

Uma alternativa keynesiana para um crescimento sustentado da economia brasileira

João Sicsú, José Luís Oreiro, e Luiz Fernando R. de Paula

Resumo: Este artigo objetiva discutir uma alternativa keynesiana de política econômica para o Brasil que objetive superar a tendência à estagnação econômica que tem sido inerente à política econômica que tem sido adotada desde o Governo FHC. Ênfase especial no artigo é dada a questão da sustentabilidade da dívida pública no Brasil, entendida como fundamental dentro do objetivo maior de recuperar a capacidade do governo realizar políticas fiscais contra-cíclicas.

Introdução

Este artigo objetiva discutir uma alternativa keynesiana de política econômica para o Brasil que vise superar a tendência à estagnação econômica que tem sido – a nosso juízo – inerente à política econômica que tem sido adotada desde o Governo FHC. Por políticas keynesianas, em sentido bastante amplo, entendemos como àquelas políticas econômicas que tenham como objetivo principal o crescimento do produto e do emprego, podendo ser este objetivo compatível com a estabilidade de preços. Mais especificamente a concepção de política keynesiana aqui adotada é aquela em que as implicações de política econômica emergem da percepção do papel da demanda agregada em estabelecer o nível de atividade econômica e da falta de forças automáticas que conduzam uma economia de mercado ao pleno emprego. Baseada na concepção de não-neutralidade da moeda e no princípio da demanda efetiva, a política econômica, na visão keynesiana, ou mais especificamente pós-keynesiana, é capaz de afetar de forma duradoura – seja no curto como no longo período – as variáveis reais da economia (produto e emprego)¹. Ademais, esta visão entende ser - a princípio - desnecessária ou mesmo ineficaz a adoção de políticas de restrição de demanda enquanto políticas voltadas para o ajustamento macroeconômico, seja com relação ao enfrentamento do desequilíbrio externo, seja com relação às pressões inflacionárias.

Neste contexto, uma estratégia de crescimento econômico com estabilidade de preços para a economia brasileira, que vise estabelecer uma alternativa que permita um crescimento econômico sustentável, deve procurar compatibilizar equilíbrio interno (manutenção da inflação sob controle e estabelecimento para um gerenciamento sustentável da dívida pública interna) com equilíbrio externo (manutenção de déficits em conta corrente em níveis baixos e financiados predominantemente com capitais de longo prazo). Este artigo centra a atenção na questão da sustentabilidade da dívida pública

¹ Para um aprofundamento, ver Arestis e Sawyer (1998), Carvalho (1999) e Sicsú (1999). Ver, ainda, a seção 1 deste artigo.

interna a longo prazo, entendida como fundamental dentro do objetivo maior de recuperar a capacidade do governo realizar políticas fiscais contra-cíclicas. Neste particular, entende-se ser necessária uma mudança na combinação superávit primário/taxa real de juros/crescimento econômico para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB. A 1ª. seção analisa os impasses da economia brasileira e as pré-condições para uma nova estratégia de crescimento. A 2ª seção discute teoricamente o déficit orçamentário no contexto de políticas (pós)keynesinas. Por fim, a 3ª. seção analisa a (in)sustentabilidade da dívida pública no Brasil enquanto que a seção 4 apresenta uma alternativa keynesiana para a superação do problema, que permita a adoção de uma política fiscal mais expansionista.

1. Os impasses da economia brasileira e as pré-condições para uma nova estratégia de crescimento

A economia brasileira tem sido marcada no período recente por um movimento de *stop-and-go*, ou, alternativamente, por uma tendência à semi-estagnação: o PIB depois de crescer mais de 4,0% em 1995, como resultado dos efeitos iniciais de um plano de estabilização baseado em uma âncora cambial, tem oscilado de forma significativa, ou seja, 2,6% em 1996, 3,3% em 1997, 0,1% em 1998, 0,8% em 1999, 4,4% em 2000, 1,5% em 2001 e 1,5% em 2002². Esse desempenho medíocre da economia brasileira deve-se, em parte, aos efeitos de uma sucessão de crises externas: a crise mexicana em 1995, a crise asiática em 1997, a crise russa em 1998, a própria crise brasileira ao final de 1998 e início de 1999, e, mais recentemente, a crise argentina em 2001-2 e uma nova crise cambial brasileira em 2002. Além da elevada vulnerabilidade externa³, a adoção pelo Banco Central de elevadas taxas de juros com o conseqüente aumento na dívida pública, é um dos fatores que têm contribuído para definir o quadro de instabilidade macroeconômica no País e o seu medíocre desempenho em termos de crescimento econômico.

O rápido crescimento da dívida pública federal que alcançou mais de 55% do PIB em maio de 2002⁴ resultou tanto do reconhecimento de “esqueletos fiscais” pelo governo, quanto (e principalmente) da combinação de uma elevada taxa real de juros e baixo crescimento do produto. A existência de um estoque de dívida pública dessa dimensão, combinada com o perfil desta –

² Os dados mencionados nesta seção foram obtidos fundamentalmente no *site* do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br).

³ O déficit em conta corrente situou-se entre 4,1% a 4,8% do PIB no período 1998/2001, caindo para 1,9% no período jan/outubro de 2002 (cf Boletim do Banco Central, dezembro de 2002). Deve-se destacar que a redução recente que se tem verificado no déficit corrente do balanço de pagamentos, é decorrente em boa medida de um contexto de certa forma atípico, caracterizado pela combinação de desaceleração econômica com uma desvalorização excessiva na taxa de câmbio. Em contrapartida, observou-se forte pressão inflacionária na segunda metade de 2002.

⁴ Cf dados da Conjuntura Econômica, de julho de 2002.

caracterizado pela predominância de títulos pós-fixados (à taxa de overnight e ao câmbio) -, dificulta sobremaneira a execução da política econômica, com efeitos sobre a política monetária e cambial⁵.

As mudanças efetuadas na política econômica em 1999, com a adoção de um regime de taxas flutuantes de câmbio e de um regime de metas de inflação, não resultaram em melhorias significativas nas variáveis macroeconômicas do País⁶. Por exemplo, esperava-se que a adoção de um regime de taxas de câmbio flexíveis tornasse possível uma redução significativa da taxa de juros no Brasil, permitindo a economia brasileira crescer a um ritmo igual a taxa potencial de crescimento, estimada em torno de 4,5 % ao ano⁷.

Com efeito, depois do acentuado aumento nas taxas nominais de juros no período das crises externas (outubro de 1997 a março de 1999), quando chegou a alcançar mais de 40% a.a., a taxa nominal de juros de curto prazo declinou a partir de abril de 1999, atingindo cerca de 15% a.a. no início de 2001, mas voltando a crescer no decorrer de 2001/02, chegando a alcançar mais de 20% ao final de 2002 (ver figura 1). Dado que as taxas de inflação – medidas pelo IPCA - têm sido relativamente moderadas no período 1997-2002, segue-se que as altas taxas nominais de juros implicam taxas reais de juros igualmente elevadas, quando comparadas com os níveis de juro real prevalecente em outros países.

As taxas (nominais e reais) de juros são altas no Brasil porque as autoridades econômicas brasileiras atribuem às mesmas múltiplas funções, entre as quais destacam-se: reduzir a demanda agregada quando houver alguma pressão inflacionária, mesmo quando a demanda agregada não estiver aquecida, de modo a evitar a aceleração da inflação⁸; limitar a desvalorização da taxa de câmbio de modo a evitar a inflação de custos; atrair capital externo para financiar o balanço de pagamentos; induzir os investidores internos a comprar títulos para financiar déficit público; reduzir o déficit comercial através do controle da demanda interna⁹. As altas taxas de juros acarretam dois

⁵ Por exemplo, uma elevação das taxas básicas de juros ou a emissão de títulos indexados ao câmbio podem ser eficazes para conter pressões sobre a taxa cambial, mas aumentam a carga de juros do governo.

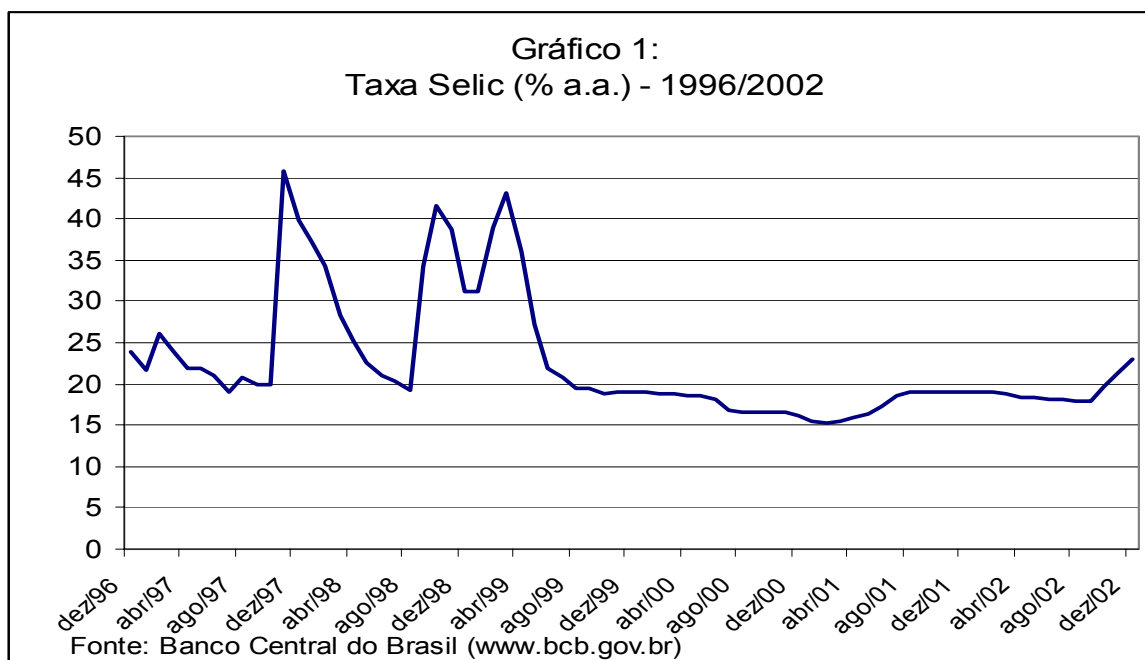
⁶ Esta questão está tratada em Ferrari-Filho e Paula (2003).

