

POLÍTICA FISCAL

A evolução recente da relação dívida/PIB no Brasil

Jedson César de Oliveira*
José Luís Oreiro**

I. Introdução

A elevada dívida pública interna brasileira é considerada por boa parte dos economistas, a principal responsável pelo baixo crescimento econômico observado nos últimos 10 anos por obrigar o governo a reduzir os investimentos públicos em obras de infraestrutura em função da necessidade de geração de altos e crescentes superávits primários como proporção do PIB.

Nos últimos anos temos observado a escalada do crescimento da dívida pública interna brasileira, tanto em termos nominais quanto em termos do PIB, o que acaba por forçar o governo a aumentar os gastos com o pagamento dos juros e, conseqüentemente, a elevar as suas receitas via aumento da carga tributária, além de obrigá-lo a gerar um superávit primário elevado com o objetivo de, pelo menos, estabilizar a dívida como proporção do PIB.

Nesse contexto, uma questão que se coloca imediatamente para aqueles preocupados com a trajetória da dívida pública brasileira é a *sustentabilidade* da mesma. O conceito de *sustentabilidade* não envolve apenas a dimensão econômica – na qual a dívida é sustentável se o valor presente das receitas futuras do governo for igual ou maior do que o valor presente das suas despesas futuras previstas mais o estoque atual da dívida do governo – mas também as dimensões social e política, conforme salientado recentemente pelo *Fundo Monetário Internacional*².

Desde 1999, o governo brasileiro vem sendo bem sucedido na tarefa de gerar altos e crescentes superávits primários como proporção do PIB. No entanto, os mesmos tem sido obtidos às custas de uma redução sem precedentes na história recente do Brasil do investimento público em obras de infraestrutura, comprometendo a capacidade de crescimento de longo-prazo da economia brasileira. Além disso, os superávits primários gerados desde 1999, apesar de elevados e crescentes, não têm se mostrado suficientes no que se refere à tarefa de obter uma redução significativa e consistente da dívida pública como

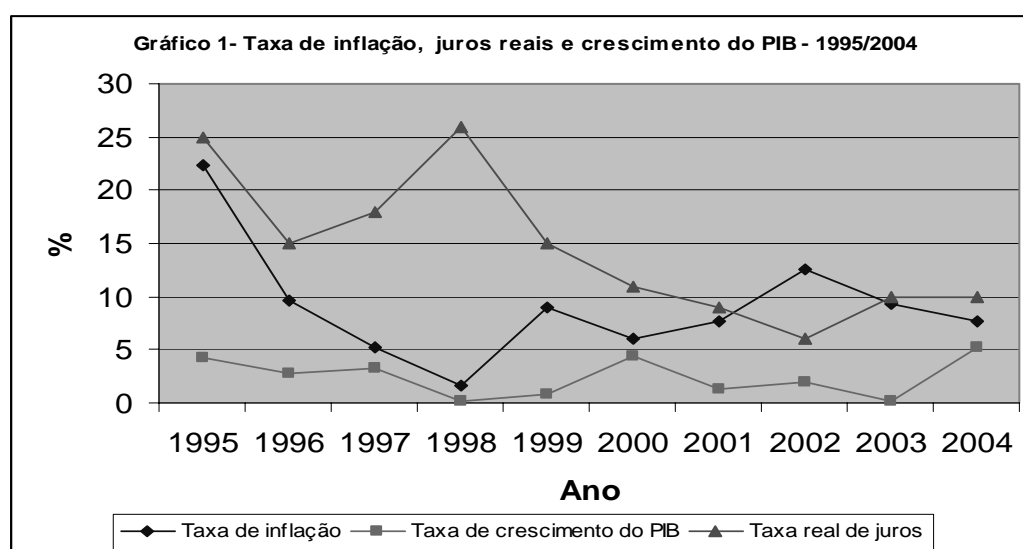
* Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico (PPGDE) da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: jecoli@sociais.ufpr.br

** Doutor em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: joreiro@ufpr.br

proporção do PIB. Por fim, deve-se ressaltar que a capacidade do governo brasileiro de implementar políticas sociais com vistas à redução da desigualdade e da pobreza se vê fortemente comprometida pelo cenário atual de constrangimento fiscal.

