

Uma Estratégia Keynesiana para a Sustentabilidade de Longo Prazo da Dívida Pública

José Luís Oreiro^{*}
Luiz Fernando de Paula^{**}

Resumo: Este artigo objetiva analisar as condições necessárias para a sustentabilidade de longo prazo da dívida pública interna. Para tanto, apresenta uma alternativa keynesiana de longo prazo (até 2011) para superação do problema do endividamento público, que garanta tanto a sua sustentabilidade quanto um maior crescimento econômico para o país, baseada nas seguintes premissas: taxa de inflação média de 8,5% a.a., taxa real de juros de 6,0% a.a., crescimento real do PIB de 4,5% a.a. e superávit primário de 3,0% do PIB. Esta proposta é contraposta a estratégia chamada de conservadora, inspirada nas concepções da equipe econômica do Governo Lula.

Palavras-chave: Dívida pública, economia brasileira, políticas keynesianas

1. Introdução e Diagnóstico do Caso Brasileiro.

A economia brasileira tem apresentado um crescimento medíocre do PIB real nos últimos seis anos. Com efeito, excetuando o ano de 2000 no qual a taxa de crescimento foi superior a 4,0%, desde 1998 o Brasil cresce a taxas inferiores a 2,0% ao ano. Por outro lado, a dívida pública como proporção do PIB tem apresentado uma tendência inequívoca de aumento, passando de cerca de 49% em 1998 para mais de 56 % ao final de 2002. Tal coincidência de fenômenos nos leva a arguir se existiria alguma conexão entre a dinâmica da dívida pública e o crescimento do PIB real. De acordo com a teoria econômica convencional não haveria nenhuma relação direta entre esses dois fenômenos: a taxa de crescimento do PIB real é determinada por fatores do lado da oferta – progresso tecnológico e crescimento populacional – sendo largamente independente do estoque (ou da variação) da dívida pública; ao passo que a dinâmica da dívida pública depende fundamentalmente do superávit primário e do comportamento da taxa de juros.

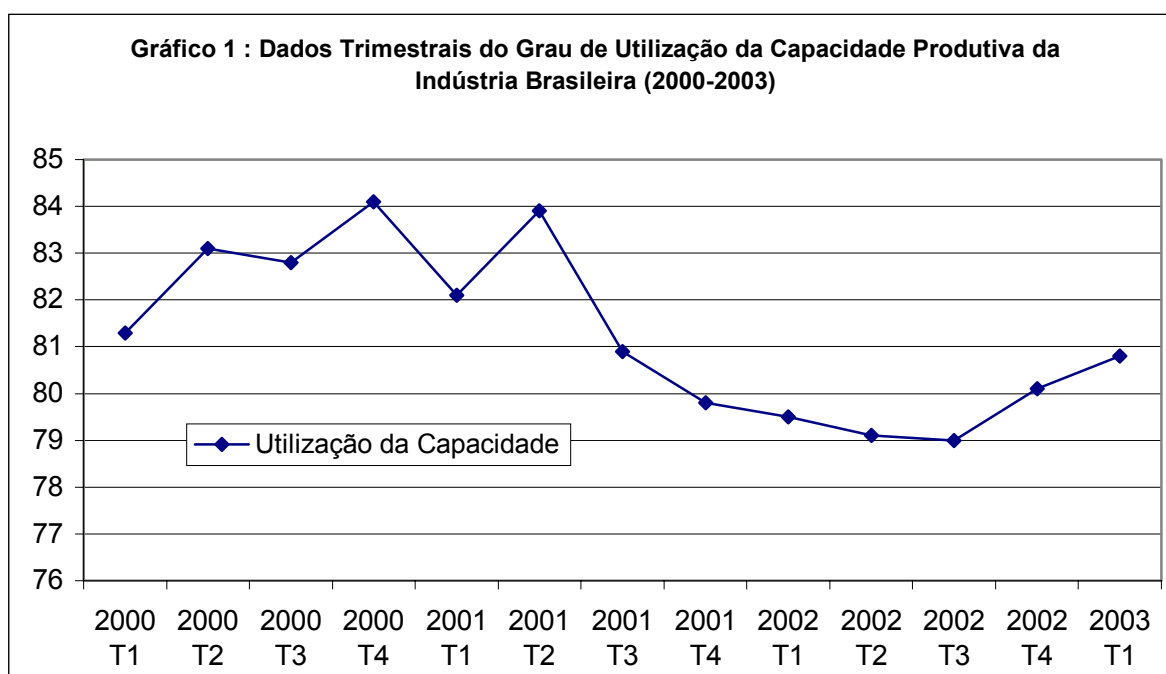
De uma perspectiva keynesiana, contudo, existem razões para se acreditar que o baixo crescimento do PIB real e o aumento pronunciado da dívida pública como proporção do PIB observados na economia brasileira nos últimos anos tem uma causa comum, qual