⁷ A taxa potencial de crescimento – também conhecida como taxa natural de crescimento – é igual a soma entre a taxa de crescimento da força de trabalho e a taxa de crescimento da produtividade. No Brasil, a força de trabalho cresce atualmente a uma taxa superior a 2.0 % ao ano, ao passo que as estimativas a respeito da taxa de crescimento da produtividade do trabalho variam entre 2 e 3 % ao ano.

⁸ Como se sabe, a adoção de um regime de metas de inflação significa que a taxa de juros de curto prazo é a variável operacional que deve ser utilizada para que se possa ajustar a inflação próxima da meta estabelecida previamente. Assim, a taxa de juros deve se elevar sempre que houver o perigo da taxa de inflação ser maior do que a almejada, seguindo a conhecida regra de Taylor. O ponto se deseja chamar a atenção é que dado a herança do Plano Real, qualquer elevação da taxa de juros tem impacto sobre a dívida pública e mesmo sobre a avaliação do risco-país, conforme assinala a hipótese de prêmio de risco endógeno (Cf Bresser Pereira e Nakano, 2002; Toledo, 2002; Oreiro, 2002).

⁹ Cf Bresser-Pereira e Nakano (2002). Os autores acrescentam que “dadas essas múltiplas funções, uma ou mais delas estará apontando no sentido de uma alta taxa de juros” (p. 162). Os autores chamam atenção também que os objetivos para taxa de juros não são apenas múltiplos como também contraditórios: por

efeitos básicos sobre a economia brasileira: (i)-limitam o crescimento econômico, ao aumentar o preço do crédito (taxa de empréstimos) e principalmente ao afetar de forma negativa as expectativas de crescimento dos empresários e (ii)-aumentam a dívida pública, uma vez que esta, como visto, é formada fundamentalmente por títulos indexadas à taxa de overnight e à taxa de câmbio.



De fato, anteriormente à mudança no regime cambial, todo movimento mais forte de saída de capitais de curto prazo, em função de mudanças nas expectativas dos agentes financeiros internacionais, se refletia em uma perda de reservas por parte do Banco Central do Brasil (BCB), ameaçando a manutenção do sistema de câmbio semi-fixo. Para impedir o colapso da política cambial, o BCB era obrigado a elevar a taxa de juros doméstica de forma a induzir uma reversão do movimento de saída de capitais. Após a mudança do regime cambial, em janeiro de 1999, os movimentos de saída de capitais de curto prazo, induzidos por mudanças nas expectativas dos agentes internacionais, passaram a se refletir - não somente em perda de reservas internacionais – mas também sobre a própria taxa de câmbio. Mais especificamente, os movimentos de saída de capitais de curto prazo induziam (e induzem) uma grande desvalorização da taxa nominal de câmbio, a qual se repassada para os preços domésticos - por intermédio do assim chamado efeito *pass-through* - colocaria em risco a estabilidade da taxa de inflação. Dessa forma, o BCB tem sido obrigado a elevar a taxa de juros para reverter o fluxo de saída de capitais e impedir assim o aumento

exemplo, quando o Banco Central eleva a taxa de juros para atrair capital externo, pode ajudar a fechar o balanço de pagamentos, mas estará simultaneamente valorizando a taxa de câmbio, o que levará a déficit comercial e, em um prazo maior, ao desequilíbrio do próprio balanço de pagamentos (Idem, p. 163).

da inflação devido à desvalorização do câmbio, acabando por afetar – como visto anteriormente – tanto o crescimento econômico quanto o volume da dívida pública.

O governo brasileiro tem, na realidade, adotado um *regime de flutuação cambial administrado*, uma vez que as evidências estatísticas dão algum suporte a que o BCB reage elevando a taxa de juros (ou simplesmente deixando de reduzi-la) quando o câmbio apresenta movimentos prévios de elevação da sua volatilidade, o que corresponde a uma tendência ascendente da taxa nominal de câmbio (Sicsú, 2002). Deste modo, o BCB atua, freqüentemente, tendo como alvo implícito a taxa nominal de câmbio. Portanto, “a taxa de juros de curto prazo é o principal instrumento de *política monetária* utilizado para promover [a] administração cambial. (...) [A] taxa de juros é reduzida (aumentada) quando a volatilidade e a tendência da taxa de câmbio nominal são favoráveis (desfavoráveis). Contudo, como os aumentos da volatilidade cambial (que, no caso brasileiro, correspondem a movimentos agudos de desvalorização da taxa de câmbio) têm sido freqüentes, a autonomia da política monetária para fixar (reduzir) a taxa de juros está comprometida” (Sicsú, 2002: 134). Como resultado, a liberdade para o BCB manipular a taxa de juros fica bastante comprometida.

Assim, uma estratégia alternativa para o crescimento sustentado e financeiramente estável para a economia brasileira passa principalmente por um esforço sistemático e planejado de diminuição da vulnerabilidade externa e da dependência em relação a capitais estrangeiros. Uma *estratégia de crescimento com estabilidade para a economia brasileira* que vise estabelecer uma alternativa que permita um *crescimento econômico sustentável* deve procurar compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo, de modo a superar o comportamento de *stop-and-go* e a tendência à semi-estagnação que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos.

Por *equilíbrio interno*, entende-se a *manutenção da inflação sob controle*, sem a adoção de políticas contracionistas de demanda agregada¹⁰, bem como o *estabelecimento de condições para um gerenciamento da dívida pública*, entendido como fundamental para a retomada da condição do Governo realizar políticas fiscais contra-cíclicas. Quanto ao primeiro aspecto, faz-se necessário adotar uma política pragmática de combate à inflação, considerando que a inflação brasileira no Pós-Real é predominantemente uma *inflação de custos*. Quanto ao segundo aspecto, *faz-se necessária a mudança na combinação superávit primário/taxa real de juros/crescimento econômico* para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB. Com efeito, tal como será visto na seção 3, a obtenção de um superávit primário da ordem de 3,0% do PIB em conjunto com uma taxa real de juros de 7 % ao ano e um crescimento de 4.5 % ao ano do PIB real é suficiente para reduzir a dívida

pública como proporção do PIB nos próximos 10 anos de forma sustentável e, ao mesmo tempo, esta estratégia devolve ao Governo a capacidade de realizar uma política fiscal ativista.

Por *equilíbrio externo*, entende-se a manutenção de déficits em conta corrente em níveis relativamente baixos (inferior a 2,0 % do PIB) e financiados predominantemente com capitais de longo-prazo. A redução do déficit em conta corrente requer um superávit significativo na balança comercial, possivelmente na faixa de US\$ 10 a 15 bilhões por ano, o que só é possível através da manutenção de uma taxa de câmbio sobre-valorizada, isto é, orientada sempre que possível para o ajustamento da conta corrente e para a diminuição da dependência dos capitais externos (Batista Jr, 2002, p. 179). Para tanto, deve-se adotar um sistema de desvalorizações administradas da taxa de câmbio – *crawling peg* – no qual as autoridades monetárias fixam a taxa de desvalorização do câmbio nominal de tal forma a manter o câmbio real relativamente estável ao longo do tempo.

Contudo, dado que desvalorizações cambiais podem resultar em pressões inflacionárias na economia, elas devem ser complementadas por políticas industriais ativas voltadas para estimular exportações e a substituição de importações de insumos que tenham peso na pauta de importações do País¹¹ de modo a reduzir os efeitos do câmbio sobre o nível de preços doméstico. Tais políticas são particularmente importantes em função da necessidade de se realizar uma mudança estrutural na base produtiva do País, de modo a alterar a pauta das exportações brasileiras na direção de produtos de maior elasticidade-renda¹². Por sua vez, a substituição de importações torna-se necessária devido à elevada elasticidade-renda das importações do País, o que faz com que estas cresçam significativamente em períodos de crescimento econômico continuado¹³.

¹⁰ A alternativa de adoção de políticas anti-inflacionárias que não sejam baseadas em políticas contracionistas é explorada em Sicsú (2002).

¹¹ Uma discussão mais detalhada sobre política industrial extrapola os objetivos deste artigo.

¹² A necessidade de incluir, cada vez mais, produtos exportados de alta elasticidade-renda é explicada na literatura a partir do que ficou conhecido como a “Lei de Thirlwall”, que estabelece uma relação entre a taxa de crescimento dos países e a razão entre as elasticidades-rendas de suas importações e exportações. A baixa elasticidade-renda dos produtos de menor valor agregado exportado por países em desenvolvimento, comparada com a maior elasticidade-renda das importações produzidos pelos países desenvolvidos, gera déficits de caráter estrutural no balanço de pagamentos dos primeiros, o que acaba resultando numa restrição ao crescimento econômico dos países em desenvolvimento. Deste modo, em uma economia aberta, o maior constrangimento ao crescimento da demanda (e, portanto, do desempenho econômico) é, normalmente, o seu balanço de pagamentos (ver, entre outros, Thirlwall, 2002). Campos e Arienti (2002), ao estimarem as elasticidades-rendas das exportações e importações brasileiras nos anos 90, mostraram que em termos gerais as elasticidades-rendas das importações foram maiores do que as elasticidades-rendas das exportações, o que significa dizer que, cada vez que as rendas interna e externa crescem, na mesma proporção, ocorre um aumento nas importações relativamente maior do que nas exportações, gerando um estrangulamento na balança comercial.

¹³ Holland e Canuto (2001) estimaram, no período de 1950-2000, para as dez maiores economias da América Latina que para cada 1% de crescimento do PIB as importações crescem entre 2% a 4,5%, indicando uma forte restrição externa ao crescimento destas economias.

É fundamental também evitar um afluxo significativo de capitais para o Brasil, em particular de capitais voláteis de curto prazo, que poderá advir de uma conjuntura de retomada de crescimento econômico e de uma maior estabilidade no cenário internacional. *Daí a importância da adoção de controle de capitais, de natureza preventiva, para atenuar o afluxo de capital e ao mesmo tempo procurando atrair capitais de maturidade mais longa*¹⁴. Além disto, o controle de capitais pode ser usado como um dos instrumentos que viabilize políticas econômicas que procurem compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo: “na essência, controles de capitais são usados numa tentativa de reconciliar o uso de taxas de juros e taxas de câmbio para perseguir simultaneamente objetivos, ao menos parcialmente inconsistentes, de equilíbrio interno e externo” (Johnston e Tamirisa, 1998: p. 13-4).

Portanto, alcançando-se simultaneamente o equilíbrio interno e externo, abre-se espaço para adoção de um *mix* de políticas econômicas expansionistas, através da redução da taxa nominal (e real) de juros e de uma política fiscal mais expansionista, entendida, no momento, como uma pequena diminuição no superávit primário. Trata-se, portanto, de alterar o rumo da política macroeconômica tal como estabelecida na Era FHC, de modo a superar o viés estagnacionista que contaminou a economia brasileira.