II. Histórico da dívida/PIB (1995-2004)

Fazendo uma análise a partir de meados da década de 90, observamos que a rápida redução da inflação a partir da implementação do Plano Real não levou a um crescimento econômico mais alto em termos médios, como podemos ver no gráfico 1. Se a estabilidade de preços permitiu um maior planejamento e previsibilidade dos negócios; por outro lado, a resistência do governo em equilibrar as finanças públicas a partir de um superávit primário compatível com a estabilidade da dívida/PIB, trouxe graves conseqüências econômicas para o país devido ao drástico aumento da dívida, o que acabou comprometendo o futuro de uma geração inteira de brasileiros que não tiveram a oportunidade de ver crescer esse país.

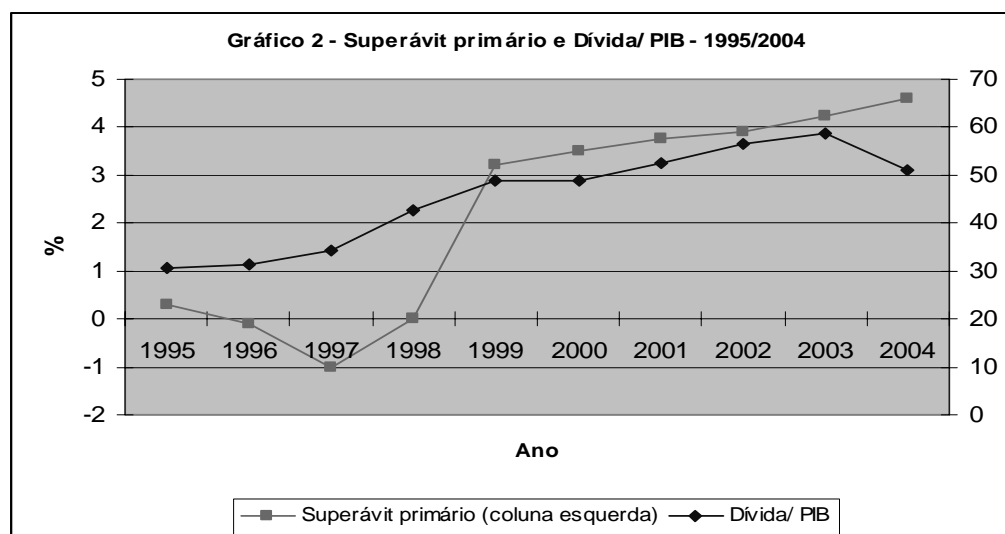


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

A falta de um superávit primário que equilibrasse as finanças públicas, em conjunto com a manutenção da taxa real de juros em patamares elevadíssimos, teve grande influência no crescimento da dívida/PIB a partir de 1995, como podemos observar no gráfico 2. De

²INTERNATIONAL MONETARY FUND (2002). *Assessing Sustainability*. Washington. Disponível em <http://www.imf.org/external/np/pdr/sus/2002/eng/052802.pdf>.

acordo com Goldfajn³, se o governo do presidente Fernando Henrique Cardoso tivesse obtido superávits primários de 3,5% do PIB desde o primeiro mandato, a dívida como proporção do PIB seria de aproximadamente 28%, e não 56,5% no início de 2002.

