

# As Interconexões entre o Desequilíbrio Fiscal e as Operações do Banco Central e a Funcionalidade do Superávit Primário

Wander M. M Ulhôa<sup>1</sup>.

## Resumo:

O objetivo deste artigo é demonstrar que os desequilíbrios fiscais da União pouco ou nada se relacionam à execução orçamentária. Ao contrário, são causadas pelos custos das políticas monetárias e cambiais. O problema é que nenhuma dessas políticas (que são políticas públicas) está sujeita a qualquer restrição, afinal supõe-se que são sempre benéficas ao conjunto da sociedade. Por outro lado, entretanto, a operacionalização da política monetária e cambial apresenta elevados custos fiscais, donde exige-se a geração de excedente fiscal (superávit primário) para garantir a credibilidade da política econômica, especialmente no que diz respeito à sustentabilidade da dívida pública. É nessa perspectiva que o Superávit primário é a variável primaz da política fiscal.

**Palavras Chaves:** Desequilíbrio Fiscal; Política Monetária e Cambial; *Superávit Primário*.

## Área 3: Economia Brasileira

## Introdução

O ordenamento jurídico brasileiro da política fiscal possui características *sui generis* quando se trata das relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, sendo que parte expressiva destas foi determinada com a sanção da LRF. De forma resumida, podemos destacar as mais importantes, a saber:

Art. 7º: “O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais. O resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e será consignado em dotação específica no orçamento”

Art. 34: “O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar” (BRASIL, 2000).

Ainda, o Art. 164 (§ 3º) da Constituição Federal estabelece que “as disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central”. O efeito prático disto é que as ações do Banco Central – tipicamente financeiras e monetárias – são incorporadas aos resultados fiscais do setor público não financeiro. É assim que:

O banco central torna-se um **ente híbrido**: é monetário por essência mas acaba tratado como se fosse uma unidade fiscal no Brasil. Tal abrangência é peculiar porque o banco central é tratado como parte do setor público não financeiro no país (ou seja, não há diferença entre suas contas e suas ações e as do governo clássico), ao contrário do que acontece no resto do mundo que trata

---

<sup>1</sup> Doutorando em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia.

como banco central junto com o resto da economia, em meio aos financiadores do governo (AFONSO, 2010, p. 291).

Talvez o aspecto mais importante nesse contexto é que todas as operações do Banco Central ocorrem à revelia das regras orçamentárias e fiscais, em contraste absoluto às demais unidades que compõem o Poder Público em todas as esferas federativas, embora os custos derivados daquelas operações sejam suportados plenamente pelo Tesouro Nacional. O aspecto central a ser apreendido neste debate é, portanto, que as operações do Banco Central são realizadas à revelia das disponibilidades financeiras do Tesouro Nacional, e sem que se faça nenhum juízo de valor quanto a se os objetivos desejados estão sendo alcançados. Não menos importante, ainda não se considera quais são os impactos que estas operações geram para o conjunto da sociedade. Assim,

observar e controlar os custos fiscais associados a suas políticas é obrigação da autoridade monetária. Não se trata de limitar o escopo de ação do Banco Central, mas de ponderar que todas as suas ações devem ser precedidas de cuidadosa análise de custos e benefícios e, principalmente, devem manter consistência com todos os eixos da política econômica. Assim como deve acontecer com qualquer política pública, a ação do Estado no campo econômico deve seguir um princípio básico: respeitar a restrição orçamentária (SALTO et al, 2015, p. 11).

Do exposto, não se pode negligenciar que os resultados fiscais vistos apenas pelo âmbito das despesas primárias são insuficientes para explicar os déficits fiscais, sendo necessário, portanto, perscrutar as interconexões da política monetária e cambial e suas repercussões sobre os resultados do setor público. Adicionalmente, a necessidade do “ajuste fiscal” é suportada eminentemente pela política fiscal via incremento das receitas – não raro de forma regressiva – e pela redução das despesas primárias; enquanto o Banco Central operacionaliza a política monetária e cambial sem qualquer restrição. Neste sentido, o estoque da dívida pública é variável importante para entender os resultados fiscais do setor público brasileiro, não necessariamente em razão dos desequilíbrios que podem emergir da execução orçamentária. Ou seja: as receitas primárias seriam insuficientes para cobrir as despesas primárias, ocorrendo assim um déficit primário que será suportado pela emissão de títulos públicos. Na verdade, esta é apenas uma das possibilidades que, do ponto de vista histórico, não tem sido relevante. É temerário, no entanto, afirmar o mesmo quando se analisa a operacionalização da política monetária e cambial, cujos efeitos na variação do estoque da dívida pública são expressivos<sup>2</sup>. Isto ocorre porque

a política monetária é executada principalmente por meio de operações com títulos públicos federais e *swaps* cambiais. A carteira de títulos públicos federais de emissão do Tesouro Nacional é utilizada, sobretudo, para executar ações das políticas monetária e cambial, normalmente via operações de mercado aberto, enquanto as operações de *swaps* objetivam especificamente melhorar condições de liquidez, fornecer *hedge* cambial aos agentes econômicos e corrigir eventuais distorções observadas na curva de cupom cambial (BACEN, 2015, p. 45).

---

<sup>2</sup> Vale destacar, a partir de abril de 2002 o Banco Central passou a utilizar as operações de *swap* cambial como instrumento de proteção contra as variações da taxa de câmbio. No período imediatamente anterior, boa parte das operações de *hedge* cambial era realizada através das operações com títulos públicos indexados à variação cambial.

Aliás, o *modus operandi* do Banco Central, no que diz respeito à política monetária e cambial, pouco ou nada se alterou do ponto de vista histórico quando se toma a perspectiva dos impactos nas contas públicas. É o que doravante vamos apresentar.

## 1 Breve Histórico da Operacionalização da Política Monetária e Cambial

No período de 1994-2002, a expansão da dívida líquida do setor público, conforme visto na Tabela 1, é resultado quase que exclusivo da política cambial e monetária. A rigor, ancorava-se esta nas elevadas taxas de juros que serviram para financiar os desequilíbrios do balanço de pagamento e o custo de carregamento das reservas cambiais, gerado, em grande medida, pelos diferenciais de juros, e à rigidez da taxa de câmbio.

Tabela 1 – Dívida Líquida do Setor Público (% PIB): Período 1994 a 2002.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Dívida Total</b>	29,2	30,5	33,3	34,5	43,3	49,4	49,4	53,3	58,3
<b>Interna</b>	20,8	24,9	29,4	30,2	32,5	34,4	35,5	38,4	40,4
<b>Externa</b>	8,5	5,6	3,9	4,3	6,4	10,4	9,7	10,6	13,8

Fonte: BANCO CENTRAL – BACEN *apud* HERMANN (2006, p. 18).

Ademais, vale destacar que os choques de juros foram recorrentes no período em função das diversas crises internacionais (México, Leste da Ásia e Rússia), o que repercutiu numa redução expressiva da dívida pré-fixada em favor da dívida pós-fixada (SELIC) e indexada à taxa de câmbio. Como exemplo, a dívida pré-fixada perfazia 42,7% em 1995, sendo 37,8% a pós-fixada e 5,3% a dívida indexada ao câmbio. Em 1999, a composição por indexador modificou acentuadamente: pré-fixada 9,2%, pós-fixada 61,1% e câmbio 24,2%.

Observa-se, no intervalo 1998-2002, que a dívida líquida do setor público apresentou expansão considerável, o que pode ser justificado por elevadas taxas de juros que pretendiam obstar a queda das reservas cambiais diante da possibilidade de desvalorização cambial, o que acabou por ocorrer em 18 de Janeiro de 1999. Além disso, há que lembrar que os títulos indexados ao câmbio serviram de *hedge* ao sistema financeiro, especialmente a partir de 1997, contribuindo acentuadamente para a ascensão do endividamento público. Diante desse cenário, é inequívoco o fato de que o endividamento brasileiro no período em tela não é resultado do desequilíbrio das despesas primárias; ao contrário, suas origens estão na operacionalização da política monetária e cambial. O resultado desse processo não poderia ser diferente, qual seja: o forte crescimento das despesas financeiras desencadeou, por seu turno, a fragilização das contas fiscais do setor público. Tais proposições também são corroboradas por Terra (2011):

o que causou a ampliação das despesas financeiras a ponto de, em 1999, praticamente um terço das despesas públicas terem sido de natureza financeira, isto é, dedicarem-se a juros, amortizações e encargos da dívida pública? A resposta tem como essência o modo de operacionalização da política monetária de âncora cambial, em um contexto de economia aberta, sem controle efetivo dos fluxos internacionais de capital e com déficits em transações correntes. Por modo de operacionalização entendem-se os mecanismos pelos quais se efetivou a política monetária, quais sejam, elevadas taxas de juros ao longo de todo o período, e hedge cambial após 1997, levados a efeito por meio de títulos da dívida pública. Tais mecanismos fragilizaram as finanças públicas tanto diretamente, por serem despesas financeiras por elas imediatamente custeadas, quanto indiretamente, por terem causado desequilíbrios orçamentários ao setor público e, assim, novas despesas financeiras (TERRA, 2011, p. 93).

