse contexto, para se reduzir o endividamento do setor público seria necessário um superávit primário em todo o período de cerca de 4,5% do PIB. Com esse superávit, a dívida pública se reduziria para 56,6 % do PIB em 2011, de acordo com as nossas estimativas (ver Gráfico 3). Neste contexto, existem 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 a longo prazo, 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 prevalecente 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 infra-estrutura 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. Dito de outra forma: não seria possível reduzir o endividamento do setor público através de uma mudança na condução da política econômica, de tal forma a obter uma redução da taxa real de juros e uma aceleração do crescimento econômico? Esta estratégia teria que ser gradualista, no sentido de supõe que o governo iria de forma gradual, mas firme, reduzir a taxa de juros em níveis compatíveis com o próprio risco-país (e supondo também uma melhoria continuada nas contas externas). Assim, uma 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) manutenção do sistema de metas de inflação, mas com um "afrouxamento" da meta para algo como 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) desvalorização do câmbio nominal num ritmo compatível com a estabilidade da taxa real de câmbio.

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. Dado que o produto efetivo está muito abaixo do potencial, segue-se que uma forte redução da taxa nominal de juros seria, a princípio, compatível com a manutenção da taxa de inflação nos patamares atuais e, dessa forma, com a redução da taxa real de juros. Acrescente-se que, para combater a inflação, o governo deve usar todos os instrumentos possíveis, como, por exemplo, um acompanhamento maior nas revisões das tarifas dos serviços de utilidade pública (como, aliás, já começou a ser feito), de modo a desafogar parcialmente a taxa de juros como o único instrumento para tanto. 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. Adicionalmente, haveria um forte estímulo fiscal para o crescimento advindo da redução do superávit primário de 4,5% para 3,0% do PIB.



Isto posto, existem duas estratégias possíveis para reduzir o endividamento público. A primeira estratégia (“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 (“Estratégia II”) se baseia no reconhecimento de que produto efetivo está abaixo do potencial e que, portanto, é possível realizar uma 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 3, 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 II” teria vantagem de ser compatível com o crescimento do PIB a uma taxa igual a potencial e com um certo “afrouxamento” da restrição fiscal.