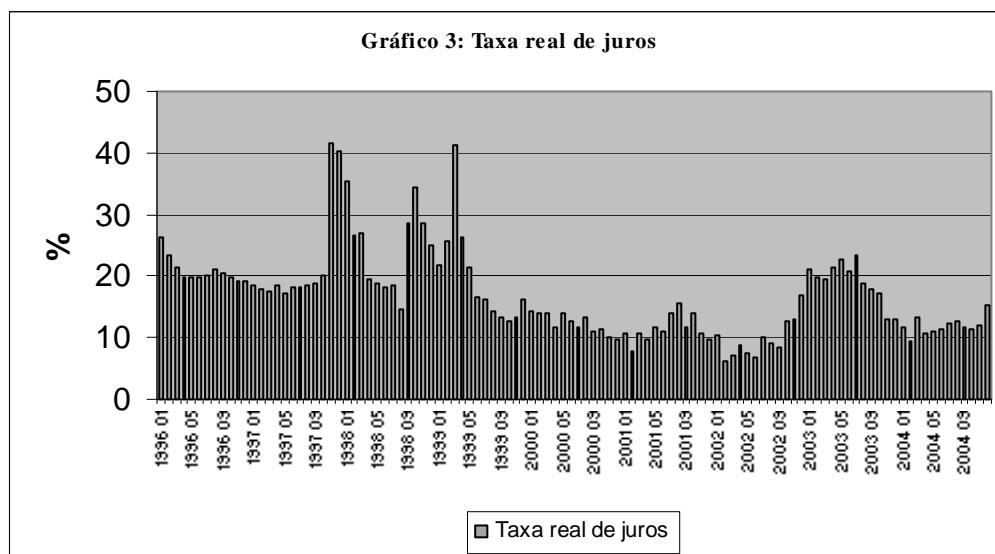


Fonte: Banco Central do Brasil

Um outro fator que impulsionou o crescimento da dívida pública como proporção do PIB nos últimos 10 anos foi a política de manutenção de elevadas taxas reais de juros. Até janeiro de 1999, essa política se justificava pela necessidade de manter o regime de câmbio fixo. Com a mudança do regime cambial ocorrida nesse momento, esperava-se que a taxa real de juros pudesse cair para patamares mais civilizados, o que contribuiria enormemente – junto com a geração de superávits primários expressivos – para a redução da dívida como proporção do PIB.

Apesar da redução observada da taxa real de juros após a mudança do regime cambial (ver gráfico 3), a mesma se manteve em patamares superiores a 9% real ao ano, inviabilizando a retomada do crescimento da economia brasileira a taxas de 4 a 5% ao ano e, dessa forma, tornando inócua a política de geração de altos e crescentes superávits primários.

³ Goldfajn, I. (2002). *Há razões para duvidar de que a dívida pública no Brasil é sustentável?* Nota técnica nº 25, Brasília: Banco Central do Brasil.



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos Autores.

Com efeito, a obtenção de crescimento econômico sustentado a taxas de 4 a 5 % ao ano, o que não ocorre a quase três décadas, geraria um círculo virtuoso que permitiria a redução da razão dívida/PIB e, como conseqüência, os gastos com o pagamento de juros, melhorar a infra-estrutura e o atendimento aos serviços públicos e reduzir e simplificar o recolhimento de impostos, tornando a economia brasileira mais forte e competitiva no cenário internacional, inclusive a partir da implantação dos acordos de livre comércio em debate⁴.

No que diz respeito à condução da política econômica e a sua relação com a dívida/PIB no governo do presidente Lula, algumas considerações devem ser feitas. Em dezembro de 2002 a dívida como proporção do PIB estava em 56,5%. Após a posse do presidente Lula, observou-se a continuidade da política de juros altos para permitir a redução da inflação com impacto importante sobre o crescimento do PIB, que fechou o ano de 2003 em 0,2%, ou seja, a segunda pior taxa de crescimento da economia dos últimos 10 anos (ver Gráfico 1).

Esse aperto da política monetária foi a principal responsável pela elevação da dívida/PIB para 58,7% em 2003 - apesar da elevação do superávit primário efetivo de 3,87% para 4,37% do PIB e, como conseqüência, aumentou as despesas com juros da dívida interna de R\$ 97 bilhões para R\$ 126 bilhões em 2003.

