

# **SUPERÁVIT PRIMÁRIO, DÍVIDA PÚBLICA E TAXA DE JUROS NO BRASIL RECENTE (2000-2005): UMA PERSPECTIVA CRÍTICA<sup>1</sup>**

RICARDO RAMALHETE MOREIRA<sup>2</sup>

**Resumo:** o objetivo deste trabalho é o de analisar criticamente a política fiscal brasileira nos últimos anos. Busca-se verificar se a atual política de superávits primários tem alcançado os resultados esperados pelas autoridades brasileiras, em termos de redução da relação dívida pública/PIB e das taxas internas de juros. Em princípio, esses resultados não têm sido alcançados. O presente artigo procura compreender por quê, mesmo na presença de elevados esforços fiscais, o Brasil não tem conseguido conviver com uma curva descendente para a relação dívida pública/PIB e para a taxa básica de juros nos anos recentes.

**Palavras-chave:** superávit primário, dívida pública, economia brasileira.

**JEL:** H30;H60;O23

## **Primary result, public debt and interest rate in the recent Brazil (2000-2005): a critical perspective**

**Abstract:** the aim of this article is analyze critically the brazillian fiscal policy in the last years. It looks for verify if the present politics of primary surplus has attained the expected results by authorities, by means of reductions in both the relation debt/GNP and interests rates. At a first view, these results were not attained. This article seeks understand why, even face the growing fiscal efforts, Brazil hasn't experimented a decreasing curve to the relation debt/GNP and to the basic interest rate in the recent years.

**Key-words:** primary surplus, public debt, brazillian economy.

---

<sup>1</sup> Recebido em 21/09/2006. Liberado para publicação em 26/11/2006.

<sup>2</sup> Mestre em Economia pela UFES e membro do Grupo de Estudos em Macroeconomia (GREM) nesta mesma instituição. E-mail: ramalhete.s@uol.com.br.

## 1 . Introdução

A partir de 1999, o Brasil adota metas para o superávit primário no Setor Público Consolidado. Desde então, vê-se uma tendência de crescimento do esforço fiscal no país, tendência essa aprofundada nos últimos anos sob o Governo Lula.

Em geral, o pensamento econômico existente ao longo do Governo FHC permanece intacto nos anos presidenciais de Lula da Silva. Em princípio, concebe-se o problema do déficit nominal e da dívida pública, assim como o das elevadas taxas de juros, como tendo uma natureza fiscal. Tudo se passa como se um maior esforço fiscal, expresso na elevação contínua de superávits primários, fosse suficiente para gerar uma curva descendente para a relação dívida pública/PIB e para a taxa básica de juros (Selic). Ademais, o governo parece defender a visão de que o único determinante da taxa de juros é a relação dívida/PIB.

O presente trabalho apresenta dados que evidenciam que, muito embora no Governo Lula tenha havido uma constante elevação dos superávits primários, não houve a esperada redução da relação dívida pública/PIB, dada sua natureza monetária. Coloca-se o fato de que uma estratégia alternativa para a redução daquela relação deveria partir de maiores cortes na taxa básica de juros, ao invés de se concentrar na elevação do saldo fiscal primário.

Por outro lado, põe-se a questão do determinante inflacionário, via sistema de metas inflacionárias, sobre a taxa de juros Selic. Coloca-se a necessidade de um menor conservadorismo no Banco Central, o que poderia se expressar através de metas inflacionárias menos ambiciosas. Com menores metas de inflação, as taxas de juros poderiam ser reduzidas de forma mais adequada, o que, por sua vez, facilitaria a estratégia fiscal de reduzir o endividamento público como proporção do PIB. Trata-se de pensar em uma melhor coordenação das políticas fiscal e monetária no país.

O artigo está estruturado da seguinte forma: no próximo tópico, faz-se uma breve retrospectiva do debate contemporâneo sobre política fiscal no Brasil; em seguida, no terceiro tópico, parte-se para uma análise empírica dos principais indicadores fiscais brasileiros nos anos recentes (2000-2005). Verifica-se que, apesar de uma elevação crescente dos esforços fiscais primários pelo Setor Público, não houve uma redução significativa dos déficits nominais e da relação dívida pública/PIB no período sob estudo; no quarto tópico, colocam-se os elementos explicativos da falha da atual política fiscal brasileira, em particular o descaso para com o componente monetário do déficit nominal e o comportamento excessivamente conservador da política monetária brasileira. Por fim, apresentam-se as conclusões do trabalho.

## 2 – O debate contemporâneo acerca das finanças públicas no Brasil: elementos gerais

A partir dos anos 90, e mais precisamente a partir do Plano Real, o Governo brasileiro vem demonstrando acreditar na política fiscal como sendo o núcleo da política econômica. Os problemas relacionados à inflação e à elevada taxa de juros no país são considerados consequência do déficit público. Logo, concebe-se o combate persistente desse déficit como elemento central da política econômica. Esta, portanto, centra-se na recomendação de um crescente esforço fiscal, via cortes adicionais de gastos primários e aumentos tributários.

