

## **Superávit Primário: Hipóteses Teóricas e a Vitória das Razões do Mercado**

Geraldo Biasoto Junior<sup>1</sup>  
Ana Paula Higa<sup>2</sup>

### **1. Introdução**

O período que sucedeu à crise asiática e à flutuação do Real ficou marcado pela montagem de uma nova sustentação de política econômica, dado pelo regime de metas de inflação, pela flutuação do câmbio e pelo superávit primário. Em que pese não ser desprezível o sucesso alcançado pela política econômica na montagem desta nova convenção num momento de crise, não há como deixar de apontar que os supostos teóricos deste tripé não estão tão bem alinhavados quanto a sua praticidade para o mercado financeiro.

O esforço deste artigo é discutir o componente fiscal deste tripé, identificando, ainda que apenas em linhas gerais, seus supostos teóricos, sua sustentabilidade do ponto de vista das contas públicas e suas relações com a formação de expectativas pelo mercado financeiro. Neste contexto, nosso propósito é mostrar que há carências muito substantivas na aplicabilidade das formulações teóricas que dão base às visões de que o superávit primário é fundamental para a manutenção da estabilidade macroeconômica. No mesmo rumo, mesmo as formas contábeis utilizadas para o caso brasileiro carecem de formatação mais sólida.

Mais que tudo, importa-nos mostrar que há um enorme erro no enfoque que vem sendo dado às questões financeiras do setor público. Controlar a Dívida Líquida do Setor Público de nada valerá se a dívida mobiliária continuar em sua trajetória explosiva. Ao mesmo tempo não adianta tentar esconder que o esforço fiscal intenso que vem sendo feito virará pó se as variáveis cambiais saírem de controle. Vale dizer, a estabilidade não será conseguida com recorrentes ampliações do esforço fiscal, mas apenas se dará com a estruturação de uma nova base de financiamento para o Estado e com um reordenamento das relações financeiras entre o setor público e o setor privado.

---

<sup>1</sup> Professor do Instituto de Economia da UNICAMP.

<sup>2</sup> Mestre em Economia pelo Instituto de Economia da UNICAMP.

## 2. Hipóteses Teóricas

Para que possamos avaliar de forma mais profunda a política fiscal adotada pelo governo brasileiro e que já atravessou a gestão de dois Presidentes da República: Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio Lula da Silva, precisamos discutir, primeiramente, seus fundamentos teóricos. A partir da delimitação adequada do debate teórico que imprime aos países emergentes a necessidade de gerar elevados superávits primários para reduzir a dívida em relação ao PIB é que podemos questionar ou não a validade desta orientação de política econômica.

Uma das questões mais controvertidas do debate teórico sobre a política fiscal versa sobre a temática do “*crowding out*” que diz respeito à ocupação de um espaço pelo setor público em detrimento do setor privado, seja na disputa por recursos emprestáveis (“*crowding out*” financeiro) ou no que se refere à realização de investimentos (“*crowding out*” real). Este debate circunscreve a visão existente sobre a capacidade do gasto do governo e, conseqüentemente, da ocorrência de déficit público em produzir qualquer impacto sobre a demanda agregada.

A ocorrência de “*crowding out*” financeiro remete à teoria dos fundos emprestáveis neoclássica, segundo a qual, em função do acirramento da disputa entre setor público e privado por recursos financeiros, ocorre uma elevação das taxas de juros o que encarece o custo do capital para os tomadores privados de empréstimos, afetando também o custo de oportunidade da utilização de poupanças próprias. Assim, parte destes tomadores privados de recursos deixa o mercado e não leva adiante suas intenções de gasto.

Embora esta seja a visão predominante no debate, ela não é a única. Uma leitura *keynesiana*, por exemplo, não se restringe a um estoque de recursos limitados, pois através do efeito multiplicador, a elevação do gasto público produz um aumento do produto que, por sua vez, gera os recursos de poupança (financeira) necessários e adequados ao maior investimento da economia. Neste sentido, o setor público não expulsa o setor privado da economia.

No entanto, segundo o enfoque *keynesiano*, pode ocorrer algum grau de “*crowding out*” financeiro, o que depende da renda, da elasticidade à taxa de juros da demanda por moeda e do investimento. Vejamos, na medida em que a produção se eleva também ocorre um aumento na demanda por moeda, o que pode levar a pressões sobre a taxa de juros (efeito da demanda por moeda). Além disso, o financiamento do gasto público através da emissão de títulos públicos eleva a oferta de papéis existentes no mercado o que, por sua

vez, aumenta o prêmio de liquidez, ou a taxa de juros, exigido pelos detentores de liquidez para alterarem os seus *portfolios* (efeito *portfolio*).

