

A espada de Dâmocles

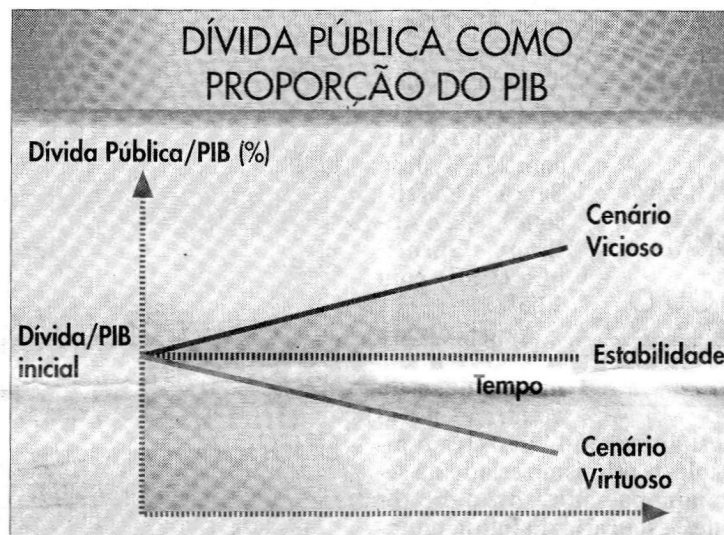
DÍVIDA PÚBLICA MOSTRA-SE SUSTENTÁVEL, COM SUPERÁVIT PRIMÁRIO E CRESCIMENTO

OTAVIANO CANUTO

Em que medida há fundamento no medo quanto ao futuro fiscal brasileiro, conforme manifesto na busca de encurtamento de prazo nas carteiras com títulos da dívida pública? Seria a trajetória fiscal recente de fácil reversão diante de pequenas alterações durante o próximo governo? Sabe-se que tais “dívidas da dívida” têm sido um dos componentes do pano de fundo do nervosismo recente e da superdesvalorização dos papéis brasileiros. Neste contexto, foram oportunas as contas passadas a limpo na Carta do IBRE da edição de julho da *Revista Conjuntura Econômica*, bem como na Nota Técnica no 25 do Banco Central, de autoria do diretor Ilan Goldfajn, divulgada na semana passada.

Ambos os documentos recorrem ao mecanismo simples e intuitivo de simulação de cenários para a trajetória da dívida pública conhecido como “dinâmica da dívida”. Dada uma certa proporção da dívida pública em relação ao PIB, pode-se inferir se esta tende a subir, descer ou manter-se estável, a partir da disputa entre, de um lado, o superávit primário e o crescimento do PIB – que puxam para baixo aquela proporção – e, do outro, a taxa real de juros e outros fatores que afetam o custo da dívida (como as alterações cambiais em termos reais que mudam o valor da dívida indexada ao dólar, etc.). O mesmo mecanismo de cálculo serve, alternativamente, para revelar o superávit primário mínimo a partir do qual a razão dívida/PIB inicial cairia com o tempo, dados os juros reais e demais parâmetros.

O gráfico acima exibe três trajetórias possíveis. No cenário “vicioso”, os juros reais ganham a corrida em relação ao PIB e o superávit primário, configurando um padrão insustentável de endividamento. O cenário “virtuoso”, ao



contrário, aponta para perda de peso da dívida pública sobre o PIB. No curso das respectivas trajetórias, ambas seriam reforçadas por movimentos prováveis nas taxas de juros, vale dizer, queda no cenário virtuoso e subida no cenário oposto. Na Nota Técnica de Goldfajn, um cenário básico é projetado com os seguintes parâmetros: no início, dívida pública líquida como 58,9% do PIB, em dezembro de 2002; nos anos seguintes, crescimento anual de 3,5% do PIB, taxa real de juros de 9% a.a. e um superávit primário de 3,75% do PIB. A taxa de câmbio, depois de desvalorizar-se nominalmente em 22,87% em 2002,

manter-se-ia constante em termos reais. Além desses componentes, o cenário incorpora o reconhecimento de “esqueletos” até 2006 (0,65% do PIB em 2003 e 0,75% anuais em 2004-06), inclusive todas as contas de Fundo de Compensação de Variação Salarial.

Ao final de 2011, o percentual da dívida cairia até 48% do PIB, numa trajetória relativamente virtuosa, mesmo com a adoção do pa-

râmetro conservador de 9% para a taxa real de juros. A razão dívida/PIB permaneceria constante, como no “cenário de estabilidade” do gráfico, com o superávit primário em 3,1% do PIB. Na Carta do IBRE, por sua vez, há simulações apontando na mesma direção, com parâmetros distintos, porém, convergentes.

O cenário básico projetado explica por que a trajetória recente da dívida pública tem sido reconheci-

da como sustentável, supondo-se que o ritmo de crescimento do PIB passe a pelo menos 3,5% anuais. O “medo do futuro”, pois, só seria compreensível na hipótese de que os agen-

tes, ao olharem para frente, estejam enxergando eventuais mudanças nos parâmetros capazes de transformar em “viciosa” a trajetória. A este respeito, os documentos aqui mencionados fazem alguns exercícios de variação nos parâmetros, de modo a examinar a robustez do cenário básico ou, dito de outro modo, a sensibilidade de sua trajetória diante de um comportamento decepcionante por parte de

alguma variável básica.

Por exemplo, com a redução dos superávits primários para 2% ou zero, no cenário básico de Goldfajn, a dívida/PIB ascenderia para, respectivamente, 64,6% e 83,6% do PIB em 2011, passando a exibir portanto comportamento “vicioso”. A sensibilidade da trajetória mostra-se máxima no caso dos superávits primários, posto que, com a continuidade destes em 3,75%, o curso da dívida ainda permaneceria ligeiramente declinante mesmo com o crescimento do PIB na faixa de 2-2,5% anuais. Já com uma taxa de crescimento anual de 1,5% e juros reais na casa dos 11%, nem mesmo os 3,75% de superávit primário impediriam a explosão.

A nosso juízo, os relevantes exercícios presentes nos dois trabalhos permitem entender como, apesar dos exageros, faz algum sentido a percepção dos tais “riscos políticos”. Independentemente da disposição do novo governo quanto a superávits primários, a sustentabilidade política destes no patamar de 3,75% ficará frágil na hipótese de o crescimento não superar a margem dos 2-2,5% anuais, mesmo com cálculos da correspondente mecânica da dívida apontando tal combinação como não explosiva.

A boa notícia é que o cenário básico é favorável. A má notícia é que, revelando o caráter ainda incipiente da confiança no cinturão institucional pró-estabilidade, isto não tem sido suficiente para evitar a espada de Dâmocles sobre a economia do País. Com o presente encurtamento nos prazos de vencimento da dívida, caso o novo governo não apresente e implemente um programa crível de superávits primários e crescimento econômico, não terá tempo para convencer os agentes de que o endividamento pode ser mecanicamente estável.

■ Otaviano Canuto é professor de economia na USP e na Unicamp (<http://sites.uol.com.br/ocanuto>)

Estudos explicam como faz sentido a percepção dos “riscos políticos”