

SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA E VULNERABILIDADE EXTERNA

Márcio G. P. Garcia
Departamento de Economia - PUC-Rio e CNPq

Seminário

A Dívida Pública Brasileira: Desmistificando a Questão

**Conselho de Altos Estudos e Avaliação Tecnológica
Câmara dos Deputados**

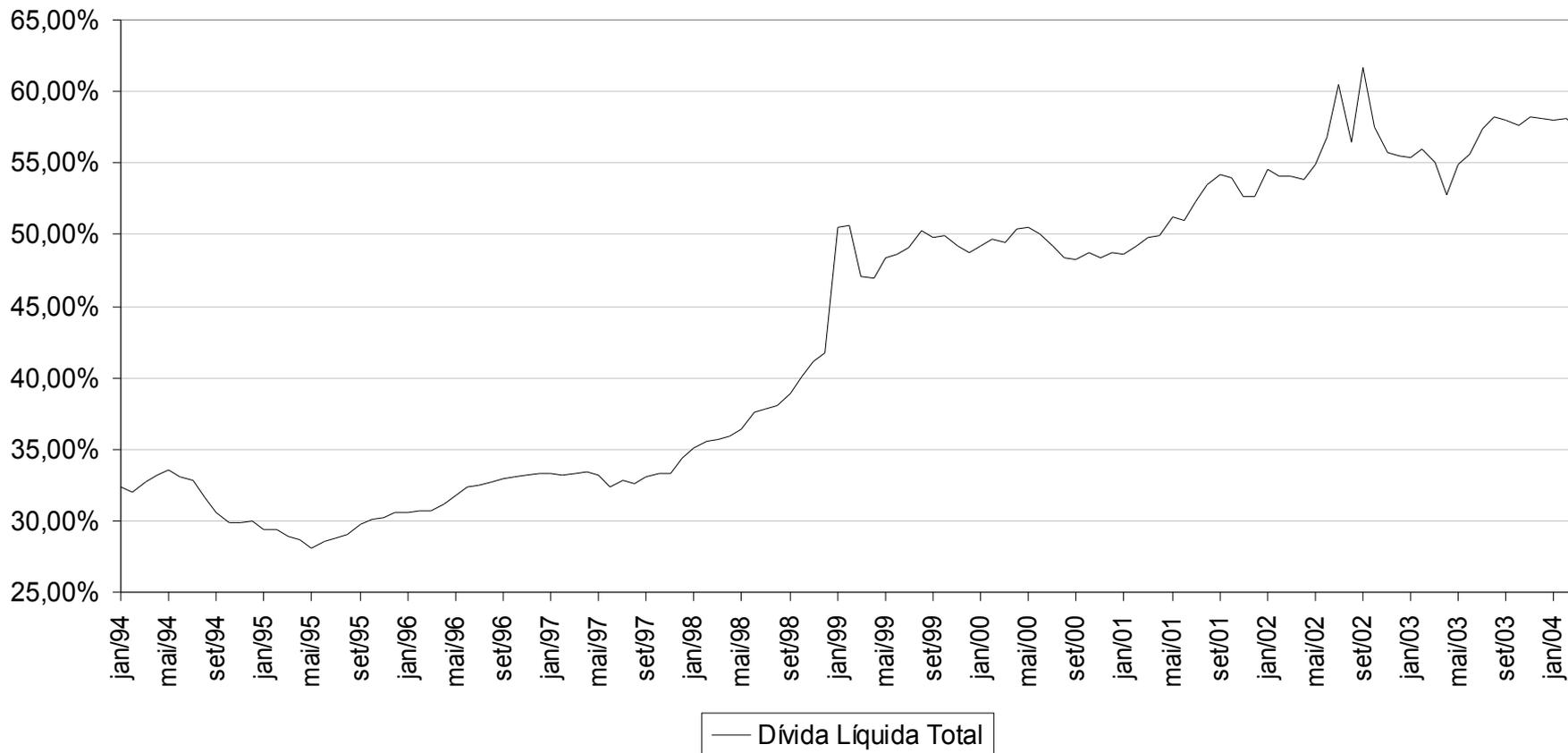
11 de maio de 2004

Qual o nosso principal problema macroeconômico?

