

Investimentos, Endividamento Público e Crescimento Econômico

I – Aspectos Conceituais

A questão da sustentabilidade da política fiscal deve ser avaliada conforme as possibilidades de crescimento da dívida pública líquida no tempo. Mais precisamente, quando se considera a trajetória da relação dívida pública/produto, o cumprimento da restrição orçamentária intertemporal do governo será condicionado pela tendência da diferença entre as taxas reais de juro¹ e de crescimento do produto na economia.

Se esta diferença for sistematicamente negativa, o problema da sustentabilidade da política fiscal não se coloca: a partir de qualquer nível suficientemente elevado do déficit público, ter-se-á uma taxa de crescimento real da dívida pública declinante ao longo do tempo e, no limite, convergindo para o nível da taxa real de crescimento do produto – situação esta, evidentemente, que garantiria a estabilidade da relação dívida pública líquida/produto.

No caso em que a taxa de juro real supera sistematicamente a taxa de crescimento da economia, a relação dívida pública/PIB somente não explodirá no tempo se, na ausência de inflação e, portanto, na impossibilidade de arrecadação do imposto inflacionário pelo governo, ocorrerem superávits primários futuros capazes de compensar as suas despesas financeiras em termos reais. Nesse caso, os superávits primários compensatórios poderão ser tanto menores, quanto mais baixos forem, também, os níveis da relação dívida pública líquida/PIB.

¹ A taxa de juro real relevante constitui uma média ponderada entre as taxas incidentes sobre os estoques líquidos da dívida pública interna e externa (ou denominada em moeda estrangeira). Essa ponderação é dada pela participação de cada tipo de passivo na dívida pública líquida total, onde as taxas de juro real refletem, internamente, o desconto da taxa nominal pela variação percentual do índice de preços e, externamente, a capitalização da taxa nominal pela taxa de desvalorização real do câmbio. Note-se, por isso mesmo, que a taxa externa de juro nominal converte-se em taxa de juro real relevante, do ponto de vista doméstico, somente quando o câmbio nominal acompanha o ritmo da taxa interna de inflação.

Na prática, tal conclusão é reforçada pelo fato de que a diferença entre as taxas reais de juro e de crescimento do produto tende a associar-se positivamente à magnitude da relação dívida pública/PIB. Assim, quanto menor a participação da dívida pública remunerada relativamente à dos demais ativos (inclusive moeda) privados na economia, mais baixa será, também, a taxa de juro necessária para sua rolagem nos *portfolios* do setor privado. Por outro lado, taxas de juros menores não apenas reduzem as necessidades de financiamento do governo (com impactos positivos sobre a trajetória do endividamento público), como atuam no sentido da elevação do preço de demanda dos ativos de capital, dinamizando o investimento privado e, conseqüentemente, o próprio ritmo de crescimento do produto².

Numa economia com baixas taxas de inflação, expectativas de superávits e déficits primários futuros capazes de manter o ritmo de crescimento da dívida pública aquém do patamar da taxa de juro real constituem condição suficiente para o respeito à restrição orçamentária intertemporal do governo. Haveria, em tal caso, garantia do financiamento de despesas elevadas do governo com juros reais, sem impacto negativo da ampliação corrente de seu grau de endividamento sobre os estímulos aos investimentos privados.

Não obstante, embora esta seja de fato uma condição suficiente para a ausência de angústia generalizada com os níveis correntes da relação dívida pública/PIB, ela é usual e implicitamente entendida como se, para todos os efeitos, na teoria e na prática, o superávit primário do setor público consolidado tivesse o mesmo significado econômico que o conceito de poupança do governo em conta corrente.

Conceitualmente, a inferência da sustentabilidade temporal de uma trajetória de endividamento público deveria privilegiar a relação dos tributos líquidos das transferências não financeiras e dos gastos de consumo do governo, com a dívida pública; vale dizer: a relação entre a poupança em conta corrente do governo e a dívida pública líquida. Esta seria certamente uma proposição válida para a economia brasileira, caso a totalidade dos investimentos públicos fossem realizados em bases exclusivamente econômicas.