2.Sustentabilidade da Dívida Pública e a Criação de um Ambiente Seguro

Não se objetiva colocar a trajetória da dívida pública numa rota de solvência para tão-somente sinalizar aos investidores externos de portfolio e aos poupadores domésticos que o Brasil é um país seguro. Isto é tão óbvio quanto é pouco. O objetivo é muito maior: é recuperar a capacidade do governo de realizar políticas de gastos fiscais contra-cíclicas para tornar viável a construção de um contexto macroeconômico de pleno emprego. Considera-se que um contexto de pleno emprego com estabilidade de preços é um robusto *fundamento* (muito mais do que simplesmente a retomada do controle sobre as finanças públicas), que transmite segurança e estimula decisões domésticas de investimento, assim como atrai investimentos diretos do exterior - e não apenas investimentos de portfolio. Portanto, o pleno emprego é a meta - e um dos instrumentos básicos para o seu alcance é a política fiscal de gastos. A sustentabilidade da dívida pública é, portanto, apenas uma das condições necessárias. Logo, a redução de déficits e, a conseqüente, a redução da relação dívida pública/PIB não são as meta finais.

¹⁴ Para um aprofundamento desta questão, ver Carvalho e Sicsú (2002) e Paula (2002). Para um balanço das experiências recentes de adoção de diferentes modalidades de controles de capitais no mundo, ver Ariyoshi *et alli* (2000).

Tampouco se aceita a idéia de que basta ter um governo *bem comportado* - isto é, que tenta gastar pouco e arrecadar muito, que visa, portanto, um orçamento equilibrado - que os agentes econômicos realizarão investimentos produtivos e a economia crescerá. Esta é uma hipótese muito forte e representa na prática uma cega crença no crescimento espontâneo. Essa é a visão daqueles que consideram a sustentabilidade da dívida pública como a condição necessária e suficiente para a economia crescer. Cabe ser destacado, no entanto, que um governo bem comportado, ou seja, de mãos atadas, que não pode realizar gastos em infra-estrutura, por exemplo, é o que se teve no Brasil nos últimos anos, dado que a trajetória da dívida pública impediu que o governo tivesse um bem estruturado programa de gastos de investimento. Essa visão espontaneista do crescimento econômico não guarda qualquer nexos com a racionalidade dos potenciais investidores em ativos de capital. As expectativas empresariais são pró-cíclicas: diante de um cenário em que os investimentos produtivos podem ter rendimento negativo ou inferior ao rendimento de ativos financeiros, os potenciais investidores decidem sempre pela não realização dos primeiros em favor da retenção dos últimos. Em outras palavras, potenciais investidores possuem um comportamento *hedge* preferindo sempre a liquidez dos ativos financeiros diante de possibilidades muito incertas de lucro.

Quando os potenciais investidores estão agindo racionalmente e fazendo o que é o melhor para si, não necessariamente estão fazendo o que é o melhor para a sociedade, ou seja, investir em capital fixo e reduzir o desemprego. Quando racionalmente defendem as suas riquezas, geram desemprego. Quando não investem, o futuro confirma as suas expectativas negativas. Então, repetem a decisão de não investir - agora fortalecidos pela decisão individual acertada que tomaram no passado - e assim ampliam o custo social das suas decisões. Portanto, um governo dominado pela visão espontaneísmo pode deixar a economia estagnada ou crescendo a taxas medíocres. Se a racionalidade espontânea dos agentes induz a decisões individuais pró-cíclicas, o governo deve fazer uso de políticas macroeconômicas que necessariamente devem ser contra-cíclicas. Esta é exatamente a mensagem de Keynes no último capítulo da sua obra mais importante, a *Teoria Geral*, para justificar que o pleno emprego não poderia ser sustentado somente pela iniciativa privada. Os agentes econômicos que são intrinsecamente *hedge* numa economia com um governo ausente tendem a transformar uma situação regular em uma situação ruim, e uma ruim numa péssima.

O governo deve criar um ambiente seguro, mas *segurança* no sentido keynesiano possui um significado mais amplo do que aquele atribuído pelos investidores de portfolio e/ou pelas conhecidas agências de *ratings*. A segurança necessária, no sentido keynesiano, não é simplesmente aquela referente à capacidade do setor público de honrar seus compromissos, mas é principalmente a constituição de um ambiente com menos incertezas para os investimentos em capital fixo: é a

segurança necessária para reduzir os riscos do investimento produtivo. Em um ambiente mais seguro, os potenciais investidores poderiam se arriscar em projetos com menor grau de liquidez, mas que rendem lucro e geram empregos (Carvalho, 1999). O governo ao realizar investimentos estimula a demanda agregada e, conseqüentemente, reduz as incertezas de realização de lucro e anima as expectativas de setor privado. Para tanto, o governo não deve implementar projetos que concorram com a livre iniciativa, mas apenas que compensem as quedas de gastos privados para sustentar uma trajetória de crescimento com pleno emprego. Logo, a sustentabilidade da dívida pública é uma condição extremamente necessária, mas não suficiente para a construção de uma trajetória sustentável de crescimento com pleno emprego. A ação das políticas macroeconômicas, portanto, devem ser complementares às decisões privadas, ou seja, não devem ser concorrentes nem substitutas da livre iniciativa.

Na visão de Keynes, o governo deve possuir um orçamento muito bem organizado para ter condições de implementar uma política fiscal contracíclica. O orçamento deve ser organizado com duas partes: uma, que contemplasse as despesas correntes e outra, que contivesse as despesas de capital. A manutenção da economia na trajetória de crescimento com pleno emprego deveria ser sustentada pelos gastos de capital. (Keynes, vol.XVII: 277-8) Em outras palavras, Keynes sugeriu um orçamento voltado para às necessidades de curto termo e outro destinado à estabilização de longo termo do nível de emprego. Keynes recomendou que o primeiro tipo de orçamento estivesse equilibrado no longo termo, mas poderia apresentar eventualmente déficits ou superávits. O orçamento corrente deveria estar sempre equilibrado, somente em situações excepcionais deveria apresentar desequilíbrios, mas no longo termo necessariamente deveria estar equilibrado. A lição é a seguinte: déficits devem ser evitados, mas o mais importante é evitar o desemprego.

Embora Keynes admitisse que o orçamento de capital pudesse ser deficitário, muito mais importante que a geração de déficits, seria o efeito positivo dos gastos públicos. O esperado seria que se as políticas de gastos estão sendo bem sucedidas em criar um ambiente seguro para o investimento em capital fixo, com a renda crescendo, isto geraria a arrecadação tributária suficiente para financiar a política contra-cíclica fiscal de investimentos públicos. Keynes via os déficits orçamentários como o resultado de falhas no objetivo de alcançar uma trajetória estável de crescimento com pleno emprego mais que um remédio contra o desemprego. (Kregel, 1985: 32) Assim, tentativas de equilibrar o orçamento em uma recessão poderiam não reduzir o desemprego nem seriam capazes de alcançar o seu objetivo. Nesses casos, déficits seriam aceitos. Contudo, para Keynes, a tarefa principal deveria ser impedir grandes flutuações do nível de emprego com um programa de estabilização de longo termo. “Se este fosse bem sucedido não deveria ser difícil amainar pequenas

flutuações aumentando ou reduzindo gastos com alguns itens desse programa de longo termo.”(Keynes, vol.XXVII: 322). Portanto, déficits eram considerados o último recurso, mas que podem ser necessários face a incapacidade do governo em manter uma trajetória de crescimento com pleno emprego. As palavras de Kregel são ilustrativas com relação a este ponto: “se o pleno emprego (de 3 a 5% de desempregados) é mantido, o orçamento deveria estar equilibrado e a dívida pública deveria normalmente tornar-se declinante como proporção da renda nacional líquida” (1985: 38).

3.Evolução e Sustentabilidade da Dívida Pública Brasileira (1999-2002)

A dívida líquida do setor público brasileiro como proporção do PIB permaneceu relativamente estável desde a mudança do regime cambial em janeiro de 1999 até julho de 2001. A desvalorização cambial ocorrida no início de 1999 fez com que a relação dívida pública saltasse de 41,71 % do PIB em dezembro de 1998 para 50,72% do PIB em fevereiro de 1999 (Figura 2). Contudo, o aumento do superávit primário realizado ao longo do ano de 1999 - de 0,01 % do PIB em 1998 para 3,07 % do PIB em 1999 - foi suficiente para manter a relação dívida/PIB estável até dezembro, apesar da estagnação da economia brasileira que apresentou um crescimento de apenas 0,81% do PIB real nesse ano¹⁵.

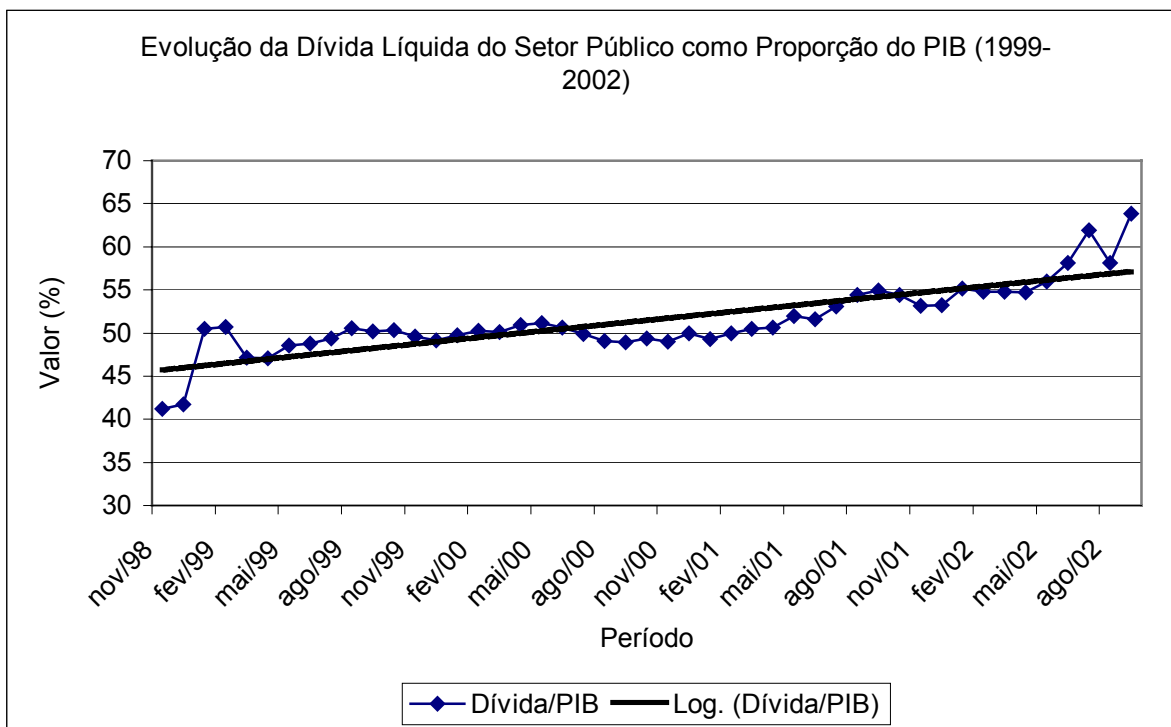


Figura 2

Fonte: Banco Central do Brasil.