Outra questão importante e controversa do debate teórico sobre política fiscal é que de certa forma relaciona-se à temática do “*crowding out*” refere-se às formas de financiamento do déficit público. O gasto público pode ser financiado através de emissão de moeda, emissão de títulos públicos ou arrecadação de impostos, sendo que nos concentraremos sobre as duas últimas formas de financiamento.

O financiamento do gasto público através da emissão de títulos de dívida pública levanta um outro ponto em relação ao mencionado efeito *portfolio*, pois para analisá-lo precisamos considerar também o efeito-substituição entre os ativos. Deste modo, é necessário especificar se os títulos públicos são substitutos próximos à moeda, ou seja, possuem grande liquidez, ou se aproximam das ações, neste caso, se têm menor liquidez.

Se considerarmos os títulos públicos como substitutos próximos às ações, ou seja, como ativos ilíquidos, um incremento na oferta de títulos do governo pode influenciar a composição de *portfolio* das famílias e alterar a relação entre ativos líquidos e ilíquidos que as famílias detêm. Se os agentes pretendem preservar a relação inicial entre ativos líquidos e ilíquidos, a maior oferta de ativos ilíquidos deve implicar em aumento da rentabilidade de ações e títulos na medida em que os agentes procuram migrar novamente para ativos de maior liquidez. Neste caso, ocorre uma pressão para elevação da taxa de juros, desencadeada também pelo efeito demanda por moeda.

Por outro lado, se considerarmos os títulos públicos como substitutos próximos à moeda e se os agentes desejarem preservar a relação inicial entre ativos líquidos e ilíquidos, a maior oferta de ativos líquidos também resultará num aumento da demanda por ações. Neste caso, a maior demanda por ações pode ter um efeito positivo sobre a economia na medida em que incentiva as empresas a lançarem ações em mercado que possam viabilizar a promoção de investimentos. Este impacto recebe o nome de “*crowding in*”.

Nos anos setenta, Barro (1974) retomou a hipótese da equivalência de Ricardo, segundo a qual o financiamento do déficit público através de endividamento equivale a um aumento na arrecadação de impostos. Esta proposição ficou conhecida como equivalência Barro-Ricardo. O modelo proposto por Barro parte de uma série de pressupostos, mas uma das hipóteses centrais é que as famílias, apesar de possuírem vidas finitas, agem como se tivessem vidas infinitas, pois estão conectadas às gerações futuras através de um canal de

transferência de renda inter-gerações. Neste sentido, a geração atual preocupa-se com seus descendentes e com o legado que lhes deixará.

Neste modelo, se o governo emite títulos públicos para financiar seu déficit fiscal, as famílias antecipam que este incremento no endividamento implicará em maior cobrança de impostos no futuro. O aumento do endividamento público não é percebido como um aumento da riqueza das famílias e, conseqüentemente, não produz alterações nos padrões de consumo de bens e serviços destes agentes e não ocorre um impacto sobre a demanda agregada.

Além disso, pelo princípio da equivalência ricardiana e pela teoria dos fundos emprestáveis, um aumento na demanda por recursos emprestáveis (déficit público) será equilibrado pela elevação equivalente da oferta de recursos emprestáveis (poupança destinada a pagar a maior cobrança futura de impostos). Desta forma, também não há impacto sobre a taxa de juros. Assim, a ocorrência de déficit público financiado através da emissão de dívida pública não altera a demanda agregada, pois os agentes não incrementam seu consumo, o que não desencadeia o efeito multiplicador sobre a renda e o investimento e também não gera impacto sobre a taxa de juros. O aumento do endividamento público é neutro tanto do ponto de vista do seu impacto sobre a demanda agregada quanto sobre o nível da taxa de juros, não ocorrendo o efeito-riqueza de Pigou.

Se o princípio da equivalência ricardiana for tomado numa situação de pleno emprego, a taxa de juros pode se elevar em função do aumento do gasto do governo. Como a prevalência de uma situação de pleno emprego no longo prazo é quase um axioma nesta formulação, o impacto sobre a taxa de juros sempre será realizado e neste caso, o impacto da política fiscal pode torna-se negativo.

O impacto do gasto público sobre a demanda agregada e sua capacidade de gerar complementaridade (“*crowding in*”) é uma questão crucial para a avaliação da formulação teórica sobre a política fiscal e o modelo apresentado por Barro (1974) peca justamente ao não considerar a dinâmica econômica e os efeitos que a expansão do gasto pode provocar sobre o crescimento potencial da economia que, por sua vez, poderia diminuir a necessidade de aumento dos impostos no futuro.

A teoria da equivalência ricardiana levantou uma discussão importante e instigou a elaboração de contra-argumentos também dos economistas novos-keynesianos. Para os quais, a teoria da equivalência ricardiana falha ao considerar o horizonte temporal como infinito, ou ainda, ao partir do pressuposto que a geração atual se importa com o legado deixado para seus filhos. Como coloca BLANCHARD (2001): “... na medida que os

futuros aumentos de impostos pareçam mais distantes e seu momento de entrada em vigor mais incerto, os consumidores tenderão mais a ignorá-los. Isso pode ocorrer porque eles esperam morrer antes do aumento de impostos ou, mais provavelmente, porque seu pensamento não vai tão longe no futuro. Em qualquer dos casos a equivalência ricardiana tende a falhar”.