Nesse sentido, os projetos de investimentos do setor produtivo estatal se assemelham aos do setor privado na economia. Tanto quanto o investimento

² Estes resultados partem da hipótese keynesiana original, de que os títulos da dívida pública são ativos privados cuja substituição bruta é próxima dos ativos de capital.

privado, o investimento estatal bem sucedido resulta em acréscimo líquido da riqueza da nação, com a implicação adicional de que é auto financiado integralmente no médio ou no longo prazo; ainda que, no curto prazo, seu financiamento provoque aumentos na dívida pública e maior absorção de poupança privada doméstica ou externa.

Quando o governo é acionista de empresas produtivas, os rendimentos de capital (ou dividendos) auferidos em função de sua participação societária já estarão computados nos cálculos do déficit operacional³. Portanto, para efeito de avaliação das condições de futuro endividamento e solvabilidade do setor público, não faz sentido incluir total ou parcialmente esses investimentos nas estatísticas de suas necessidades primárias de financiamento. Na verdade, os investimentos do setor produtivo estatal, bem como os lucros por estes gerados e não transferidos às tesourarias do governo central, estadual ou municipal deveriam ser retirados das estatísticas relativas ao cálculo do déficit público.

Também, pelos motivos expostos, não faz sentido embutir a totalidade da dívida das empresas estatais no cômputo da dívida líquida do governo. Se o endividamento das estatais provoca a elevação da riqueza na economia, é porque o fluxo de rendimentos dos ativos cuja aquisição estará financiando supera o próprio fluxo de pagamentos dele derivado.

Conceitualmente, com base na contabilidade macroeconômica intertemporal, a ampliação da dívida pública associada ao aumento do estoque de capital das empresas estatais provoca a elevação da renda permanente disponível do setor privado tanto quanto o faz o próprio fluxo de investimentos neste setor. Por outro lado, o maior endividamento público ligado ao financiamento dos gastos de consumo do governo amplia apenas a renda privada corrente. Isto significa que, do ponto de vista da demanda agregada e da absorção doméstica, o investimento das empresas estatais é um gasto indiferenciado do consumo, ainda que, do ponto de vista da restrição orçamentária intertemporal do governo, a diferença não possa ser desprezada como geralmente ocorre⁴.

³ Nesse mesmo sentido, o aumento do endividamento bruto de qualquer empresa estatal deveria ser apropriado nas diferentes esferas de governo segundo a participação relativa destas em seu capital.

⁴ Este argumento segue de perto a lógica usual empregada na análise contábil da dinâmica do Balanço de Pagamentos. Em tal caso, importa avaliar a evolução do passivo externo líquido,

II – Sustentabilidade da Dívida Pública: algumas simulações.

As tabelas abaixo (T.1 e T.2) exibem os resultados de algumas simulações com as variáveis fiscais consideradas anteriormente, em cenários distintos para os três últimos trimestres de 2009. Esses resultados (variações da relação dívida pública/PIB) foram produzidos a partir da restrição orçamentária corrente do setor público e de hipóteses alternativas para a taxa real de crescimento do produto (acumulada em quatro trimestres, G: 2,5% a.a.; 2,0% a.a.; 1,5% a.a.) e para os níveis do superávit primário do governo (S: 2,0% PIB; 1,5% PIB; 1,0% PIB; 0,0% PIB).

T.1 - Poupança Pública = S			
Variável	Variação Dívida Pública / PIB		
S \ G	2,5	2,0	1,5
2,0	-0,1	0,0	0,1
1,5	0,2	0,3	0,5
1,0	0,6	0,7	0,9
0,0	1,4	1,5	1,7

T.2 - Poupança Pública = S + 2% PIB			
Variável	Variação Dívida Pública / PIB		
S \ G	2,5	2,0	1,5
2,0	-1,7	-1,6	-1,4
1,5	-1,3	-1,2	-1,0
1,0	-0,9	-0,8	-0,6
0,0	-0,1	0,0	0,1

A restrição orçamentária do governo é dada pela integral em um período da seguinte equação diferencial:

$$(db/dt) = [i - (p + g)] (b_t - m_t) - [s + (p + g) m_t]$$

onde,

cujos cálculos implicam a adição do estoque de capital de propriedade estrangeira à dívida externa líquida. Dentro do mesmo espírito, sugerimos que se abata da dívida bruta do governo, além de seus créditos contra o setor privado, o estoque de capital de propriedade pública. De forma coerente com os termos utilizados na análise das variáveis externas, o resultado dessa operação seria denominado passivo público líquido.

b_t = relação entre a dívida pública líquida e o PIB no instante t do tempo;

m_t = relação entre a base monetária e o PIB no instante t ;

i = taxa instantânea de juro nominal da dívida pública onerosa;

p = taxa instantânea de inflação;

g = taxa instantânea real de crescimento do produto; e,

s = superávit primário do governo como proporção do produto.