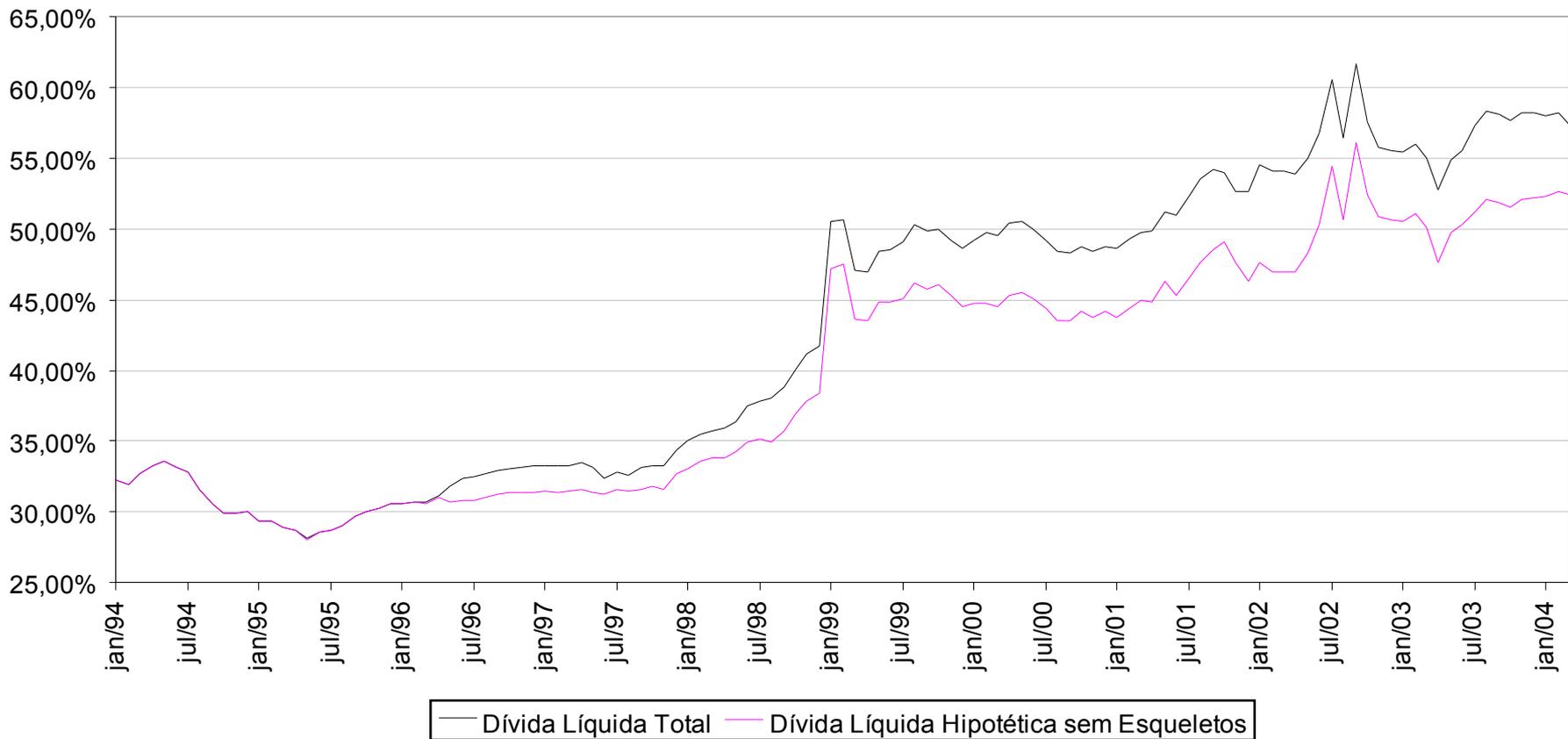
The Economist, 4 de março de 2004



