

Alternativa para uma dívida pública sustentável

“A redução dos juros é compatível com a manutenção da taxa de inflação.” Por **José Luís Oreiro** e **Luiz Fernando de Paula**

Neste artigo, pretendemos discutir possíveis alternativas para solução do problema da sustentabilidade da dívida pública. 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 desde então, em função tanto da elevação na taxa de juros nominal e real, a partir da crise argentina e do racionamento de energia elétrica, quanto da queda no PIB real em 2001/2.

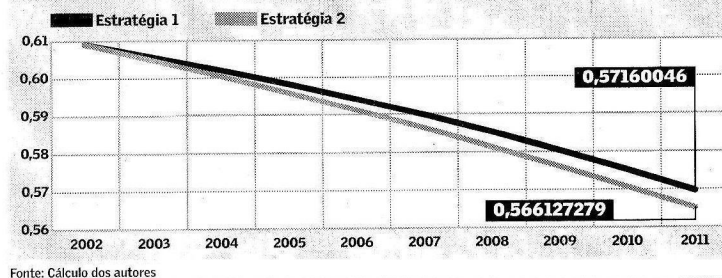
Nossos cálculos sobre o superávit fiscal primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB* é que o mesmo teria que ser, nessas condições, de cerca de 5,0% do PIB. Como o superávit efetivo no período 2000/02 — inferior a 4,0% do PIB — foi menor do que o superávit requerido, a condição de sustentabilidade do endividamento público foi violada, o que resultou no seu rápido crescimento no período recente.

Supondo um endividamento inicial de 61,9% do PIB — valor alcançado em julho de 2002 — e a manutenção do câmbio real, a dívida pública teria uma trajetória ascendente, alcançando o patamar de 65,2% do PIB em 2011, tomando como base premissas iniciais de uma simulação realizada pelo Banco Central 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. Nesse contexto, para se reduzir o endividamento do setor público seria necessário um superávit primário de cerca de 4,5% do PIB, que permitiria a redução da dívida pública para 56,6% do PIB em 2011.

Isto posto, existem duas questões que são fundamentais para analisar a evolução futura do endividamento do setor público. Primeiro, devemos perguntar se um superávit primário superior a 4,0% do PIB é politicamente sustentável a longo prazo, ou seja, se a sociedade brasileira está ou não disposta a transferir para o setor público uma tamanha parcela da renda nacional. Acreditamos que não. 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 há muito praticamente congelados; a disponibilidade de recursos para o custeio de gastos de investimento está bastante restri-

Evolução da Relação Dívida/PIB

Sob diferentes estratégias de política econômica



Fonte: Cálculo dos autores

ta; 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. Ou seja, 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?

Uma estratégia alternativa de redução do endividamento público estaria baseada em quatro pilares: (i) redução do superávit primário para um pata-

A economia brasileira está crescendo a um ritmo muito inferior ao potencial por causa da insuficiência de demanda agregada

mar de 3,0% do PIB válido para os próximos 10 anos; (ii) um "afrouxamento" da meta de inflação 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 constatação 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 contractionistas. 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. Isso, por sua vez, seria um grande estímulo ao aumento da demanda agregada, podendo contribuir 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.

Deste modo, existem duas estratégias possíveis para reduzir o endividamento público a longo prazo. A estratégia I, já vista, seria manter um superávit primário ao redor de 4,5% do PIB e uma 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 estratégia II se baseia no reconhecimento de que produto efetivo do país 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 o gráfico, a dívida pública com respeito ao PIB se reduz no cenário básico de ambas as estratégias para um patamar próximo a 56% até 2011. A vantagem da estratégia II é que ela é compatível com um certo "afrouxamento" da restrição fiscal, e, consequentemente, com um crescimento maior da economia brasileira.

* Nossos cálculos tomam como base a 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.

José Luís Oreiro é professor da Universidade Federal Fluminense (UFF). E-mail: jlcoreiro@uol.com

Luiz Fernando de Paula é professor da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ). Email: lfpaula@alternex.com.br