Para os economistas novos-keynesianos, o déficit público pode no curto prazo provocar um aumento na demanda e no produto. Mas, no longo prazo, o maior endividamento público diminui a acumulação de capital e, portanto o produto, resultando apenas em elevação da taxa de juros que, por sua vez, dificulta a alocação de capital. Desta forma, a melhor decisão a tomar é trabalhar com orçamento fiscal equilibrado.

Ainda no início da década de noventa, tornou-se consensual e axiomático que o crescimento econômico sustentável só é possível se for praticado um determinado conjunto de políticas macroeconômicas “adequadas” e, neste sentido, a execução de uma política fiscal equilibrada tornou-se fundamental.

Assim, em relação às economias dos países em desenvolvimento, ganhou força o discurso preconizado por instituições de grande porte das finanças internacionais – como o FMI, o Banco Mundial e o Tesouro dos EUA – que ficou conhecido por Consenso de Washington, cujo conjunto de medidas foi amplamente recomendado para os países emergentes. Embora muitos deles não tenham executado totalmente as orientações sugeridas.

O elemento básico da macroeconomia fiscal preconizada pelo Consenso foi o monitoramento permanente da evolução da relação entre a dívida mobiliária e o PIB. Numa visão simples, mas já clássica, a evolução da dívida governamental é determinada pela composição entre a taxa de juros e a taxa de crescimento da economia, de um lado, e por uma medida de síntese das contas públicas do lado real, o superávit primário, de outro. Em verdade, os fundamentos da política fiscal adequada indicam o superávit primário como uma variável dependente. A partir do comportamento dos juros e atividade econômica, o superávit primário terá que ser aquele que mantenha ou reduza a relação dívida/PIB.

Caso contrário, se a dívida continuar em expansão, os mercados financeiros podem passar a exigir taxas de juros cada vez mais elevadas para continuar a adquirir os títulos do governo que, por sua vez, provocam ampliação da dívida pública, realimentando o processo, o que pode tornar a trajetória da dívida pública explosiva.

Como coloca BLANCHARD (2001): “... quanto maior a participação da dívida no PIB, maior o potencial para uma dinâmica da dívida explosiva. Até receios inicialmente infundados de que o governo possa não vir a pagar a dívida se tornam facilmente auto-realizáveis: ao aumentar a taxa de juros que o governo deve pagar sobre sua dívida, esses receios podem levar o governo a perder o controle sobre seu orçamento e provocar o aumento da dívida para patamares que tornem inviável a amortização da dívida, confirmando os receios iniciais.”

A relação dívida/PIB passou a ser uma condição de equilíbrio macroeconômico, em decorrência da avaliação dos agentes sobre suas posições de *portfolio*. O modelo, baseado na tese das expectativas racionais, assevera que uma expansão do endividamento público afeta as decisões dos agentes privados que têm expectativas estáveis para a composição de suas carteiras de aplicações. Se os agentes forem forçados a alterar suas composições de carteira, a elevação das taxas de juros dos títulos públicos deverá realizar o ajuste.

Assim, a gestão da dívida pública revela sua dupla dimensão: de um lado, ela representa uma decisão tomada no âmbito da política fiscal, relacionada à forma de financiamento do gasto público; de outro, também influencia as decisões de alocação de *portfolio* dos agentes econômicos e é utilizada para regular a liquidez dos mercados financeiros, ao exercer o papel de “quase” moeda entre os ativos financeiros.

Podemos comparar o poder de gerir a dívida pública ao poder de emitir moeda, tendo como intermediário do processo, o sistema financeiro, e como contraposto, os investidores institucionais (bancos, fundos de investimento, fundos de pensão, fundos de previdência, etc.) e as famílias.

Além disso, ao analisar a gestão da dívida pública também é preciso considerar o ciclo da economia em questão. Quando há uma retração no nível de atividade, ocorre uma diminuição natural das operações de crédito ao setor privado, em função da redução dos investimentos que se tornam mais arriscados e também mais “caros” (ocorre elevação do prêmio de risco). O incremento na aversão ao risco faz com que os investidores procurem ativos de menor risco e, conseqüentemente, aumentem a demanda por títulos públicos.

Quando o ciclo é reverso, ou seja, quando há expansão da atividade econômica, ocorre uma expansão das operações de crédito ao setor privado e a aversão ao risco por parte dos investidores diminui. Assim, a demanda por títulos públicos se retrai.