Vale destacar que nem mesmo a modificação da política monetária, em 21 de Junho de 1999, alterou aquele cenário. Nessa data, o Banco Central publicou o Decreto Nº 3.088, que estabeleceu a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para a fixação da política monetária, substituindo formalmente a âncora cambial como instrumento de estabilização monetária. Isso, do ponto de vista dos efeitos gerados no âmbito das contas públicas pouco ou nada alterou, pois o manejo da taxa de juro básica para fins da estabilidade monetária continuava sendo o principal instrumento de política monetária, afetando de forma significativa os resultados fiscais do setor público. Na realidade, o que se modificou foi a política fiscal em razão da sanção da LRF que estabeleceu parâmetros fiscais para garantir, dentre outros objetivos, o equilíbrio das contas públicas, contribuindo, assim, para a estabilidade monetária. Entretanto, o que efetivamente ganha importância no contexto fiscal é o superávit primário, cujo objetivo era (e ainda é) garantir credibilidade à política monetária via sustentabilidade intertemporal da dívida pública. Foi assim, portanto, que

a política fiscal, nessa perspectiva, incorporou o papel de fiadora do espaço de valorização do capital e de responsável por afastar o risco de default da dívida pública. O clamor favorável à consolidação fiscal virou lugar comum e mostrou-se parte inescapável da busca por credibilidade da política econômica. A mudança colocou em segundo plano o resultado fiscal tradicional (Necessidade de Financiamento do Setor Público – NFSP) e alçou ao lugar de principal indicador a visão de sustentabilidade da dívida. A relação dívida/PIB tornou-se a base das expectativas sobre o comportamento futuro da situação fiscal e a queda desse indicador aclamada como condição prévia da redução dos juros e da retomada do crescimento. Na fase das finanças globalizadas não era suficiente se ater a ideia de redução dos déficits públicos, mas ir à frente, pensando no tempo de valorização da riqueza financeira; o que exigia estar atento ao movimento intertemporal das contas públicas, pois, as alterações aí existentes influenciam as expectativas de ganho e as decisões de alocação das aplicações financeiras. A evolução da relação dívida/PIB, por sinalizar, com antecedência, o comportamento fiscal e as condições de financiamento público, transformou-se no parâmetro usado na definição da programação financeira e das ações na área fiscal (LOPREATO, 2005, p. 185).

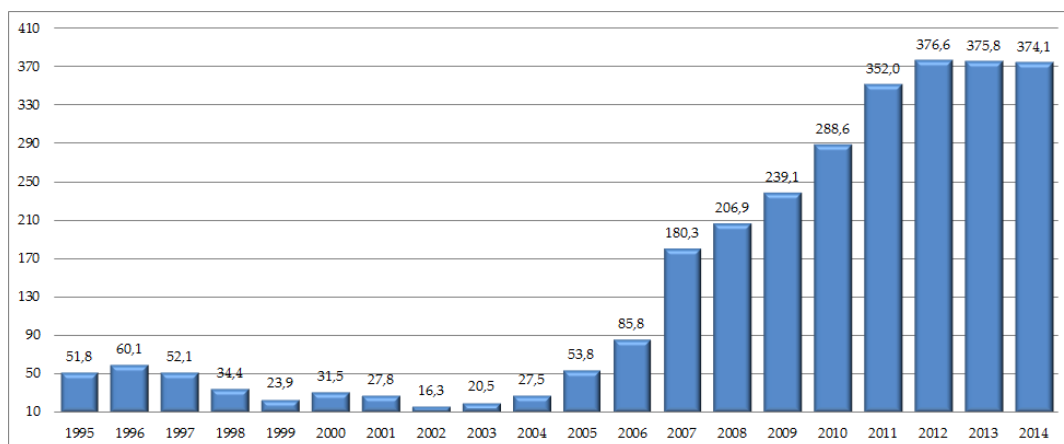
Nesse cenário, o resultado primário será alçado para além da política fiscal, pois o bom funcionamento da política econômica (metas de inflação e câmbio flutuante) deverá disponibilizar necessariamente excedente fiscal (superávit primário) para acomodar as variações do estoque da dívida pública causadas pelo manejo da política monetária e cambial. Tanto é assim que, já em

1999, antes mesmo da sanção da LRF, a LDO 2000 (Lei Nº 9.811, de 28 de Julho de 1999), no Art. 18, estabeleceu que:

a elaboração do projeto, a aprovação e a execução da lei orçamentária de 2000 deverão levar em conta a obtenção de um superávit primário de, no mínimo, 2,7% (dois vírgula sete por cento) do Produto Interno Bruto - PIB, sendo 2,6% (dois vírgula seis por cento) dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social, constando em anexo à proposta do texto da lei a metodologia de apuração desses resultados (BRASIL, 1999).

A partir daí, a execução orçamentário-financeira converte-se numa importante âncora à política monetária, de modo que o comportamento das receitas e despesas primárias estava quase exclusivamente condicionado à necessidade de garantir robustos superávits primários. Diante desse contexto, é possível afirmar que os superávits primários contribuíram de forma significativa para obstar a expansão da dívida pública, especialmente nos momentos de baixo crescimento econômico e instabilidades no cenário externo. É bem verdade, entretanto, que a partir dos anos 2000 – notadamente de 2004 à frente –, a expansão do PIB e das receitas tributárias também contribuíram para estabilizar a relação Dívida/PIB, amortecendo inclusive os efeitos gerados pela acumulação de reservas internacionais. Aliás, a partir de 2004, a forte liquidez no mercado financeiro internacional permitiu a expansão das reservas internacionais a patamares nunca antes alcançados. Para se ter ideia, entre 2004 e 2014, as reservas saíram de US\$ 27,4 bilhões, chegando a US\$ 374,1 bilhões, conforme se apresenta no Gráfico 1.

Gráfico 1 – Evolução das Reservas Internacionais (US\$ Bilhões)



Fonte: BACEN

Do ponto de vista macroeconômico, o acúmulo de reservas é visto quase sempre de uma perspectiva positiva, o que em parte não deixa de ser verdade. Entretanto, é comum negligenciar os custos fiscais ou pressupor que não há nada que fazer. Tal suposição baseia-se no fato de que o estoque de moeda conversível garante estabilidade às transações comerciais e financeiras, assim como reduz os prêmios de riscos no mercado externo para o setor público e, igualmente, para as

empresas privadas, de maneira que qualquer que fosse o custo fiscal intrínseco àquelas operações, ainda assim seriam inferiores aos benefícios de manter elevado estoque de reservas. Grosso modo, isso é o que pensa a autoridade monetária brasileira a respeito da manutenção das reservas internacionais.

Tal perspectiva é absolutamente contrária à boa prática da gestão pública, pois ignora que as decisões do gestor público sempre devem ser avaliadas pelos custos e os benefícios que podem gerar, assim como devem levar em consideração as restrições orçamentárias a que toda política pública está sujeita. Não se trata, obviamente, de negar a importância das reservas internacionais, mas de avaliar e quantificar, ainda que de forma aproximativa, os custos fiscais derivados daquelas operações. Isso permite, inclusive, que se faça algum juízo de valor se os objetivos desejados são compatíveis com as disponibilidades financeiras. Daí é possível arbitrar que para além de determinado volume de reservas o Banco Central adotaria algum instrumento de controle de entrada para as moedas conversíveis, obstando assim custos fiscais adicionais. Vejamos, então, como o acúmulo de reservas internacionais afeta os resultados das contas públicas.

## **2 Os Custos Fiscais do Aumento das Reservas Internacionais**

A expansão da base monetária para além das metas fixadas pela autoridade monetária pois, necessariamente, os dólares que entram na economia brasileira deveram ser convertidos em reais, que, em volumes pequenos, pouco alterariam os objetivos da política monetária. Todavia, este não é o caso brasileiro pois, conforme vimos acima, a entrada de dólares foi expressiva. O caminho natural é esterilizar os efeitos gerados pela expansão da base monetária via operações de mercado aberto – venda de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional, visto que o Banco Central não tem autorização para ele próprio emitir títulos para fins de política monetária.

Pode-se inferir que quanto maior a entrada de dólares, maior será a necessidade do Banco Central quanto a vender os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para esterilizar os efeitos da expansão da base monetária. O problema que emerge diz respeito aos diferenciais das taxas de juros que remuneram as reservas externas (estoque de reservas cambiais do BACEN) e as taxas pagas aos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional (estoque da dívida pública destinada a esterilizar a expansão da base monetária). Considerando que a maior parte das reservas estão aplicadas em títulos emitidos pelo Tesouro Americano, então se pode esperar que a remuneração média nem de perto alcance 1% a. a. De forma contrária, os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional estão em patamares próximos de 13,25% a.a. Mesmo considerando-se um período histórico maior, não há dúvida que o custo fiscal de carregamento das reservas para o Tesouro Nacional foi elevado. Na verdade, é possível aferir o custo de carregamento das reservas cambiais através daquilo que o Banco Central denomina

de “equalização cambial”, publicado nas Demonstrações Financeiras. De acordo com o Banco Central,

por meio da equalização cambial, que apresenta características semelhantes a uma operação de *swap*, o custo de carregamento das reservas internacionais (representado pela diferença entre a rentabilidade da reserva e o custo médio de captação do BCB) e o resultado das operações de *swap* cambial efetuadas no mercado interno são transferidos à União, por intermédio do Tesouro Nacional. Esses valores são calculados diariamente, sendo apurado o saldo a pagar ou a receber no último dia útil do semestre, o qual será liquidado financeiramente seguindo as mesmas regras estabelecidas para a transferência ou cobertura do resultado (BACEN, 2015, p. 19).

Dado o diferencial estrutural das taxas básicas de juros, externa e interna, os custos de manutenção das reservas quase sempre são negativos. Para se ter ideia, no 2º semestre de 2015 o custo de carregamento das reservas apresentou rentabilidade negativa de R\$ 112,404 bilhões. De forma semelhante, as operações de *swaps* ocorrem dentro desta mesma perspectiva, visto que essas operações são uma forma de *hedge* que o Banco Central oferece aos agentes com passivos em dólar<sup>3</sup>. Nesse caso o Banco Central troca posições no mercado, pois recebe juros – SELIC – e paga variação cambial. Assim, o Banco Central pode auferir lucro quando há desvalorização do dólar e prejuízo quando há valorização do dólar. Considerando, então, que o dólar comercial em 2015 teve alta de 48,75%, o Banco Central registrou prejuízo. É por isso então que as operações de *swaps* cambiais custaram ao Banco Central – Tesouro Nacional – R\$ 89,65 bilhões.

Mas, há que se considerar que a manutenção das reservas cambiais pode gerar lucros ou prejuízos, a depender do comportamento da taxa de câmbio. Por exemplo, quando ocorre a desvalorização da moeda nacional em relação à moeda conversível, o Banco Central apura lucro. Foi o que ocorreu no 2º semestre de 2015, quando o Banco Central apurou lucro de R\$ 176,540 bilhões. Pode-se argumentar, então, que a desvalorização cambial gera resultados positivos, permitindo assim que o Banco Central tenha lucro com estas operações e, posteriormente, os repassasse ao Tesouro Nacional, conforme determina a LRF. Entretanto, a Lei 11.803, de 05 de Novembro de 2008, no Art. 6º (§ 3º) estabelece que os resultados financeiros das operações com reservas cambiais realizadas pelo Banco Central devem ser destinados exclusivamente ao pagamento da dívida pública mobiliária federal. De modo contrário, a valorização cambial implicaria prejuízo, o que necessariamente deverá ser suportado pelo Tesouro Nacional através da emissão de novos títulos. Talvez o aspecto de maior relevância do exposto até o momento é que todas essas operações são realizadas pelo Banco Central à revelia de qualquer instrumento de controle e à margem das leis orçamentárias, a despeito de que os resultados do Banco Central repercutam integralmente nos resultados fiscais do setor público não financeiro. Não menos importante é o fato de que a expansão da dívida pública é quase que exclusivamente condicionada

---

<sup>3</sup> Na verdade, a maioria das operações de *swaps* cambiais é realizada por agentes que não possuem passivos em dólar, o que configura mera arbitragem.

pelas ações do Banco Central no âmbito da operacionalização da política monetária e cambial, mas, por outro lado, cabe exclusivamente à política fiscal garantir a sustentabilidade intertemporal da dívida pública.

Outro aspecto que não pode ser negligenciado é a expansão das operações compromissadas<sup>4</sup> que são realizadas pelo Banco Central e que tem a mesma finalidade dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, qual seja: controlar a liquidez do mercado bancário. Aqui, entretanto, cabe perguntar: porque o Banco Central não regula o nível de liquidez do sistema bancário apenas com os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional? Porque as operações compromissadas também são usadas para regular a liquidez do sistema bancário? Aliás, o próprio Banco Central esclarece que “o objetivo para a realização das operações compromissadas é o de administrar a liquidez do mercado de reserva bancária de forma a manter a taxa Selic efetiva próxima da meta estabelecida pelo Comitê de Política Monetária do BCB (Copom). Atualmente, o BCB realiza operações compromissadas tomadoras de recursos com prazos que variam de 1 a 180 dias” (BACEN, 2015, p. 16).

É possível argumentar que, dado o expressivo aumento das reservas cambiais e, por consequência, a forte exigência de esterilizar a expansão da base monetária, o Banco Central passou a usar outros meios como as operações compromissadas para enxugar o excesso de liquidez no mercado monetário. Talvez esta fosse uma hipótese plausível se estas operações não tivessem saído de R\$ 77,367 bilhões (3,2% PIB), em dezembro de 2006, para R\$ 1,005 trilhões (20% PIB), em junho de 2016, representando quase  $\frac{1}{3}$  do total da dívida mobiliária federal. Além disso, desde 2012 as reservas cambiais permanecem próximas a US\$ 375 bilhões, sendo que no mesmo período as operações compromissadas continuaram a crescer. Vejamos algumas visões que explicam esta expansão. Na visão ortodoxa, justifica-se a expansão das operações compromissadas da seguinte forma:

É sabido que as condições fiscais do Governo Federal têm se deteriorado acentuadamente. O Tesouro não rolava integralmente a dívida porque não aceitava os preços que o mercado estava disposto a pagar por seus títulos. Tendo em vista a crescente deterioração fiscal, os poupadores só aceitam comprar títulos públicos a taxas mais elevadas, que reflitam o risco representado por um Tesouro fragilizado. Este, por sua vez, não queria sancionar os preços oferecidos pelo mercado e se recusava a vender a quantidade de títulos necessária para rolar toda a dívida vincenda. Outra demanda do mercado, não sancionada pelo Tesouro, dizia respeito aos prazos e tipos de título. Em situação de incerteza e fragilidade fiscal, o mercado prefere títulos de prazo curto e vinculados à taxa Selic, pois isso reduz a incerteza quanto às decisões futuras do COPOM. [Assim], quando o Banco Central vai a mercado e retira a liquidez vendendo títulos de sua carteira em operações compromissadas de um dia (ou de poucos dias ou meses), ele faz exatamente o que o mercado quer: oferece títulos de prazo curtíssimo e que rendem a taxa Selic! (SERRA, 2015, p.7-8)

---

<sup>4</sup> De acordo com o Banco Central, operações compromissadas (BACEN, 2015, p. 15) “são operações em que ocorre uma compra à vista concomitante à assunção do compromisso de revenda em data futura (compromisso de revenda) ou uma venda à vista concomitante à assunção do compromisso de recompra em data futura (compromisso de recompra). No mercado externo, o BCB normalmente contrata com a mesma contraparte uma operação de venda com compromisso de recompra (*repo*) concomitantemente a uma compra com compromisso de revenda (*reverse repo*), sendo que a liquidação financeira dessas operações ocorre de maneira independente”.



Numa perspectiva menos ortodoxa, argumenta-se que a volatilidade nos mercados financeiros, especialmente após a crise de 2008, estimulou os gestores dos fundos de investimentos a rejeitarem ativos que exigiam a “marcação a mercado”. É o caso dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional. É bem verdade que os fundos de investimento são apenas uma fração dos ativos dos agentes que demandam títulos públicos, necessitando-se explicar, então, porque os demais agentes também passaram a preferir as operações compromissadas vis-à-vis aos títulos públicos. O argumento dos autores é o seguinte:

em momentos de elevada volatilidade nos mercados financeiros, um gestor de recursos pode preferir operações compromissadas em detrimento de títulos públicos, melhorando a gestão de risco de sua carteira. Deste ponto de vista, as operações compromissadas do Banco Central concorrem com as emissões de títulos públicos pelo Tesouro Nacional, podendo trazer alguma dificuldade para este último. [Além disso], as operações compromissadas podem contribuir para reduzir a volatilidade dos resultados da carteira de uma instituição financeira, mas isto não significa que estas operações sejam isentas de risco. Por exemplo, se uma operação compromissada deixar de ser honrada, ainda que haja títulos em garantia, estes estão sujeitos às condições de mercado e podem valer menos (ou mais) que a operação previamente acertada e não cumprida. Isto sugere que a questão não está na aceitação dos títulos do Tesouro (não há venda de títulos públicos para compra de outros ativos), pois o dinheiro continua sendo aplicado em operações que possuem tais títulos como garantia. Mas, a questão passa pela preferência pela não marcação a mercado (HIGA; AFONSO, 2009, p. 11-13).

Finalmente, argumenta-se que a expansão das operações compromissadas ocorreu de comum acordo entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, permitindo assim maior liberdade para emissões primárias de títulos públicos com o objetivo de financiar empréstimos aos bancos públicos e empresas estatais. Talvez o argumento fizesse sentido se as emissões não fossem recorrentes e se os volumes também não fossem demasiadamente elevados. O caso dos bancos públicos é emblemático. A partir de 2010, vê-se que as emissões primárias para financiar os empréstimos aos bancos públicos foram tão grandes que seria impossível não perceber a magnitude das operações nos relatórios de gestão fiscal, conforme mostra a Tabela 2.

Tabela 2 – Impacto dos Empréstimos do Tesouro Nacional  
a Bancos Públicos sobre a Dívida Mobiliária Federal: 2008-2014

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
0,6%	0,4%	11,2%	13,6%	21,0%	14,2%	15,2%

Fonte: Demonstrativos da Dívida Consolidada - Relatórios de Gestão Fiscal (2008/2014)  
apud TCU (2015, p. 588).

A maior parte das emissões primárias ocorreu para expandir o nível de consumo das famílias e o investimento das empresas privadas e públicas da economia brasileira, sendo o BNDES receptor do maior volume de recursos. De acordo com o Relatório de Captações Realizadas com Recursos do Tesouro Nacional publicado pelo BNDES – em 31/03/2016 –, o saldo devedor do BNDES soma R\$ 508,006 bilhões. Inclusive, a esse respeito o TCU, quando do julgamento das contas do Governo Federal do exercício de 2014, recomendou a rejeição das contas, dentre outros

motivos, em razão das emissões primárias contribuírem decisivamente para o incremento das taxas de juros implícitas<sup>5</sup> algo absolutamente desproporcional, dado que a taxa implícita depende, entre outras variáveis, do comportamento da SELIC, que, em 2013 e 2014, pouco ou nada se relacionava com as condições de financiamento da dívida pública, mas sim com a taxa de inflação, que situava além do centro da meta 4,5%. De qualquer forma, o parecer do TCU é taxativo:

a elevação da taxa de juros implícita – que assume trajetória ascendente a partir de 2012 – também é reflexo do aumento expressivo de concessões de crédito do Tesouro Nacional a bancos públicos por meio da emissão de títulos públicos, cujo saldo passou de R\$10,7 bilhões ao final de 2008, quando a prática se acentuou, para R\$514 bilhões em 2014, dos quais 98% referem-se ao BNDES, segundo dados consignados nos relatórios de gestão fiscal da União (TCU, 2015, p. 588).

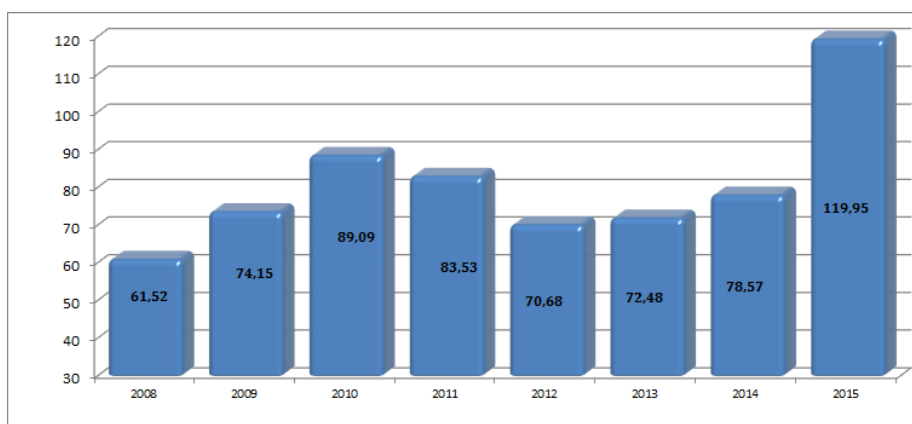
Todos os aspectos acima arrolados em alguma medida são variáveis que podem explicar a expansão da dívida pública mobiliária, seja pelas emissões primárias de títulos, seja pelas operações compromissadas, e que, ao fim e ao cabo, não mudam em nada a forma da coisa, a saber: geram impactos nos resultados fiscais. Mas pouco mencionada é a gestão da dívida mobiliária para fins de expandir o caixa financeiro do Governo Central. Numa palavra, aumentar as disponibilidades financeiras do Tesouro Nacional via emissão de títulos para além das necessidades para cobrir as despesas financeiras e as amortizações. Qual o efeito prático desta medida? Simplesmente aumentar os recursos financeiros para se antecipar as possíveis dificuldades ou resistência dos agentes econômicos em continuar a financiar as necessidades do Governo. Tal argumentação pressupõe que as condições políticas e fiscais podem se deteriorar ao ponto de os custos de captação se tornarem demasiadamente elevados, obrigando o Tesouro Nacional a usar o excesso de caixa para quitar as despesas financeiras e o principal sem a necessidade de novas emissões.

O exposto acima pode ser aferido através do volume de emissões primárias dos títulos da dívida pública. O Gráfico abaixo mostra o percentual de refinanciamento da DPMFi (Dívida Pública Mobiliária Federal Interna), podendo-se concluir que no ano de 2015 houve expansão do endividamento para além das necessidades das despesas financeiras e das amortizações, sendo que nos anos imediatamente anteriores a gestão da dívida pública é diferente. Percebe-se que, de 2008 até 2014, houve resgate dos títulos no mercado, o que não representou redução do endividamento, porque na outra ponta o Banco Central compensava a expansão da liquidez em razão dos resgates dos títulos através das operações compromissadas.

---

<sup>5</sup> De acordo com o BACEN (2015, p. 14), pode-se definir a taxa implícita da seguinte forma: “a DLSP é composta de passivos e ativos com diferentes taxas de remuneração. Por exemplo, a base monetária tem custo zero, a dívida mobiliária doméstica é remunerada por diferentes indexadores e a dívida externa tem remuneração atrelada à variação cambial e ao custo de captação no exterior. Assim, a taxa implícita representa a média das taxas de juros incidentes sobre passivos e ativos da DLSP”.

Gráfico 2 – Percentual de Refinanciamento\* da DPMFi

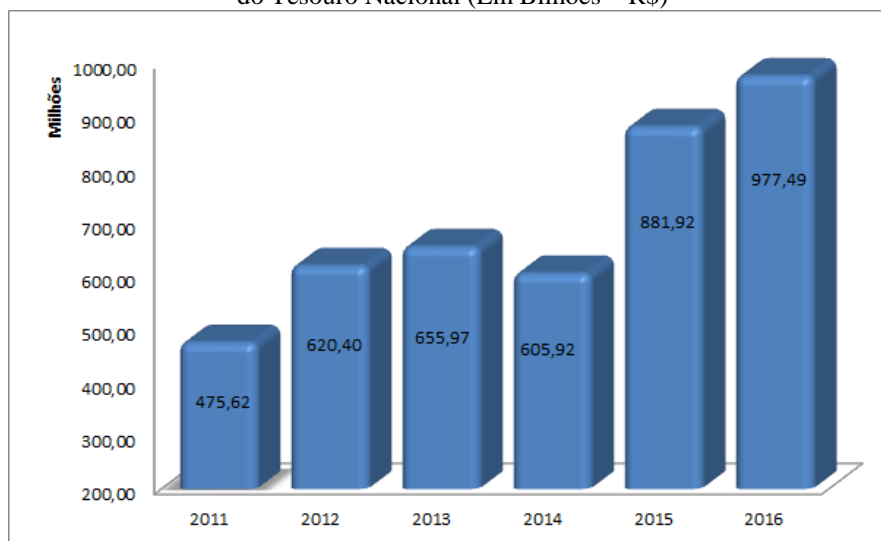


Fonte: Relatório Anual da Dívida Pública (2016, p. 27), STN.

É importante destacar que a gestão da dívida mobiliária para fins de expansão do caixa do Tesouro, na visão dos analistas de mercado, relaciona-se justamente com os desequilíbrios fiscais, pois demonstra a incapacidade do Estado de financiar a dívida pública no médio e longo prazos, e assim o Tesouro Nacional se antecipa na perspectiva de que no futuro o crédito ao Governo se reduzirá. O fato é que essa afirmação é apenas uma hipótese que, ao nosso juízo, tem pouca ou nenhuma aderência à realidade, afinal não há evidências científicas para comprová-las. Além disso, pode-se perguntar: se houve efetivamente desconfiança dos agentes quanto a capacidade de pagamento do Governo para honrar seus compromissos não seria óbvio que a demanda por estes papéis se reduzisse de imediato? Caso a remuneração dos títulos públicos caísse, os investidores encontrariam outras aplicações como essa, que pudessem associar risco, liquidez e remuneração, disponíveis no mercado brasileiro?

Tendo em vista esse contexto, é importante apreender que o incremento líquido da dívida pública no período recente nada ou pouco se relaciona com os desequilíbrios fiscais, mas com o excesso de prudência do Tesouro Nacional, gerando custos fiscais desnecessários. Assim, o Tesouro Nacional apenas sanciona uma demanda cativa e ávida por remunerar o excedente de capital que não encontra no mercado nenhum outro ativo que se aproxime das condições oferecidas (rentabilidade e liquidez) pelos títulos da dívida pública brasileira. O resultado do *modus operandi* da dívida pública brasileira, além dos custos fiscais, é a expansão sem precedentes de recursos financeiros na conta única do Tesouro Nacional, associada aos resultados recentes da valorização das reservas internacionais que, conforme destacamos acima, gerou uma transferência para a conta única do Tesouro Nacional, apenas no 2º semestre de 2015, de R\$ 176,54 bilhões. O Gráfico 3 mostra a evolução do saldo da conta única do Tesouro Nacional ao final de cada período. Observa-se que em 2015 e 2016 (1º semestre) os saldos alcançaram R\$ 881,92 e R\$ 977,49 bilhões, respectivamente.

Gráfico 3 – Saldo da Conta Única  
do Tesouro Nacional (Em Bilhões – R\$)



Fonte: Demonstrações Financeiras do BACEN, 2011-2016.

É surpreendente que o Tesouro mantenha em caixa um volume de recursos financeiros desta magnitude, ainda que ocorra a remuneração pela taxa média da rentabilidade dos títulos públicos federais existentes em carteira do BCB, enquanto que os custos para rolar os títulos nos mercados vêm crescendo acentuadamente, afetando de forma desproporcional as contas públicas. Assim, seria prudente que o Tesouro Nacional contribuísse para reduzir o endividamento público via recursos financeiros disponíveis no caixa único, o que é permitido pela Lei nº 11.803/2008. Da mesma forma, a redução das reservas cambiais pelo Banco Central também favoreceria a redução do endividamento público, assim como reduziria os custos de carregamento. O efeito global destas políticas contribuiria para melhorar os resultados fiscais, reduzindo o ônus que atualmente é suportado quase exclusivamente através da redução das despesas primárias e o aumento regressivo da carga tributária.

Considerando que esse cenário não é factível, na visão do Banco Central, resta gerar superávit primário suficiente para garantir a operacionalização da política monetária e cambial. Daí emerge a importância do superávit no âmbito da política fiscal.

### 3. A Funcionalidade do Superávit Primário

O desempenho da política fiscal é aferido, quase que exclusivamente, através dos superávits primários, os quais, é bem verdade, não podem ser dissociados do comportamento das receitas e das despesas. Mas, para os *policy makers* pouco importa se os resultados primários sejam obtidos com o aumento regressivo da carga tributária ou se as despesas sociais ou despesas de capital sejam reduzidas para alcançar as metas estabelecidas.

É neste contexto que o superávit primário ganha relevância no âmbito da política fiscal, afinal, é a variável que sanciona as expectativas dos credores no sentido de garantir a solvência do Estado, assegurando o pagamento dos serviços decorrentes do estoque da dívida pública. Isso nos permite afirmar que a condução da política fiscal se explica pela perspectiva da sustentabilidade da dívida, cujo parâmetro por excelência – na visão dos *policy makers* – é o resultado primário das contas públicas. É nessa perspectiva que o superávit primário é a variável primaz da política fiscal que, a rigor, tem como função suportar os custos da operacionalização da política monetária e cambial pois, em última instância, a magnitude da expansão da dívida pública é variável dependente daquelas políticas. É por isso que, se o estoque da dívida pública cresce, faz-se necessário que o superávit primário também aumente, para suportar o pagamento das despesas financeiras. Daí emerge, portanto, que

o histórico de prevalência do superávit primário como elemento chave da política fiscal tem relação direta com a elevação da sustentabilidade da dívida pública a uma posição de grande destaque no Novo Consenso Macroeconômico. De fato, a identificação de um padrão de sustentabilidade intertemporal para a evolução da dívida, numa composição entre a taxa de juros e a taxa de crescimento do produto, exigia que o lado fiscal fosse calibrado. O que, na verdade, já apontava para a precedência do lado financeiro sobre o lado real no regime de contas públicas (BIASOTO JÚNIOR, 2015, p. 17).

Sendo assim, as exigências do superávit primário se associam às vicissitudes da dívida pública que, por sua vez, são determinadas por variáveis macroeconômicas sobre as quais o Governo efetivamente não tem controle, embora possa influenciá-las indiretamente, a saber: juros, câmbio e ciclo econômico. Assim, as causas que efetivamente determinam o crescimento do estoque da dívida pública que se relaciona, em grande medida, com os níveis das taxas de juros, o crescimento do PIB e as oscilações da taxa de câmbio. Em outras palavras, o desequilíbrio das contas públicas só pode ser entendido em toda sua extensão a partir da operacionalização da política econômica, especialmente na sua dimensão monetária e cambial.

Percebe-se, portanto, a despeito dos desequilíbrios fiscais emergirem do “lado financeiro” é o “lado real” que efetivamente precisa gerar excedentes fiscais para manter a relação Dívida/PIB estável. Isso tem grande implicação para a execução orçamentário-financeira da despesa, pois as exigências do “ajuste” recaem, por imposição da LRF, nas despesas públicas. Vejamos como isto ocorre. Suponhamos, por exemplo, que em um determinado exercício financeiro as receitas se mostrem insuficientes para suportar o nível das despesas fixadas e concomitantemente alcançar a meta fiscal estabelecida. Na verdade, a LRF prevê – obviamente – que as receitas possam ser afetadas, por exemplo, pelas oscilações do ciclo econômico; mas a solução é pouco convencional, a saber:

Se verificado, ao final de um bimestre, que a realização da receita poderá não comportar o cumprimento das metas de resultado primário ou nominal estabelecidas no Anexo de Metas Fiscais, os Poderes e o Ministério Público promoverão, por ato próprio e nos montantes

necessários, nos trinta dias subsequentes, limitação de empenho e movimentação financeira, segundo os critérios fixados pela lei de diretrizes orçamentárias (BRASIL, 2000).

O que surpreende, entretanto, é que nem toda despesa poderá ser objeto de “limitação de empenho e movimentação financeira”. Eis o que diz o parágrafo 2º do Art. 9º: “Não serão objeto de limitação as despesas que constituam obrigações constitucionais e legais do ente, inclusive aquelas destinadas ao pagamento do serviço da dívida, e as ressalvadas pela lei de diretrizes orçamentárias” (BRASIL, 2000). Isso tem grandes implicações na ação do Estado, pois os graus de liberdade da política fiscal são dependentes da exigência de gerar excedentes fiscais na forma de superávit primários. Dessa maneira, é importante observar que o caráter discricionário da atuação do Estado se amplia nos momentos em que as despesas financeiras não pressionam demasiadamente as despesas primárias, as quais – não raro – funcionam como variável de ajuste à necessidade de incrementar o superávit primário. De modo oposto, quando da inflexão do ciclo econômico, há forte deterioração dos resultados fiscais, comprometendo assim o superávit e sendo exigida a redução das despesas primárias. Daí se pode afirmar que o superávit primário condiciona a execução orçamentário-financeira da despesa, até porque a LRF obriga que sejam estabelecidos anualmente no “Anexo de Metas Fiscais” da LDO os valores do resultado primário.

Vista dessa perspectiva, pode-se dizer que a funcionalidade do “Anexo de Metas Fiscais” é estabelecer parâmetros adequados ao cumprimento do superávit primário, garantindo a sustentabilidade intertemporal da dívida pública. Nesse sentido, as demais variáveis (receita e despesa) que também compõem o anexo deverão necessariamente convergir esforços para o cumprimento do superávit primário. Há, portanto, hierarquia de prioridades, cuja primazia é do superávit primário, não apenas porque é o principal indicador no que diz respeito à capacidade do Estado em honrar os compromissos financeiros derivados do estoque da dívida pública, mas também porque o superávit primário encontra-se no vértice da política macroeconômica.

Percebe-se, portanto, que o arcabouço institucional da política fiscal converge prioritariamente para manter a solvência do Estado, sem se preocupar com as demais variáveis macroeconômicas: emprego, renda, investimento, entre outros. Não é sem razão que no texto da LDO da União 2016 (Lei 13.242, de 30 de Dezembro de 2015) há clara referência à necessidade de garantir a sustentabilidade da dívida pública. Eis o que se lê: “Nesse sentido, anualmente, são estabelecidas metas de resultado primário no intento de garantir as condições econômicas necessárias para a manutenção do crescimento sustentado, o que inclui a sustentabilidade intertemporal da dívida pública” (BRASIL, 2015). Assim, é imperioso apreender que a sustentabilidade da dívida pública que é garantida via superávit primário não depende da discricionariedade do gestor público; ao contrário, é a mais abrangente regra fiscal fundada com a

LRF. É nessa perspectiva que emerge, também, no âmbito da LRF, parâmetros, por exemplo, para as despesas de pessoal, operações de crédito, renúncia fiscal, restos a pagar, entre outros.

É equivocado concluir que os fundamentos da política fiscal que emergiram com a publicação da LRF obstaram as ações discricionárias do gestor público. Também não se trata de afirmar que a política fiscal possua uma linearidade absoluta no sentido de não admitir “desvios” ou “flexibilização” das regras e normas, pois isso seria incompatível com o caráter cíclico da economia capitalista. Da mesma forma, é absurda a ideia de que as regras fiscais e orçamentárias não deem ao gestor público algum grau de discricionariedade, promovendo inclusive modificações que afetem, por exemplo, as relações federativas, renúncias fiscais, tributárias ou mesmo aumento do gasto público primário. Isso não muda em nada a forma da coisa, desde que os fundamentos fiscais sigam capazes de atender aos princípios fixados no ordenamento jurídico. O problema ocorre quando as diretrizes centrais da política fiscal passam a ser incompatíveis com as ações discricionárias do gestor público e (o que é mais grave) o que era discricionário torna-se permanente, pois transmutou-se em despesa pública permanente, impossibilitando a geração de superávits primários. Observa-se que esse cenário é tanto pior quanto mais intensa é a reversão do ciclo econômico, pois o nível de receita é insuficiente para suportar o incremento da despesa primária e *pari passu* manter as exigências das metas fiscais.

É por isso que os desequilíbrios fiscais estejam associados quase que exclusivamente à impossibilidade do setor público para cumprir o superávit primário, a despeito de que há inúmeras outras variáveis (juros e câmbio, por exemplo) que devem ser arroladas para diagnosticar as possíveis raízes do desequilíbrio fiscal. Portanto, se o superávit primário não for suficiente para estabilizar a trajetória ascendente da dívida pública, exige-se de imediato a adequação das despesas primárias, sem que se dê conta de que a operacionalização da política econômica baseada no regime de metas de inflação e no câmbio flutuante é, por si só, quesito suficiente para interferir nos resultados fiscais. Da mesma forma, negligencia-se o comportamento cíclico da economia, que é intrínseco à dinâmica capitalista, e pode afetar as receitas públicas; por consequência, os resultados fiscais. Desencadeia-se, a partir daí, a necessidade do “ajuste fiscal” para “equilibrar” as contas públicas, convergindo as despesas primárias às disponibilidades financeiras (receita efetivamente arrecadada), sendo que a intensidade e a abrangência do ajuste fiscal dependente da magnitude do superávit primário fixado na LDO.

É bem verdade, entretanto, que nos últimos anos o Governo usou amplamente instrumentos nada ortodoxos para o cumprimento do superávit primário, o que, na literatura especializada e jornalística convencionou-se chamar de “Contabilidade Criativa”. Isto ocorreu tanto em relação às receitas (via receitas extraordinárias) quanto das despesas (via, por exemplo, expansão dos restos a pagar). Isso foi inclusive objeto de fortes críticas por diversos analistas, pois os resultados primários

estavam sendo obtidos por meios frágeis que não poderiam se sustentar no longo-prazo. A rigor, o próprio mercado financeiro – ou melhor, os credores da dívida pública – deu pouca ou nenhuma atenção aos meios utilizados para alcançar o superávit primário, até porque a trajetória intertemporal da dívida pública (independente do conceito: líquida ou bruta) se mostrava adequada em relação ao PIB, ao menos até 2014. Isso corrobora o que havíamos afirmado acima: o importante para os credores da dívida pública é o cumprimento do superávit primário, não importando os meios para alcançá-lo.

Não se trata de desconhecer que a chamada “Contabilidade Criativa” embaraçava os resultados fiscais, obscurecendo em alguma medida a verdadeira capacidade do Governo de gerar excedente fiscal suficiente para manter a trajetória da dívida pública em patamares adequados. Isso é apenas uma parte da história – portanto, insuficiente para explicar o desarranjo fiscal; nem mesmo se pode dizer que o problema era determinado por falta de “transparência fiscal”, que afeta a “credibilidade” da autoridade fiscal. O fato é que o baixo dinamismo econômico afetou fortemente o comportamento das receitas públicas, as quais, durante vários anos, cresceram em patamares superiores ao produto, sancionando assim o crescimento das despesas primárias sem comprometer as metas do superávit primário. Assim, o problema aparece quando as receitas são insuficientes para compatibilizar a execução orçamentário-financeira da despesa primária às necessidades de gerar superávits primários. Se não bastasse o cenário ora descrito, a política monetária restritiva incorpora, a partir de 2013, peso adicional às despesas financeiras, exigindo esforço fiscal ainda maior.

Além disso, é bom esclarecer que de modo algum reconhecemos no crescimento das despesas primárias, a origem dos desequilíbrios fiscais; até porque a expansão dos gastos públicos só foi possível porque as receitas foram suficientes para sancioná-la e *pari passu* cumprir as exigências do superávit primário. Se houvesse insuficiência de recursos financeiros, a prioridade não seria a execução da despesa primária, mas o cumprimento do superávit primário, afinal; a partir do momento que se estabelece no âmbito da LDO o resultado que deverá ser alcançado, a discricionariedade do gestor público se reduz. E, embora reconheçamos que as metas podem ser modificadas ao longo do exercício, pode haver também a postergação de despesas para o exercício seguinte (restos a pagar), busca de receitas atípicas etc. De qualquer forma, o que queremos chamar a atenção é para o fato de que esses artifícios não podem ser mantidos por longos períodos, e não foram eles os responsáveis pelo desequilíbrio fiscal. Cabe então perguntar: qual a magnitude do que se convencionou chamar de “Contabilidade Criativa”? De acordo com o TCU (2015, p. 37) os passivos da União decorrentes dos atrasos de recursos financeiros ao BB, BNDES e FGTS somaram R\$ 40,25 bilhões em 2014, sendo que no “Relatório Preliminar de Contas da República: Exercício 2015” o TCU (2016) destacou que



no decorrer do exercício de 2015, o governo federal realizou pagamentos dos passivos junto aos dois bancos públicos [BB e BNDES] e ao FGTS, no montante de R\$ 74,1 bilhões, dos quais R\$ 21 bilhões referiam-se a 2015 e R\$ 53,1 bilhões eram destinados a recompor atrasos de anos anteriores. Destaco que aproximadamente R\$ 4,5 bilhões dizem respeito ao pagamento de juros por atraso. Mais especificamente, esses pagamentos, que vinham sendo acumulados desde o ano de 2010, ocorreram tanto por meio de despesas de exercícios anteriores (restos a pagar) quanto por despesas do próprio exercício (TCU, 2016, p. 130).

Tendo em vista as considerações do TCU, pode-se inferir, então, que nesse período o superávit primário não indicava efetivamente a capacidade do Governo para honrar suas despesas financeiras, pois parte das despesas primárias não haviam sido deduzidas das receitas, de maneira que o resultado primário deveria, a rigor, ser menor do que o divulgado. Mas quanto menor? Se considerarmos o resultado primário no período 2010-2014, temos algo em torno de 9,1% do PIB, o que equivale, em valores (considerando o PIB de 2014), a algo em torno de R\$ 558,79 bilhões. Deduzindo as chamadas “pedaladas fiscais” (R\$ 74,1 bilhões), ainda assim o superávit primário seria de R\$ 484,69 bilhões. As demonstrações ora apresentadas – ainda que simplistas e podendo conter alguma margem de erro – evidenciam que as “pedaladas fiscais” são insuficientes para justificar os desequilíbrios fiscais. Mais que isso: por que motivo, então, os credores da dívida pública demoraram tanto para perceber que estavam sendo “enganados” pelo Governo?

O fato é que nesse período (2010-2014), embora se reconheça que o esforço fiscal fosse declinante, ainda assim era suficiente para garantir a sustentabilidade intertemporal da dívida pública e, não menos importante, que as condições macroeconômicas não indicavam nenhuma deterioração abrupta das expectativas dos agentes econômicos (exceto em meados de 2014, quando há sinais claros de reversão do ciclo econômico) que pudesse romper com as convenções daquele momento, ameaçando assim os resultados fiscais. Tanto é verdade que as taxas de crescimento econômico são adequadas, a saber: 2010 (7,6%), 2011 (3,9%), 2012 (1,8%), 2013 (2,7%) e 2014 (0,1%). Diante desse contexto, julgamos que não havia motivo algum para que os credores da dívida pública duvidassem da capacidade do Estado em honrar seus compromissos. É por isso inclusive, que o mercado “fecha os olhos” para os malabarismos fiscais do Governo. Até porque, conforme destacamos acima, eles por si só modificam apenas na margem os resultados fiscais. Não discutimos aqui a natureza jurídica daquelas operações (se é ou não operação de crédito), mas apenas analisamos e fazemos juízo de valor do ponto de vista da dimensão financeira.

Diante dessas considerações, cabe questionar: que fatores podem explicar a queda do superávit primário? As informações estatísticas em meados de 2014 já evidenciavam redução relevante do nível de atividade econômica, conforme visto acima, cujos efeitos na arrecadação tributária foram ainda mais intensos. Se considerarmos apenas as receitas do Tesouro Nacional a arrecadação, por exemplo, em 2014 foi de R\$ 883,27 bilhões, sendo que em 2013 foi de R\$ 871,15

bilhões. Isso equivale a uma queda real da receita primária. No sentido oposto, as despesas primárias tiveram aumento real, dado o elevado patamar de rigidez e a forte indexação, passando de R\$ 552,99 bilhões (2013) para R\$ 633,54 bilhões (2014), com aumento nominal de R\$ 14,6%. Inclusive, o argumento ora apresentado foi defendido pelo TCU (2016) para justificar a redução do superávit primário. Eis as ponderações:

[houve] crescimento real da receita até 2013, quando a tendência se reverteu. Por outro lado, em todo o período houve o crescimento real da despesa. O resultado primário, essencialmente consequência desses dois comportamentos, apresentou ligeira baixa em 2009 e manteve a tendência ao crescimento até início de 2012. Em meados de 2012, o processo se inverteu, sendo que, a partir do segundo trimestre de 2013, a redução dos valores dos resultados primários intensificou-se, em meados de 2014 esses passam a ser deficitários, sendo os resultados primários de 2015 os piores de todo o período analisado (TCU, 2016, p. 68).

O propósito do exposto acima é simplesmente evidenciar que a redução do superávit primário é explicado, em grande medida, pela queda das receitas a partir de 2014 e o aumento real das despesas. Todo o esforço ora empreendido é para demonstrar que as chamadas “pedaladas fiscais” têm muito peso político e pouco poder explicativo na dimensão que efetivamente interessa, qual seja: os resultados das contas públicas. Sem desconsiderar, obviamente, outros quesitos importantes, como é o caso das desonerações tributárias, assim como a dinâmica de crescimento real das despesas primárias em patamares superiores ao PIB.

O argumento não é, de modo algum, a defesa intransigente de que as despesas primárias, especialmente aquelas em favor das políticas públicas distributivas, sejam reduzidas ou contingenciadas para gerar excedente fiscal suficiente para suportar o peso dos encargos financeiros. Na verdade, o que desejamos esclarecer é que não se pode perder a lucidez que nem mesmo os gastos sociais poderão crescer *ad infinitum* acima do produto, devendo resguardar algum mecanismo que seja compatível, por exemplo, com o desempenho das receitas. Além disso, pode-se admitir a possibilidade de crescimento acima do produto, desde que o Estado seja capaz de hierarquizar suas prioridades, podendo assim reduzir a ênfase na política de desoneração tributária em favor das políticas sociais. Em síntese, não se pode perder o sentido de que as receitas e despesas, no longo prazo, devam necessariamente convergir para patamares próximos, embora no curto prazo isso não faça sentido algum em razão da natureza cíclica da economia capitalista, ou seja, o Estado pode (e deve) incorrer em déficits (preferencialmente no orçamento de capital) para recompor os níveis de gastos e as expectativas dos empresários.

Mas, a despeito das considerações acima, a visão dominante nos meios de comunicação e acadêmicos defendem que a política fiscal (via superávit primário) garanta a sustentabilidade intertemporal da dívida pública, na medida em que o comportamento das receitas e despesas primárias seja subordinado àquela premissa. Nesse sentido, a política fiscal perde todo seu conteúdo, particularmente na perspectiva keynesiana, convertendo, desta forma, os instrumentos de

política fiscal (tributação e gasto, por exemplo) em “âncora” da política monetária, cuja ênfase é quase que exclusivamente dominada pelo processo de estabilização monetária e a estabilidade da dívida pública. Nessa perspectiva, a política fiscal só terá sucesso se e somente se alcançar superávit primário necessário ao equilíbrio das contas públicas. Isto faz do superávit primário uma “verdade universal”, algo dogmático. É o que doravante vamos demonstrar.

#### 4 A Visão Dogmática do Superávit Primário

É surpreendente a abrangência e a intensidade com que essas ideias se converteram em verdade universal, sem abertura alguma para o dissenso. É nessa perspectiva que afirmamos que os instrumentos de política fiscal baseados no superávit primário são dogmáticos. Até mesmo o TCU transcende suas funções (de apreciar, fiscalizar, prestar informações ao Congresso Nacional, entre outras) para exigir e manifestar juízo de valor a respeito da natureza da política fiscal, como se fosse possível executar somente aquela em detrimento a tantas outras escolhas que, inclusive, são escolhas políticas. Isso que dizemos pode ser evidenciado em vários documentos do TCU. Separamos aqui apenas algumas partes. Eis o que se lê:

a deterioração do resultado primário desde meados de 2011 sugere uma mudança do regime fiscal. Uma mudança desse regime se caracteriza por uma troca de foco de política. No presente caso, a política fiscal engendrada pelo Plano Real tinha como foco compatibilizar os resultados fiscais, especificamente o primário, com uma trajetória sustentável da dívida pública. Nesse contexto, o superávit primário respondia positivamente a mudanças na dívida pública, isto é, para um dado incremento da dívida pública, **o superávit primário deveria aumentar num montante necessário e suficiente para manter uma trajetória da dívida não explosiva**. Esse raciocínio pode ser estendido para uma análise ao longo do tempo, de forma que, mesmo com breves inversões do sinal do resultado primário em decorrência de medidas de política fiscal anticíclica, como no caso da crise do *subprime*, **a política fiscal deve retornar ao seu papel passivo de zelar pela estabilidade da razão dívida/PIB**. Assim, considerando os indicadores dos anos recentes, pode-se inferir que a política fiscal proposta pelo Plano Real foi abandonada em prol de uma política que conduz a uma dívida pública não sustentável. (TCU, 2016, p. 15, grifo nosso). **Até 2009, o governo vinha adotando uma política fiscal alinhada com o chamado tripé macroeconômico:** ajuste fiscal, sistema de metas de inflação e flexibilização cambial por meio da adoção de câmbio flutuante. Tais medidas foram essenciais para o crescimento econômico sustentado verificado no País a partir do ano 2000. (TCU, 2016, p. 126, grifo nosso).

O superávit primário, nessa visão, é algo indiscutível; mas o que poucos se dão conta é que não há metodologia definida no ordenamento jurídico que estabeleça os critérios que deverão ser utilizados. A despeito de a LRF (Art. 30, § 1º, IV) exigir que o Presidente da República encaminhe ao Senado Federal proposta de metodologia de apuração dos resultados primário e nominal, o que, a rigor, aconteceu recentemente e, entretanto, segue sem apreciação pelo Senado Federal. O mais curioso disto tudo é que anualmente são julgadas as contas públicas sem que se tenha definido quais os procedimentos metodológicos que os entes federados devam utilizar. É nessa perspectiva, inclusive, que o TCU (Acórdão nº 7.469/2012) argumenta que a metodologia de apuração do resultado primário do setor público consolidado é distinta entre si, pois utilizam-se critérios de apuração que não são compatíveis, conforme visto no Quadro 1.

Quadro 1 – Métodos de Apuração de Resultados Fiscais

	<b>Lei 9.496/97</b>	<b>Bacen</b>	<b>Manuais STN</b>
<b>Controle do endividamento</b>	Pela lógica bruta: a dívida financeira	Pela lógica líquida: a DLSP	Pela lógica líquida: a DCL
<b>Endividamento</b>	Valores tanto de curto quanto de longo prazo, englobando os originados de contratos e da emissão de títulos	Valores tanto de curto quanto de longo prazo, apenas os sancionados pelo sistema financeiro	Apenas valores de longo prazo, englobando leis, contratos, convênios, tratados e operações de crédito
<b>Conceito de fluxo compatível com a variação do endividamento a ser controlado</b>	Sim	Sim	Não
<b>Apuração da receita primária</b>	Regime de arrecadação	Regime de caixa	Regime de arrecadação
<b>Apuração da despesa primária</b>	Regime de empenho	Regime de caixa	Regime de liquidação

Fonte: Acórdão nº: 7.469/2012

Isso ocorre, dentre outros motivos, porque os governos municipais e estaduais consideram as despesas empenhadas e liquidadas, sendo que a União considera as despesas pagas para apuração dos resultados primários, o que *per se* já é suficiente para desacreditar os resultados obtidos. As conclusões não deixam margem para dúvida: “deste modo, vê-se que as metodologias mencionadas apresentam pontos divergentes entre si e que nenhuma delas está integralmente concordante com os conceitos e aderente à lógica do controle do endividamento previsto pela LRF e pelas Resoluções do Senado Federal, que estabelecem o arcabouço legal básico relacionado ao assunto ora tratado” (TCU, Acórdão nº 7.469/2012). Ora, se não há nenhuma metodologia definida que estabeleça, por exemplo, quais as receitas que efetivamente devem compor os resultados fiscais e, da mesma forma, que despesas podem ou não ser deduzidas para fins da apuração do superávit primário, então, como se pode julgar se os parâmetros não estão fixados no ordenamento jurídico? Verifica-se, portanto, que existe um vácuo quanto aos quesitos metodológicos, permitindo assim que as apurações realizadas no âmbito do TCU sejam meramente pessoais, arbitradas de acordo com a conveniência de cada Ministro. Vejamos um exemplo do que acabamos de expor:

Tem-se utilizado o Poder Executivo de procedimentos heterodoxos de contabilização de receitas atípicas, da utilização de *float* de restos a pagar, de exclusão de empresas da abrangência institucional de apuração do resultado e de exclusão de despesas no âmbito do PAC para informar à sociedade um resultado primário que não se mostra sustentável se dele forem excluídos alguns valores resultantes desses procedimentos atípicos (TCU, 2014, p. 15).

Tendo em vista aquelas ponderações, é lícito perguntar: qual ordenamento jurídico definiu o que são e o que não são receitas atípicas? Mas, antes disto, poderíamos indagar: as receitas atípicas representam alguma modalidade monetária que não pode saldar dívidas? As receitas derivadas de

dividendos das instituições financeiras oficiais podem ser apuradas para fins do resultado primário? Há limites na legislação fiscal que impeçam a formação de restos a pagar, exceto aqueles previstos no Art. 42? Excluir as despesas de capital do superávit primário, mesmo havendo previsão na LDO, em razão do baixo dinamismo do ciclo econômico, afetaria permanentemente as expectativas dos credores da dívida pública? Finalmente, poderíamos perguntar: qual é a magnitude necessária do superávit primário, para informar a sociedade?

O que desejamos demonstrar é que as instituições do Estado (Banco Central, Ministério da Fazenda, TCU etc.) incorporaram pressupostos em relação à política fiscal sem qualquer evidência científica, como se estas fossem verdades absolutas e, ainda pior, tomam decisões sem lastro no ordenamento jurídico. Isso apenas corrobora nossa tese de que a visão da política fiscal e, particularmente do resultado primário, é dogmática, baseada em princípios acadêmicos ortodoxos guiados por uma lógica eminentemente financeira e que negligencia a capacidade do Estado (seja do ponto de vista do gasto, seja da tributação) de atenuar as instabilidades do ciclo econômico e de interferir no processo de distribuição de riqueza. Neste aspecto, a importância do Estado se amplia, enquanto agente estruturante das relações econômicas e sociais, tendo assim papel imprescindível à sociabilidade capitalista, especialmente nos casos de economia de capitalismo retardatário. Diante destas assertivas, não é demais considerar que os resultados primários do setor público consolidado tratam-se muito mais de uma questão de “*fé*” do que um fundamento macroeconômico. De qualquer maneira, sendo ou não uma questão de “*fé*”, o fato é que o resultado primário é variável primaz da política fiscal, amplamente reconhecida e aceita pelo capital financeiro, instituições de risco e agências de financiamento externo; e, não menos importante, pela “mídia imparcial e esclarecida” responsável por informar aos cidadãos comuns que a natureza do desequilíbrio fiscal é resultado da inépcia da gestão pública que é incapaz de obstar o crescimento das despesas públicas – primárias – diante da inflexão das receitas.

Nessa perspectiva, é importante destacar que a redução das receitas públicas não raro ocorrem em função do ciclo econômico, de modo que os parâmetros fixados na LDO podem não ser alcançados por fatores que em nada se relacionam com as decisões tomadas pelos gestores públicos, por exemplo. O caso mais emblemático, no período recente, foi a crise de 2008. Assim, do ponto de vista da LRF, há pouco ou nenhum espaço para adequar as oscilações da atividade econômica às necessidades de cumprir o superávit primário. Isso ocorre porque os parâmetros sempre são dados numa perspectiva anual e também por valores fixos, sendo que o prudente seria adotar bandas (intervalos) para absorver as mudanças imprevisíveis do ciclo econômico que podem, por exemplo, alterar o montante das receitas arrecadadas. Visto nesse contexto, não faz sentido algum fixar o resultado primário *ex-ante*, em especial se considerarmos o período de apenas 12 meses, como é de praxe; assim como não há parâmetros científicos que expliquem o porquê deste e não aquele

resultado do superávit. Afinal, o que determina ou não a necessidade de superávit são as variáveis taxa de juros, câmbio e crescimento, as quais são conhecidas somente *ex-post* e, não raro, são explicadas por fenômenos absolutamente estranhos à dinâmica da economia brasileira. O problema que emerge daí é que o debate público e o acadêmico parte do suposto de que a gênese dos desequilíbrios fiscais se explica exclusivamente pela execução orçamentário-financeira das despesas primárias, sem observar que o resultado nominal deteriorou-se de forma bem mais intensa.

Tanto é assim que só se percebe o desequilíbrio fiscal quando da inflexão do resultado primário. Se considerarmos, por exemplo, o período de 2003 a 2010, os resultados primários são robustos, conforme visto na Tabela 3, ainda que insuficientes para dar conta das despesas com juros. Mas no período subsequente (2011-2014), os resultados primários são declinantes, até que em 2014 apura-se déficit primário (0,60% PIB). O resultado é suficiente para configurar, na perspectiva dos credores da dívida pública, um desequilíbrio fiscal com tendência “intertemporal” do Estado tornar-se insolvente.

Tabela 3 – Resultado Primário, Juros Nominais e NFSP (% do PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
RP	-4,3	-4,6	-4,4	-3,9	-3,9	-3,4	-2,0	-2,7	-3,1	-2,2	-1,70	0,60	2,00
(+) Juros	9,3	7,3	7,3	6,9	6,1	5,5	5,3	5,2	5,7	4,4	4,70	5,50	8,80
NFSP	5,1	2,7	3,0	3,0	2,2	2,0	3,3	2,5	2,6	2,3	3,00	6,00	10,80

Fonte: BACEN (Banco Central do Brasil), Relatório Anual (Vários Anos).

Quando se argumenta a respeito da possibilidade de o Estado tornar-se insolvente, negligencia-se que o emissor da riqueza mais líquida (no caso a moeda) na economia é o próprio Estado. Se levarmos em consideração, ainda, que mais de 95% da dívida pública é indexada a moeda emitida pelo Estado, como se pode falar então que o Estado pode tornar-se insolvente? Como se pode exigir aumento do superávit primário sem que se faça algum juízo de valor das causas do incremento da dívida pública? Porque o esforço fiscal para controlar o endividamento público deve ser suportado apenas pelas despesas primárias? Que sentido faz manter reservas internacionais elevadas gerando expressivos custos fiscais? Os custos da política monetária e cambial não deveriam ter alguma restrição orçamentária? Se não, porque, então, o Banco Central faz parte do setor público não financeiro? Todas estas indagações são importantes para demonstrar que a meta do superávit como variável primaz da política fiscal é chamada a suportar os custos do endividamento público sem que se faça nenhum juízo de valor da natureza deste endividamento. Assim, há forte clamor da “sociedade” (na perspectiva do TCU) para que o superávit primário seja suficiente para manter uma trajetória sustentável do endividamento público, mas não se questiona quais as variáveis que explicam a forte expansão da dívida pública no período recente. Concede-se,

portanto, ampla discricionariedade para a execução das políticas monetárias e cambiais e como contrapartida restringe-se a abrangência da política fiscal.

Nesse mesmo contexto emergem as propostas de estabelecer limites ao endividamento da União, o que, a rigor, já deveria ter ocorrido até por imposição da LRF. Apenas nos casos dos Municípios e Estados os limites foram fixados em 120% e 200% da RCL, respectivamente, o que do ponto de vista dos resultados das contas públicas consolidadas é inócuo, pois parte expressiva do endividamento público é responsabilidade da União. No caso da União, julgamos que não faz sentido definir algum parâmetro de endividamento, pois fixar limites em nada modifica a natureza da coisa, apenas impõe ao gestor público a necessidade compulsória – ou seja, determinada no âmbito jurídico – de reduzir as despesas primárias para absorver o excesso de endividamento, sem que se fixem critérios para obstar o crescimento da dívida pública. Além disso, não se pode esquecer que a redução das receitas por si só será suficiente para ultrapassar os limites fixados, pois o endividamento é dado pela relação com a RCL. Ante o exposto, consideramos que o esforço fiscal, independente da magnitude e da amplitude, é inócuo, pois não reconhece a raiz do problema, a saber: o aumento do endividamento público causado pelas interconexões das políticas monetárias e cambiais e suas repercussões nos resultados fiscais.

### **Considerações finais**

O propósito deste artigo foi de evidenciar que os desequilíbrios fiscais não podem ser vistos apenas pelos resultados primários. Ao contrário, ele representa uma fração pouca expressiva. Isso ocorre porque no ordenamento jurídico incorporam-se as operações do Banco Central aos resultados fiscais, de maneira que os custos das políticas monetária e cambial são contabilizados no resultado do setor público não financeiro. Se não bastasse esse ordenamento, o Banco Central operacionaliza as políticas monetárias e cambiais sem qualquer restrição orçamentária, o que exige em igual magnitude excedente fiscal (superávit primário) para suportar aqueles custos. Neste contexto, o superávit primário ganha importância, pois é ele que garante o equilíbrio das contas públicas e a sustentabilidade da dívida pública. Tudo isto sem que se faça nenhum juízo de valor a respeito das origens do desequilíbrio fiscal e, muito menos, sem que se tenham critérios claros para apurar o superávit primário. É por isso que afirmamos: o superávit primário é uma questão de “*fê*”, não um fundamento macroeconômico. É algo dogmático.

### **Referências bibliográficas**

AFONSO, J. R. R. **Política Fiscal no Brasil no Contexto de Crise**. 2010. 575f. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Instituto de Economia, UNICAMP, São Paulo, 2010.

AFONSO, J. R.; HIGA, A. P. **Algumas Inter-Relações da Política Fiscal com a Monetária, Cambial e a Creditícia**. Centro de Estudos da Consultoria do Senado, Brasília, 2009. (Texto para Discussão nº 66). Disponível em: <<http://www12.senado.gov.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-66-algumas-inter-relacoes-da-politica-fiscal-com-a-monetaria-cambial-e-crediticia-no-brasil>>. Acesso em 01 dez. 2015.

BACEN. Banco Central do Brasil. **Demonstrações Financeiras**. Diretoria de Administração: Departamento de Contabilidade e Execução Financeira. Diversos Anos.

BACEN. Banco Central do Brasil. **Gestão da Dívida Mobiliária**, Operações de Mercado Aberto e Swap Cambial: Série Perguntas Mais Frequentes. Informações até junho de 2015. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq%206-gest%C3%A3o%20da%20divida%20mobili%C3%A1ria%20e%20opera%C3%A7%C3%B5es%20de%20mercado%20aberto.pdf>>. Acesso em: 12 nov. 2016.

BIASOTO JÚNIOR, G. Sustentabilidade da Dívida e Superávit Primário: Restrições Fiscais e Financeiras ao Desenvolvimento. In: VIII ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 8., 2015, Uberlândia, **Anais...** Uberlândia: UFU, Agosto de 2015.

BNDES. BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Relatório Anual 2015**. Rio de Janeiro, RJ. 2016.

BRASIL. **Lei Complementar nº 101**, de 04 de Maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/LCP/Lcp101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp101.htm)>. Acesso: 28 set. 2015.

BRASIL. Lei nº 9.811, de 28 de Julho de 1999. Dispõe sobre as Diretrizes para a Elaboração da Lei Orçamentária de 2000 e dá Outras Providências.

\_\_\_\_\_. Lei nº 11.803, de 05 de Novembro de 2008. Altera a Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, dispõe sobre a utilização do superávit financeiro em 31 de dezembro de 2007, e dá outras providências.

\_\_\_\_\_. Lei nº 13.242, de 30 de Dezembro de 2015. Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO): Dispõe sobre as Diretrizes para a Elaboração e Execução da Lei Orçamentária de 2016 e dá Outras Providências. BRASÍLIA: Diário Oficial, 2015.

\_\_\_\_\_. Constituição da República Federativa do Brasil: Promulgada em 5 de Outubro de 1988. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicaocompilado.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm)>. Acesso: 12 nov. 2015.



HERMANN, J. A. **A Macroeconomia da Dívida Pública**: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). IE/UFRJ, 2006. (Texto para Discussão). Disponível em: <[http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a\\_macroeconomia\\_da\\_divida\\_publica\\_Jenifer\\_Herman.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a_macroeconomia_da_divida_publica_Jenifer_Herman.pdf)>. Acesso em: 31 out. 2015.

LOPREATO, F. L. C. **Política Fiscal**: Mudanças e Perspectivas. Boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica da UNICAMP, Campinas. 2005. Disponível em: <[http://www3.econ.unicamp.br/cecon/images/arquivos/pesquisa-2003-2006/Secao\\_VI07-PEF.pdf](http://www3.econ.unicamp.br/cecon/images/arquivos/pesquisa-2003-2006/Secao_VI07-PEF.pdf)>. Acesso em: 01 nov. 2015.

TERRA, F. H. B. **A Dívida Líquida do Setor Público no Brasil Pós-Real**: uma interpretação keynesiana. 2011. 161f. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, UFRGS, Porto Alegre, 2011.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). **Ata nº 40**, de 07 de Outubro de 2015. Sessão Extraordinária: Contas do Governo 2014. Brasília, DF, 2015,

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). **Relatório Preliminar Contas do Governo da República (Exercício 2015)**. Ministro José Múcio Monteiro, Relator. Brasília, DF, 2016.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). **Acórdão nº 3084-45/14-P**. Ata nº 45/2014 – Plenário. Data da Sessão: 12 out. 2014 – Ordinária. Brasília, 2014.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). **Acórdão nº 7469/2012** – TCU – 1ª Câmara. Ata nº 44/2012 – 1ª Câmara. Data da Sessão: 4 dez. 2012 – Ordinária. Brasília, 2012.

SALTO, F. et al. **As Duas Dimensões do Ajuste Fiscal**. IE/UNICAMP, 2015. (Texto para Discussão nº 262).

SERRA, J. Da Comissão Especial do Desenvolvimento Nacional, sobre a Emenda nº 1 de Plenário ao Projeto de Resolução nº 84, de 2007, originário da Mensagem nº 154, de 2000 (nº 1.069, de 2000, na origem), da Presidência da República, que encaminha ao Senado Federal proposta de limites globais para o montante da dívida consolidada da União. 2015. Disponível em: <<http://www.senado.gov.br/atividade/materia/getPDF.asp?t=180075&tp=1>>. Acesso em 08 jul. 2016.

STN. Secretária do Tesouro Nacional. **Relatório Anual 2015**: Dívida Pública Federal. Número 13. Brasília, DF. 2016.