Na visão do Governo, o anúncio de metas fiscais expressivas e a perseverança para o alcance das mesmas permitem ao país adentrar em um círculo virtuoso, com redução da dívida pública, da taxa de juros e com maior crescimento econômico (LOPREATO, 2002, p. 5,6 )

Para muitos analistas e técnicos do Governo, a grande questão é a seguinte: *qual deve ser o superávit primário necessário para que, dada a taxa de juros e a taxa de crescimento econômico, a relação dívida/PIB seja mantida sob controle?* Ou, em outras palavras:

« O ponto de partida de uma análise das perspectivas fiscais a longo prazo deve ser a resposta à pergunta: qual deve ser o resultado primário do governo central e do setor público consolidado consistente com a estabilização da relação dívida pública/PIB? » (GIAMBIAGI, 2002, p. 28)

Para os integrantes do Governo, seja no período FHC, seja no período Lula da Silva, o déficit público é visto como o resultado de uma indolência no manejo das finanças públicas. Simplesmente, o suposto fato de o Governo querer atender todas as demandas sociais, as quais, *a priori*, estariam além da capacidade da arrecadação tributária, seria a chave para se entender todo o desequilíbrio fiscal do setor público. Assim, o Estado precisaria deixar de ser um instrumento de políticas paternalistas e voltar a viver dentro dos limites de seus próprios meios,

*O problema fiscal do Brasil nos últimos anos, em parte, parece refletir a existência do que a literatura denomina uma situação típica de soft budget constraint, ou 'restrição orçamentária fraca'. [...] Essa situação se caracteriza pela atribuição ao Estado de um papel paternalista que o leva a assumir*

*responsabilidades por uma série de tarefas, sem ter o devido lastro de receita para isso (GIAMBIAGI, 2002, p. 30)*

Desde a implantação do Plano Real, o Governo tinha a noção de que um controle persistente do déficit público seria condição essencial para a estabilização de preços a longo prazo (BACHA, 1998). Todavia, como é conhecido, nos primeiros anos do Governo FHC, não houve tal esforço fiscal. A estabilização monetária era garantida através da âncora cambial que, por sua vez, requeria elevadas taxas de juros para seu financiamento, prejudicando a atividade econômica.

A partir de 1999, com o abandono da âncora cambial, o Governo temia um retorno do descontrole inflacionário, via desvalorizações cambiais crescentes. Neste momento, para sinalizar aos mercados um comprometimento com a estabilidade de preços, as autoridades implantaram as metas de inflação e de superávits primários no Brasil: as primeiras, com o objetivo direto de demonstrar que o Banco Central brasileiro estaria realizando o que lhe fosse possível para manter a ordem no campo monetário; as últimas, a fim de que os mercados tivessem a garantia de uma capacidade e responsabilidade pagadora de juros por parte do Governo.

Temia-se que, com uma elevação desordenada da dívida pública como proporção do PIB, o país chegasse a uma situação em que os agentes acreditassem em uma incapacidade do Governo administrar os contratos assumidos, resultando em um círculo vicioso em que maiores taxas de juros são o resultado e, ao mesmo tempo, o determinante de uma maior dívida pública. Aliás, a chamada *sustentabilidade da dívida pública* tem sido motivo de debates calorosos nos últimos anos, tanto no que respeita ao meio acadêmico quanto no que tange o cotidiano dos *policy makers* (GOLDFAJN, 2002). Existiria um nível para a relação dívida pública/PIB a partir da qual o mercado financeiro entraria em situação de “*stress*”, pedindo um prêmio (taxa de juro) maior e um menor prazo de vencimento para os títulos públicos (NETTO & GIAMBIAGI, 2005).

No Governo Lula, embora haja exceções<sup>3</sup>, em geral as autoridades continuam demonstrando forte convicção de que maiores superávits primários são necessários para que o país cresça de maneira sustentada. A seu ver, quanto maiores os esforços fiscais, tanto maiores as chances de uma redução da relação dívida/PIB. Com a redução desta relação, são esperadas diminuições na taxa de juros, maiores investimentos privados e um crescimento do PIB mais duradouro. Neste sentido, concebe-se o superávit primário como meio *suficiente* para a redução da relação dívida/PIB. E, por outro lado, pensa-se na taxa de juros como sendo determinada sobretudo por aquela relação.

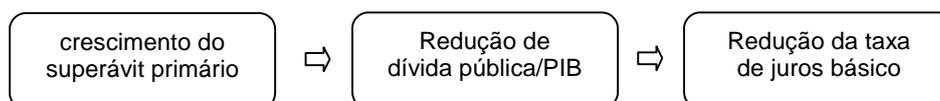
---

<sup>3</sup> Ciseski (2001) apresenta uma tese interessante, representando uma exceção, no Setor Público, à regra de que as autoridades defendem maiores superávits primários como forma de conter o endividamento público.