A estabilidade da dívida pública como proporção do PIB é mantida ao longo do ano de 2000 devido a uma conjugação de fatores, quais sejam : (i) a elevação do superávit primário para cerca de 3.5% do PIB, (ii) um crescimento do PIB real de 4.36 % e (iii) a manutenção da taxa real de juros num patamar de 9.0% ao ano. Tal como se observa na figura 3, o superávit primário requerido para estabilizar a relação dívida/PIB foi maior do que o superávit primário efetivo de julho de 2000 até meados de 2001¹⁶.

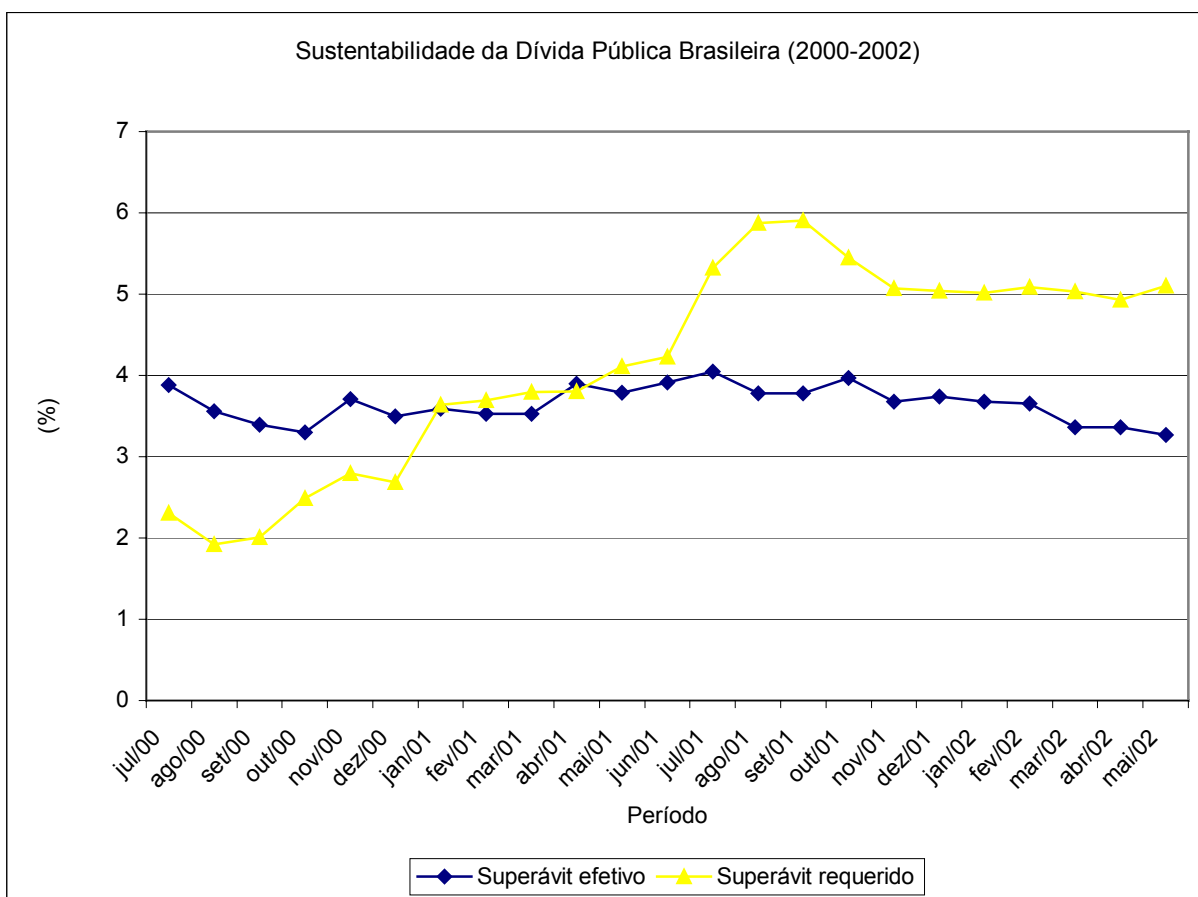


Figura 3

Fonte : *Conjuntura Econômica* – Julho de 2002

¹⁵ Esta breve análise sobre os determinantes do comportamento da dívida pública interna brasileira se atém apenas ao período mais recente. Para uma análise mais ampla sobre a dívida pública no Brasil nos anos 80 e 90, ver Luporini (1998).

¹⁶ O superávit primário requerido (s^*) para estabilizar a relação dívida/PIB é determinado pela fórmula $s^* = \left(\frac{r - g}{1 + g} \right) b$. Na figura 2, o valor do superávit primário requerido foi calculado mês a mês com base nos dados mensais anualizados da taxa real de juros – valor da taxa SELIC deduzido da variação acumulada nos 12 meses anteriores do IPC – no valor da taxa de crescimento do PIB real ao longo de cada ano e no valor

A partir de meados de 2001, contudo, as condições de sustentabilidade da dívida pública começam a mudar. Em função da crise Argentina e do racionamento de energia elétrica, o Banco Central aumenta a taxa SELIC para 19% ao ano de tal forma que a taxa real de juros (SELIC deflacionada pela variação do IPC dos últimos 12 meses) também aumenta, chegando a superar a marca de 12% ao ano. Devido ao aumento da taxa real de juros e das medidas de economia de energia, o crescimento do PIB real cai para 1.51 em 2001. Como resultado da elevação da taxa real de juros e da redução do crescimento do PIB real o *superávit requerido aumenta* para cerca de 5.0 % do PIB. Nesse contexto, o superávit efetivo – inferior a 4.0 % do PIB – é insuficiente para manter a relação dívida/PIB estável. A *condição de sustentabilidade do endividamento público é violada*, fazendo com que a dívida pública aumente de 51.95 % do PIB em junho de 2001 para 55.17 % do PIB em janeiro de 2002.

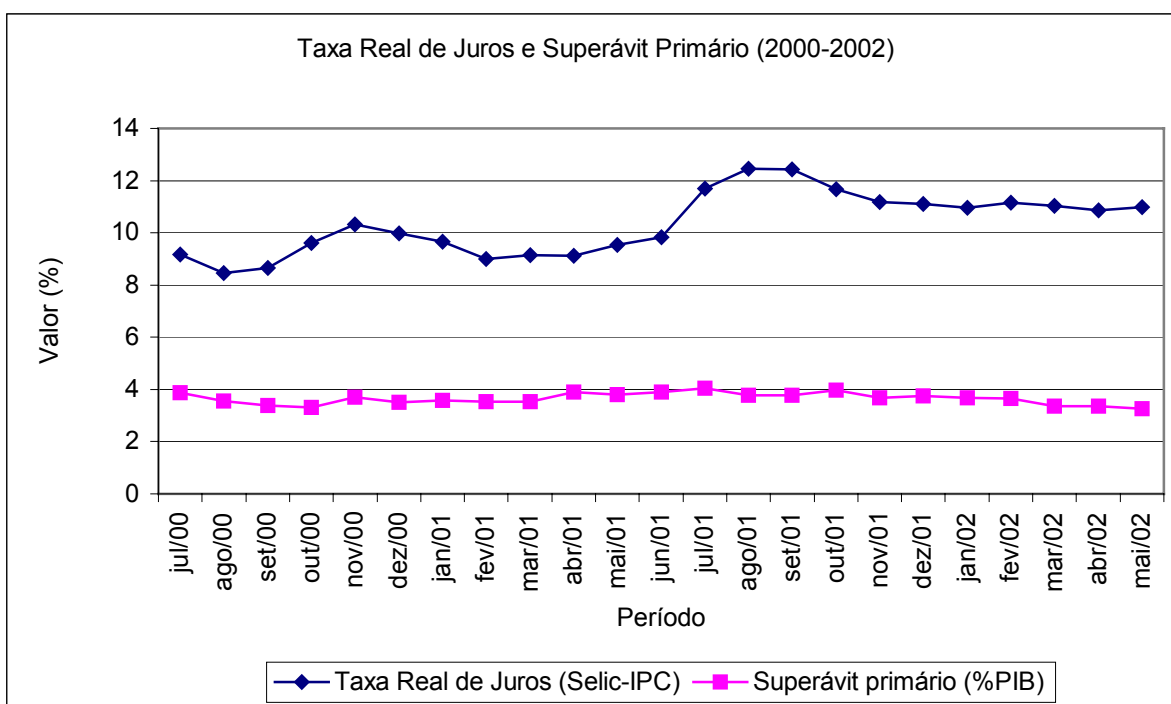


Figura 4

Fonte : Conjuntura Econômica – Julho 2002.

A evolução da taxa real de juros e do superávit primário efetivo como proporção do PIB é apresentada pela figura 4. Em 2002, a dívida pública permanece relativamente estável até maio, flutuando em torno de 54% do PIB. Essa estabilidade, contudo, *não foi resultado do alinhamento do superávit requerido com relação ao superávit efetivo*. Com efeito, o superávit requerido se manteve

da dívida pública como proporção do PIB em cada mês ao longo do período 2000-2002. Os valores mensais

estável em torno de 5.0% do PIB ao longo dos 4 primeiros meses de 2002, bastante superior ao superávit efetivo que flutuou em torno de 4.0% do PIB. A razão fundamental dessa estabilidade *foi a reversão do movimento de desvalorização do câmbio* ocorrido no segundo semestre de 2001. De fato, como cerca de 1/3 dos títulos públicos em poder do público no final de 2001 tinham seu valor de resgate atrelado a variação da taxa de câmbio, a apreciação da taxa nominal de câmbio entre outubro de 2001 e maio de 2002 – que passou de R\$ 2,74 em outubro de 2001 para R\$ 2,48 em maio de 2002 – foi suficiente para manter a trajetória da dívida pública estável.