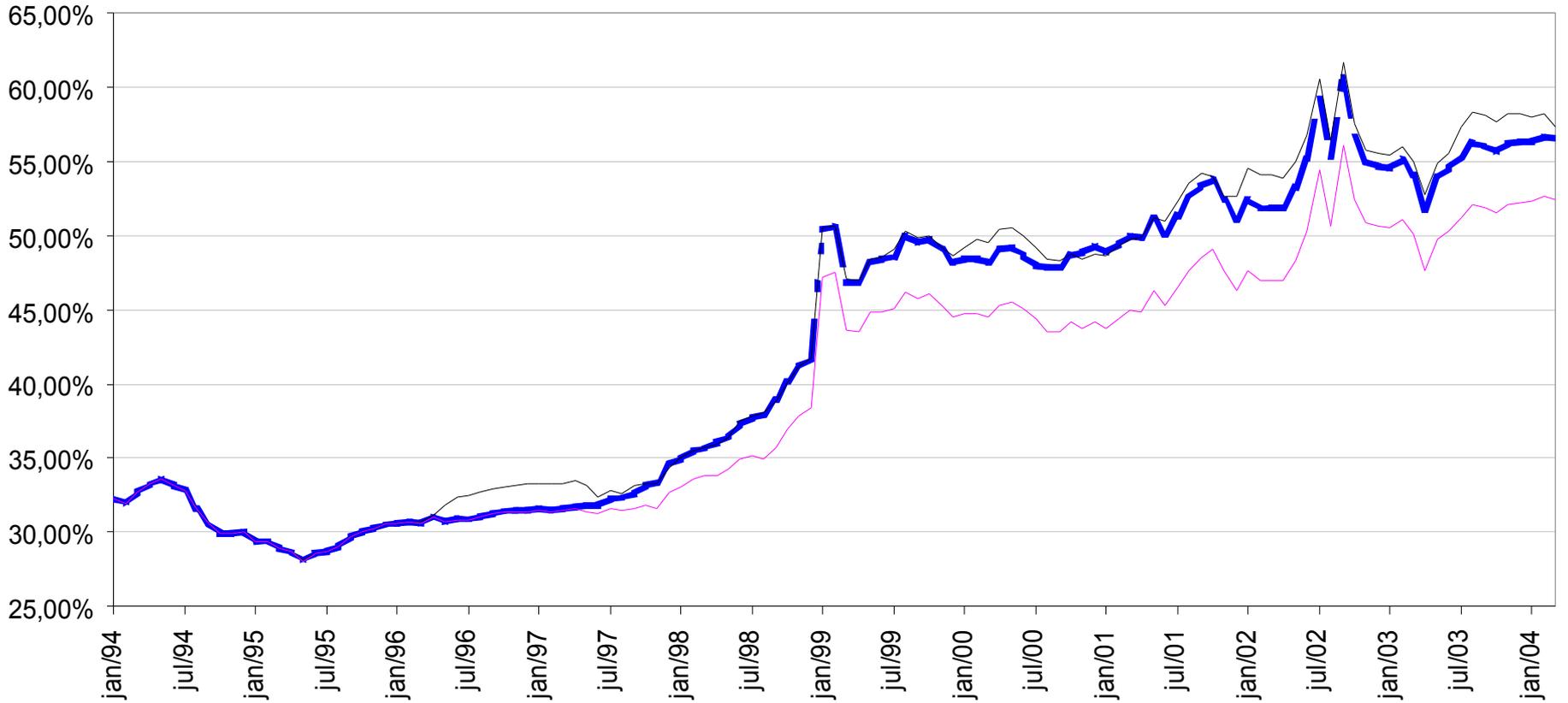
Dívida Líquida (% do PIB)



Dívida Líquida (% do PIB)