Os parâmetros das simulações compreendem, ainda: a) relação dívida pública/PIB de 37,6 % ao final de março de 2009; b) participação da dívida pública não dolarizada na dívida pública onerosa de 144%, entre março e dezembro de 2009; c) taxa de juro nominal Selic (média) de 10,8% a.a.; d) taxa de inflação acumulada de 4,2% (IGP-DI) em 2009; e) taxa nominal de câmbio do real em relação ao dólar, de 2,32, em fins de março, e de 2,25 em fins de dezembro de 2009.

Adicionalmente, há a suposição da vigência de um nível de investimento público diferente, ao longo do ano, no conjunto dos resultados presentes em cada tabela. Assim, em T.1, a poupança pública (em conta corrente) é considerada idêntica ao superávit primário do governo; enquanto, em T.2, supõe-se um aumento do investimento público de 2% do PIB.

Constata-se, então, em primeiro lugar, a irrelevância do conceito de déficit público nominal na determinação da trajetória da relação dívida pública/PIB. Cada combinação entre superávit primário e crescimento do produto gera, em T.1 e T.2, variações significativamente distintas da relação dívida pública/PIB, explicadas, em última instância, pelas diferenças no nível da poupança pública (os níveis do déficit público nominal permanecem os mesmos, em cada caso).

Nesse sentido, destaca-se a relevância da interação entre o investimento público e o superávit primário do governo para explicar a evolução da relação dívida pública/PIB. Investimentos públicos mais elevados, acompanhados do mesmo nível de superávit primário do governo, ou superávits primários maiores, com os mesmos níveis de investimento público, produzem, necessariamente, menores relações entre a dívida pública líquida e o PIB.

Em segundo lugar, percebe-se que a manutenção de um diferencial significativo entre as taxas reais de juro e de crescimento do produto impede que alterações no desempenho deste último sejam capazes de influenciar de forma contundente a relação dívida pública/PIB.

De acordo com as simulações, nas condições atuais da economia brasileira, uma poupança pública da ordem de 2,0% do PIB seria suficiente para a estabilização da relação dívida/PIB. Essa situação poderia ser concretizada, seja pelo estabelecimento de um superávit primário de 2,0% do PIB, na ausência de investimentos públicos, seja pela redução a zero da meta do superávit primário que se fizesse acompanhar da elevação dos investimentos públicos em 2,0% do PIB.

III - Conclusão

De modo geral, pode-se afirmar que se a análise econômica de uma situação concreta é presidida por preocupações relativas aos níveis vigentes da demanda agregada, do emprego da força de trabalho e da utilização do estoque de capital instalado, então não se pode prescindir das estatísticas tradicionais do déficit público. Por outro lado, contudo, quando a atenção da análise econômica se volta para virtualidade de crises provocadas por desequilíbrios de endividamento público crescente, os conceitos de déficit e de endividamento públicos tradicionais devem ser ajustados, de forma a contemplarem somente atividades puramente administrativas (ou sem retorno econômico) dos governos federal, estadual e municipal.

O aumento das despesas com investimentos públicos sem retorno pecuniário direto acarreta acúmulo de endividamento líquido positivo tanto quanto aquele relacionado à elevação do gasto público com custeio e de consumo. Na presença de um diferencial positivo sistemático entre as taxas reais de juro e de crescimento do produto, essa dívida será virtualmente validada pela cobrança futura de impostos. Mesmo nesse caso, contudo, os conceitos tradicionais de déficit público podem não bastar e torna-se apropriado o uso do conceito de poupança em conta corrente do governo (ou seja, superávit primário mais investimento público) como instrumento de análise.

Conclui-se, portanto, que a viabilidade temporal de processos acelerados de endividamento não pode ser julgada a partir de uma perspectiva que privilegie unicamente informações relativas às magnitudes dos déficits correntes que os impulsiona: os níveis, o tipo e a qualidade dos gastos e das receitas implícitos nesses déficits são essenciais para determinar as possibilidades de

qualquer trajetória de endividamento (pública, privada, nacional ou individual) e de seus impactos econômicos.