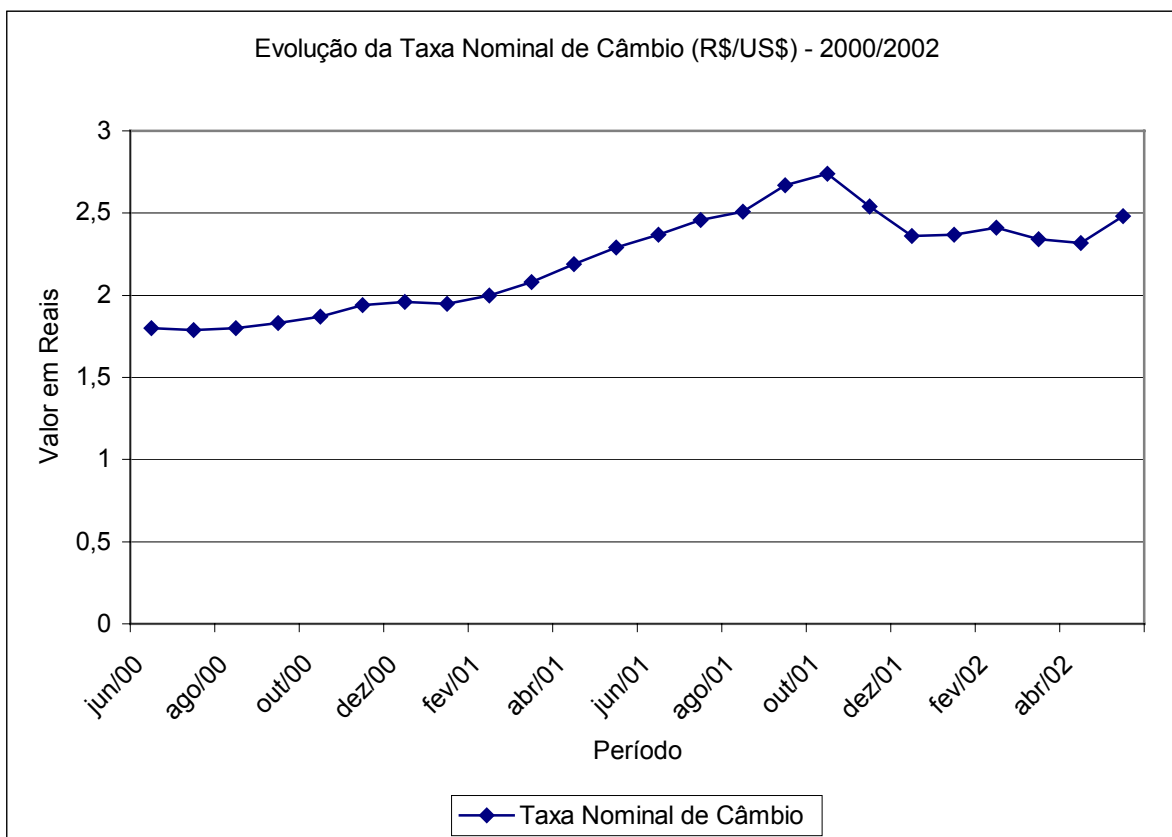


Figura 5

Fonte : Conjuntura Econômica – Julho de 2002

A partir de junho de 2002, a dívida pública entra novamente numa trajetória ascendente alcançando 61,93% em julho desse ano. Em parte esse aumento da relação dívida/PIB se deveu a forte desvalorização do câmbio ocorrida nesse mês e que teria continuidade nos meses seguintes. Contudo, a conjugação de taxa real de juros elevada – em torno de 10% a.a. - e baixa taxa de crescimento do PIB real – estimada em 1,7% para 2002 – fez com que o superávit requerido para estabilizar a relação dívida/PIB continuasse maior do que o superávit efetivo. Nesse contexto, ainda

de s* são reproduzidos na Tabela 1.

que o câmbio nominal tivesse permanecido estável em torno de R\$ 2,50 por dólar, a dívida pública como proporção do PIB continuaria sua trajetória ascendente.

Com base na análise precedente, pode-se afirmar que a dinâmica recente da dívida pública brasileira, em particular o movimento ascendente da relação dívida/PIB observado a partir de julho de 2001, se deve fundamentalmente *ao não atendimento da condição de sustentabilidade da dívida pública*. Esse não atendimento, por sua vez, é resultado da conjugação de uma elevada taxa real de juros com crescimento reduzido do PIB real. *Tais fatores resultaram num aumento do superávit como proporção do PIB que é requerido para estabilizar o endividamento público*. De junho de 2001 em diante o superávit requerido foi maior do que o superávit efetivo em cerca de 1,0 % do PIB.

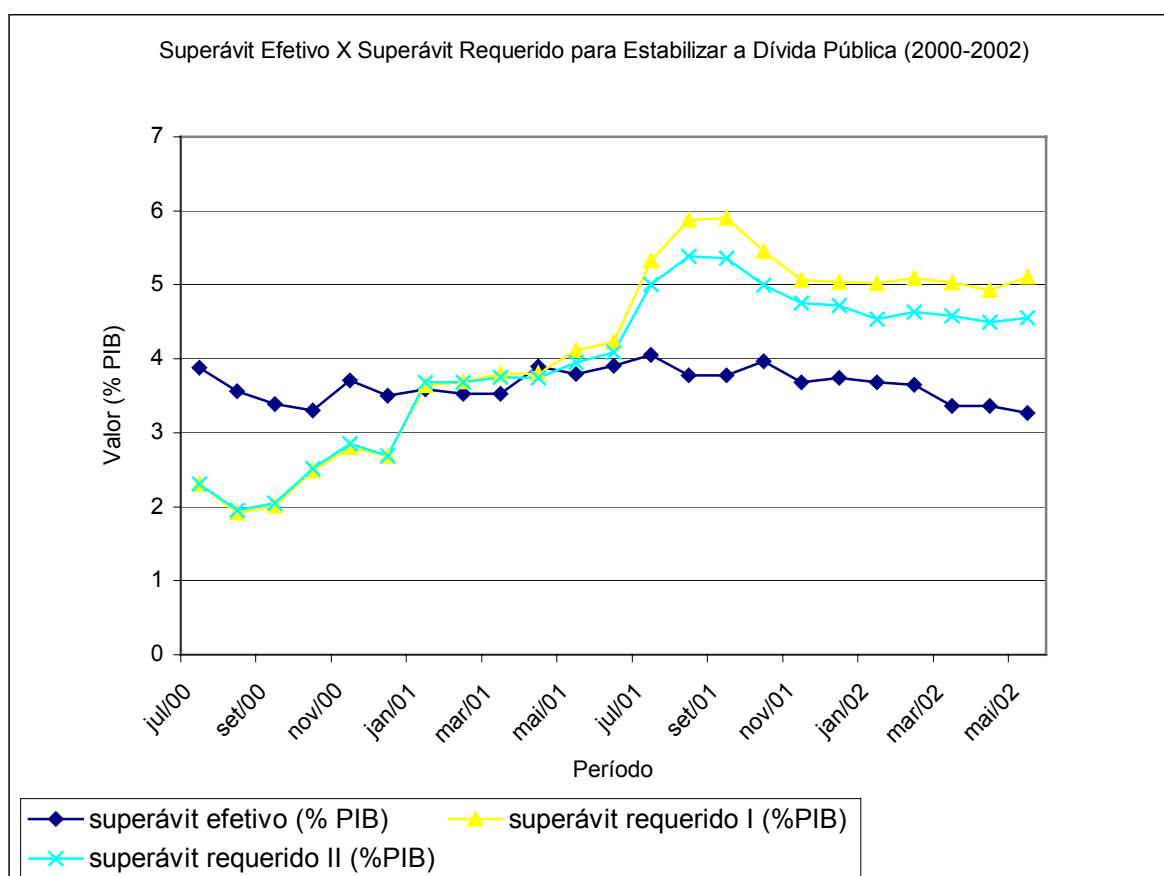


Figura 6

Fonte : Conjuntura Econômica – Julho de 2002

O elevado patamar do superávit requerido nos anos de 2001 e 2002 – de cerca de 5,0 % do PIB – resulta também, em parte, do efeito sobre o estoque da dívida pública da desvalorização cambial ocorrida a partir de meados de 2001. De fato, quanto maior for a dívida pública como

proporção do PIB, dada a taxa real de juros e o crescimento do PIB real – maior será o superávit primário necessário para estabilizar o endividamento público. Para eliminar o efeito da desvalorização do câmbio sobre o superávit requerido, podemos calcular o valor mês a mês do superávit requerido tomando como base a relação dívida pública/PIB prevalecente em julho de 2000. Dessa forma, as variações do superávit requerido irão refletir unicamente as variações ocorridas na taxa real de juros e no crescimento do PIB real. Tal como podemos observar na figura 6 mostrada abaixo, o superávit requerido assim calculado (superávit requerido II) se comporta de forma *qualitativamente similar* ao caso anterior, deixando inalterada a conclusão de que a condição da sustentabilidade da dívida pública deixou de ser atendida a partir de julho de 2001.

4. Sustentabilidade da Dívida Pública: Cenários e Estratégias¹⁷

Como foi visto na seção anterior, a dívida pública de todas as esferas de governo (municipal, estadual e federal) com respeito ao PIB *tem mostrado uma tendência claramente ascendente* nos últimos anos. Em dezembro de 2000 essa relação era 49,3, tendo passado para 53,1 em dezembro de 2001 e alcançado o patamar de 61,9 em julho de 2002 (cf. Economia & Conjuntura, Setembro de 2002). Uma parcela significativa do crescimento da dívida nos últimos três anos se deve a desvalorização do câmbio pós 1999 - e o conseqüente efeito sobre os estoques da dívida interna corrigida pela variação cambial e sobre a dívida externa - e a incorporação dos assim chamados “esqueletos” no endividamento do setor público consolidado (*Ibid*).