No caso da economia brasileira, há ainda outra peculiaridade, uma vez que a mediação da riqueza financeira não é dada apenas pelo poder de compra da moeda, ou ainda pela remuneração dos títulos da dívida pública, mas também é determinada pela

relação entre a moeda nacional e estrangeira. Quando a ameaça de uma crise econômica paira no ar, a fuga para a qualidade não se dá apenas para títulos de menor prazo e maior liquidez, mas também ocorre na direção de títulos que incorporem o risco cambial que pode ser deflagrado.

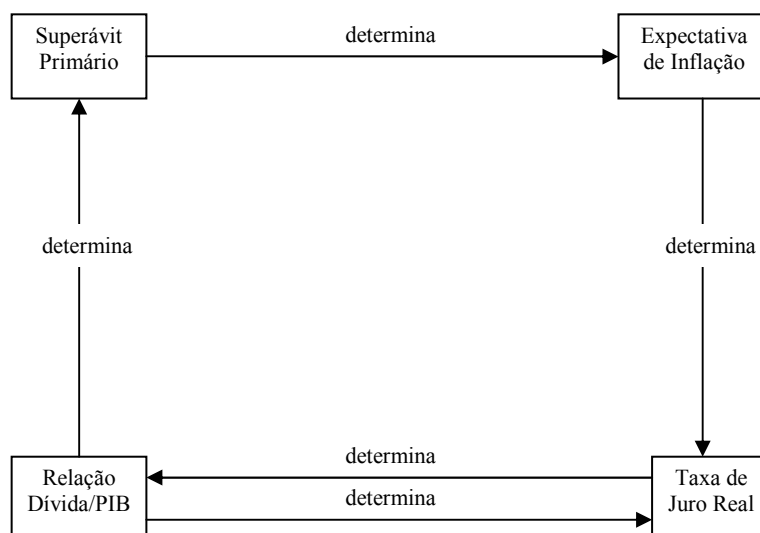
Neste contexto, a política fiscal, premiada pela determinação financeira, defronta-se com a necessidade de ampliar seu grau de austeridade, independente do ciclo econômico em vigência. No entanto, esta austeridade reforça a escalada recessiva, pela necessidade de compensar a queda de receitas com novas restrições ao gasto, no intento de manter o superávit primário, induzindo os agentes econômicos a novas decisões no sentido da recessão. A economia em retração libera excedentes financeiros, cuja gestão é, inevitavelmente, responsabilidade do Estado. A lógica imposta pelas políticas baseadas no enfoque teórico dominante acaba por impedir que qualquer alternativa de reversão deste círculo vicioso seja possível, dado que o controle do crédito ao setor público e a necessidade da redução da relação dívida/PIB são os elementos inegociáveis e a taxa de juros elevada é a única forma de manter mínimo controle sobre os fluxos financeiros e cambiais do setor privado.

A discussão principal sobre os efeitos da política fiscal sobre a demanda agregada tornou-se atualmente secundária e o que interessa são os impactos desta política sobre os componentes da demanda. Uma vez que a partir da taxa de juros real e do crescimento econômico projetado se determina a política fiscal necessária para estabilizar ou reduzir a relação dívida/PIB e não se discute os efeitos que a política monetária e o crescimento econômico engendram sobre a própria dinâmica da dívida pública.

### **3. As Razões do Mercado**

O artigo dos economistas DELFIM NETTO e GIAMBIAGI (2005), deixa claro que a questão da dívida pública no Brasil envolve, principalmente, o modo como sua possível trajetória afeta as expectativas dos agentes participantes do mercado. Além disso, evidencia que subsiste aquela preocupação relacionada à capacidade do Estado em honrar os compromissos assumidos (solvência). No entanto, mais do que isso, a discussão sobre a sustentabilidade da relação dívida líquida do setor público (DLSP) e o PIB encobre o temor de que os mercados financeiros venham a repudiar a dívida pública.

Neste esquema, a relação dívida/PIB é uma variável exógena ao modelo, a determinação do que é aceitável em seus termos<sup>3</sup> implica no superávit primário a ser gerado que, por sua vez influenciará a expectativa de inflação e, conseqüentemente, a taxa de juro real que, novamente, causará impacto sobre a relação dívida/PIB.



Fonte: DELFIM NETTO e GIAMBIAGI (2005)

A política fiscal acaba sendo determinada por uma convenção do mercado financeiro, pois é sobre as expectativas destes agentes que se definem a relação dívida/PIB considerada “adequada”. Se houver qualquer expectativa de desvio em relação a este objetivo, seja porque o superávit primário não é mais considerado suficiente, seja porque as taxas de juros reais foram subestimadas, ocorrerá uma pressão sobre a rolagem da dívida mobiliária do governo federal. Os investidores demandarão um prêmio maior e/ou um prazo menor para reter os títulos do governo.