^{*} Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR) e pesquisador do CNPq. E-mail : joreiro@sociais.ufpr.br.

^{**} Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e pesquisador do CNPq. E-mail: lfpaula@alternex.com.br.

seja : a adoção de políticas monetária e fiscal de natureza contracionista pelo governo brasileiro desde 1998.

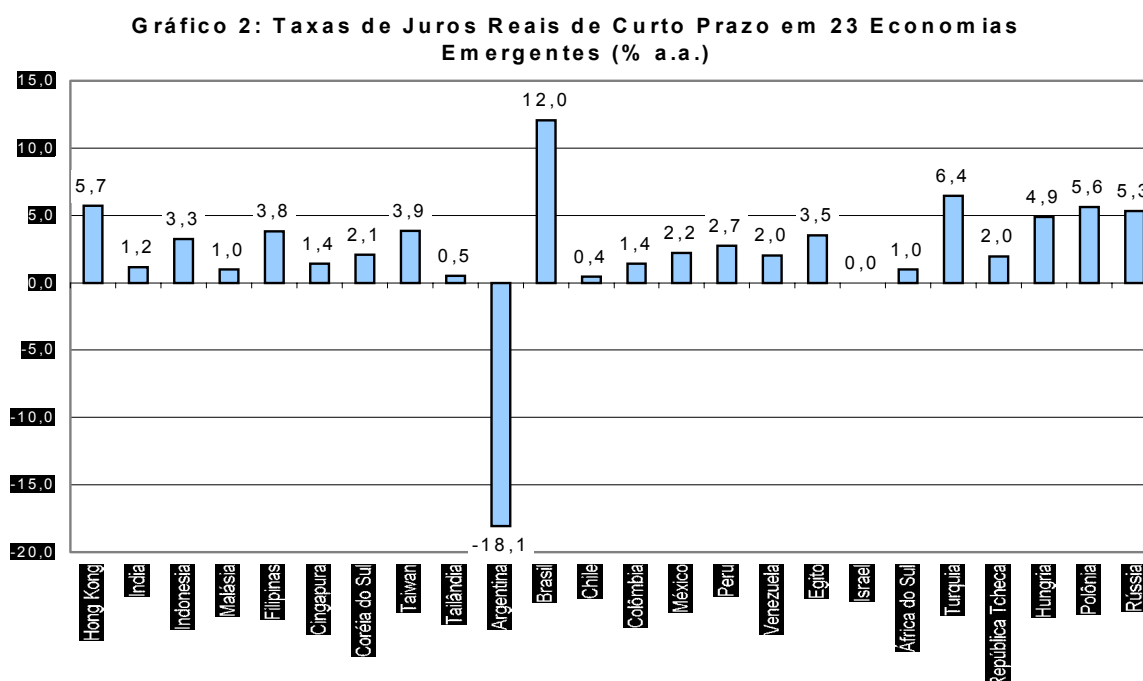
A taxa potencial de crescimento da economia brasileira está estimada em cerca de 4.5% ao ano¹. Como a taxa média de crescimento do produto real tem se situado em cerca de 2.0% ao ano, segue-se que o crescimento da economia brasileira está *restrito pela demanda* agregada. Uma forte evidência empírica da existência de *restrição de demanda* ao crescimento é o comportamento do *grau médio de utilização* da capacidade produtiva da indústria. Os dados do IPEADATA mostram que o grau médio de utilização da capacidade produtiva tem se situado abaixo de 81% nos últimos anos, tal como podemos visualizar no Gráfico 1 abaixo.