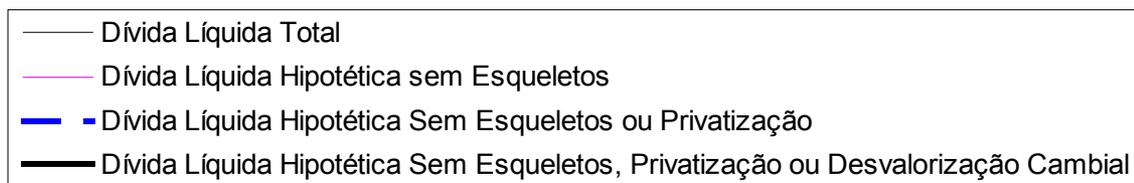
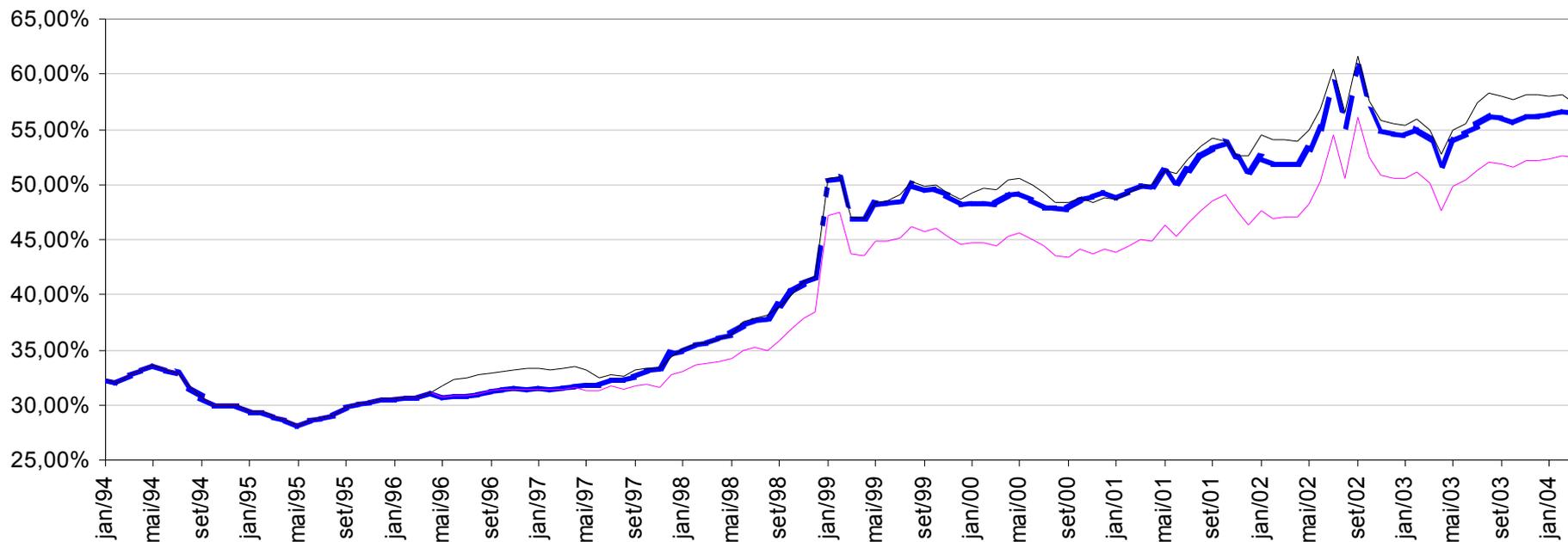


Dívida Líquida (% do PIB)