Como mostra a tabela abaixo, a dívida mobiliária do governo federal está concentrada praticamente no curto prazo. O governo encerrou 2005, com um montante de aproximadamente R\$ 408 bilhões a vencer nos próximos 12 meses, o que representa em torno de 42% do total de sua dívida mobiliária em poder do público. Se levarmos em consideração o tipo de rentabilidade do papel do governo, observaremos que mais da metade a vencer (56%) corresponde a títulos pós-fixados.

<sup>3</sup> Como coloca DELFIM e GIAMBIAGI (2005): “... quando a relação dívida/PIB se aproxima de 55%-56%, o mercado financeiro sofre uma situação de stress e exige juros maiores para continuar a financiar a dívida.”



Tabela 1 - Títulos Federais em Poder do Público a Vencer em 12 meses

<b>Mês</b>	<b>R\$ Bilhões</b>	<b>% em Relação ao Total</b>
Dezembro/99	242,51	54,94%
Dezembro/00	224,90	44,04%
Dezembro/01	173,12	27,74%
Dezembro/02	255,92	41,07%
Dezembro/03	258,52	35,34%
Dezembro/04	373,33	46,08%
Dezembro/05	407,91	41,64%

Fonte: Banco Central

Tabela 2 - Estrutura de Vencimento dos Títulos Federais em Poder do Público

<b>Mês</b>	<b>Até 1 ano</b>		<b>De 1 a 2 anos</b>		<b>Acima de 2 anos</b>		<b>Total</b>	
	<b>R\$ Bilhões</b>	<b>%</b>	<b>R\$ Bilhões</b>	<b>%</b>	<b>R\$ Bilhões</b>	<b>%</b>	<b>R\$ Bilhões</b>	<b>%</b>
Dezembro/99	242,51	54,9%	102,68	23,3%	96,22	21,8%	441,41	100,0%
Dezembro/00	224,90	44,0%	63,24	12,4%	222,55	43,6%	510,70	100,0%
Dezembro/01	173,12	27,7%	146,67	23,5%	304,30	48,8%	624,08	100,0%
Dezembro/02	255,90	41,1%	106,93	17,2%	260,36	41,8%	623,19	100,0%
Dezembro/03	258,52	35,3%	187,49	25,6%	285,41	39,0%	731,43	100,0%
Dezembro/04	373,33	46,1%	227,36	28,1%	209,58	25,9%	810,26	100,0%
Dezembro/05	407,91	41,6%	253,36	25,9%	318,39	32,5%	979,66	100,0%

Fonte: Banco Central

Se não estivéssemos submetidos à necessidade de rolagens significativas de curto prazo junto ao mercado financeiro, a magnitude absoluta da dívida pública e mesmo sua participação relativa (como proporção do PIB) seria, na verdade, um problema de segunda ordem. Se este fosse o real problema, como explicar então a relação dívida do governo central em relação ao PIB de países como a Bélgica, Itália e Grécia (só para ficar restrito aos países da Europa) que são superiores a 100%?

A questão fundamental da problemática da dívida pública no caso brasileiro refere-se à composição da dívida mobiliária do Governo Federal, seu prazo de vencimento e a capacidade de rolagem destes títulos no mercado financeiro. A dívida mobiliária em relação ao PIB ficou em 49% em 2005, enquanto a relação dívida líquida do setor público em relação ao PIB ficou em 51,6%. O temor de que em algum momento possa haver um repúdio dos títulos governamentais é que sustenta o consenso predominante atualmente nos mercados financeiros e ilustrado por DELFIM e GIAMBIAGI (2005).

A lenta e pertinaz desmontagem das estruturas de crédito ao setor público, realizada ao longo destes vinte anos de restrição ao endividamento público acabaram por concentrar o endividamento na dívida mobiliária. Ou seja, a vulnerabilidade do financiamento público

foi incrementada justamente pela forma que assumiram as prescrições do FMI e do Consenso no conjunto das relações financeiras do setor público.

Quanto aos agentes econômicos, não pode resistir a um minuto de crítica a tese de que eles enxergam o conjunto das dívidas públicas. Esta tese pode ser usada, com muitas reservas, para avaliar seu comportamento no conjunto da demanda agregada. Ao contrário, se a questão é administração de *portfolio* de aplicações, os agentes devem olhar para a evolução da dívida mobiliária. Não com a expectativa de abandonar o seu financiamento, ação impossível na realidade do mercado, mas como índice de credibilidade na evolução das contas públicas.

Neste contexto, de concentração do endividamento no endividamento mobiliário, o efeito das taxas de juros elevadas, decorrente da articulação de políticas entre as variáveis monetárias e cambiais, tem impacto imediato e desastroso sobre as contas fiscais. A contaminação imediata sobre parte extremamente expressiva da estrutura de financiamento do setor público é um fator de desestabilização do conjunto da política econômica.

