

# AINDA (E POR MUITO TEMPO) A DÍVIDA PÚBLICA

*A sustentabilidade da dívida pública depende não só dos superávits primários, mas de um esforço concertado que diminua a vulnerabilidade da economia.*

Márcio G. P. Garcia<sup>1</sup>  
23 de dezembro de 2003

Nesta época de festas, costumo tentar evitar ao máximo visitas à balança, pois sei que não terei nenhuma boa notícia. Instintivamente, tento adiar o encontro inevitável que me sinalizará que nova dieta se faz necessária. Afinal, postergar problemas adiáveis de solução custosa é simplesmente humano.

Talvez por instinto semelhante, o Presidente Lula omitiu no detalhado discurso de avaliação do primeiro ano de seu governo menção ao aumento da relação dívida líquida / produto interno bruto (dívida/PIB). Ainda que o aumento da razão dívida/PIB não tenha sido muito grande (passará de 56,5% para cerca de 58% do PIB), trata-se do indicador que—junto com outro parente próximo, a dívida externa / exportações—sinaliza a principal fragilidade da economia brasileira.

A melhora da política fiscal da economia brasileira é recente, desde o final de 1998. Ainda que tenhamos desde então cumprido com folga as metas fiscais acordadas com o FMI, há vários motivos para se duvidar que serão gerados os superávits necessários à redução significativa da razão dívida/PIB nos próximos anos. Gerar superávits primários significativos acarreta elevados custos políticos. É necessária muita determinação para que se cumpra o vaticínio do ministro Pallocci de gerar superávits primários de 4,25% durante uma década inteira. Os planos Bs e as manifestações de que teria acabado a hora do ajuste e chegado a hora de “soltar a caneta” têm o efeito de minar a reputação impoluta do atual governo no campo fiscal, tal como as tentações da boa mesa podem por rapidamente a perder um longo esforço de manutenção da boa saúde.

A evolução da razão dívida/PIB ao longo do tempo é descrita por uma simples equação, na qual entram quatro variáveis: a razão dívida/PIB inicial, a taxa real de juros, a taxa de crescimento real do PIB e a razão superávit primário / PIB. Quanto mais elevadas a razão dívida/PIB inicial e a taxa real de juros, maior será a razão dívida/PIB. Quanto mais altos forem o crescimento real do PIB e o superávit primário / PIB, menor será a razão dívida/PIB.

---

<sup>1</sup> Professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e pesquisador do CNPq escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

Para se mapear a evolução futura da razão dívida/PIB tudo que se tem a fazer é traçar cenários conjuntos para essas quatro variáveis. Por exemplo, com o cenário médio aferido pelo BC junto aos participantes do mercado financeiro, a razão dívida/PIB deve declinar cerca de um ponto percentual ao longo de 2004. No que tange à tendência, o prognóstico é bom. O problema é o risco associado, que deriva das fragilidades de nossa economia.

A economia brasileira é uma economia altamente endividada, com baixa taxa de poupança doméstica, reduzida inserção no comércio internacional (importa e exporta pouco em relação ao PIB) e imperfeitamente integrada ao sistema financeiro internacional (os dólares vêm em excesso quando não precisamos e somem quando se fazem necessários). Tais características têm impactos muito negativos na gerência da dívida pública.

Em uma economia desenvolvida, quando ocorre uma recessão, caem as receitas do governo e elevam-se seus gastos, impactando negativamente o superávit primário. A queda na taxa de crescimento do PIB e a piora do superávit primário fazem crescer a razão dívida/PIB. No entanto, a política monetária anticíclica faz cair a taxa real de juros, mitigando a piora na administração da dívida pública. O câmbio se deprecia, mas a inflação cai por conta da queda do nível de atividade. A dívida tende a ser integralmente em moeda doméstica, não sendo impactada pela depreciação cambial.

Já em economias emergentes como a brasileira, o quadro é bastante distinto. Uma reversão do fluxo de capitais deflagra uma recessão (tais episódios são conhecidos como paradas bruscas), que é acompanhada por intensa depreciação cambial e aumento da inflação devido ao repasse da depreciação cambial aos preços domésticos. O BC tem que elevar os juros para evitar o aumento da inflação, o que onera ainda mais a dívida pública. Além disso, como a dívida é majoritariamente indexada (ao câmbio e aos juros de curto prazo), a depreciação cambial e o aumento dos juros pioram ainda mais sua administração. Ou seja, ao invés do estabilizador automático presente em economias desenvolvidas, economias emergentes têm catalisadores de choques negativos.

Em recente artigo,<sup>2</sup> Roberto Rigobon ( professor do MIT) e eu desenvolvemos uma medida da sustentabilidade da dívida pública que busca levar em conta o maior risco das economias emergentes. Nossa simulação para o caso brasileiro mostra que, apesar da tendência declinante para os próximos anos, o risco associado à trajetória futura da razão dívida/PIB cresce muito rapidamente. Ou seja, a tendência da razão dívida/PIB é declinante, mas a probabilidade de que a mesma venha a crescer e ultrapassar um limiar perigoso (por exemplo, 75% do

---

<sup>2</sup> “A Risk Management Approach to Emerging Market’s Sovereign Debt Sustainability with an application to Brazilian data”, disponível brevemente em minha página na internet.

PIB) é bastante grande.<sup>3</sup> A razão pela qual o risco cresce tão rapidamente é a substituição dos estabilizadores automáticos presentes em economias desenvolvidas pelos catalisadores de choques negativos explicados acima.

Podem-se tirar dois tipos de lições do nosso exercício. O primeiro tipo de lição consiste em apontar para a injusta diferença entre economias desenvolvidas e emergentes e concluir que assim não vale a pena participar do jogo. Vamos dar o calote na dívida pública e tratar de um projeto de desenvolvimento autônomo, baixando abruptamente os juros e “soltando a caneta”. Por diversas razões arroladas em artigos anteriores, considero que tal estratégia não conseguiria nos colocar no caminho do desenvolvimento sustentado.

O segundo tipo de lição é, entendendo que é preciso reduzir as fragilidades da economia brasileira, atuar persistentemente nesse sentido. É indispensável avançar com as reformas ora em pauta que possibilitarão reduzir os gastos fiscais, aumentar o grau de competição de nossa economia, mitigar as distorções do nosso sistema tributário, e aumentar a segurança dos contratos. A implementação dessas reformas e daquelas que as sucederão abrirá caminho para a redução das vulnerabilidades de nossa economia. É isto que permitirá a redução sustentada dos juros reais e dos superávits primários, bem como o uso de políticas anticíclicas como o fazem as economias desenvolvidas.

Deixar de refletir sobre dívida pública no discurso de avaliação do primeiro ano, tal como evitar a balança durante o natal, não é tão grave. Mas, depois do ano novo, não se pode esquecer das tarefas que se impõem para permitir a redução da razão dívida/PIB de forma sustentada nos próximos anos.

---

<sup>3</sup> Em exercícios de previsão fora da amostra, nossa medida de sustentabilidade da dívida mostra-se bastante boa, pois é altamente correlacionada com a medida usual de risco país (*spread* do EMBI+ Brazil), ajudando a prever a mesma.