Fonte : IPEADATA.

¹ Esse número é obtido ao se somar à taxa atual de crescimento da força de trabalho no Brasil – de cerca de 2.5% ao ano – uma estimativa relativamente conservadora de crescimento da produtividade do trabalho na indústria em torno de 2.0% ao ano. Deve-se ressaltar que os procedimentos usuais de cálculo do crescimento da produtividade do trabalho, baseados do conceito de *produtividade total dos fatores de produção* (TFP), tendem a subestimar o crescimento da produtividade do trabalho. Isso se deve a forma pela qual a TFP é calculada. De fato, a TFP é definida como a diferença entre o crescimento do produto real e a parcela desse crescimento que pode ser atribuída às contribuições do capital e do trabalho. Ou seja, a TFP é uma variável puramente residual. Está claro que se o crescimento do produto for diminuído devido a um choque contracionista de demanda agregada, essa diferença irá diminuir, reduzindo assim o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho. No entanto, essa redução não revela uma diminuição do ímpeto real de crescimento da produtividade, mas apenas o fato de que o produto efetivo não acompanhou o crescimento do produto potencial devido a restrição de demanda agregada.

A política monetária tem tido uma natureza fortemente contracionista no Brasil desde a implantação do Plano Real. Isso se explicava, em parte, pelo dilema “juros-câmbio” que o regime de *crawling-peg* adotado pelo Brasil impunha às autoridades monetárias até 1999. Contudo, a mudança no regime cambial brasileiro em janeiro desse ano para flutuação suja não conseguiu reduzir as taxas reais de juros para níveis compatíveis com os prevalentes nos demais países emergentes. Com efeito, o Brasil continua como o país com a maior taxa real de juros entre esse grupo de países, conforme pode ser visualizado pelo Gráfico 2 abaixo:



Fonte : Economia & Conjuntura, Dezembro de 2002.

A taxa real de juros no Brasil é tão elevada por duas razões fundamentais. Em primeiro lugar, porque é necessário atrair capitais externos para atender a *elevada necessidade de financiamento externo da economia brasileira*, resultante da combinação de um elevado déficit em transações correntes como proporção do PIB com uma elevada dívida externa como proporção do PIB (cf. Paula, 2003). Em segundo lugar, a manutenção da taxa de inflação num patamar compatível com a obtenção das *metas de inflação*, num ambiente macroeconômico caracterizado pela existência de *câmbio flutuante e mobilidade de capitais*, exige que a taxa doméstica de juros seja alta para evitar o repasse para os preços (efeito *pass-through*) da depreciação do câmbio nominal nos momentos em que

ocorre um fluxo de saída de capitais. Como os fluxos de capitais têm apresentado uma “volatilidade excessiva” nos últimos anos, segue-se a taxa nominal (e real) de juros tem que ser mantida permanentemente num patamar elevado².

A combinação de uma alta taxa real de juros com baixo crescimento do PIB real faz com que a estabilização da dívida pública como proporção do PIB só seja possível se o governo operar com um elevado superávit primário. Em outras palavras, o problema fiscal brasileiro é endógeno, isto é, resultante da combinação entre o desequilíbrio externo da economia brasileira – consubstanciado na elevada necessidade de financiamento externo – e o regime de política econômica, caracterizado pela tríade metas de inflação/mobilidade de capitais/câmbio flutuante (cf. Oreiro, 2002).

Neste artigo iremos analisar as condições necessárias para a sustentabilidade de longo-prazo da dívida pública interna. Para tanto, será apresentado uma alternativa keynesiana de longo prazo (até 2011) para superação do problema do endividamento público no Brasil, que permita ao mesmo tempo a adoção de uma política fiscal mais relaxada, contrapondo-a a uma estratégia conservadora, inspirada na concepção da equipe econômica do Governo Lula.