Pagar ao mercado o preço para que ele não gere turbulência sobre as operações de curto prazo é uma solução fácil, mas de sustentabilidade duvidosa. De fato, remontar as estruturas de financiamento ao setor público e recalibrar os preços macroeconômicos de juros e câmbio poderiam dar sinais muito melhores aos agentes econômicos de que as contas fiscais são sustentáveis no longo prazo. No entanto, ao que parece, a versão predominante tanto teórica quanto politicamente (respaldada pelo Consenso de Washington) sobre a política fiscal reinará soberana até que os agentes do mercado refaçam suas posições acerca do desenho de política econômica adotado.

Sem dúvida, a política fiscal continuará sendo a variável de ajuste, pela via do superávit primário, para as tensões macroeconômicas que o ordenamento da mobilidade de capitais, taxas de câmbio flexíveis e juros elevados produzem. Por decorrência, o Estado seguirá paralisado frente à soberania dos mercados.

É necessário compreender que o desenho da política econômica que vem sendo executada acaba por jogar sobre a política fiscal responsabilidades que pertencem ao âmbito da gestão financeira. Desta forma, a política fiscal parece sempre insuficiente, o que acaba resolvido por meio da única medida ao alcance das autoridades econômicas: a elevação da meta de superávit primário. Em verdade, a maior prova de que a política fiscal é mera coadjuvante deste processo foi dada por um dos principais formuladores da política econômica, GOLDFAJN (2002), ao modelar os cenários de evolução da dívida líquida, em condições de crescimento e normalidade cambial, e identificar que o atual superávit

primário produz uma forte redução da relação DLSP/PIB. Vale dizer, seguindo as objeções colocadas GOLDSTEIN (2003), se todas as questões de ordem financeira, cambial e patrimonial tiverem comportamento favorável, a sustentabilidade da dívida pública estará garantida.

A política econômica tem reservado funções à política fiscal que são absolutamente incompatíveis com o seu poderio e com a sustentabilidade, no longo prazo, do equilíbrio das contas públicas. Evidentemente, é próprio das economias contemporâneas que a administração das principais questões econômicas acabe por ser objeto de gestão por parte do Estado e que suas contas sejam, por isso, afetadas. No entanto, a política econômica não pode trocar causas e efeitos, sob pena de gerar esforços desnecessários e estéreis. É crucial separar os determinantes dos movimentos econômicos e usar as políticas na medida destes elementos.

Nos últimos sete anos, a política econômica conseguiu confundir a origem dos desequilíbrios financeiros que vêm se acumulando, ao mesmo tempo em que confere a eles uma natureza fiscal. Deste modo, o crescimento da dívida pela agregação dos famosos esqueletos, passando pela manutenção de taxas de juros elevadíssimas para atrair capitais externos ou promover sua permanência, garantir o *hedge* das posições de agentes internos endividados ou mesmo alternativas para aplicação de riqueza interna em ativos cambiais entraram na conta fiscal.

O conceito de dívida líquida do setor público (DLSP) e as metas para sua evolução sintetizam esta forma de pensar a política fiscal no contexto da política macroeconômica. Todos os desequilíbrios financeiros refletem-se sobre a DLSP e passam a comandar a definição das metas do superávit primário. Em verdade, a própria prevalência do conceito de DLSP eliminou a discussão da relevância do déficit operacional ou nominal.

A confusão conceitual que se estabeleceu é tão grande que até mesmo as flutuações da taxa de câmbio e seu impacto sobre a dívida externa governamental de longo prazo passaram a estar incorporadas, convertidas em Reais, aos movimentos da dívida líquida. Ao mesmo tempo, a o conceito de DLSP promoveu o abandono da diferenciação das formas de apropriação das valorizações das dívidas interna e externa. Ao contrário do ocorrido nos anos oitenta<sup>4</sup>, as alterações na paridade cambial têm impacto imediato na dívida e, daí, nas metas de déficit. Comprova-o o fato de que a alteração da meta de

---

<sup>4</sup> Nos conceitos anteriores de déficit operacional, a variação da dívida externa era contabilizada em dólares, enquanto, agora, sua variação é o resultado em reais da dívida convertida pela taxa de câmbio atualizada.

superávit para 4,25% em 2003 foi decidida justamente para compensar a expansão da dívida derivada do câmbio desvalorizado.

Os números podem mostrar estas distorções de forma irretocável e deixar claro que sob o manto da política fiscal responsável, o país está vivendo a desmontagem das estruturas de financiamento público e construindo uma fragilidade sem precedentes para a gestão da dívida pública.

Os valores de 2005 mostram que o superávit primário do setor público, de 4,84% do PIB, superior à meta anunciada no início do ano, foi inferior em 53% aos juros internos. Em verdade, os juros reais foram de 6,87% do PIB. A escalada dos juros em 2005 produziu uma deterioração ainda maior da situação fiscal que a vivida em anos anteriores, onde os juros reais foram de 5,87% e 2,22% do PIB, em 2003 e 2004, respectivamente.