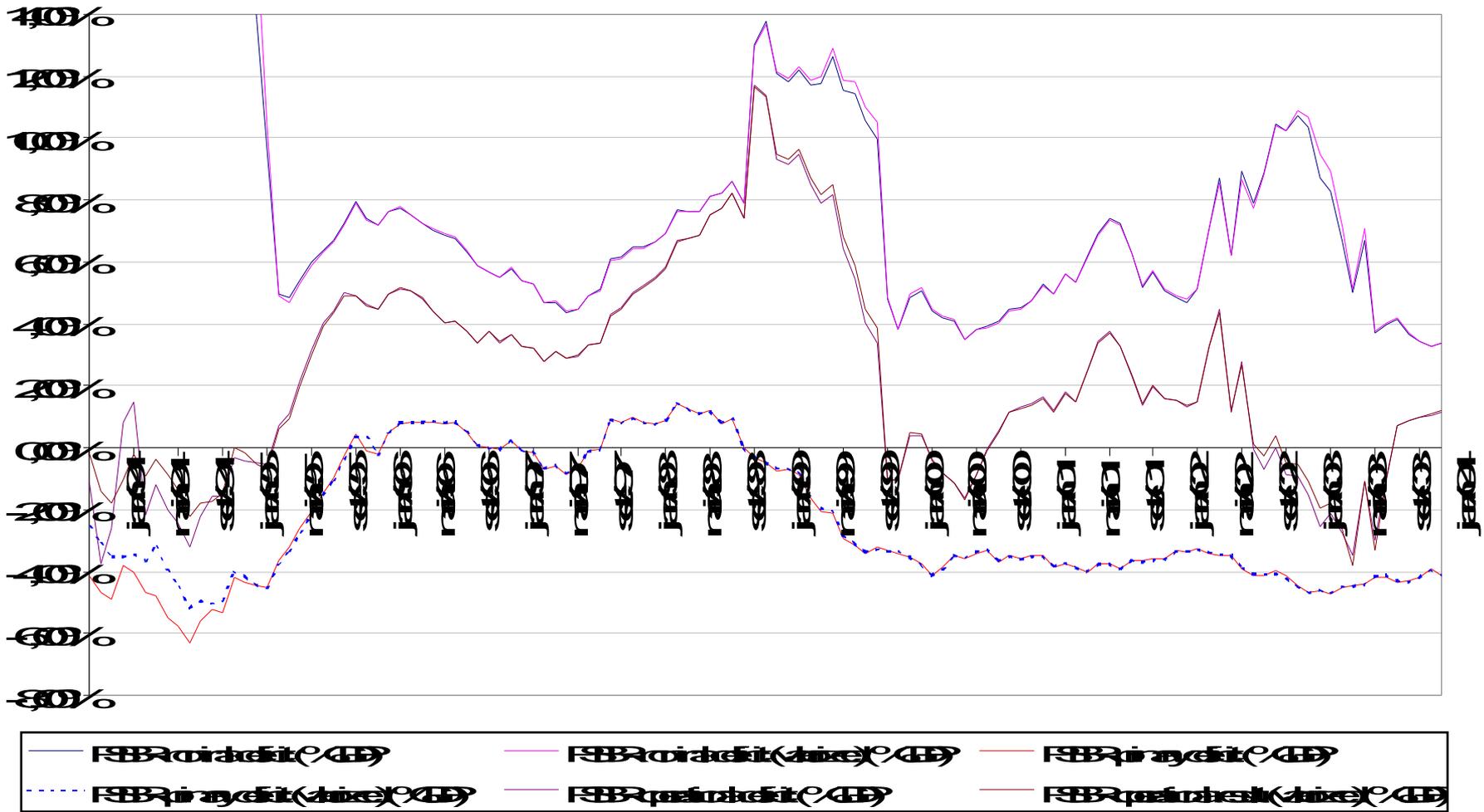


— Dívida Líquida Hipotética Sem Esqueletos ou Privatização — Dívida Líquida Total — Dívida Líquida Hipotética sem Esqueletos

Dívida Líquida (% do PIB)



FBI Credit to the U.S. Economy (%)



Dívida Pública e Crescimento

- 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.

Dívida Pública e Crescimento

- 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 obstam a redução da elevada carga tributária que onera a produção, o investimento e a geração de empregos.

Dívida Pública e Crescimento

- 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.

Dívida Pública e Crescimento

- 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.