2. Sustentabilidade da Dívida Pública: Cenários e Estratégias³

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 $s^* = [(r - g)/(1+g)]b$ ⁴, 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

² Uma análise mais aprofundada do porque a taxa real de juros no Brasil é tão elevada pode ser obtida em Bresser & Nakano (2002).

³ Esta seção está baseada parcialmente em Oreiro, Paula e Sicsú (2003).

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 3 o superávit requerido assim calculado se comporta de forma similar ao anterior, deixando inalterada a conclusão acima.

Supondo um endividamento inicial de 56,53% do PIB – valor alcançado em dezembro de 2002 – e a estabilidade do câmbio real - a dívida pública permanecerá relativamente estável até 2011, alcançando o patamar de 56,04% do PIB (Gráfico 4), 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, 2002)

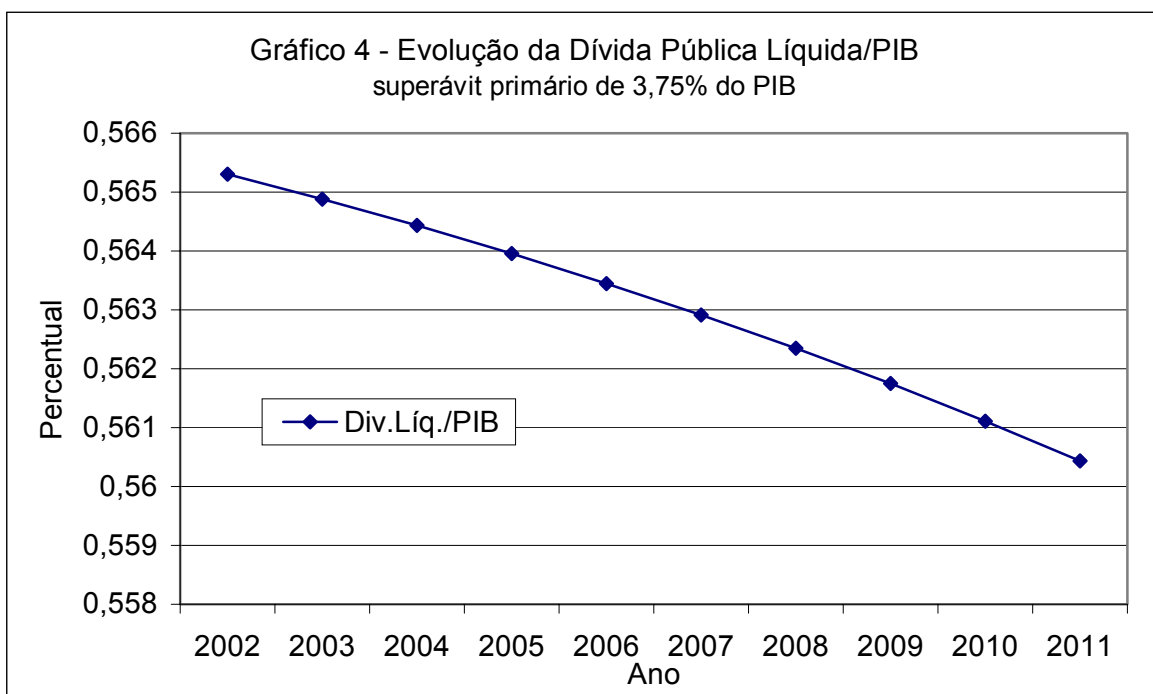
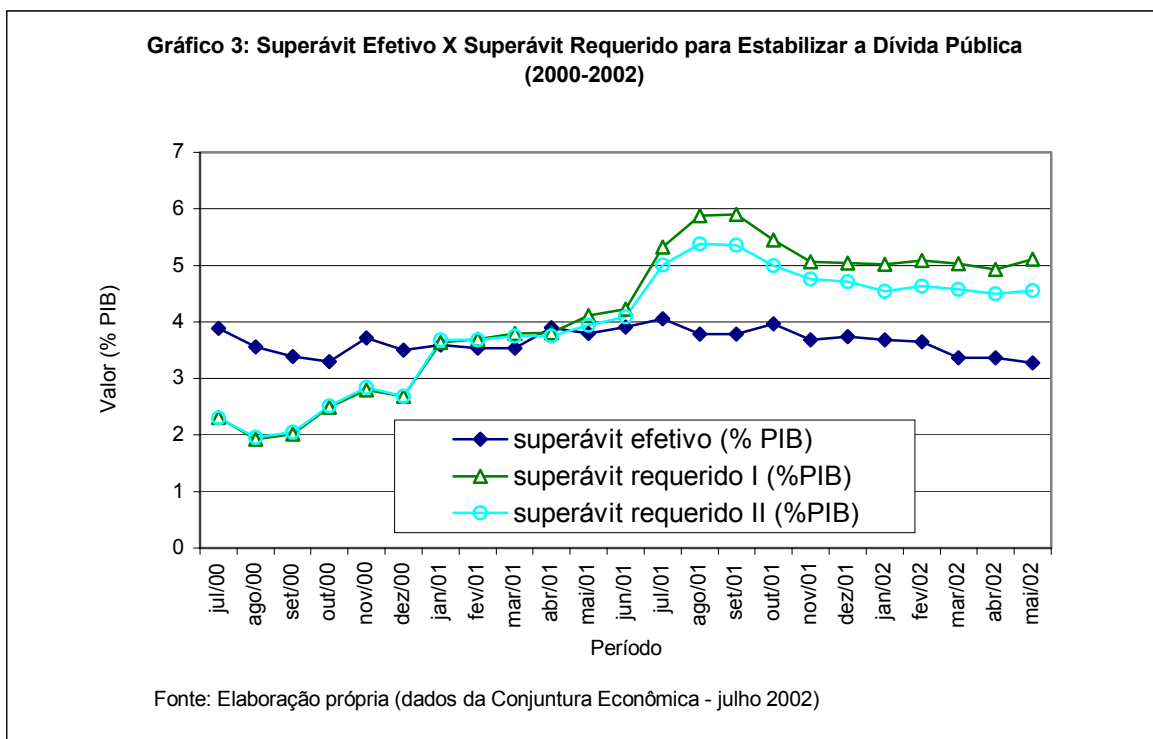
Nesse contexto, para se reduzir o endividamento do setor público seria necessário um superávit primário em todo o período de cerca de 4,5% do PIB. Com esse superávit, a dívida pública se reduziria para 48,03 % do PIB em 2011, de acordo com as nossas estimativas (ver Gráfico 5). Neste contexto, existem 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 PIB⁵. 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