O ano de 2004 foi marcado, pela primeira vez desde 1994, como aquele em que a relação dívida / PIB recuou, alcançando 51,8% em dezembro, ou seja, uma queda de 6,9 p.p. em relação ao ano anterior. Essa melhora se deve principalmente à redução da taxa real de juros, ao maior crescimento da economia (5,2% do PIB contra 0,2% do PIB em 2003), à apreciação cambial e redução do percentual indexado ao câmbio e à elevação do superávit primário para 4,5% do PIB. Como conseqüência da redução do endividamento público, observou-se também uma relativa estabilização da carga tributária, diferentemente dos anos anteriores, onde a necessidade de financiamento da dívida obrigava o governo a elevar a carga tributária ano a ano.

A busca, a nosso ver, insensata de uma rápida redução da inflação pelo Banco Central tem gerado um crescimento econômico abaixo do potencial no caso brasileiro, implicando em um crescimento acelerado do endividamento público e, conseqüentemente, na necessidade de aumento das receitas via elevação da carga tributária.

A condução da política econômica tem se mostrado ineficiente com relação à gestão da dívida brasileira na medida em que estabelece objetivos contraditórios entre a redução acelerada da inflação e redução do nível de endividamento. A contradição está no fato de que os preços de uma série de bens e serviços no Brasil são corrigidos por contratos indexados ao IGP-DI e, portanto, não sofrem impacto no curto prazo da elevação da taxa de juros.

Se o Banco Central resolve elevar a taxa nominal de juros para conter um aumento na expectativa de inflação é necessário que esse aumento seja ainda maior para que a queda nos preços livres compense a rigidez dos preços administrados. Sendo assim, um aperto na política monetária terá um impacto importante sobre a dívida/PIB, dificultando a sua redução.

Seria mais racional neste momento aproveitar a oportunidade aberta pelas melhores condições econômicas internas e externas e buscar um maior crescimento do PIB sem perder o controle da inflação, alcançando, desta forma, a redução da relação da dívida/PIB e os benefícios que ela traz como a redução dos gastos com o pagamento de juros, maior capacidade de investimento em infra-estrutura, redução da carga tributária e etc.

⁴ A esse respeito ver Oreiro, J.L.; Sicsú, J; Paula, L.F (2003). “Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado” da economia brasileira” in Sicsú, J; Oreiro, J.L; Paula, L.F. (2003). *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. Manole: Barueri.

III. Projeções para o biênio 2005-2006

Utilizando a equação em diferenças finita explicitada em anexo, faremos a seguir um exercício de simulação considerando a possibilidade de mudanças nos valores das principais variáveis que determinam o comportamento da dívida como proporção do PIB e, assim, determinar, ao nosso juízo, as melhores decisões no sentido de reduzir o endividamento e permitir a retomada do crescimento econômico.

Adotaremos três cenários para a relação dívida/PIB⁵ como possíveis: o Básico, o Otimista e o Pessimista com os seguintes valores para as variáveis:

Tabela 1. Valores Assumidos nos Exercícios de Simulação.

Variáveis	Cenário Básico		Cenário Otimista		Cenário Pessimista	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Π	0,06	0,05	0,08	0,08	0,051	0,04
G	0,04	0,04	0,06	0,06	0,023	0,023
D	-0,0425	-0,0425	-0,05	-0,05	-0,03	-0,03
R	0,12	0,12	0,05	0,05	0,14	0,14
\hat{E}	0,06	0,06	0,09	0,09	0,10	0,10
H	0,15	0,15	0,09	0,09	0,09	0,09

Fonte: Elaboração própria dos autores.

Onde π é a taxa de inflação, g é a taxa de crescimento da economia, d é o déficit primário (- superávit), r é a taxa real de juros, \hat{E} é a expectativa de desvalorização taxa de câmbio nominal e h é a proporção da dívida indexada ao câmbio. O ponto de referência para a dívida/ PIB (b) é o do mês de dezembro de 2004, no qual a dívida como proporção do PIB alcançou 51,8 %.