Dívida Pública e Crescimento

- **Como chegar lá?**

Dívida Pública e Crescimento

- Falsa solução: calote da dívida pública.
- Segundo os defensores do calote, este, ao diminuir a razão dívida/PIB para níveis significativamente mais baixos, permitiria reduzir bastante a taxa de juros, o que por sua vez aliviaria a política fiscal.
- Por que isto é ilusório?

Dívida Pública e Crescimento

Dois subgrupos dentre os defensores do calote:

- **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.
- **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.

Dívida Pública e Crescimento

Por que o exemplo da moratória Russa não uma boa indicação do que ocorreria com o Brasil?

1. 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.

Dívida Pública e Crescimento

Por que o exemplo da moratória Russa não uma boa indicação do que ocorreria com o Brasil?

2. 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.

Dívida Pública e Crescimento

Por que o exemplo da moratória Russa não uma boa indicação do que ocorreria com o Brasil?

2. A Rússia tem um papel único na geopolítica mundial.
3. A Rússia exporta petróleo, cujo preço elevou-se bastante desde 1998.

Em vez de olharmos para o caso russo, é muito mais instrutivo olhar o caso argentino.

Dívida Pública e Crescimento

- 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.

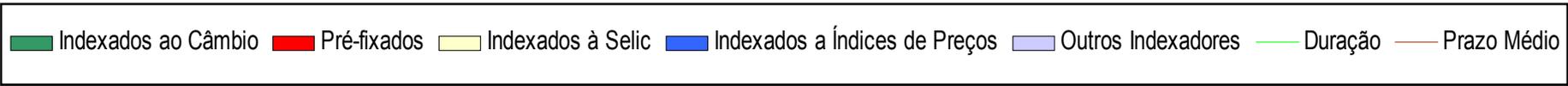
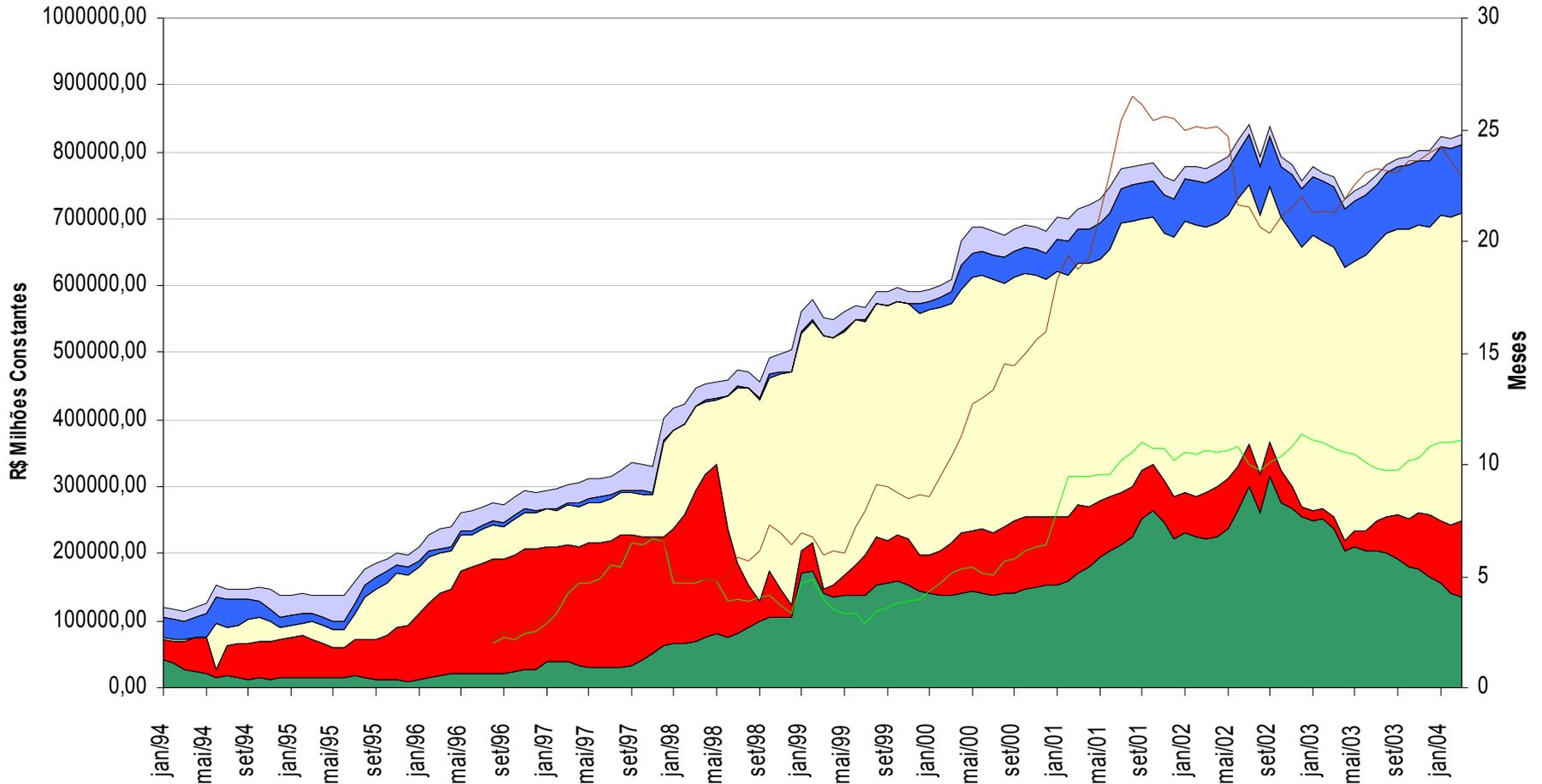
Dívida Pública e Crescimento

