



Por que um limite para a dívida da União ?

José Luis Oreiro

Instituto de Economia da Universidade Federal
do Rio de Janeiro

Pesquisador Nível IB do CNPq

Presidente da Associação Keynesiana Brasileira
(2013-2015)

Estrutura da Apresentação

- A crise de 2008 e a necessidade de regras fiscais.
- A dívida pública brasileira é baixa na comparação internacional?
- Efeitos de longo-prazo do aumento da dívida pública.
- O limite para a dívida pública não levará a uma estagnação permanente?
- O esforço fiscal para a obtenção da meta de dívida não é exagerado?
- A imposição de um teto para a dívida não irá aumentar a taxa de juros?

Lições da Crise de 2008

- Referência: Eberly, J. (2014). “Defining the Reemerging Role of Fiscal Policy” In: Akerlof, G; Blanchard, O; Romer, D; Stiglitz, J. “What we have learned? Macroeconomic Policy after the Crisis”. The MIT Press: Cambridge (Mass.).
 - Os países devem procurar manter uma relação dívida pública/PIB em patamares relativamente baixos durante os períodos de *boom* para poder executar uma política fiscal expansionista por vários anos – e, portanto, incorrer em elevados déficits orçamentários – se e quando a economia for atingida por um choque financeiro como o ocorrido após a falência do *Lehman Brothers*.

Credibilidade e Flexibilidade

- A existência de um grande espaço fiscal é a maneira pela qual se pode compatibilizar a necessária *flexibilidade* no uso do instrumento fiscal (realizar uma expansão fiscal durante uma recessão) com a *credibilidade* na capacidade do governo de honrar seus compromissos futuros sem recorrer a monetização da dívida (impressão de moeda para pagar dívida) ou declarar *moratória* nos mesmos.
 - A rápida erosão do espaço fiscal dos países do Sul da Europa no período 2008-2010 está na raiz da adoção precoce de políticas de ajuste fiscal (denominadas de políticas de austeridade) após 2010.

Regras Fiscais

- O objetivo das regras fiscais é precisamente compatibilizar a *flexibilidade* no uso da política fiscal com a *sustentabilidade* fiscal no médio/longo-prazo.
 - Nas palavras de Eberly: “*Uma abordagem para essas questões é por em prática as regras fiscais (...) Em tese, essas regras permitiriam a ocorrência de déficits fiscais quando a economia está fraca e os multiplicadores são mais altos, ao mesmo tempo que gerariam um compromisso crível com a sustentabilidade fiscal a medida que a economia se recupera*” (Ibid. p.180).

¼ da Riqueza Nacional está alocada em
títulos da dívida pública !!!!!

	Dívida Bruta/PIB	Riqueza líquida/PIB	Dívida Bruta/Riqueza Líquida
Brasil	63%	2,5	25,20
Reino Unido	88,20%	5	17,64
França	95,60%	6	15,93

Efeitos de Longo-Prazo de uma Dívida Pública Elevada

- Quanto maior a participação da dívida pública na riqueza do setor privado, menor a diversificação de risco, fazendo com que a taxa de juros requerida para a rolagem da dívida pública seja maior (princípio do risco financeiro crescente de Mikhael Kalecki).
 - Impor um limite para o crescimento da dívida pública (e eventualmente reduzir a mesma) irá levar a uma queda da taxa de juros de longo-prazo.
- Os déficits fiscais que levam ao aumento da dívida pública (como proporção do PIB e da riqueza líquida) estão associados a uma redução da participação da poupança doméstica na poupança bruta do Brasil.
 - A deterioração da situação fiscal da União nos últimos anos (redução do superávit primário/PIB) veio acompanhada por uma mudança perversa na composição da poupança agregada (substituição da poupança doméstica por poupança externa).
 - Resultado é uma apreciação da taxa real de câmbio com efeitos negativos sobre a competitividade externa da economia brasileira, particularmente da indústria de transformação.

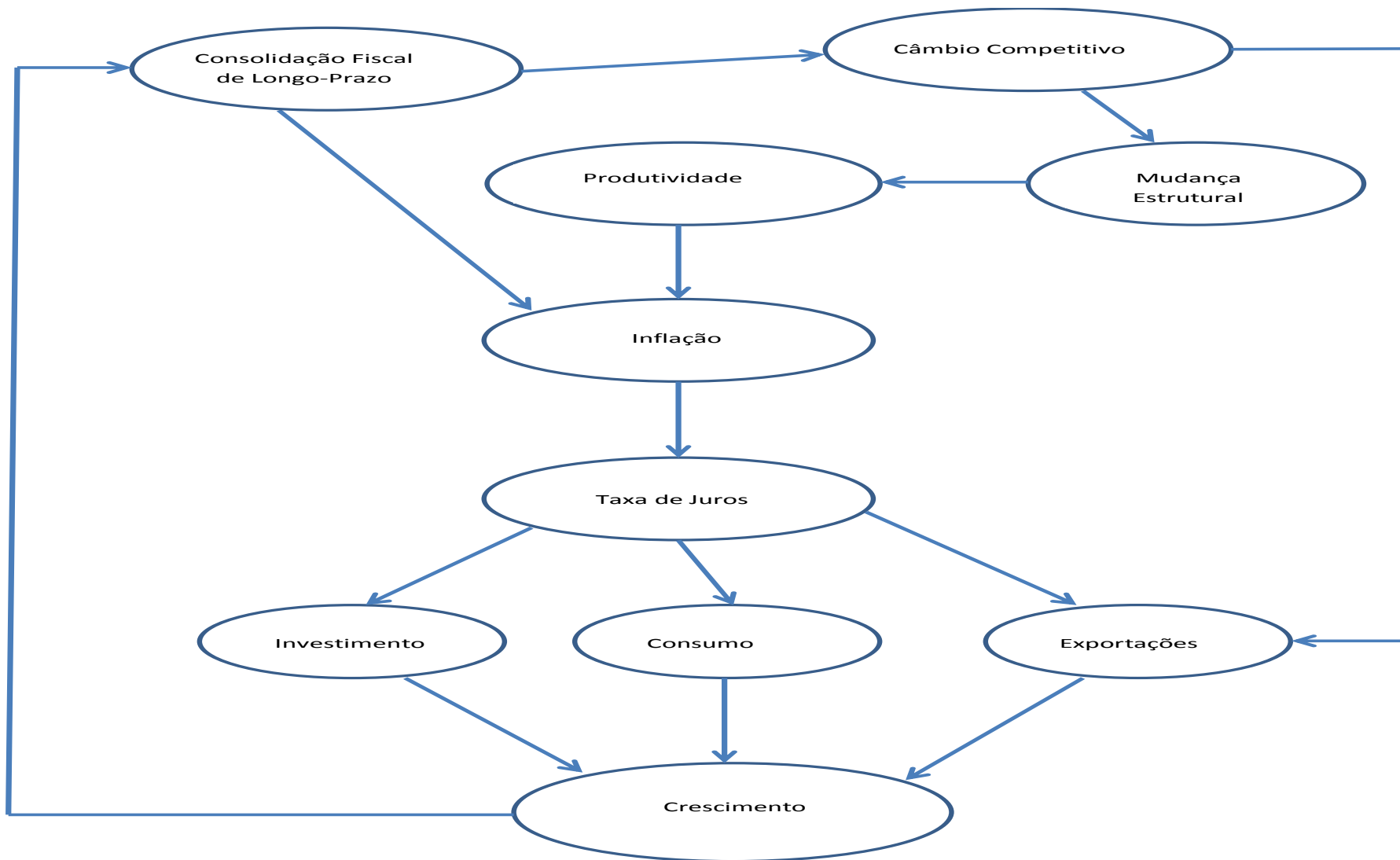
Estagnação Permanente?

- “Keynesianismo vulgar”: a única fonte de crescimento da demanda agregada é o gasto do governo.
 - Limitar a capacidade do Estado Brasileiro em contrair dívidas implica em reduzir o ritmo de expansão da demanda agregada de forma permanente.
 - O ajuste fiscal deve ocorrer pela aceleração do ritmo de crescimento do gasto público.
 - O aumento do gasto publico geraria um aumento do nível de atividade econômica que proporcionaria um aumento equivalente na arrecadação de impostos.
 - Desde o artigo seminal de Haavelmo (1945) [Prêmio Nobel de Economia, 1989] sabemos que esse resultado exige que o aumento dos gastos seja financiado com um aumento de impostos.
 - » Não existe *economia da mágica*: o simples aumento dos gastos do governo não resolve, como por um passe de mágica, a situação das contas públicas.

Estagnação permanente?

- A imposição de um teto para a dívida não irá limitar a expansão da demanda agregada no Brasil pois:
 - A desvalorização da taxa nominal e real de câmbio ocorrida nos últimos meses irá impulsionar as exportações de manufaturados nos próximos anos e redirecionar a estrutura produtiva para os setores mais dinâmicos.
 - A taxa real de juros (hoje em patamares muito altos) pode e deve cair muito nos próximos anos uma vez que o Banco Central deverá iniciar em breve um ciclo de redução da taxa de juros pois:
 - Os efeitos do “tarifaço” de 2015 (energia elétrica e combustíveis) irão se diluir nos próximos meses, levando a uma queda da taxa de inflação.
 - A estrutura produtiva da economia brasileira deverá mudar em direção aos setores mais dinâmicos (aumento da participação da indústria de transformação e queda da participação do setor de serviços) e com maior crescimento da produtividade, resultando daí uma queda da taxa de inflação.
 - A imposição de um limite para a dívida pública irá induzir um processo gradual de mudança do *mix* da política macroeconômica, ou seja, um aperto gradual da política fiscal seguido por um afrouxamento da política monetária.
 - Como resultado da flexibilização da política monetária, a demanda doméstica (consumo e investimento) irão crescer ao longo dos próximos anos.

O Ciclo Virtuoso da Consolidação Fiscal de Longo-Prazo

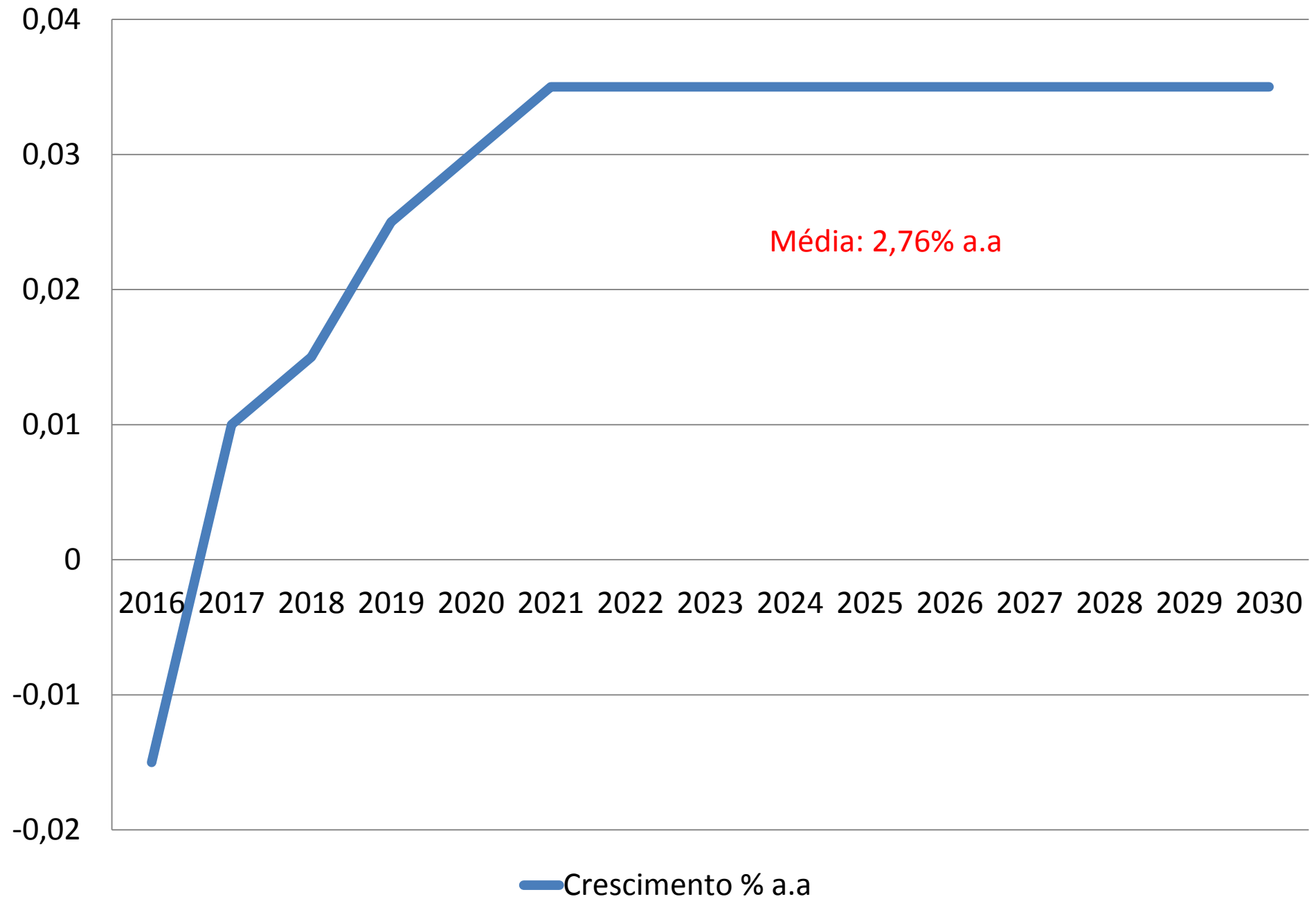


Simulação da Trajetória da DB/RCL

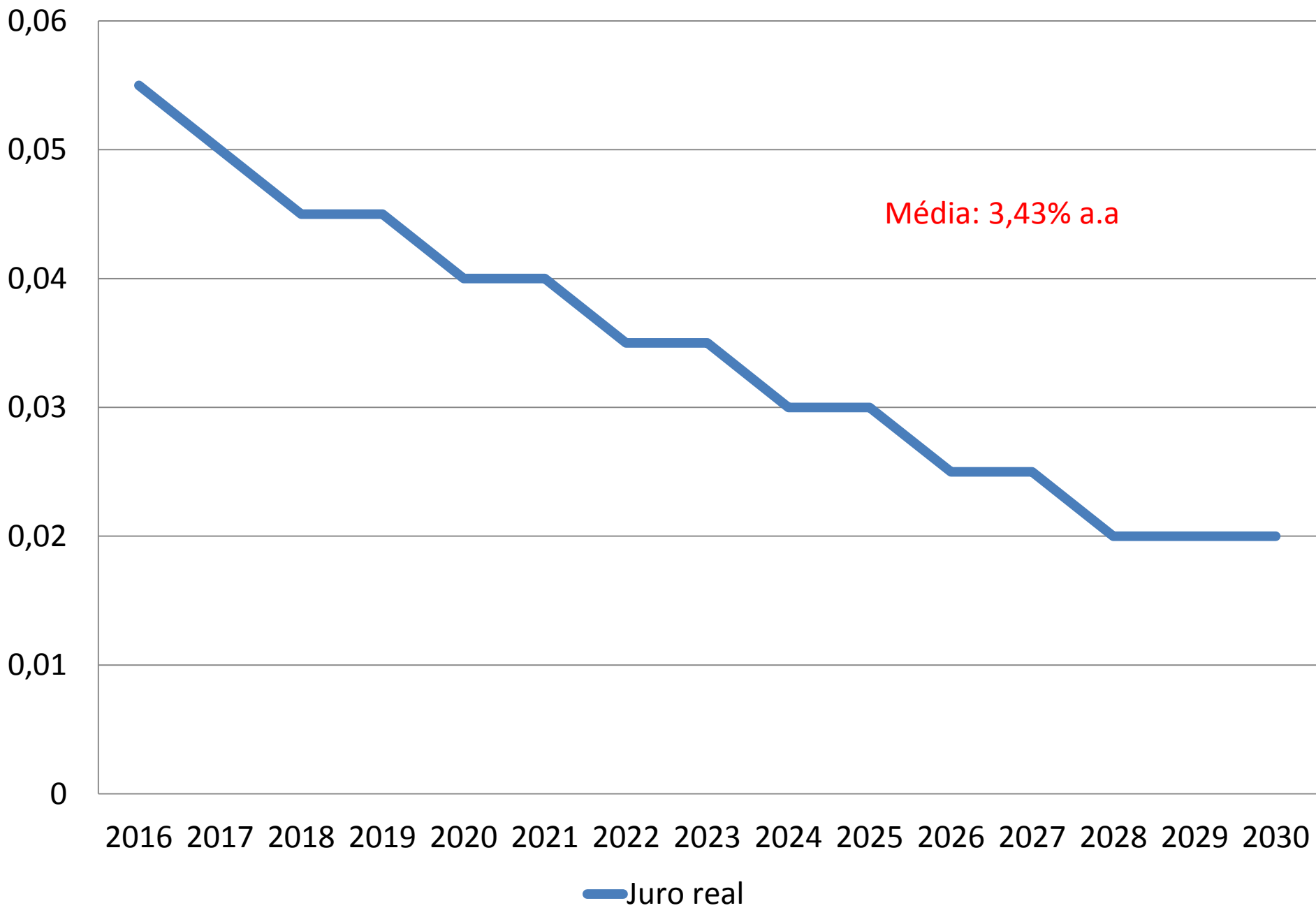
- Premissas:

- A elasticidade das receitas tributárias com respeito ao PIB é igual a um, de forma que a taxa real de crescimento das receitas correntes da União é igual a taxa de crescimento do PIB real.
- A economia brasileira irá crescer abaixo do seu potencial até 2020, apresentando uma aceleração gradual do crescimento a partir de 2017 (estamos supondo que em 2016, o crescimento ainda será negativo).
 - Seguindo o *Atlas de Complexidade Econômica*, supomos que o potencial de crescimento da economia brasileira no Longo-Prazo é 3,5% a.a.
- A aceleração do crescimento a partir de 2017 será puxado pelas exportações de manufaturados e pelo gradual relaxamento da política monetária, o qual deverá induzir um aumento gradual da demanda doméstica.
- A taxa real de juros irá apresentar uma tendência de redução bastante gradual (0,05 p.p a cada dois anos), convergindo para 2% a.a apenas em 2028.
- O superávit primário como proporção do PIB irá apresentar uma trajetória de aumento bastante gradual, convergindo para 3,5 % do PIB apenas em 2024.
- A carga tributária e o percentual das transferências da União para Estados e Municípios permanecem constantes (como percentual da RC) no mesmo nível de 2015 durante todo o exercício de simulação.
- O valor inicial da relação dívida bruta/receita corrente líquida é de 5,6.

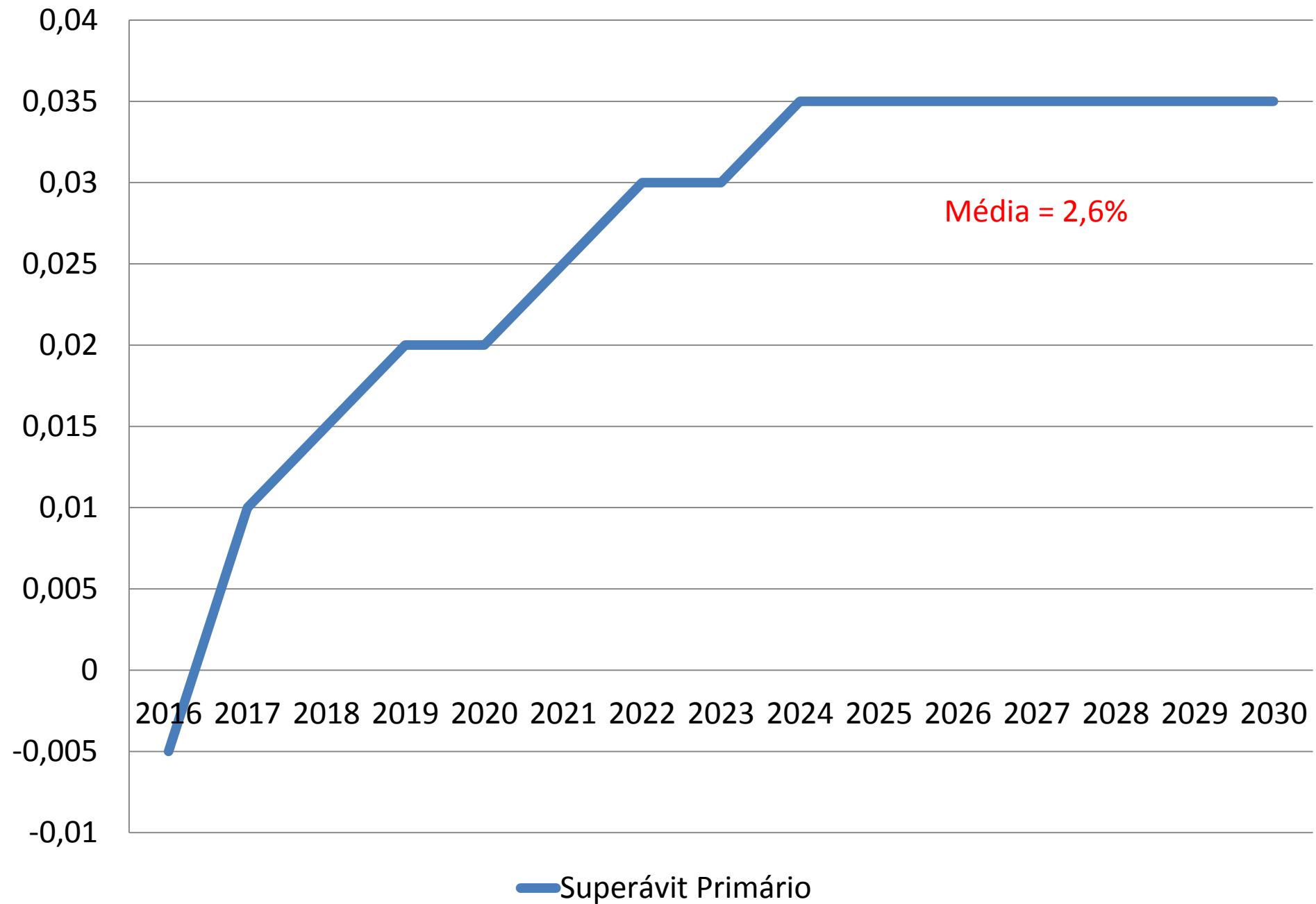
Crescimento do PIB Real (2016-2030)



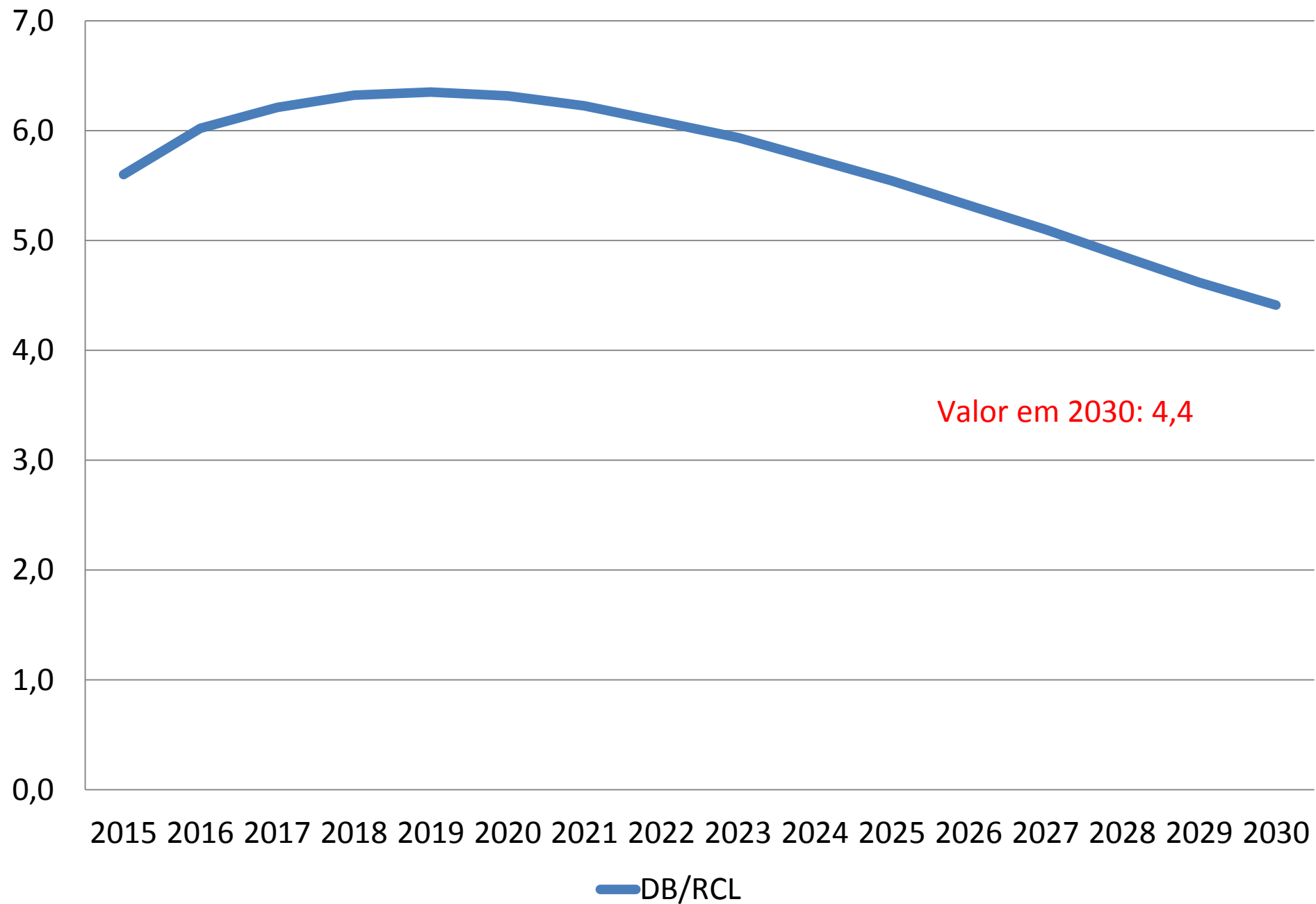
Taxa Real de Juros (2016-2030)



Superávit Primário (%PIB)



Dívida Bruta/Receita Corrente Líquida



Um limite para a dívida não aumentaria os juros?

- Argumento: o mercado anteciparia uma certa *probabilidade* para o evento “incapacidade da União de emitir dívida pública a partir de 2030”.
 - Aumento do risco de calote.
 - Elevação da taxa de juros requerida para o financiamento do governo no momento em que a nova legislação for aprovada.
 - A imposição de um limite para a dívida seria um “tiro no pé”.

Por que esse argumento é incorreto?

- O prazo médio de vencimento da dívida pública federal é muito inferior ao período de transição previsto no projeto.
 - Segundo dados divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional em Julho de 2015, temos:
 - O prazo médio de vencimento da dívida pública federal é de 4,58 anos (ou seja, 1/3 do período de transição).
 - O percentual da dívida pública federal vincenda em 12 meses é muito elevado: 21,19%.
- Ainda que o mercado acredite que existe uma probabilidade não desprezível da União não ser capaz de atender ao limite da relação DB/RCL em 2030, essas expectativas não teriam nenhum efeito sobre o custo de carregamento da dívida pública antes de 2025 !!!!
 - Mesmo após essa data e supondo esse cenário altamente improvável, o Tesouro pode ainda contornar esse problema aumentando o percentual de títulos públicos vincendos em 12 meses para “empurrar” o problema até 2030.

Resumo dos argumentos

- A introdução de uma regra fiscal é necessária para compatibilizar a flexibilidade no uso da política fiscal com a sustentabilidade da mesma no longo-prazo.
- A dívida pública brasileira é muito alta para padrões internacionais e precisa ser reduzida.
- A redução da dívida pública trará benefícios para o crescimento de longo-prazo da economia brasileira pois permitirá a manutenção da taxa de câmbio num patamar competitivo.
- A definição de um limite para a relação DB/RCL nos moldes do substitutivo encaminhado pelo Senador José Serra não exige a obtenção de superávits primários “draconianos” nos próximos anos, e não é incompatível com a retomada do crescimento da economia brasileira
 - O substitutivo incorpora uma série de flexibilidades e cláusulas de escape que tornam o mesmo uma regra fiscal bastante flexível.
- A imposição do teto para a relação DB/RCL não irá impor uma elevação do custo de financiamento do Tesouro ao longo do período de transição.
- Como economista profissional e cidadão brasileiro sou favorável a aprovação do projeto nos moldes do substitutivo do Senador José Serra.