

Sobre Queda de Juros e Aumento de Investimentos

Rubens Penha Cysne
20.11.2006

Este artigo inicia tratando de um ponto técnico que tem sido esquecido no debate da substituição de pagamento de juros sobre a dívida pública por novos investimentos públicos. Em seguida, concentra-se no excessivo otimismo que liga a queda dos juros à formação privada de capital produtivo.

Os juros têm caído e a inflação tem permanecido aproximadamente estável. Admitem os defensores da troca de juros por investimentos que este processo contínuo possa ser mantido nos próximos anos. Trata-se de hipótese questionável, que requer avaliação empírica adequada.

Mas há ainda outro problema, mais sutil, quando se provisiona no orçamento público um redirecionamento de recursos, de mesmo montante, de gastos outrora alocados em juros para novos gastos de investimentos.

Assume este raciocínio que a substituição de pagamentos de juros por investimentos públicos possa ser feita sem majorar a inflação, porque o déficit nominal fica constante. O problema é que, embora o déficit não se mova, move-se (para cima) a demanda agregada, pelo fato que juros a afetam via indireta (consumo privado) e investimentos públicos de forma direta. Isto posto, a hipótese de inflação constante fica prejudicada.

Quando caem de X unidades monetárias (u.m.) os juros pagos pelo governo ao setor privado, cai do mesmo montante a renda pessoal disponível. Isto posto, será o consumo privado que reagirá à queda dos juros, cedendo e diminuindo a demanda agregada por efeito renda. Esta diminuição será de cX , onde 'c' representa a propensão marginal a consumir. Um ponto importante a notar é que tal propensão 'c' é sempre inferior à unidade, tendo em vista que parte da renda dos indivíduos (em particular, dos rentistas do governo) se destina à poupança.

A concomitante compra de máquinas e equipamentos da parte do governo, por outro lado, impactará diretamente a demanda agregada no valor de X u.m. Isto posto, o efeito líquido inicial da troca de juros por investimentos, sem considerar efeitos dinâmicos, o que complicaria os cálculos pela necessidade de levar em consideração parâmetros relativos ao mercado de trabalho, será de $(1-c)X$.

A propensão a consumir a se considerar aqui é a marginal, no máximo igual à propensão média, que no Brasil tem se situado em torno de 0,75. Mas este dado de 0,75 leva em conta a população como um todo. É de se esperar que os rentistas dos títulos públicos situem-se nas camadas de maior poder aquisitivo da população, caso no qual o valor da propensão média a consumir tende a se situar em patamares inferiores a 0,75.

Isto posto, um valor para a propensão marginal dos rentistas da ordem de 0,5 não é hipótese de todo impalatável. Neste caso, pela fórmula anterior, o aumento imediato de demanda

decorrente da troca de despesa de juros por despesa de investimentos seria de $(1-0,5)X = 0,5 X$. Ou seja, a suposta troca não é neutra macroeconomicamente. Em termos de fomento inicial à demanda agregada, ela equivale a uma elevação de gastos do governo, mantendo constante os juros, da ordem de 50% do valor considerado da troca de despesa de investimentos por despesa de juros (X).

Este arrazoado não implica que não se possa trocar orçamentariamente menores despesas de juros por maiores despesas de investimentos. Mas apenas que isto não pode ser considerado na razão 1:1. **Na melhor das hipóteses (veja os dois sérios agravantes mencionados abaixo), um aumento conservador da despesa de investimentos públicos situar-se-ia em, aproximadamente, metade do valor da queda das despesas de juros.**

Dois agravantes, um novo e um já mencionado anteriormente: i) a possível elevação do consumo por efeito substituição quando da queda dos juros, fato que estamos desprezando aqui; ii) (mais importante) o fato de que todo este raciocínio baseia-se na premissa questionável que o juros de equilíbrio para manter a inflação atual possa ser, por um longo período de tempo, ainda menor do que aquele observado no momento, fato questionável que requer análise e comprovação empírica.

Os parágrafos anteriores versam sobre investimentos públicos. No tocante aos investimentos privados, há outro ponto a se observar. Costuma perceber-se um excessivo otimismo, em algumas avaliações, que diz respeito à possível elevação que a formação bruta de capital fixo poderia apresentar, no Brasil, face a uma queda dos juros. São vários os motivos pelos quais isto não se dá.

Primeiro, é preciso distinguir dois componentes na formação de investimentos: a formação bruta de capital (máquinas e equipamentos), que efetivamente eleva a capacidade produtiva do país, e as simples variações de estoques (carros nos pátios das montadoras). Boa parte da elevação imediata de investimentos que se observa quando caem os juros é do segundo tipo, o que contribui para elevar a razão capital/produto, mas não para alavancar o crescimento.

Segundo, o juro considerado por empresários que adquirem novas máquinas e equipamentos não é apenas o corrente, determinado pela Selic, mas toda a estrutura a termo ao longo do período de vida útil dos investimentos produtivos. A influência da taxa Selic sobre esta estrutura a termo é muito pequena e, em particular na presença de incerteza fiscal, pode ter uma sinalização inversa: juros mais baixos hoje indicando menor ênfase ao controle da inflação e, conseqüentemente, implicando em juros maiores daqui a algum tempo.

Terceiro, a incerteza da estrutura a termo e da regulação econômica percebida pelos empresários costuma ser extremamente elevada, em função não apenas de conhecidas polarizações políticas no seio de qualquer governo, mas também entre um governo e o seu sucessor.

Quarto, a Selic mede o custo de oportunidade de alocação de recursos em termos de aplicação em títulos públicos. Ocorre que este custo pode estar bastante dissociado daquele

com o qual boa parte dos investidores potenciais trabalham, aí incluídos os tomadores de créditos subsidiados na rede oficial e aqueles, no espectro diametralmente oposto, que fazem o hercúleo esforço de investir tomando empréstimos às taxas de mercado.

Rubens Penha Cysne (<http://www2.fgv.br/professor/rubens/>) é Professor da EPGE/FGV.