Tabela 3 - Contas do Setor Público Consolidado - Usos  
Valores acumulados em 12 meses  
em % do PIB do período

	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05
Déficit Nominal	3,57	4,58	5,08	2,67	3,29
Primário	-3,64	-3,89	-4,25	-4,59	-4,84
Juros internos	6,02	7,20	8,10	6,29	7,41
Juros reais	3,49	0,04	5,87	2,22	6,87
Atualização monetária	2,52	7,16	2,23	4,08	0,53
Juros externos	1,2	1,27	1,23	0,97	0,72

Fonte: Banco Central, Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal

Mais perversos que os dados acima expostos são os referentes às fontes de financiamento do setor público. Como mostra a Tabela 4, a tendência é uma brutal concentração na dívida mobiliária. Os dados de 2005 esgotam as dúvidas quanto à gravidade da situação. Eles indicam crescimento de cerca de 8,1% do PIB na dívida mobiliária, quase 4,8% do PIB acima do próprio déficit nominal.

Tabela 4 - Contas do Setor Público Consolidado - Fontes  
Valores acumulados em 12 meses  
em % do PIB do período

	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05
Fontes de financiamento	3,57	4,58	5,08	2,67	3,29
Financiamento interno	2,32	2,75	6,07	5,04	7,05
Dívida mobiliária	4,87	0,25	7,87	3,88	8,12
Dívida bancária	-2,25	1,09	-2,02	0,53	-1,81
Demais	-0,30	1,41	0,22	0,63	0,74
Financiamento externo	1,25	1,83	-0,99	-2,37	-3,76

Fonte: Banco Central, Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal

A expansão da dívida mobiliária no conjunto das fontes de financiamento do setor público é concomitante ao aprofundamento do desmonte da estrutura de financiamento do setor público. A dívida contratual, ou bancária, segue em queda livre, como reflexo direto de todas as restrições postas ao endividamento dos estados, municípios e empresas. O financiamento externo apresenta fluxo negativo crescente desde 2003.

Os dados dos estoques da dívida líquida do setor público apresentam a mesma dinâmica perversa. Entre 2004 e 2005 a dívida consolidada permaneceu praticamente estável em 51,6% do PIB, apesar do superávit primário recorde. Mas muito pior que isto é que a dívida mobiliária do Tesouro Nacional subiu de 41,5% do PIB para 49% do PIB. Ao mesmo tempo, a dívida externa caiu de 7,5% para 2,6% do PIB, como estratégia do governo de mostrar à comunidade internacional a melhora nos indicadores de vulnerabilidade externa.

Tabela 5 – Dívida Líquida do Setor Público (em % do PIB)

Discriminação	2001	2002	2003	2004	2005
Dívida fiscal líquida	40,8	36,1	40,9	37,8	39,3
Dívida líquida total	52,6	55,5	57,2	51,7	51,6
Dívida interna líquida	42,2	41,2	45,5	44,2	49,1
Governo federal	20,3	19,5	22,9	22,2	25,1
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	38,1	33,6	42,5	41,5	49
Banco Central do Brasil	4,3	3,4	3,3	3,5	6,7
Dívida mobiliária do Bacen	10,1	4,2	1,9	0,7	0,4
Operações compromissadas	-0,7	4,9	4,1	3,2	1,9
Dívida externa líquida	10,4	14,3	11,7	7,5	2,6
Governo federal	13,1	16,2	13,7	10,7	8,9
Banco Central do Brasil	-4,9	-3,7	-3,7	-3,9	-6,5
Governos estaduais	0,9	1,2	1,0	0,9	0,7
Governos municipais	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Empresas estatais	1,2	0,5	0,4	-0,3	-0,6

Fonte: Banco Central, Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal

A avaliação as contas públicas por um conceito muito pouco utilizado, os fatores condicionantes da dívida líquida, pode ser especialmente elucidativa. A Tabela 6 mostra como a evolução da dívida segue uma rotina que desconhece os esforços da política fiscal, ainda que tenha mostrado recuo de 5,5% do PIB em 2004 e tenha ficado estável em 2005. Pior, no entanto, é que diferentemente de 2001 e 2002, quando os efeitos da desvalorização cambial sobre a dívida interna e externa foram avassaladores, desde 2003, o câmbio valorizado tem gerado efeito redutor sobre a dívida.

Apesar do significativo superávit primário gerado em 2005 (4,84% do PIB), a dívida líquida não mostrou recuo, apenas se estabilizou, como efeito direto da escalada dos juros nominais que chegaram a 8,1% do PIB, somando-se juros internos e externos. Vale lembrar que a valorização do real também contribuiu para que o ajuste cambial reduzisse a dívida em 0,9% do PIB. Mas, se a situação hoje favorável (da taxa de câmbio) se inverter, poderá tornar ainda mais complexa a gestão da política fiscal, pois efeitos de extrema volatilidade condicionarão a definição do superávit primário necessário para controlar a expansão da dívida.