- 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.

Dívida Pública e Crescimento

- Conclusão: o caminho para que a dívida pública deixe de obstar o crescimento sustentado é manter 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.

Dívida Pública Mobiliária Federal: Composição e Maturidade



Dívida Pública e Crescimento

Estrutura da Dívida Pública:

- A indexação perversa de nossa dívida doméstica ao câmbio e à taxa de juros de curto prazo (Selic) potencializa os efeitos nocivos associados à vulnerabilidade externa de nossa economia.

Dívida Pública e Crescimento

Estrutura da Dívida Pública:

- 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.

Dívida Pública e Crescimento

Estrutura da Dívida Pública:

- 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.

Dívida Pública e Crescimento

Conclusões:

- 1) O caminho para que a dívida pública deixe de frear o crescimento sustentado é persistir com a política de geração de superávits primários de tamanho suficiente para colocar a razão dívida/PIB em trajetória declinante.

Dívida Pública e Crescimento

Conclusões:

2) A gerência da dívida pública deve prosseguir na direção de reduzir a indexação arriscada à taxa de câmbio e à taxa Selic, privilegiando os títulos pré-fixados de maior prazo e os títulos indexados aos índices de preços (preferivelmente, ao IPCA).

Dívida Pública e Crescimento

Conclusões:

3) As surpresas que contribuíram para o aumento da dívida no passado recente vieram de dois *fronts*: desvalorização cambial e esqueletos.

Dado o ajuste cambial já realizado, é pouco provável que novos choques venham daí. Ainda assim, é prudente reduzir a parcela da dívida indexada ao câmbio.

Dívida Pública e Crescimento

Conclusões:

3) (cont.) As seguintes medidas ajudariam a reduzir a vulnerabilidade externa:

- Aumentar a exportabilidade da economia (não é substituição de importações);
- Aumentar a integração do sistema financeiro nacional com o internacional;
- Prosseguir com as reformas a fim de aumentar a produtividade da economia e diminuir o risco fiscal, em especial...

Dívida Pública e Crescimento

Conclusões:

3)(cont.)No que tange aos esqueletos é necessária continuada vigilância para que não sejam gerados novos passivos contingentes a provocarem novos saltos na razão dívida/PIB no futuro, o que comprometeria os esforços fiscais realizados.

Dívida Pública e Crescimento

Obrigado pela atenção