⁴ A discussão técnica sobre as condições de sustentabilidade da dívida pública é baseada em Argandoña *et alli* (1996).

⁵ A sustentabilidade da dívida pública deve ser avaliada não apenas do ponto de vista econômico, como também político. Ver, a esse respeito, International Monetary Fund (2002).

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%^{aa}).

Essa estratégia alternativa de redução do endividamento público estaria baseada em quatro pilares:

- (i) Redução do superávit primário para um patamar médio 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 8,5% 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 foi visto na seção anterior.

A adoção de controles de capitais é vista como essencial para o sucesso dessa estratégia de estabilização da dívida pública. De fato, o alto grau de abertura da conta de capitais no Brasil é um dos fatores que fazem com que a *taxa nominal e real de juros no Brasil esteja entre as mais altas do mundo*. Sendo válida a “paridade descoberta da taxa de

juros”, segue-se que a taxa de juros nominal doméstica deve ser igual a soma da taxa de juros internacional com o risco-país e a expectativa de desvalorização da taxa de câmbio.

No caso brasileiro, a taxa de juros internacional de referência é a taxa de juros dos bônus de três anos do governo americano⁶. Essa taxa era de 2,06%^{aa} em abril de 2003 (IPEADATA). No final do primeiro semestre de 2003, o risco-país estava situado em cerca de 800 pontos base, o que significa um “prêmio de risco” de cerca de 8,0%^{aa}. Por fim, supondo válida a hipótese da paridade do poder de compra, então a expectativa de desvalorização do câmbio nominal é igual a diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional. A expectativa de inflação no Brasil para 2003, tomando como base a meta de inflação desse ano, é de 8,5 %. A inflação nos Estados Unidos, por sua vez, deve ser inferior a 2,0% em 2003, de tal forma que o diferencial entre as taxas de inflação deve se situar em 6,5%. Daqui se segue que o valor da taxa nominal de juros que iguala a rentabilidade esperada ajustada pelo risco dos títulos americanos e dos títulos brasileiros é igual a 16,5%^{aa} no caso da economia brasileira. Esse valor gera uma taxa real de juros igual a 8,0%^{aa}.