No cenário Básico, os valores das variáveis acima listadas levam em consideração as expectativas médias das instituições públicas e privadas para o ano de 2005 e 2006, tendo como fundamento a continuidade do atual *mix* de política monetária e fiscal; ou seja, a manutenção de uma política monetária apertada (expressa por taxas de juros reais superiores a 11% a.a.) em conjunto com uma política fiscal relativamente apertada (expressa pela manutenção do superávit primário em torno de 4.25% do PIB). A nosso juízo trata-se do cenário mais provável em função das condições prevaletentes no quadro político brasileiro. Nesse cenário a dívida aumenta para 52,3% do PIB em 2005 e para 52,9% em 2006. Deve-se

⁵ Os valores esperados são os da Dívida Líquida Total do Setor Público, que contempla os três níveis de governo, o Banco Central e empresas estatais.

ressaltar que o resultado da simulação para o ano de 2005 está em conformidade com as previsões do governo.

No cenário otimista supomos uma mudança do *mix* de política monetária e fiscal por parte do governo Lula. A idéia básica subjacente a esse cenário é que o governo resolve endurecer o ajuste fiscal, aumentando o superávit primário para 5% do PIB, ao mesmo tempo em que relaxa a política monetária ao se conformar com uma *meta de inflação* mais alta para os anos de 2005 e 2006 (8% ao ano), permitindo assim uma rápida redução da taxa real de juros para um patamar de 5% ao ano em termos reais e uma aceleração do crescimento econômico. O resultado da simulação mostra uma dívida diminuindo para 47,3% do PIB em 2005 e para 42,8% em 2006. Esse cenário, embora o mais desejável do ponto de vista econômico e social, é ao nosso juízo, pouco provável em função da preferência revelada pela atual diretoria do Banco Central – com o apoio do Ministro da Fazenda - em obter taxas anuais de inflação da ordem de 4% ao ano a médio e longo-prazo.

No cenário pessimista ocorre uma combinação perversa de política monetária ainda mais apertada do que a atual em conjunto com uma política fiscal frouxa. Nesse cenário estamos supondo que o governo cede as pressões por aumento de gastos tendo em vista a reeleição do presidente Lula em 2006, reduzindo assim o superávit primário para 3% do PIB. Deve-se ressaltar que essa redução pode ser feita de forma implícita, por exemplo por intermédio da exclusão dos gastos de investimento em obras de infra-estrutura do cálculo da meta de superávit primário. Por outro lado, estamos supondo que o Banco Central reage a essa expansão fiscal, elevando a taxa real de juros para patamares ainda mais elevados, com o intuito de obter uma meta de inflação de 4 % em 2006.

De acordo com os valores definidos para o cenário pessimista, temos um rápido crescimento do nível de endividamento público para 55,4% do PIB em 2005 e 59,4% em 2006, sinalizando uma explosão da dívida como proporção do PIB em um curto espaço de tempo.

IV. Conclusões

Diante dos três cenários esboçados, pode-se notar - tanto no cenário básico quanto no pessimista - uma tendência crescente da dívida como proporção do PIB, contrariando as expectativas de redução pelo governo, o que levaria a uma piora na expectativa de recuperação da economia, com possíveis desdobramentos negativos sobre o produto, emprego e renda.

Como temos observado, essa estratégia de política econômica de controle rígido da inflação, desde meados dos anos 90, tem provocado uma elevação brusca do nível de endividamento público e crescimento abaixo do potencial da economia brasileira.

É chegado o momento de colocar em questão se a sociedade brasileira deseja uma taxa de inflação muito baixa, como a dos países do primeiro mundo, e um crescimento medíocre da economia, como observado nas últimas três décadas, ou se é possível convivermos com uma taxa de inflação baixa para os padrões de países em desenvolvimento e um crescimento econômico que contemple a maioria das reivindicações da população. O benefício de uma inflação muito baixa tem se provado aquém de seu custo.