Contudo, vimos na seção 2 que *o crescimento da dívida está também relacionado com a condução da política econômica nos últimos anos*. Com efeito, a manutenção da taxa real de juros em patamares superiores a 10,0 % ao ano tem feito a economia crescer a um ritmo menor do que o potencial – estimado em 4,5 % a.a.. De fato, nos últimos três anos a economia brasileira cresceu a um ritmo médio inferior a 2,5% ao ano. A combinação de uma elevada taxa de juros real com um baixo crescimento do PIB faz com que a estabilidade da relação dívida/PIB – de acordo com visão do governo - *só seria possível através da obtenção de um elevado superávit primário*, cuja magnitude era estimada pelos técnicos do governo em 3,75% do PIB no segundo semestre de 2002 (cf. Goldfajn, 2002); mas que seria, entretanto, equivalente a cerca de 5,0% do PIB com base em nossas próprias estimativas a respeito do valor do superávit requerido.

Os técnicos do governo afirmavam em 2002 que, apesar do crescimento recente na relação dívida/PIB, se o superávit primário fosse mantido no patamar de 3,75 % do PIB, então essa relação

¹⁷ As premissas e desenvolvimentos teóricos em que se baseia a análise que se segue estão desenvolvidos em Oreiro (2002b).

deverá se reduzir nos próximos 10 anos, mesmo supondo a manutenção dos juros reais em patamares elevados e a economia crescendo a um ritmo inferior ao seu potencial. Sendo assim, por um lado, não haveria nenhuma razão objetiva para se questionar a *sustentabilidade* da dívida pública. Por outro lado, não seria necessário, como defendem alguns analistas do mercado financeiro, aumentar o superávit primário para um patamar de 4,5 ou 5,0 % do PIB. Um superávit de 3,75 % do PIB seria suficiente para garantir a queda da dívida pública nos próximos 10 anos para um patamar inferior a 48,0 % do PIB.

Essas projeções foram baseadas num cenário para os próximos 10 anos no qual a taxa de inflação é mantida em 3,5 % ao ano, a taxa real de juros em 9,0% ao ano, a economia crescendo a um ritmo de 3,5% ao ano, o câmbio nominal se desvalorizando a uma taxa de 1,97% ao ano e o superávit primário mantido em 3,75% do PIB até 2010. Nesse contexto, o endividamento público se reduziria de 58,88% do PIB para 47,95 % em 2011.

Essas projeções estavam, contudo, baseadas num nível inicial de endividamento público de 58,88% do PIB e na ocorrência de uma apreciação do câmbio real em 2003 e 2004. Contudo, tal como podemos observar na figura 7, *supondo um endividamento inicial de 61,9% do PIB*¹⁸ – valor alcançado em julho de 2002 – e a manutenção do câmbio real – ou seja, o câmbio nominal se desvalorizando a um ritmo igual a diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional – a dívida pública continuará em trajetória ascendente, alcançando o patamar de 65,17% do PIB em 2011, mantidas todas as demais premissas das simulações realizadas pelos técnicos do governo¹⁹.

¹⁸ Esse valor corresponde ao nível da dívida pública líquida do setor público em julho de 2002. Desde então dois fatores tem alterado o valor dessa variável. Em primeiro lugar, houve uma expressiva depreciação do câmbio nominal – que passou de R\$ 2,80 em junho para cerca de R\$ 3,50 em dezembro - o que aumentou o valor da dívida indexada a variação do dólar. Em segundo lugar, devido às dificuldades enfrentadas pelo Banco Central no segundo semestre de 2002 para a rolagem dos títulos públicos com vencimento nesse período; houve uma expressiva *monetização* da dívida pública, ou seja, uma expansão da base monetária impulsionada pelas operações de compra dos títulos em vencimento por parte do Banco Central. Essas operações de monetização contribuíram para reduzir a dívida líquida como proporção do PIB ao mesmo patamar prevalecente em abril de 2002. Contudo, devido a um possível impacto inflacionário dessas operações, o Banco Central deverá revertê-las ao longo do ano de 2003, através da colocação de *novos títulos públicos* para “*enxugar*” a liquidez resultante das operações de monetização da dívida.

¹⁹ Os resultados apresentados a seguir se baseiam em simulações numéricas realizadas com base numa *equação em diferenças finitas* que descreve a evolução da dívida pública como proporção do PIB.

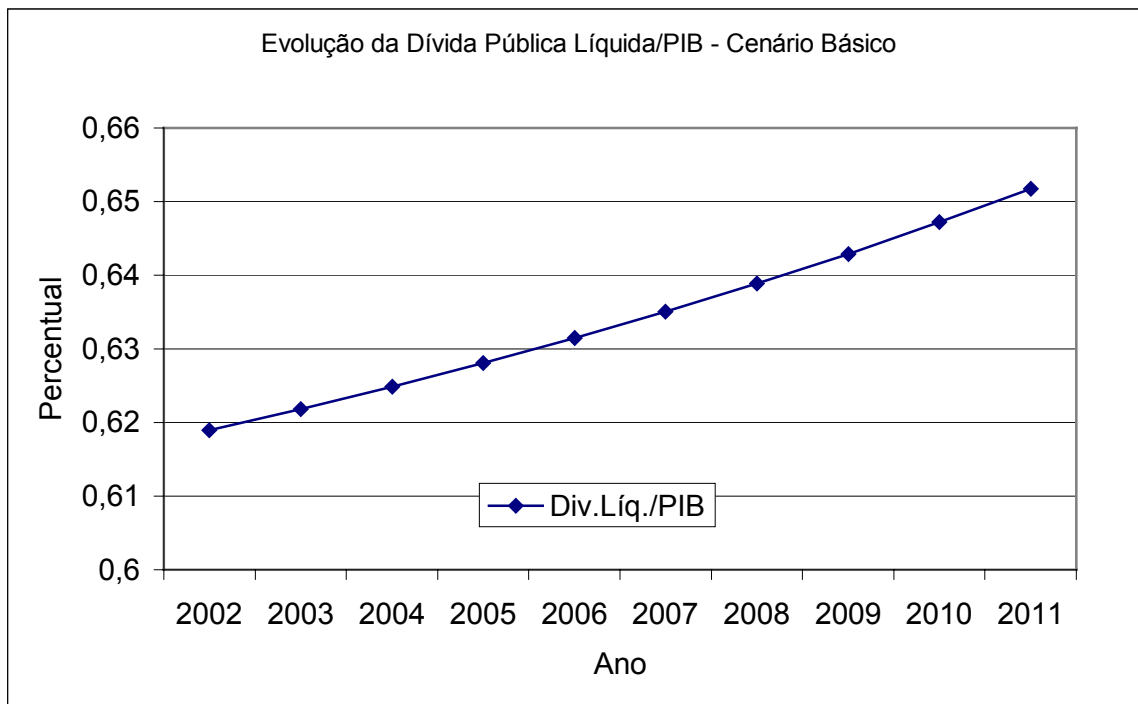


Figura 7

Nesse contexto, para se reduzir o endividamento do setor público seria necessário um superávit primário de cerca de 4,5% do PIB. Com esse superávit, a dívida pública se reduziria para 56,61 % do PIB em 2011, conforme se observa na figura 8 abaixo.

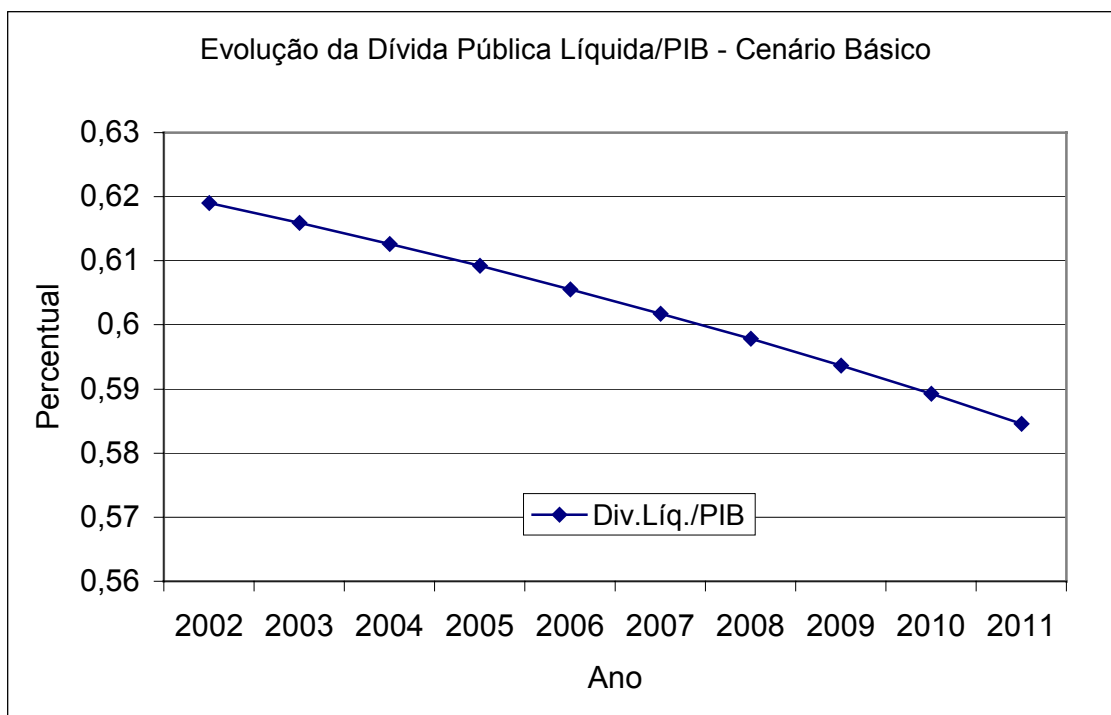


Figura 8

Isso posto, existem duas questões que são de importância fundamental 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 é *sustentável* no longo prazo (isto é, por 10 anos, por exemplo). Para responder a essa pergunta não basta mostrar que o superávit é *economicamente possível*, isto é, que a economia é capaz de gerar um volume de arrecadação como proporção do PIB que, dados os níveis atuais de dispêndio por parte do setor público, seja capaz de gerar esse superávit. É necessário indagar também se esse superávit é *socialmente 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 esse meta de superávit primário.

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. Dito de outra forma: não seria possível estabilizar/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?

No que se refere a primeira pergunta, acreditamos não ser *socialmente viável* a manutenção do superávit primário em um patamar superior a 3,0% do PIB. 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. É verdade que a quase totalidade dos países da Europa Ocidental possuem uma carga tributária superior a 40 % do PIB, mas tratam-se de países com um nível de renda per-capita superior a US\$ 8.000,00 por ano. No Brasil, o nível de renda per-capita é inferior a US\$ 5.000,00. Países com esse nível de renda per-capita possuem, em geral, uma carga tributária inferior a 30% do PIB. Dessa forma, não acreditamos ser possível uma elevação do superávit primário através de um aumento da carga tributária.

Paralelamente, não há muito espaço para a redução do gasto público. A disponibilidade de recursos do governo federal para o custeio de gastos de investimento para 2003 era inicialmente de apenas 7 bilhões de reais, de forma que não é possível um aumento significativo do superávit por intermédio de uma redução do montante de recursos disponíveis para o investimento do governo. Ademais, as carências sociais e as deficiências existentes na infra-estrutura básica da economia brasileira (geração de eletricidade, pavimentação de estradas, financiamento das universidades públicas, financiamento do investimento em pesquisa e desenvolvimento) são uma permanente fonte de pressão pelo aumento do gasto público.

Deste modo, não só acreditamos ser impossível uma redução do gasto público, como também achamos conveniente e necessário que o governo federal *aumente os seus gastos com investimento em infra-estrutura básica e na área social*. A iniciativa privada poderá, sem sombra de dúvida, desempenhar um papel complementar na realização desses gastos de investimento. Contudo, devido as *externalidades* envolvidas na decisão de investimento em infra-estrutura, a iniciativa privada irá *sempre* investir uma quantia inferior ao volume socialmente desejável. Sendo assim, o investimento público em infra-estrutura será absolutamente indispensável.

Quanto a segunda pergunta, acreditamos que é possível desenhar uma estratégia alternativa de estabilização/redução do endividamento público. Essa estratégia estaria baseada em quatro pilares fundamentais :

- i) redução do superávit primário para um patamar de 3.0% do PIB válido para os próximos 10 anos,
- ii) controle da inflação em torno 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 e
- iv) desvalorização do câmbio nominal num ritmo compatível com a estabilidade da taxa real de câmbio.

Os pilares (i) e (iii) tem 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 contracionista e política monetária de juros elevados. 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, contribuindo para reduzir o *hiato do produto* e para fazer com que a economia volte a crescer a uma taxa próxima da potencial, estimada em 4,5% ao ano.

Um elemento importante na reativação da atividade econômica é o estímulo fiscal advindo da redução do superávit primário de 3,75 para 3% do PIB. Supondo um valor de 1,98 para o multiplicador dos gastos do governo²⁰, essa redução do superávit primário pode resultar numa expansão de 1,48 % do PIB. Contudo, a redução do superávit para um patamar inferior a 3% do PIB

²⁰ O multiplicador dos gastos do governo para uma economia aberta é dado por : $k = \frac{1}{1 - c(1 - t) + m}$,

onde c é a propensão marginal a consumir, t é a alíquota média do imposto de renda, m é a propensão marginal a importar. Estamos supondo que, para o caso da economia brasileira, $c = 0.7$, $t = 0.15$ e $m = 0.10$.

não é possível pois, tal será visto na simulação que será apresentada a seguir, não seria compatível com a estabilização/redução da dívida pública com respeito ao PIB.

O estímulo fiscal em conjunto com a expansão monetária deverão produzir nos dois primeiros anos após a sua implementação uma forte expansão do nível de atividade econômica. Dado o grau de ociosidade existente atualmente na indústria brasileira, a expansão nos dois primeiros anos pode chegar a 6,0% do PIB. Após os dois primeiros anos, os efeitos da expansão fiscal terão terminado e a economia irá crescer a uma taxa igual a potencial induzida unicamente pelo nível mais baixo da taxa real de juros.

A manutenção do controle da inflação é necessária para ancorar as expectativas de inflação dos agentes econômicos em um contexto em que a demanda agregada estará se expandindo e, dessa forma, evitar o reaparecimento do processo inflacionário por “profecias auto-realizáveis”. Contudo, acreditamos ser possível e conveniente uma inflação num patamar mais próximo a 10% ao ano de forma a permitir uma redução forte da taxa nominal de juros e a retomada do crescimento econômico.

Embora a existência de capacidade ociosa faça com que a expansão da demanda agregada não seja *per se* inflacionária, a contração das margens de lucro ocorrida nos últimos anos devido ao baixo nível de utilização da capacidade produtiva existente torna inevitável uma elevação dos preços a partir do momento em que a restrição de demanda agregada for relaxada. Sendo assim, a retomada do crescimento será possivelmente acompanhado por um *aumento inicial da taxa de inflação*. Uma vez que as margens de lucro tenham sido recompostas e a economia esteja crescendo a uma taxa igual a potencial, a inflação deverá permanecer estável a um nível compatível com um ambiente de controle da inflação.

Por fim, como forma de manter a inflação sob controle e, ao mesmo tempo, garantir a obtenção de expressivos superávits na balança comercial, *o câmbio real deve ser mantido estável por intermédio de uma desvalorização controlada do câmbio nominal a um ritmo igual a diferença entre a meta para a inflação doméstica e a taxa de inflação internacional*, sendo ambas estimadas pelo Governo. Sendo assim, propõe a substituição do sistema de câmbio flexível pelo sistema de *crawling peg* ativo essencialmente *foward-looking*²¹.

²¹ Deve-se ressaltar que estamos propondo a substituição do atual regime de *flutuação suja* pelo sistema de *mini-desvalorizações* administradas da taxa nominal de câmbio. Conforme ressaltam Carvalho *et alli* (2001, Cap. 21), o regime de *crawling-peg* pode ser de dois tipos: ativo ou passivo. No regime ativo, a taxa de desvalorização do câmbio é fixada previamente pelo Banco Central, sendo independente da inflação passada. No regime passivo, a taxa de desvalorização do câmbio é igual a inflação do período anterior *menos* a inflação internacional. Este segundo regime tem a desvantagem de introduzir um mecanismo de *inércia inflacionária*, na medida em que atrela a variação do câmbio no período t – e dessa forma a variação dos preços domésticos

Isso posto, iremos agora analisar a sustentabilidade da dívida pública num contexto em que a política econômica é pautada pelos pilares (i)-(iv) apresentados acima. Para tanto, iremos considerar 3 cenários diferentes. O cenário básico é uma situação na qual a taxa de inflação é igual a 9,5 % ao ano, a taxa real de juros é de 6,0 % a.a., a economia cresce – em média – a uma taxa de 5,0% a.a., o câmbio nominal se deprecia a uma taxa de 8,% a.a., a taxa de inflação internacional é de 1,5% a.a., o superávit primário é de 3,0% do PIB e 35 % do estoque de dívida pública estão indexados a variação da taxa de câmbio.

O cenário otimista corresponde a uma situação na qual a taxa de inflação é inferior a meta, situando-se num patamar de 6,5% ao ano. O câmbio nominal se deprecia a uma taxa de 5,0% ao ano e todas as demais variáveis são iguais ao do cenário básico. A probabilidade de ocorrência desse cenário é de 35 %. Por fim, o cenário pessimista é uma situação na qual a inflação é alta e superior a meta, sendo igual a 13,5 % ao ano. O câmbio nominal se deprecia a uma taxa de 12% ao ano. Nesse cenário, a taxa nominal de juros aumenta para 19,5% ao ano, mas a taxa real é mantida em 6,0% a.a..

A única diferença entre os três cenários é o comportamento da taxa de inflação pois trata-se da única variável cujo controle por parte dos *policy-makers* é mais frouxo. O crescimento do PIB a um ritmo próximo ou igual ao potencial pode ser obtido por intermédio do *uso apropriado dos instrumentos de política monetária*, ao passo que a manutenção do superávit primário em 3,0% do PIB não parece ser uma tarefa particularmente difícil tanto do ponto de vista técnico como social e político. Sendo assim, a única fonte potencial de surpresas é o comportamento da taxa de inflação. Isso posto, podemos visualizar a evolução do endividamento público nos três cenários supra-apresentados na figura 9.

Tal como podemos observar na figura 9, tanto no cenário básico como no cenário otimista ocorre uma redução da dívida pública como proporção do PIB nos próximos 10 anos. Somente no cenário pessimista é que a dívida pública como proporção do PIB continua a sua trajetória ascendente, chegando a um patamar de quase 65 % em 2011.

nesse período – à variação dos preços no período anterior. Isso posto, estamos propondo a substituição do atual regime de flutuação suja pelo regime de *crawling-peg ativo*.

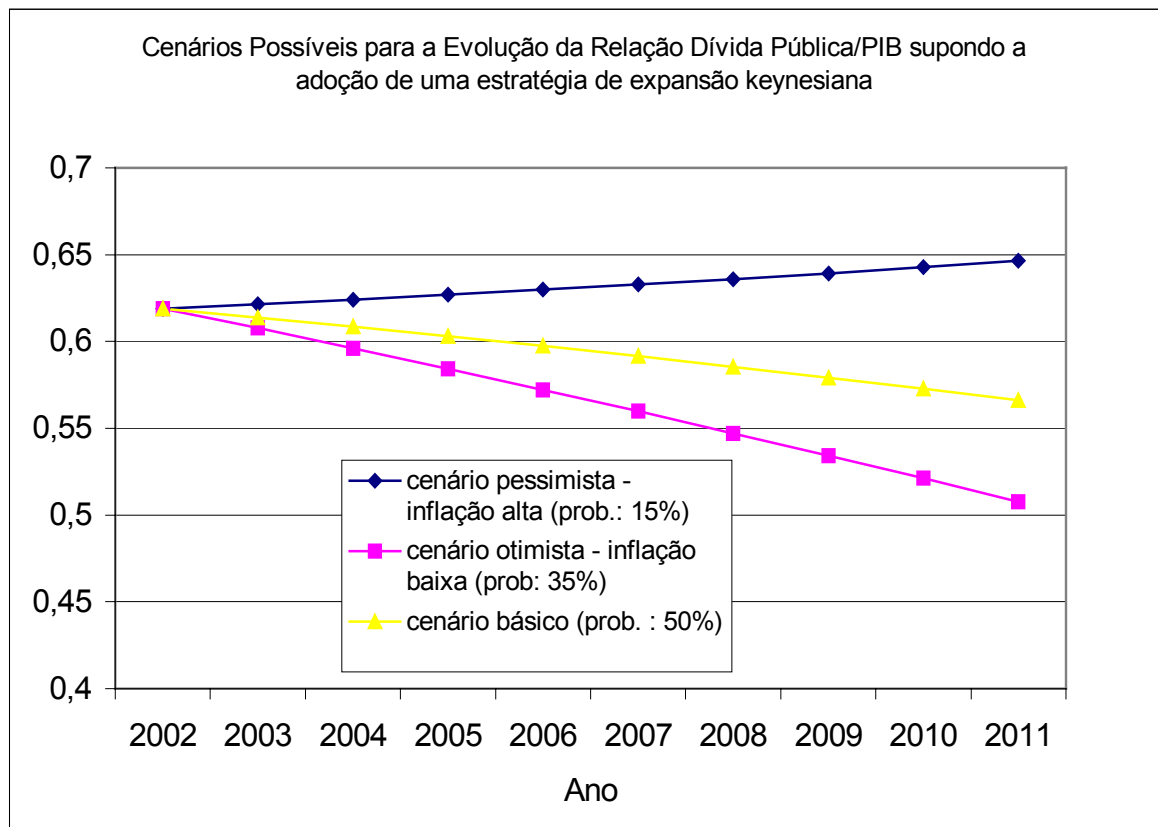


Figura 9

Isso posto, existem duas estratégias possíveis para estabilizar/reduzir o endividamento público. A primeira estratégia (que denominaremos de “estratégia conservadora”), baseada nas projeções do Banco Central, seria aumentar o superávit primário para 4,5 % do PIB – na hipótese desse aumento ser *socialmente sustentável* – e manter a taxa real de juros num patamar de 9,0% ao ano. Essa estratégia resultaria num crescimento de 3,5 % do PIB, abaixo do potencial da economia brasileira. Uma piora no cenário internacional, contudo, se levasse o Banco Central a elevar a taxa de juros doméstica, reduziria o crescimento do PIB necessariamente para baixo. A segunda estratégia (que denominaremos de “estratégia 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. Nesta estratégia, o superávit primário é mantido, mas reduzido para um patamar de 3,0% do PIB. A evolução da dívida pública segundo essas duas estratégias é mostrada na figura 10.

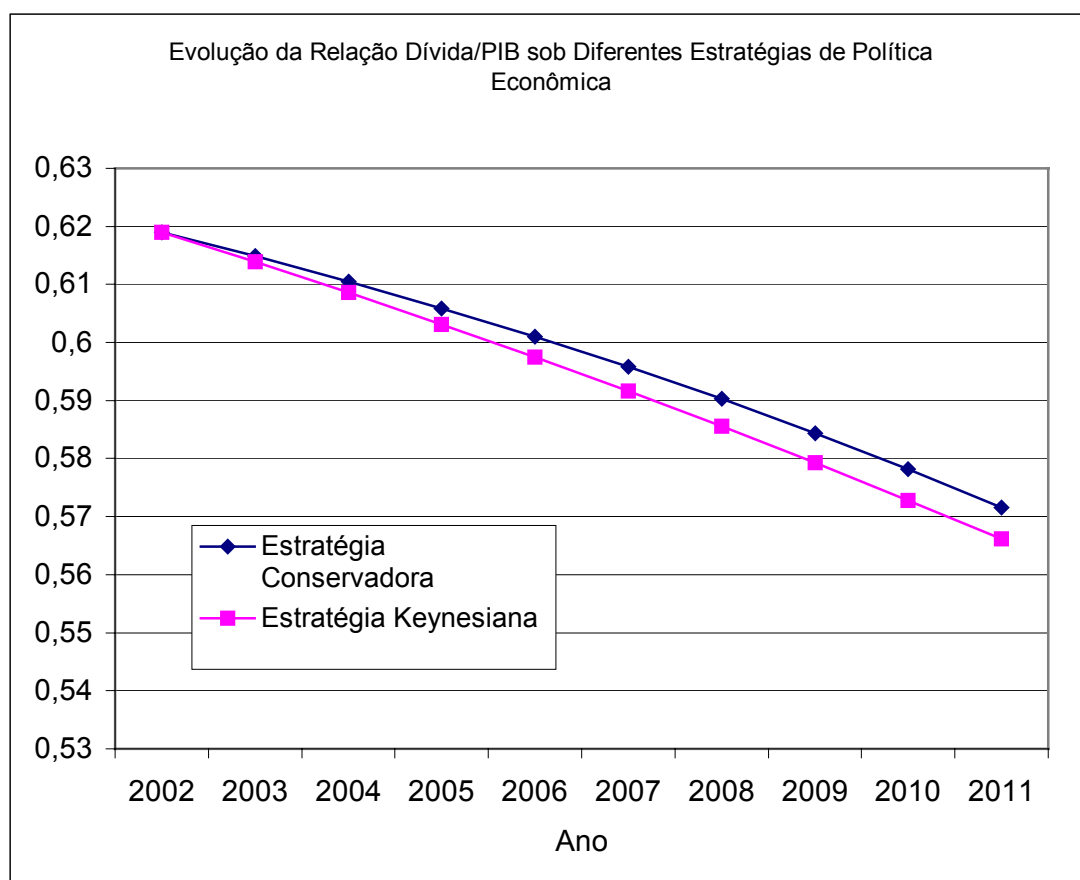


Figura 10

Como mostra a figura 10, a dívida pública com respeito ao PIB se reduz no cenário básico em ambas as estratégias para um patamar próximo a 56% até 2011. Contudo, a “estratégia keynesiana” tem a vantagem de ser compatível com o crescimento do PIB a uma taxa igual a potencial e com a utilização de uma política fiscal de aumento de gastos. O risco dessa estratégia está relacionado com o comportamento da taxa de inflação: se a inflação superar o patamar de 10% ao ano então a dívida pública pode entrar em trajetória ascendente. Neste caso, seria necessário acionar todos os instrumentos disponíveis pelo governo – outros que não a taxa de juros - para reverter as pressões inflacionárias. Na “estratégia conservadora” a inflação será certamente mantida a um patamar inferior a 10% ao ano, mas o crescimento será inferior ao potencial e ainda existe o risco de ser politicamente impossível sustentar um superávit primário de 4,5 % do PIB ao longo de um período de 10 anos. Nesse contexto, defendemos a adoção de uma “estratégia keynesiana” e a mudança do atual regime de política econômica.

Conclusão

Neste artigo, procurou-se mostrar que a questão da sustentabilidade da dívida pública no Brasil não deve ser vista pelo ângulo estreito de que visa tão-somente sinalizar aos investidores externos de portfólio e aos poupadores domésticos de que o Brasil é um país seguro. Dentro da perspectiva keynesiana aqui apresentada, a sustentabilidade da dívida deve ser entendida dentro de um objetivo maior de recuperar a capacidade do governo realizar políticas fiscais anti-cíclicas, sobretudo considerando o fato de que a economia brasileira tem crescido abaixo do seu potencial nos últimos anos. Neste sentido, ao contrário da adoção de políticas econômicas contracionistas, através de geração de mega-superávits fiscais primários e de uma política de juros elevados, deve-se procurar alternativas viáveis de longo prazo que permitam um crescimento sustentado da economia brasileira. Este artigo procurou dar uma contribuição para este debate.

Referências:

- Arestis, P. and Sawyer, M. (1998). Keynesian economic policies for the new millennium. *The Economic Journal*, 108:181-195, January.
- Ariyoshi, A., K. Habemeier, B. Laurens, I. tker-Robe, J. Canales-Kriljenko, e A. Kirilenko (2000). *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*. Washington: IMF.
- Batista Jr. P.N. (2002). Vulnerabilidade externa da economia brasileira. *Estudos Avançados* 16 (45): 173-185.
- Bresser Pereira, L.C., e Y. Nakano (2002). Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 146-177, jul./set.
- Campos, A.C. e Arentis, P.F.F. (2002). A importância das elasticidades-renda das importações e das exportações para o crescimento econômico: uma aplicação do Modelo de Thirlwall ao caso brasileiro. *Ensaio FEE*: 23(2): 787-804.
- Cardoso, E. e I. Goldfajn. (1998). Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. *IMF Staff Papers* 45 (1): 161-202, março.
- Carvalho, F.C. (1999). Políticas econômicas para economias monetárias. In Lima, G.T., Sicsú, J. e Paula, L.F. (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro, Ed. Campus.
- Carvalho, F.C. e J. Sicsú (2002). Controvérsias recentes sobre controle de capitais, mimeo.
- Carvalho, F.C., F.E.P. Souza, J. Sicsú, L.F. Paula, e R. Studart. (2000). *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Conjuntura Econômica. Julho de 2002. Vol. 56, N.7.
- Fanelli, J. M. (2002). Crecimiento, inestabilidad y crisis de la convertibilidad en Argentina. *Revista de la CEPAL*, 77: 25-45, agosto.

- Ferrari-Filho, F. e Paula, L.F. (2003). The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. *Investigación Económica* (a ser publicado).
- Goldfajn, I. (2002). Há Razões para Duvidar que a Dívida Pública é Sustentável? . Documentos: Banco Central do Brasil.
- Holland, M. e Canuto, O. (2001). Macroeconomic Interdependence and Exchange Rates in Latin América. Paper apresentado na International Conference on International Financial Architecture. Rio de Janeiro, 25 a 26 de julho.
- Keynes, J. M (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. MacMillan: Londres.
- Kregel, J. (1985). Budget deficits, Stabilization Policy and Liquidity Preference: Keynes's Post-War Policy Proposals. In: Vicarelli, F. (editor), *Keynes's Relevance Today*. London: MacMillan.
- Luporini, V. (1999). Federal Domestic Debt in Brazil: 1981-1996. *Anais do XXVIII Encontro Nacional de Economia*. Belém do Pará.
- Neely, C. J. (1999). An introduction to capital controls. *Federal Reserve Bank of St. Louis*, 13-30, nov./dez.
- Oreiro, J.L. (2002a). Prêmio de risco endógeno, metas de inflação e câmbio flexível: implicações dinâmicas da hipótese Bresser-Nakano para um pequena economia aberta. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 107-122, jul./set.
- _____. (2002b). Prêmio de Risco Endógeno, Equilíbrios Múltiplos e Dinâmica da Dívida Pública : uma análise teórica do caso brasileiro. Mimeo: Rio de Janeiro.
- Paula, L.F. (2002). Controle de capitais: lições para o Brasil, mimeo. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer.
- Paula, L.F. e A. Alves Jr. (2000). External financial fragility and the 1998-1999 Brazilian currency crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24 (4): 589-617, Verão 2000.
- Sicsú, J. (1997). A negação da ineficácia da política monetária: uma alternativa de Keynes e dos pós-keynesianos. *Análise Econômica*, 15(28): 80-107.
- _____. (2002). Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 132-137, jul./set.
- _____. (2003). Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Revista Análise Econômica*, 21(1), jan./março.
- Toledo, J. E. (2002). Risco Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central. *Revista de Economia Política*: 22 (3): 138-145, jul./set.
- Thirwall, A.P. (2002). *The Nature of Economic Growth*. Cheltenham, UK: Edgard Elgar.