Werneck (2005) apresenta algumas agendas contemporâneas para a política fiscal brasileira. Uma dessas prevê a redução dos gastos públicos como forma de elevar o superávit primário já existente. Esta agenda,

[...] contempla geração de superávits primários ainda mais elevados do que os que vem sendo observados nos últimos anos. Como já não parece haver mais espaço para aumento da carga tributária – especialmente quando se tem em conta a importância de não sufocar o que resta de dinamismo no setor privado – isso implica esforço determinado de contenção da expansão do dispêndio público [...] Para sustar e reverter esse processo prolongado de aumento explosivo do dispêndio primário, o que a primeira agenda contempla é um aprofundamento do ajuste fiscal, em boa medida focado na contenção da expansão dos gastos previdenciários e da folha de pessoal dos três níveis de governo (WERNECK, op. cit., p.6,10).

A visão convencional sobre o caminho de transmissão da política fiscal pode ser vista na figura abaixo:



Ao longo deste trabalho, procurar-se-á responder às seguintes perguntas: (a). Maiores superávits primários, nos últimos anos, permitiram reduções sistemáticas na dívida pública como proporção do PIB? Por quê?; (b) Apenas a relação dívida pública/PIB pode explicar os exorbitantes juros brasileiros?

### **3 – As finanças públicas no Brasil contemporâneo: superávits primários, déficits nominais e dívida pública**

#### **3.1 – Os saldos fiscais primários**

A partir dos últimos anos do Governo FHC, o Brasil vem apresentando aumentos sistemáticos no superávit primário do Setor Público Consolidado. Pelo conceito de Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), pode-se perceber uma trajetória ascendente para o esforço fiscal no país. A Tabela 1 apresenta esses resultados.

Em 2000, ano de expressivo crescimento econômico, o superávit primário do Setor Público Consolidado foi de 3,5% do PIB. Essa taxa cresce continuamente nos anos

seguintes, passando de 4,01% em 2002, ano de perturbações eleitorais, para 4,27% do PIB em 2003, primeiro ano do Governo Lula. Em 2004, o superávit primário chega a 4,63% do Produto Interno Bruto e, como se não bastasse, alcança a marca de 4,82% do PIB em 2005.

O Governo Federal tem sido o que mais contribui para o esforço fiscal no Brasil. Em 2000, o saldo primário dessa esfera representou 81% do superávit primário do Setor Público Consolidado. No período 2000-2005, o Governo Federal foi responsável, na média, por 92% do superávit primário global.

No mesmo período, os Governos Estaduais contribuíram positivamente, em média, com 16,7% do superávit primário do Setor Público como um todo, ao passo que os Governos Municipais, na média, participaram positivamente em 4% dos esforços fiscais.

Tabela 1

<b>Necessidades de Financiamento do Setor Público (%PIB)</b>						
<b>Saldo Primário - Acumulado no ano</b>						
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Setor Público Consolidado</b>	-3,50	-3,70	-4,01	-4,27	-4,63	-4,82
<b>Governo central</b>	-2,80	-2,51	-2,92	-3,12	-3,50	-3,55
<b>Governo federal</b>	-2,84	-3,00	-3,78	-4,21	-4,80	-4,83
<b>Bacen</b>	0,04	0,06	0,06	0,01	0,02	0,02
<b>INSS</b>	0,91	1,06	1,24	1,69	1,76	1,94
<b>Empresas estatais federais</b>	-0,91	-0,62	-0,44	-0,61	-0,48	-0,68
<b>Governos regionais</b>	-0,70	-1,19	-1,09	-1,15	-1,13	-1,27
<b>Governos estaduais</b>	-0,43	-0,61	-0,67	-0,77	-0,92	-0,89
<b>Governos municipais</b>	-0,13	-0,28	-0,16	-0,12	-0,08	-0,21
<b>Empresas estatais estaduais</b>	-0,14	-0,30	-0,26	-0,24	-0,13	-0,16
<b>Empresas estatais municipais</b>	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00	-0,01

Fonte: Bacen

A principal fonte de resistência aos esforços fiscais no período recente foi a Previdência Social. O INSS obteve um *déficit* primário em todos os anos no período 2000-2005. Na média, esse *déficit* ficou em 1,43% do PIB. Obviamente, o INSS será o alvo maior do Governo na busca por maiores esforços fiscais nos próximos anos.

### 3.2 – Pagamento de juros e *déficit* nominal

A Tabela 2 mostra o montante de juros nominais pagos (como %PIB) pelo Setor Público brasileiro nos últimos anos. Pode-se observar que, muito embora o Governo

tenha realizado um crescente esforço fiscal, no sentido de obter maiores superávits primários, estes não têm sido suficientes, face aos montantes de encargos de juros nominais da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). No período 2000-2005, o Setor Público Consolidado pagou, em média, juros nominais no valor de 7,9% do PIB.

O Governo Federal é a esfera do Setor Público que mais se responsabiliza pelo pagamento de juros, embora os Governos Estaduais também tenham peso relativo nesse débito financeiro. Na média, enquanto o primeiro teve encargos no valor de 5,1% do PIB nos anos 2000-2005, os últimos os tiveram em 2,4% do PIB. Este maior peso do Governo Federal no pagamento de juros é explicado pela forte participação da dívida mobiliária federal na Dívida Líquida do Setor Público.