É preciso ressaltar que a defesa por uma inflação moderada não é permanente. A redução da razão dívida/ PIB permitiria a diminuição dos gastos com juros e da carga tributária, o que possibilitaria reduzir a inflação a patamares semelhantes à de países em desenvolvimento. Diante desse quadro de melhora das expectativas, espera-se uma melhora no *rating* da economia brasileira pelas agências de classificação de risco e maior atração de capitais estrangeiros de investimento tão importantes ao nosso crescimento.

O objetivo pretendido neste exercício de simulação foi analisar os possíveis desdobramentos de uma mudança no *mix* da política econômica para alcançar um crescimento do produto maior do que aquele esperado pela média das instituições públicas e privadas. De acordo com os resultados alcançados, ao abrir mão de uma inflação muito baixa no curto prazo, o governo viabiliza a redução da dívida pública interna como proporção do PIB, recupera sua capacidade de investir e inicia o tão esperado “espetáculo do crescimento” anunciado pelo Presidente Lula.

Anexo

A evolução no tempo da dívida pública brasileira como proporção do PIB real é modelada com base na seguinte equação em diferenças finitas:

$$b_{t+1} = \left[\frac{1}{(1 + \pi)(1 + g)} \right] d + \left[\frac{1 + r}{1 + g} \right] b_t + \left[\frac{\hat{E} h b_t}{(1 + \pi)(1 + g)} \right] \quad (1)$$

onde b_t : é a dívida pública com respeito ao PIB real no período t ;

π : é a taxa de inflação;

\hat{E} : é a taxa de desvalorização do câmbio nominal;

g : é a taxa de crescimento do PIB real;

r : é a taxa real de juros;

d : é o déficit (- superávit) primário com respeito ao PIB;

h : é a proporção da dívida indexada pela variação do câmbio nominal.

Essa equação pode ser derivada da seguinte maneira:

O estoque total da dívida pública (B) no período $t+1$ é dado por:

$$B_{t+1} = B_t + iB_t + h\hat{E}B_t + (G_t - T_t) \quad (2)$$

onde $(G_t - T_t)$ é o déficit (- superávit) primário do governo.

Na equação (2), considera-se a especificidade do caso brasileiro de que uma fração h do estoque total da dívida do governo tem seu valor nominal ajustado de acordo com as variações da taxa de câmbio. Dessa forma, toda depreciação do câmbio gera um ganho de capital para os detentores de títulos públicos juntamente aos rendimentos obtidos na forma de juros sobre o estoque total de títulos públicos do governo.

Supondo previsão perfeita dos agentes econômicos de forma que a taxa nominal de juros, pela identidade de Fisher, pode ser expressa pela seguinte equação:

$$(1 + i) = (1 + r)(1 + \pi) \quad (3)$$

Substituindo (3) em (2) e dividindo-se a equação resultante por $P_{t+1}Y_{t+1}$ (onde P_{t+1} é o nível geral de preços no período $t+1$ e Y_{t+1} é o PIB real no período $t+1$) tem-se:

$$b_{t+1} = \frac{(G_t - T_t)}{P_t(1 + \pi)Y_t(1 + g)} + \frac{(1 + r)}{(1 + g)} \frac{B_t}{P_t(1 + \pi)Y_t(1 + g)} + \frac{h\hat{E}B_t}{P_t(1 + \pi)Y_t(1 + g)} \quad (4)$$

Na equação (4) foi feito uso das relações $P_{t+1} = (1 + \pi)P_t$ e $Y_{t+1} = (1 + g)Y_t$.

Para chegar à equação (1) a partir da equação (4) basta definir $b_t = \frac{B}{P_t Y_t}$ e

$$d_t = \frac{(G_t - T_t)}{P_t Y_t}.$$