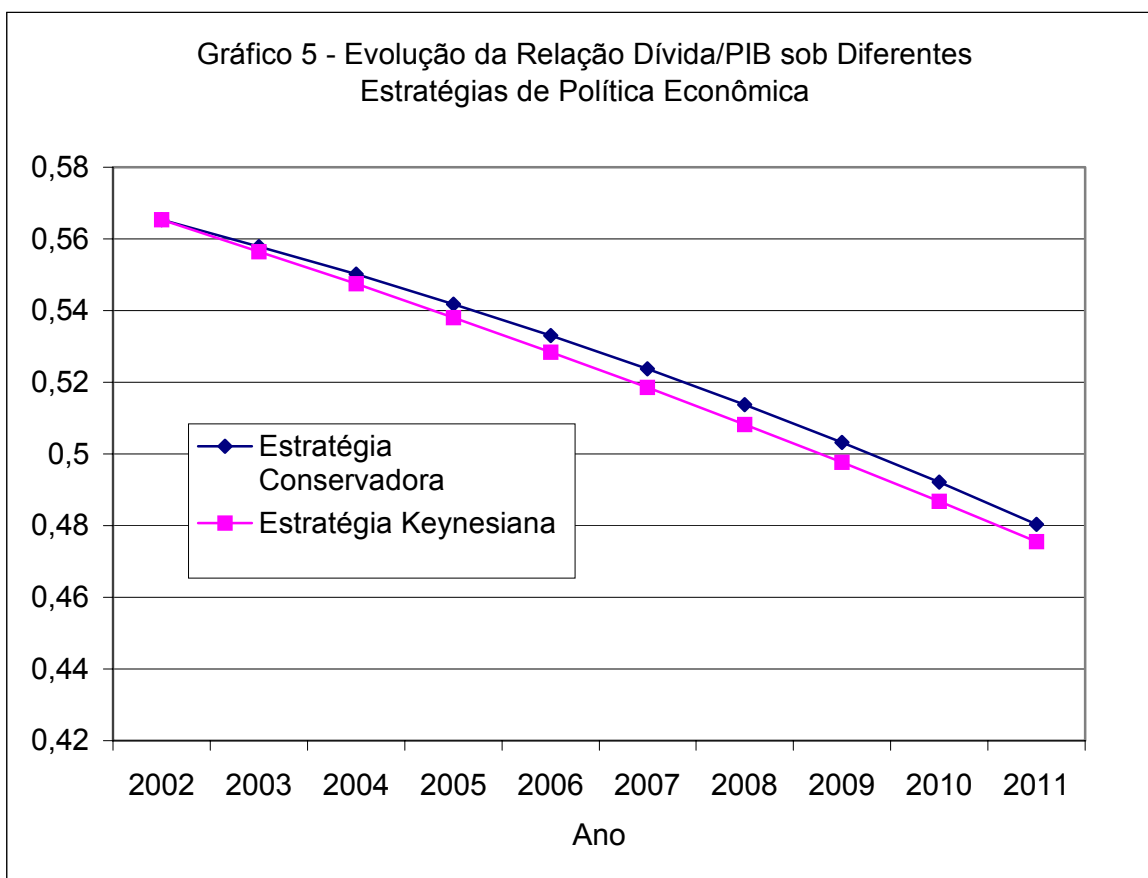
A estratégia de estabilização da dívida pública delineada nos parágrafos anteriores prevê uma taxa real de juros de 6,0%^{aa}. Isso significa que existe uma incompatibilidade entre o valor da taxa real de juros que garantiria o equilíbrio interno da economia brasileira – ou seja, um crescimento igual ao potencial de 4,5%^{aa} - e o valor da taxa real de juros para o qual se garante o equilíbrio na conta de capitais do balanço de pagamentos. Especificamente, *a taxa real de juros que garante o equilíbrio interno é 200 pontos base menor do que a taxa de juros que garante o equilíbrio externo.*

