



Dívida pública e crescimento sustentado

Não há saídas mágicas para o problema da dívida. É preciso esforço persistente no sentido correto.

Houve progressos significativos no desempenho da política fiscal desde o final de 1998, o que foi decisivo para que não tivéssemos seguido o caminho da Argentina, dando o calote na dívida pública. Infelizmente, a nova postura fiscal não foi ainda suficiente para eliminar as dúvidas quanto à sustentabilidade da dívida pública.

O temor quanto a um possível calote da dívida pública é um dos fatores que mantêm o juro muito elevado, prejudicando simultaneamente a situação fiscal do governo e o crescimento do país. Os elevados pagamentos de juros pelo governo dificultam a execução de políticas sociais mais ambiciosas e impedem a redução da elevada carga tributária que onera a produção, o investimento e a geração de empregos.

Os pagamentos de juros pelo governo constituem enormes transferências de recursos de toda a população (contribuintes) para os mais ricos, que detêm o grosso das aplicações em títulos públicos. Portanto, juros elevados têm um importante papel na manutenção de nossa iníqua distribuição de renda e riqueza.

O desafio é transformar o atual círculo vicioso dívida alta / juro alto em um círculo virtuoso no qual a razão dívida/PIB cadente é acompanhada por juro real também em queda, assim suportando o crescimento sustentado. Como chegar lá?

Recentemente, voltou à baila o canto da sereia do calote da dívida. Segundo os defensores desse ponto de vista, o calote imediato da dívida pública seria a melhor política. Ao diminuir a razão dívida/PIB para níveis significativamente mais baixos, o calote permitiria reduzir bastante a taxa de juros, o que por sua vez aliviaria a política fiscal. Tudo perfeito, faltando só, no dizer simplório do velho Mané Garrincha, combinar com os russos!

Neste ponto, os defensores do calote dividem-se em dois grupos. Os otimistas acham que os mercados financeiros internacionais serão compreensivos, e possibilitarão ao país rápido retorno aos mesmos a taxas de juros mais baixas, como teria ocorrido com a Rússia após sua moratória em 1998. Já os realistas reconhecem que o país estará alijado por bom tempo do sistema financeiro internacional. Apesar de tal restrição, consideram que este é o melhor caminho para levar o país ao crescimento sustentado.

Evocar o exemplo da moratória russa é enganoso por diversas razões. Primeiro, a Rússia não deu calote em sua dívida externa, apenas em sua dívida interna. Ao contrário do que ocorria com a dívida interna russa, os títulos da dívida interna brasileira são em sua grande maioria detidos por residentes, e um calote seria um plano Collor muito piorado, com

nefastas conseqüências para o sistema bancário doméstico e, conseqüentemente, para o sistema produtivo.

Segundo, a Rússia vem exibindo superávit fiscal nominal e superávit em conta corrente do balanço de pagamentos. Esses superávits gêmeos têm possibilitado à Rússia atuar apenas recomprando seus próprios papéis, o que explica em larga medida seu reduzido o risco país. Já o Brasil tem déficit nominal, e seria inédito apresentar superávits em conta corrente durante período de crescimento sustentado. É pouco provável que os mercados financeiros internacionais tratem de forma similar um caloteiro que precisasse imediatamente de recursos adicionais e outro que tenha recursos livres para investir. Ademais, a Rússia tem um papel único na geopolítica mundial, o que lhe confere um poder que não temos, além de exportar petróleo, cujo preço elevou-se bastante desde 1998. Em suma, em vez de olharmos para o caso russo, é muito mais instrutivo olhar para o sul, e ver como será tratada Argentina.

O alijamento dos mercados financeiros internacionais nos obrigaria a crescer com nossos próprios meios. Do ponto de vista macroeconômico, isto significaria que taxas de investimento muito maiores que as dos últimos vinte anos teriam que ser integralmente financiadas por poupança doméstica (privada e pública). A menos que se acredite que o investimento crie a médio prazo a poupança que o financia, este é um problema enorme, dadas as reduzidas taxas de poupança doméstica que o país vem registrando nas últimas décadas e a dificuldade de se reconstituir a capacidade de poupar do governo. Do ponto de vista microeconômico, dado o casamento entre fluxos financeiros e fluxos de comércio, o calote privaria nosso sistema produtivo de boa parte das inovações tecnológicas geradas mundo afora, o que reduziria a produtividade da nossa economia.

Assim sendo, e sem muita surpresa, chega-se à conclusão de que o caminho para que a dívida pública deixe de obstar o crescimento sustentado é simples: esforço persistente no sentido correto. A manutenção dos superávits primários permitirá estabilizar no curto prazo a razão dívida/PIB. Com a redução previsível do risco país e do juro real, no médio prazo, tal razão declinará, possibilitando a obtenção dos resultados pretendidos.

Um tema de suma importância nem sempre devidamente enfatizado são os esforços que vêm sendo realizados no sentido de diminuir a indexação perversa de nossa dívida doméstica ao câmbio e à taxa de juros de curto prazo (Selic). Tal indexação potencializa os efeitos nocivos associados à vulnerabilidade externa de nossa economia. Em situações de reversão dos fluxos internacionais de capital, como ocorreu ano passado, a taxa de câmbio se deprecia, ao mesmo tempo em que se instala a recessão e o Banco Central eleva os juros para evitar maior depreciação cambial seguida de repique inflacionário. Ou seja, justamente quando estão caindo as receitas e aumentando as despesas fiscais por conta da recessão, aumentam significativamente os pagamentos de juros da dívida pública. Trata-se de um enorme risco fiscal, que é preciso reduzir. À medida que a razão dívida/PIB declinar, haverá crescente espaço para modificar a atual estrutura da dívida pública, privilegiando os títulos nominais e os títulos indexados aos índices de preço (preferencialmente o IPCA) em detrimento dos arriscados (para o governo) títulos indexados ao câmbio e à taxa Selic.

