

Dívida Pública, Juros e Crescimento

Para 2007, o cenário mais provável é de inflação baixa, juros altos e cadentes, dívida pública em pequena queda e crescimento medíocre.

Márcio G. P. Garcia¹
21 de dezembro, 2006

Desde a crise de 2002, houve significativa melhora no endividamento público brasileiro. O tamanho da razão dívida pública líquida / produto interno bruto—doravante denotada por DPL/PIB—caiu de 57,2% no final de 2003 para cerca de 49,5%.

A evolução da DPL/PIB depende basicamente de quatro variáveis: taxa real de juros, taxa de crescimento real do PIB, superávit primário e ajustes patrimoniais. Esses ajustes patrimoniais decorrem, basicamente, dos reconhecimentos de dívida e privatizações, e do impacto da variação cambial sobre a dívida vinculada ao dólar. A DPL/PIB em um dado ano é igual à DPL/PIB no ano anterior acrescida dos juros reais e deduzida da taxa de crescimento real do PIB, menos o superávit primário, e mais os ajustes patrimoniais. A tabela mostra como evoluíram tais variáveis desde 2000. Ela mostra que são dois os culpados pela elevação da DPL/PIB até 2003, juros e ajustes patrimoniais. Na realidade isto ocorre porque os ajustes patrimoniais desses anos devem-se ao aumento do valor em reais da dívida em dólar. Contabilmente, o aumento da dívida pública vinculada ao dólar quando ocorreram fortes depreciações cambiais é apropriado em ajustes patrimoniais, mas, na verdade, constitui despesa financeira. Ou seja, foram os juros que elevaram a DPL/PIB até 2003. A partir daí vem ocorrendo queda paulatina. Novamente, a queda só não foi mais rápida devido aos altos juros reais. Por outro lado, a sucessão de baixas taxas de crescimento (exceto em 2004) contribuiu para impedir a queda mais rápida da razão DPL/PIB.

Data	DLP/PIB (% do PIB)	Taxa Real de Juros (% ao ano)	Crescimento Real do PIB (% ao ano)	Superávit Primário/PIB (% do PIB)	Ajustes Patrimoniais/PIB (% do PIB)
2000	48.78%				
2001	52.63%	7.04%	1.31%	3.80%	4.92%
2002	55.50%	-6.53%	1.93%	3.61%	10.90%
2003	57.18%	17.83%	0.54%	4.55%	-3.32%
2004	51.67%	3.75%	4.94%	4.73%	-0.13%
2005	51.49%	14.42%	2.28%	5.30%	-1.02%
2006	49.48%	7.58%	2.10%	4.59%	-0.19%

Fonte: Banco Central do Brasil, DEPEC. Dados de 2006 até outubro.

Tendo mostrado que juros mais baixos e crescimento mais alto são fundamentais para pôr a razão DPL/PIB em trajetória mais acelerada de queda, vale a pena discutir como atingir tais objetivos.

O tamanho e a trajetória da razão DPL/PIB são os principais indicadores do risco da solvência fiscal. Determinam, em grande medida, os altos juros reais da economia brasileira ao longo do ciclo econômico, embora isso nem sempre seja fácil de determinar. Hoje, por exemplo, temos ainda a taxa real de juros mais alta do planeta ao mesmo tempo em que o risco - Brasil atinge seu nível histórico mais reduzido. Isto

¹ Ph.D. por Stanford e professor do Departamento de Economia da PUC-Rio escreve mensalmente neste espaço às sextas-feiras (<http://www.econ.puc-rio.br/mgarcia>).

advém do fato do mercado financeiro ser ciclotímico. Em tempos de euforia generalizada, como os atuais, não se presta a mínima atenção ao risco de solvência fiscal. Os juros reais elevados hoje no Brasil devem-se, fundamentalmente, ao objetivo de impedir crescimento da demanda agregada incompatível com a meta para a inflação. Ou seja, os juros poderiam cair muito mais hoje no Brasil sem provocar temor de fuga de capitais. Mas, quando sobrevierem tempos de elevada aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais, o comportamento da DPL/PIB será objeto de redobrada atenção, e pagaremos com juros mais altos por um nível mais elevado de risco. Tendo em vista esse comportamento ciclotímico dos mercados financeiros internacionais, é imperioso melhorar os indicadores de vulnerabilidade em tempos de alta liquidez internacional, como os atuais. Ou seja, é prudente ser mais formiga e menos cigarra.

A composição da dívida pública é outro fator fundamental para tornar a economia brasileira mais robusta. Os ajustes patrimoniais de 2001 e 2002 mostram claramente como ter dívida vinculada ao dólar custou caro. Hoje, a composição da dívida pública brasileira melhorou muito, pois eliminou-se o componente vinculado ao dólar. O processo de desdolarização diminuiu bastante o risco relacionado à vulnerabilidade a choques externos. Não obstante, o prosseguimento das intervenções cambiais é cada vez menos eficiente em reduzir a vulnerabilidade externa, pois já temos muitas reservas cambiais. O diferencial de juros é muito caro, o que onera o orçamento, e aumenta a dívida pública. O outro fator a ser trabalhado quanto à composição da dívida pública é a redução da ainda muito elevada indexação à taxa básica de juros, Selic. Em suma, a dívida pública hoje é um fator de risco muito menor do que em 2002, mas ainda apresenta risco elevado, sendo desejável aumentar o ritmo de queda da DPL/PIB.

Qualquer plano macroeconômico consistente que objetive elevar a taxa de crescimento do PIB, reduzir significativamente a taxa de juros real, e aumentar o ritmo de queda da DPL/PIB deve combinar contenção dos gastos públicos correntes com abertura comercial da economia.

Menores (e mais eficientes) gastos públicos correntes permitiriam:

- Menor pressão na demanda agregada, possibilitando maior queda dos juros;
- Ritmo mais rápido de queda da DPL/PIB, diminuindo o prêmio de risco, e reduzindo a taxa de juros ao longo do ciclo econômico;
- Maior espaço para investimentos públicos e reduções tributárias, aumentando a eficiência produtiva, com impactos positivos sobre o emprego e a oferta e, conseqüentemente, sobre inflação e juros;
- Câmbio real menos apreciado.

Maior abertura comercial permitiria:

- Maior competição e maior eficiência produtiva;
- Maior demanda por cambiais, ajudando a depreciar o Real.

A implementação de tais medidas permitiria uma queda mais intensa da taxa Selic. Isto, naturalmente, levaria os investidores financeiros a procurarem outras opções aos títulos indexados à Selic (ou ao CDI), o que permitiria diminuir a atual excessiva participação das LFTs na dívida pública mobiliária.

Tais medidas dificilmente serão contempladas no pacote a ser brevemente anunciado. O cenário benigno, externo e interno, torna pouco premente a implementação de medidas que contrariem interesses poderosos no curto-prazo, ainda que beneficiem o crescimento sustentado. O mais provável é que continuemos em 2007 com juros cadentes (ainda que altos), DLP/PIB em suave queda e crescimento medíocre. Infelizmente, não parece que será desta vez que Brasil deixará de ser o país do futuro.