Tabela 6 – Fatores Condicionantes da Dívida Líquida do Setor Público  
Valores acumulados no ano  
em % do PIB

	2001	2002	2003	2004	2005
Dívida líquida total – saldo	52,6	55,5	57,2	51,7	51,6
Dívida líquida - var. ac. Ano	3,9	2,9	1,7	-5,5	0,0
Fatores condicionantes:	7,8	13,9	2,0	2,4	2,3
NFSP	3,4	3,9	4,9	2,5	3,3
Primário	-3,5	-3,3	-4,1	-4,4	-4,8
Juros nominais	6,9	7,2	9,1	6,9	8,1
Ajuste cambial	3,0	9,3	-4,0	-0,9	-0,9
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	1,5	4,8	-1,4	-0,2	-0,3
Dívida externa – metodológico	1,5	4,4	-2,6	-0,7	-0,7
Dívida externa - outros ajustes	0,0	0,1	1,0	0,4	-0,1
Reconhecimento de dívidas	1,5	0,9	0,0	0,4	0,2
Efeito crescimento PIB - dívida	-3,9	-11,0	-0,3	-7,9	-2,4

Fonte: Banco Central, Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal

A evolução da relação dívida/PIB depende de vários fatores, entre eles, da política de taxa de juros, dos movimentos do câmbio, das mudanças na demanda por títulos e moeda por parte dos investidores, da atividade econômica e, por último, do desempenho das contas fiscais.

O conjunto de dados indicados nestas páginas não demonstra uma política fiscal permissiva, muito pelo contrário, dado que ela tem sido extremamente rígida. O que sim podemos dizer é que a política econômica enfocou o superávit primário sem atentar para a estrutura de financiamento ao setor público, que vem experimentando uma deterioração dramática, com efeitos imprevisíveis sobre a percepção de risco dos agentes econômicos.

#### **4. Considerações Finais**

As contas públicas e a capacidade de ação estatal estão completamente determinadas pelas relações financeiras de manutenção da riqueza e estabilidade dos mercados financeiros. O superávit fiscal é o responsável por dar a carta de fiança ao mercado, garantindo uma expectativa de solvência da dívida pública, mesmo a taxas de juros muito elevadas. Esta última variável equilibra as condições do mercado de aplicações e realiza a arbitragem entre a moeda nacional e a externa. Vale dizer, a face financeira se sobrepõe a qualquer política de Estado, paralisando sua ação como componente dinâmico do desenvolvimento.

A magnitude das questões financeiras e cambiais são, no entanto, desproporcionais frente aos montantes mobilizados por meio das contas públicas. Ao mesmo tempo, a negligência para com a montagem de padrões alternativos de financiamento do Estado concentra no endividamento mobiliário as tensões da política fiscal. Deste modo, a expectativa de restringir a ação do Estado acaba por fragilizar sua posição financeira, gerando o efeito oposto ao pretendido pela política do superávit primário.

Em verdade, a relação dívida/PIB e o superávit primário são instrumentos úteis e elegantes para recriar o Estado. Só que agora, este Estado é inerte e isento de quaisquer condições de influenciar a dinâmica econômica. Sua grande função é ser o garantidor do funcionamento dos mercados financeiros.

Como lembrou Domar (1944): “The remedy suggested is always the reduction of absolute size of the debt to least the prevention of its further growth. If all people and organizations who work and study, write articles and make speeches, worry and spend sleepless nights – all because of fear of the debt – could forget about it for a while and spend even half their efforts trying to find ways of achieving a growing national income, their contribution to the benefit and welfare of humanity – and the solution of the debt problem – would be immeasurable.”

## **6. Bibliografia**

Barro, R. (1974) “Are Government Bonds Net Wealth?” *Journal of Political Economy*, vol. 82 (6), p. 1095-1117.

Blanchard, O. (2001) “Macroeconomia: teoria e política econômica” Rio de Janeiro: Elsevier.

Delfim Netto, A. e Giambiagi, F. (2005) “O Brasil Precisa de uma Agenda de Consenso”. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Boletim de Conjuntura, n. 71, dezembro de 2005.

Domar, E. D. (1944). “The ‘burden of the debt’ and national income” *American Economic Review*, dezembro/1944.

Fischer, S. e Easterly, W. (1990) “The Economics of the Government Budget Constraint”. *The World Bank Research Observer*, vol. 5, no. 2 (julho).

Goldfajn, I. (2002). “Are There Reasons to Doubt Fiscal Sustainability in Brazil?” Banco Central do Brasil, Notas Técnicas, número 25.

Goldstein, M. (2003). “Debt Sustainability, Brazil and the IMF”. Institute for International Economics, Working Papers 03-1.

Minsky, H. (1986). “Stabilizing an Unstable Economy”. Yale University Press, New Haven & London.