Nesse contexto, a fixação da taxa nominal de juros num patamar compatível com o equilíbrio interno da economia brasileira iria gerar, na ausência de controles de capitais, um movimento de fuga de capitais em direção a outros mercados financeiros. Tal movimento geraria, num regime de câmbio flutuante, uma forte depreciação do câmbio nominal que, por sua vez, seria transmitida para os preços domésticos, gerando um forte aumento da taxa de inflação. Num regime de *crawling-peg*, haveria uma significativa redução das reservas internacionais do país e, por conseguinte, uma grande redução da base monetária. Na

⁶ Isso porque o prazo médio de vencimento dos títulos emitidos pelo governo e pelas empresas brasileiras no exterior está em torno de três anos. Dessa forma, o rendimento na maturidade dos títulos americanos seria a taxa de referência para o cálculo do rendimento na maturidade dos títulos brasileiros.

ausência de operações de esterelização, essa contração monetária teria fortes efeitos recessivos sobre a economia, impedindo a retomada do crescimento.

Do exposto, segue-se que a compatibilização entre equilíbrio interno e externo da economia brasileira requer a imposição de restrições à abertura da conta de capitais do balanço de pagamentos da economia brasileira. Em outras palavras, faz-se necessário a introdução de *controles de saída* para impedir que a redução da taxa doméstica de juros – necessária para a retomada do crescimento – seja seguida por uma fuga de capitais do país⁷.



3. Conclusão

Isto posto, este artigo apresentou duas estratégias possíveis para reduzir o endividamento público. A primeira estratégia (intitulamos “Estratégia Conservadora”), inspirada nas concepções da equipe econômica do Governo Lula, seria manter um

⁷ Maiores detalhes sobre a proposta de controles de capitais para a economia brasileira podem ser obtidos em Paula, Oreiro e Jonas (2003).

superávit primário médio de 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 Keynesiana”), de inspiração Keynesiana, 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 e, ao mesmo tempo, alcançando um crescimento médio do PIB da ordem de 4,5%^{aa}. Nesta estratégia, o superávit primário é mantido, mas reduzido para um patamar de 3,0% do PIB. Tal como mostra no Gráfico 5, a dívida pública com respeito ao PIB se reduz no cenário básico de ambas as estratégias para um patamar próximo a 48% até 2011. Contudo, a “Estratégia II” teria vantagem de ser compatível com o crescimento do PIB a uma taxa igual a potencial e com o “afrouxamento” da restrição fiscal.

Referências Bibliográficas

- Argandoña et alli. (1996). *Macroeconomía Avanzada: modelos dinámicos y teoría de la política económica*. McGraw Hill: Madri.
- Bresser Pereira, L.C., e Y. Nakano (2002). Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 146-177, jul./set.
- Economia & Conjuntura, Dezembro de 2002.
- Goldfajn, I. (2002). Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública é Sustentável?. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil n. 25*.
- International Monetary Fund. (2002). Assessing Sustainability. In *Public Information Notice 2/69*. www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.htm.
- Oreiro, J.L. (2002). Prêmio de risco endógeno, metas de inflação e câmbio flexível: implicações dinâmicas da hipótese Bresser-Nakano para uma pequena economia aberta. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 107-122, jul./set.
- Oreiro, J.L., Sicsú, J.S e Paula, L.F. (2003). Uma Alternativa Keynesiana para o Crescimento Sustentado da Economia Brasileira. In *Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política*. Florianópolis: Sociedade Brasileira de Economia Política.
- Paula, L.F. (2003). Uma alternativa de política econômica para o Brasil. *Cadernos Adenauer*, ano IV, n. 3, pp. 39-92.
- Paula, L.F., Oreiro, J.L e Jonas, G. (2003). Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: avaliação e proposição de política. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer.