

04/12/2015 - 05:00

## Por que limitar a dívida da União?

Por **José Luis Oreiro**

Na quarta-feira, 18 de novembro, participei da audiência pública da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal que debatia o PRS 84/2007 que estabelece limites para a dívida bruta da União. Na versão atual do projeto, de autoria do senador José Serra, a União disporia de um prazo de 15 anos para alcançar uma relação entre a dívida consolidada bruta e a receita corrente líquida de 4,4.

Atualmente o valor dessa relação é 5,6. Na versão proposta pelo senador Serra, nos primeiros cinco anos após a aprovação do PRS, a relação DCB/RCL poderá aumentar para 7,1; em função dos efeitos que o atual quadro recessivo da economia brasileira terá sobre a capacidade da União de gerar um resultado primário na magnitude necessária para iniciar o processo de redução da dívida consolidada. Para os dez anos seguintes, contudo, a recuperação do crescimento da economia brasileira, somada à flexibilização gradual da política monetária, a qual deverá levar a uma redução expressiva da taxa real de juros, deverão por a relação DCB/RCL em trajetória de queda, alcançando, sem grandes dificuldades, o valor estipulado pelo PRS no final de 2030.

### ***Ao contrário do senso comum entre os heterodoxos, nossa dívida pública é alta para padrões internacionais***

Para que possamos fazer uma avaliação objetiva do PRS 84/2007 duas perguntas devem ser respondidas. Em primeiro lugar, quais as razões de ordem econômica que justificariam a imposição de um limite (e redução do valor) para a relação DCB/RCL da União? Em segundo lugar, aceitando que existam razões econômicas para a imposição desse limite, os valores estabelecidos pelo PRS 84/2007 na versão do senador são factíveis, ou seja, podem ser alcançados a partir de valores razoáveis para a taxa de crescimento do PIB real, a taxa real de juros e o superávit primário da União?

Argumentarei na sequência que a resposta para ambas as perguntas é sim e que, portanto, o PRS 84/2007 na versão encaminhada pelo senador José Serra tem mérito para ser aprovada pelo Senado Federal.

Ao contrário do senso comum prevalecente entre uma parte dos economistas heterodoxos brasileiros, a dívida pública brasileira é alta para padrões internacionais. Isso porque a variável relevante para calcular o "peso do endividamento público" não é a relação dívida bruta/PIB, mas sim a relação dívida bruta/riqueza nacional líquida. Com efeito, a capacidade do setor privado - comprador último dos títulos públicos - de absorver os títulos do governo é medida pelo seu estoque de riqueza líquida, ou seja, a riqueza bruta menos o seu endividamento.

Enquanto países como a França possuem um estoque de riqueza líquida com relação ao PIB da ordem de 6, e o Reino Unido da ordem de 5, o Brasil possui uma relação da ordem de 2,5. Nessas condições enquanto a dívida bruta brasileira alcança 25% da riqueza nacional, no Reino Unido essa relação é de 17,64% e na França de apenas 15,93%. Ou seja, no Brasil a parcela da riqueza líquida do setor privado aplicada em títulos da dívida pública é consideravelmente maior do que em outros países, mesmo aqueles que foram atingidos em cheio pelos efeitos da crise financeira internacional de 2008.

Com base no risco financeiro crescente de Michael Kalecki, quanto maior a participação de um determinado ativo no portfólio do setor privado, menor será a diversificação de carteira, aumentando assim tanto o "risco do tomador" como o "risco do prestador". O resultado disso é que a taxa de juros requerida para a rolagem da dívida pública no Brasil terá que ser mais alta do que a observada em países como a França ou o Reino Unido, como, de fato, ocorre. Dessa forma, a redução da dívida bruta da União é parte fundamental da estratégia de redução da taxa de juros de longo prazo, fundamental para a retomada do crescimento da economia brasileira a taxas mais robustas.



No que se refere à factibilidade dos limites propostos, eu realizei uma [simulação para a trajetória da relação DCB/RCL para o período 2016-2030.](http://www.valor.com.br/imprensa/noticia-impresso/4341824) Adotei como pressupostos que: 1- 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; 2- a economia brasileira irá crescer abaixo do seu potencial até 2020, apresentando uma aceleração gradual do crescimento a partir de 2017 (estou supondo que em 2016, o crescimento ainda será negativo); 3- 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; 4 - a taxa real de juros irá apresentar uma tendência de redução bastante gradual (0,05 ponto percentual a cada dois anos), convergindo para 2% ao ano apenas em 2028; 5 - o superávit primário como proporção do PIB irá apresentar uma trajetória de aumento bastante gradual, convergindo para 3,5 % do PIB apenas em 2024 e, por fim; 6 - 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.

No exercício de simulação o superávit primário como proporção do PIB é suposto de 2,6% na média do período 2016-2030, o crescimento médio do PIB real é de 2,76% no período e o juro real médio é de 3,43% ao ano. Trata-se, portanto, de um cenário bastante razoável para um horizonte de 15 anos. Nessas condições o exercício de simulação aponta para uma queda gradual da relação DCB/RCL a partir de 2019 (ano em que atingirá o valor de 6,4), alcançando a meta de 4,4 no final de 2030.

Isso posto, existem razões objetivas para afirmar tanto a pertinência quanto a factibilidade do projeto de imposição de um teto para a dívida pública da União.

**José Luis Oreiro é professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.**

**E-mail: [jose.oreiro@ie.ufrj.br](mailto:jose.oreiro@ie.ufrj.br).**