Uma vez que os superávits primários não têm sido suficientes para o pagamento do montante de juros nominais, tem-se como resultado a observação de um déficit nominal sistemático no Setor Público Consolidado nos últimos anos. A Tabela 3 apresenta os saldos fiscais nominais no período 2000-2005.

**Tabela 2**

<b>Pagamento de Juros Nominais (%PIB)</b>						
	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Juros nominais (Setor Público Consolidado)</b>	7,10	7,20	8,34	9,36	7,27	8,11
<b>Governo central</b>	4,23	3,89	3,34	6,62	4,17	6,61
<b>Governo federal</b>	3,95	4,10	3,81	7,27	4,85	6,72
<b>Bacen</b>	0,20	-0,18	-0,64	-0,76	-0,35	-0,06
<b>Empresas estatais federais</b>	0,08	-0,03	0,17	0,11	-0,33	-0,05
<b>Governos regionais</b>	2,87	3,31	5,00	2,74	3,10	1,50
<b>Governos estaduais</b>	2,23	2,53	3,73	2,24	2,47	1,13
<b>Governos municipais</b>	0,40	0,37	0,69	0,39	0,45	0,25
<b>Empresas estatais estaduais</b>	0,23	0,40	0,56	0,10	0,16	0,11
<b>Empresas estatais municipais</b>	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01

Fonte: Bacen

Na média, o Setor Público apresentou um déficit nominal da ordem de 3,74% do PIB, sendo que o Governo Federal foi o maior responsável por este resultado, com um déficit médio de 2,64% do PIB, no período 2000-2005. Os Governos Estaduais e Municipais também obtiveram déficits nominais. Apenas as empresas estatais federais tiveram, na média, um superávit nominal, todavia muito inexpressivo face aos déficits nas demais esferas do Setor Público brasileiro.

## 3.3 – Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) apresentou resistência contra diminuições nos anos 2000-2005. Em dezembro de 2000, a dívida do Setor Público Consolidado era de 48,78% do PIB, chegando ao máximo de 57,18%, em 2003, e ficando em 51,65% do PIB em dezembro de 2005, valor ainda acima do observado no início da série (Tabela 4).

Tabela 3

Necessidades de Financiamento do Setor Público (%PIB)						
Saldo Nominal - Acumulado no ano						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Setor Público Consolidado</b>	3,59	3,50	4,33	5,09	2,64	3,29
<b>Governo central</b>	1,43	1,38	0,42	3,50	0,68	3,05
<b>Governo federal</b>	2,01	2,16	1,27	4,75	1,82	3,83
<b>Bacen</b>	0,25	-0,13	-0,59	-0,75	-0,33	-0,04
<b>Empresas estatais federais</b>	-0,83	-0,65	-0,27	-0,50	-0,81	-0,73
<b>Governos regionais</b>	2,17	2,12	3,92	1,59	1,97	0,23
<b>Governos estaduais</b>	1,80	1,92	3,07	1,47	1,56	0,24
<b>Governos municipais</b>	0,27	0,09	0,53	0,26	0,37	0,03
<b>Empresas estatais estaduais</b>	0,09	0,10	0,30	-0,15	0,03	-0,05
<b>Empresas estatais municipais</b>	0,01	0,01	0,02	0,00	0,01	0,01

Fonte: Bacen

Diante desses dados, pode-se argumentar contra a tese defendida pelo Governo, segundo a qual maiores esforços fiscais geram *necessariamente* reduções na relação dívida/PIB. Com base nos dados verificados, observa-se que, ao longo do período 2000-2005, houve crescentes superávits primários, porém acompanhados de uma relação dívida/PIB que não apresentou um comportamento *sistematicamente* decrescente. Quais seriam os determinantes dessa aparente contradição?

Tabela 4

<b>Dívida Líquida do Setor Público</b>	
<b>Ano</b>	<b>% do PIB</b>
2000	48,78
2001	52,63
2002	55,5
2003	57,18
2004	51,67
2005	51,65

Fonte: BCB

#### 4 – Taxa de juros, déficit nominal e dívida pública: em busca do elo perdido

##### 4.1 – O caráter monetário do déficit nominal

Tecnicamente, há apenas uma forma de se obter uma curva descendente para a relação dívida/PIB: isto pode ser feito com base em uma redução ou eliminação do déficit nominal, para uma dada taxa de expansão do PIB.

Quanto menor for o déficit nominal, menor será a expansão da dívida pública, uma vez que menor será a necessidade de colocação de novos títulos públicos no mercado<sup>4</sup>. Assim, caso se tenha um PIB, por exemplo, que cresça à taxa anual de 3,5%, precisa-se de uma dívida que, se crescente, cresça a uma taxa anual menor que 3,5%, para que a razão dívida/PIB seja descendente.

É claro que a geração de um superávit nominal pelo Setor Público Consolidado seria um caso ideal, pois isto permitiria a geração de uma *taxa de expansão negativa* para a dívida pública, acelerando a redução da relação DLSP/PIB. Todavia, *o problema todo está na forma como o Governo obtém a redução ou eliminação do déficit nominal*. Ele toma como dado o montante de juros a ser pago e, então, estima qual deve ser o superávit primário realizado para que o déficit nominal seja estabilizado ou reduzido ao longo do tempo. Isto retira a autonomia da política fiscal do país:

<sup>4</sup> Isto sob a hipótese de que o Governo não utilize a expansão monetária para financiar seus déficits fiscais. Ou seja, sob a hipótese de que os déficits nominais sejam financiados através de endividamento por títulos públicos. Exclui-se, ademais, a possibilidade de elevação da dívida pelo reconhecimento de débitos passados e não pagos pelo Governo, os chamados “esqueletos”.

*A política fiscal também não possui autonomia, pois está condicionada ao alcance das metas de superávit primário, determinadas pelos impactos da política monetária sobre a dívida pública. (DATHEIN, 2003, p. 7)*

Logo, se há um aumento no montante de juros a ser pago pelo Setor Público, em decorrência, por exemplo, de uma elevação na taxa básica de juros (Selic), as autoridades buscam elevar o superávit primário, sacrificando gastos dos quais dependem setores importantes do ponto de vista social (SICSÚ, 2003).

Como visto na seção anterior, mesmo os crescentes superávits primários dos últimos anos não foram suficientes para reduzir significativamente a relação dívida/PIB, e isto porque o Governo continua tendo de lidar com um montante de juros a ser pago que foge ao controle das autoridades. Esse montante depende grandemente da taxa básica de juros. Aproximadamente 54%<sup>5</sup> da dívida em títulos do Governo Federal estão atrelados à taxa Selic, esta controlada pelo Banco Central.

Assim, por mais que se realizem esforços fiscais crescentes, reduzindo cada vez mais os recursos disponíveis para gastos com educação, saúde, segurança, etc., ainda convivemos com déficits nominais, que são causados por um viés de alta para a taxa de juros brasileira, impedindo uma duradoura redução na relação dívida/PIB. De fato, os elevados juros brasileiros são um dos fatores relevantes que impedem a redução da dívida pública como proporção do PIB (CARVALHO, 2000).

Em 2005, foi muito difundida a proposta do deputado Delfim Netto, de implantar o “*déficit nominal zero*” no país. Em geral, essa proposta prevê uma redução duradoura de gastos públicos correntes como proporção do PIB, como forma de gerar superávits primários elevados, a fim de que a relação dívida líquida/PIB seja reduzida e a taxa real de juros siga uma tendência de queda a longo prazo (MOREIRA, 2005). Como se vê, trata-se da mesma idéia fiscalista: o controle fiscal passa, sobretudo, por uma elevação dos saldos primários. Segundo Dathein:

*Desse modo, o governo busca um ajuste fiscal “definitivo” nas contas públicas, alcançado com uma “gestão macroeconômica responsável”, criando um ambiente econômico seguro para o mercado. Portanto, o ajuste das contas públicas e as reformas liberais produziriam estabilidade e credibilidade, e o mercado, através de fatores microeconômicos e de longo prazo, construiria o desenvolvimento. Essa idéia, completamente estranha à esquerda, tanto marxista quanto social-democrata, parece predominar na equipe econômica e no núcleo dirigente do governo. (DATHEIN, op.cit., p. 6)*

---

<sup>5</sup> Em agosto de 2005, 53,8% da dívida mobiliária federal estavam indexados à taxa Selic. Fonte: *Conjuntura Econômica*, outubro de 2005, vol. 59, n.10.

Portanto, torna-se necessário uma inversão dessa política econômica. Se o objetivo é o de reduzir ou eliminar de forma consistente o déficit nominal, a fim de que seja possível a diminuição da relação dívida/PIB, deve-se implantar uma maior coordenação entre as políticas fiscal e monetária no país, pondo fim a um período em que ambas “batem cabeças”. De nada vale um maior superávit primário se, muitas vezes sem motivos convincentes, o Banco Central eleva a taxa Selic, incrementando o montante de juros a ser pago pelo Setor Público.

Uma redução consciente e ousada na taxa de juros permitiria uma diminuição substantiva no montante de juros a ser pago pelo Governo. Isto, por sua vez, faria com que um menor superávit primário fosse tecnicamente factível no sentido de reduzir o déficit nominal. Logo, haveria menor necessidade de cortes em investimentos públicos, uma vez que os gastos financeiros (pagamento de juros) sofreriam a devida redução.

Neste contexto, o Brasil teria condições de reduzir o déficit nominal e a relação dívida/PIB sem abdicar de margens importantes no montante de gastos com educação, saúde, segurança, previdência, etc. Neste caso, *o país estaria contando com uma política monetária cuja direção seria a favor do esforço fiscal do Governo*. Obviamente, o Banco Central é quem estaria responsável por calibrar as reduções nos juros, dando atenção devida aos sinais emitidos pelo nível geral de preços.

O problema é que atualmente o Brasil conta com uma meta de inflação *megalomaníaca*, que impede maiores reduções na taxa básica de juros, maior crescimento do PIB e um ajuste fiscal mais inteligente por parte do Setor Público Consolidado.

#### 4.2 – Uma formalização

O seguinte modelo representa a forma de pensamento do Governo brasileiro acerca dos caminhos de transmissão da política fiscal. Primeiramente, apresenta-se o modelo para, em seguida, fazerem-se os devidos comentários e críticas dessa forma de se pensar as finanças públicas no país. Inicialmente, tem-se uma função déficit nominal do Setor Público Consolidado, tal que:

$$1) \quad dn = (J - sp)$$

onde  $dn$  é o déficit nominal,  $J$  são os juros nominais a serem pagos pelo Governo e  $sp$  é o superávit primário. O montante de juros a ser pago é definido da seguinte maneira:

$$2) \quad J = i(D_{t-1})$$

onde  $i$  é a taxa de juros definida pela Autoridade Monetária e  $D_{t-1}$  é a dívida pública no período  $t-1$ . Seguindo o pensamento das autoridades fiscais brasileiras, a taxa de juros ( $i$ )

é concebida como dada pela política monetária, determinando o montante de juros a ser pago ( $J$ ), dada a dívida herdada ( $D_{t-1}$ );

A seguir, tem-se a taxa de expansão da dívida pública:

$$3) (D_t - D_{t-1})/D_{t-1} = \alpha (dn)$$

Logo,  $(D_t - D_{t-1})/D_{t-1}$  é a taxa de crescimento da dívida pública;  $\alpha$  é um coeficiente de sensibilidade maior que zero ( $\alpha > 0$ ), que ajusta a expansão da dívida ao montante observado para o déficit público nominal<sup>6</sup>.

Por sua vez, apresenta-se a chamada relação dívida pública/PIB, que nada mais é do que uma função da relação entre as taxas de expansão da dívida e do PIB:

$$4) \phi = \chi [(D_t - D_{t-1})/D_{t-1}] / [(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}]$$

onde  $\phi$  representa a relação dívida pública/PIB. Essa relação é uma função da razão entre as taxas de crescimento da dívida  $[(D_t - D_{t-1})/D_{t-1}]$  e do PIB  $[(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}]$ ;  $\phi$  é um coeficiente de sensibilidade maior que zero, que ajusta  $\phi$  aos valores observados para  $[(D_t - D_{t-1})/D_{t-1}]$  e para  $[(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}]$ .

A partir das funções 1-4, chega-se à seguinte função:

$$5) \phi = \chi \{ \alpha [i(D_{t-1}) - sp] \} / [(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}]$$

Em última instância, a relação dívida pública/PIB (..) é determinada, da seguinte forma, pelas seguintes variáveis:

a) positivamente pela taxa de juros ( $i$ ) e pela dívida herdada ( $D_{t-1}$ );

b) negativamente pelo superávit primário ( $sp$ );

c) negativamente pela taxa de expansão do PIB  $[(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}]$ .

Este modelo expressa a forma com que a política fiscal tem sido tratada pelo Governo. Ele toma a taxa de juros e os juros da dívida a serem pagos como dados, e

---

<sup>6</sup> Neste sentido, tem-se como hipótese que todo o déficit nominal seja financiado via criação de nova dívida pública, através da colocação de títulos públicos. Excluem-se as variações da dívida advindas de reconhecimento de dívidas passadas ("esqueletos").

assim, tenta elevar o máximo possível  $sp$ , a fim de que  $\phi$  se reduza no tempo. A determinação da taxa de juros e da taxa de crescimento do PIB é concebida como fora de escopo da política econômica, esta concentrada, sobretudo, na busca de maiores superávits primários (LOPREATO, 2002). Por outro lado, o modelo, expressando a concepção das autoridades, também não reconhece a correlação negativa que existe entre  $i$  e  $[(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}]$ .

De fato, e além do que parecem pensar as autoridades, uma menor taxa de juros possibilita reduções em  $\phi$ , não apenas através de menores valores de  $J$  (equação 2), mas também através de um maior crescimento econômico, via elevação de investimentos privados. Desta maneira, reduções em  $\phi$  podem ser efetuadas via políticas que induzam maior crescimento econômico como, por exemplo, diminuições da taxa de juros feitas pelo Banco Central.

Ademais, o presente modelo não reconhece os efeitos recessivos dos elevados superávits primários, ou seja, não se reconhece a correlação negativa entre  $sp$  e  $[(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}]$ . Embora maiores superávits primários possam permitir reduções em  $\phi$  através de reduções no déficit nominal, existem também impactos negativos sobre a expansão da renda e do produto na economia, o que pode, em certos casos<sup>7</sup>, minimizar as reduções em  $\phi$  ou até mesmo elevar esta última variável. Isto corresponde ao descaso do Governo para com a função, que poderia ser exercida pela política fiscal, de reguladora da demanda agregada (LOPREATO, 2006).

Uma melhor coordenação entre as políticas fiscal e monetária poderia ser implementada no país, na medida em que a taxa de juros fosse reduzida, não apenas como resultado de uma eventual desaceleração inflacionária, mas antes com o objetivo de reduzir os encargos da dívida pública ( $J$ ). Por sua vez, o superávit primário poderia ser fixado segundo as possibilidades e necessidades econômicas da sociedade brasileira. Uma vez fixado esse *superávit primário socialmente aceitável*<sup>8</sup>, a taxa de juros deveria seguir uma trajetória descendente, fazendo convergir o montante  $J$  para o superávit primário  $sp$ .

---

<sup>7</sup> Os impactos de  $sp$  em  $[(Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}]$  dependeriam da sensibilidade do último em relação às variações no primeiro. Chamando-se  $\pi$  o coeficiente de sensibilidade da taxa de crescimento do PIB em relação às variações no superávit primário, em momentos históricos de elevado  $\pi$ , incrementos em  $sp$  podem gerar elevações em  $\phi$ , frustrando as expectativas das autoridades e dos agentes econômicos.

<sup>8</sup> Define-se o *superávit primário socialmente aceitável* como sendo aquele que permite uma compatibilidade entre as metas de ajuste fiscal e de progresso sócio-econômico de um país.

#### 4.3 – Taxa de juros, sistema de metas inflacionárias, PIB e ajuste fiscal

Segundo o Governo brasileiro, a grande variável determinante da taxa de juros no país é a relação dívida/PIB. Assim, o Brasil estaria convivendo com uma taxa Selic elevada porque ainda não temos conseguido realizar um ajuste fiscal ideal, que reduza significativamente aquela relação. Pode-se realmente concordar com a noção de que a taxa de juros interna é determinada exclusivamente pela participação percentual da dívida pública no PIB?

Existem elementos que concedem uma resposta negativa a essa pergunta. Obviamente, o principal desses elementos é o controle inflacionário<sup>9</sup> feito pelo Banco Central, face ao sistema de metas inflacionárias (OREIRO & PAULA, 2003).

O sistema de Metas para Inflação é um mecanismo interessante, ao promover maior previsibilidade no campo monetário, desde que o Banco Central conduza a política monetária de maneira coerente com a meta fixada. Agindo de forma consistente com a meta, a autoridade monetária transmite credibilidade ao mercado, que passa a incorporar em suas projeções expectativas factíveis de serem realizadas. Isto permite uma melhoria qualitativa do cálculo econômico e das decisões de investimento.

A questão importante a ser mais discutida pela sociedade é sobre qual a meta a ser fixada no país, levando-se em consideração as necessidades sociais, econômicas e fiscais no Brasil recente. Em princípio, quanto menor a meta de inflação, menor o espaço de manobra para a política monetária e, em geral, maiores são as taxas de juros praticadas nos mercados. Neste contexto, o país possui tendência a apresentar um crescimento do PIB mais restrito, uma expansão modesta do emprego e maiores dificuldades no ajuste das finanças públicas. Dado um montante de juros mais elevado a ser pago pelo Setor Público, o superávit primário precisa crescer no tempo, a fim de que se alcance diminuições nos déficits nominais.

Por outro lado, uma meta de inflação maior, gera o contexto oposto: em geral, menores serão as taxas de juros e o crescimento do PIB poderá ser alargado. Por sua vez, o ajuste fiscal contará com uma ajuda monetária importante, qual seja, a redução do

---

<sup>9</sup> Além desse elemento, há também os resultados externos nas transações correntes no balanço de pagamentos. Diante de déficits em transações correntes no balanço de pagamentos, há uma tendência por elevações na taxa de juros doméstica, como meio de captar capitais estrangeiros para o financiamento desses déficits. Por outro lado, quando o país mostra superávits em transações correntes, em geral, deve-se reduzir os juros domésticos, a fim de que não haja valorizações excessivas na taxa de câmbio. Nos últimos anos, o Brasil tem se enquadrado nessa última situação, de superávits em transações correntes. Todavia, não houve uma paralela redução nas taxas de juros domésticas, como justificado pelo ajuste nas contas externas, o que tem pressionado uma valorização do Real frente ao dólar.

montante de juros a ser pago pelo Governo, permitindo que um menor superávit primário obtenha os resultados desejados, em termos de diminuição no déficit nominal e na relação dívida/PIB.

Neste sentido, torna-se possível uma inversão do caminho de transmissão da política econômica. Não é a redução da relação dívida/PIB que permite a diminuição da taxa de juros, mas a redução desta última que viabiliza a trajetória descendente daquela primeira. Isto se contarmos com uma meta de inflação realista frente a esses objetivos, ou seja, coloca-se a necessidade de uma redução da meta de inflação para os próximos anos (PAULA, 2003). O Brasil, neste caso, deveria estar disposto a conviver com uma inflação um pouco maior, condizente com as necessidades econômicas atuais, que requerem uma expansão do PIB mais acelerada. Atualmente, o Brasil convive com uma meta inflacionária de 4,5% ao ano para o IPCA. Todavia, uma meta acima dessa última, por exemplo, uma meta de 9,5% ao ano, não é incompatível com a estabilidade monetária, ao mesmo tempo em que permitiria menores taxas de juros e uma redução do endividamento público como proporção do PIB (PAULA, op. cit.).

Uma meta de inflação acima da praticada atualmente não significa o abandono da responsabilidade monetária, de forma alguma. Em termos de controle da incerteza econômica, via sistema de metas inflacionárias, o que importa é a existência de uma meta e de uma política monetária coerente com o alcance da primeira. A meta de inflação, todavia, deveria ser pensada, discutida e fixada segundo os objetivos gerais de política econômica no país.

Se o país tiver como objetivos gerais: i) uma maior expansão da atividade econômica, que permita redução de longo prazo das taxas de desemprego e; ii) um *ajuste fiscal inteligente* - significando por inteligente um ajuste fiscal que conte com redução significativa dos gastos públicos com pagamento de juros da dívida interna; então deveríamos fixar metas de inflação acima das que têm sido praticadas nos últimos anos.

## 5 - Conclusões

Nos últimos anos, embora convivendo com um crescente superávit primário, a economia brasileira não alcançou os resultados esperados pelas autoridades: não houve redução significativa da relação dívida/PIB, nem das taxas de juros internas. A princípio, possíveis reduções nesses dois últimos indicadores foram, no melhor dos casos, apenas transitórios, muito longe de demonstrar uma tendência sistemática de baixa.

A natureza monetária do déficit nominal do Setor Público é a chave para a explicação da ineficácia dos superávits primários em reduzir a relação dívida/PIB. O Brasil vive uma tendência altista para a taxa de juros, apoiada em uma meta de inflação

muito apertada, fazendo com que esforços para redução de gastos primários sejam insuficientes diante do montante de juros a ser pago, por conta da dívida pública mobiliária. Neste sentido, o país parece “remar contra a maré”, uma vez que a política fiscal anda em desacordo visível com a política monetária.

Neste artigo, advogou-se o estabelecimento de uma melhor coordenação entre as políticas fiscal e monetária no país, a fim de que uma redução no endividamento seja alcançada sem a necessidade de um sacrifício exagerado de gastos essenciais (educação, saúde, segurança, previdência, etc.) do ponto de vista social.

Esta agenda poderia começar pela implantação de uma meta de inflação de um dígito, porém maior do que a atual. Isto flexibilizaria para baixo a taxa Selic e reduziria convenientemente os encargos com juros da dívida pública interna; permitiria que um *superávit primário socialmente aceitável* – menor do que o praticado atualmente - gerasse reduções adequadas no déficit nominal, ou mesmo sua eliminação; viabilizaria maiores taxas de investimento e uma expansão da produção mais elevada no longo prazo.

### Referências Bibliográficas

- BACHA, E. L. (1998). “O Plano Real: uma avaliação”. In: “*O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate*”. São Paulo, IE/UNICAMP, 1998.
- CARVALHO, Carlos E. (2000). “As finanças públicas no Plano Real”. In: Carneiro, Ricardo *et alii*, *Gestão Estatal no Brasil: Armadilhas da Estabilização 1995-1998*. São Paulo, Fundap, p. 196-236, 2000.
- CISESKI, P. P. (2001). “Desempenho fiscal: devemos aprofundar o ajuste?”. *Notas Técnicas do Banco Central*, Novembro/2001.
- DATHEIN, Ricardo. (2003). “Os primeiros sete meses do Governo Lula e o debate com seus críticos”. *Análise Econômica*, ano 21, n. 40, set. 2003.
- GIAMBIAGI, F. (2002). “Superando as metas fiscais”. *Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro, FGV, p. 22-25, Janeiro, 2002.
- GOLDFAJN, Ilan (2002). “Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?”. *Notas Técnicas do Banco Central*, Julho/2002.
- LOPREATO, F. L. C. (2002). “Um olhar sobre a política fiscal recente”. *Textos para discussão*, IE/UNICAMP, n.111, dez. 2002.
- LOPREATO, F. L. C. (2006). “O papel da política fiscal: um exame da visão convencional”. *Texto para Discussão*, IE/UNICAMP, n. 119, fev. 2006.
- MOREIRA, Ramallete R. “Déficit nominal zero?”. *A Gazeta*, 16/07/2005.

- NETTO, Delfin A. & GIAMBIAGI, F. (2005). “O Brasil Precisa de uma Agenda de Consenso”. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*, Boletim de Conjuntura, n. 71, dezembro de 2005.
- OREIRO, J.L & PAULA, L.F. (2003). “Uma Estratégia Keynesiana para a Sustentabilidade de Longo-Prazo da Dívida Pública”. *Análise Econômica*, v.40, n.2, pp.329-338, 2003.
- PAULA, L.F. (2003). “Uma Alternativa de Política Econômica para o Brasil”. *Cadernos Adenauer*, n. 2, ano IV, p.58-92, 2003.
- SICSÚ, J. (2003). “Definição, primeiros resultados e perspectivas de política econômica do Governo Lula”. *Economia e Sociedade*, 12(2): 311-327, jul./dez, 2003.
- WERNECK, F. L. Rogério (2005). “Além da estabilização: desafios da agenda fiscal”. Texto para Discussão, PUC-RJ, nº. 514, dez/2005