

A análise do processo de ajuste das contas públicas brasileiras não é uma tarefa trivial. Na verdade, as avaliações disponíveis na literatura especializada não apenas são complexas como são marcadas pelo dissenso. Quantas forem as escolas de pensamento econômico, tantas serão as respostas possíveis para esse fenômeno sócio-político-histórico-econômico. As respostas variarão segundo os referenciais teóricos dos analistas: defesa de maior ou menor intervenção do Estado, de mais ou menos liberdade de mercado, de maior ou menor autonomia da autoridade monetária, de mais ou menos integração aos fluxos internacionais de comércio e/ou de capitais, de maior ou menor desenvolvimento autárquico, de mais ou menos ênfase nos aspectos macro ou microeconômicos, etc.

Isso, porém, não significa que as respostas disponíveis foram concebidas arbitrariamente, ao gosto de quem as concebeu ou do público a que se dirigem. Fosse assim, o leque de possíveis diagnósticos tenderia ao infinito. Entendemos, porém, que não é este o caso. Finita é a quantidade de escolas de pensamento econômico, como finita é a quantidade de diagnósticos

com alguma repercussão entre os especialistas, pois todos baseiam os seus juízos em um conjunto comum de fatos e conceitos econômicos.

O Resultado Primário

Tomemos como ponto de partida o resultado primário. Trata-se de um indicador de austeridade fiscal. É definido pela diferença entre receitas e despesas não-financeiras. Caso essa diferença seja positiva, tem-se um superávit. Caso seja negativa, tem-se um déficit.

As receitas não-financeiras, que excluem o recebimento de juros e as receitas de operações de crédito, são: arrecadação de impostos, taxas, contribuições sociais, receitas de concessões, dividendos etc. As despesas não-financeiras, que excluem o pagamento de juros e a amortização de dívidas, por sua vez, são: despesas com pessoal, pagamentos de benefícios da previdência social, despesas de custeio, obras públicas etc.

Uma relação elevada e crescente entre a dívida pública e o produto interno bruto (PIB) indica que o Governo poderá enfrentar dificuldades para refinanciá-la ou

para pagá-la no futuro. Para que essa relação permaneça estável, o Governo precisa compensar, ao menos parcialmente, o pagamento dos juros incidentes sobre a dívida pública, impedindo-a de crescer a uma taxa superior à do PIB. Esse é o papel do superávit primário.

Em termos matemáticos, desprezando-se os efeitos da variação cambial sobre a parcela da dívida pública denominada em moedas estrangeiras, tem-se:

Onde:

$$\frac{T_t - G_t}{Y_t} = \left(\frac{(1+r)}{(1+g)} - 1 \right) \cdot \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}}$$

$T_t - G_t$: superávit primário (receitas – despesas não-financeiras);

Y_t : PIB do período corrente;

$(T_t - G_t)/Y_t$: relação “superávit primário/PIB” do período corrente;

Marcos do processo de ajuste do setor público brasileiro

r : taxa real de juros;

g : taxa real de crescimento do PIB;

B_t : estoque da dívida pública no período corrente;

B_{t-1}/Y_{t-1} : relação “dívida pública/PIB” do período anterior.

Antes de prosseguir na análise da equação acima, cabe fazer alguns esclarecimentos sobre os conceitos envolvidos:

a) o PIB representa o valor de mercado do total de bens e serviços finais produzidos no âmbito de um país durante um dado período de tempo, freqüentemente um ano;

b) a taxa real de juros representa a taxa de equilíbrio entre a oferta e a demanda por moeda, descontados os efeitos da inflação; p. ex., uma economia cuja variação do nível de preços (ou a taxa de inflação) seja de 10% no período de um ano e cuja taxa de juros de equilíbrio no mercado de capitais seja de 15% ao ano (a.a.) terá uma taxa real de juros de 5% a.a.;

c) a taxa real de crescimento do PIB representa a variação do valor de mercado do total de bens e serviços finais produzidos, também descontados os efeitos da inflação; p. ex., se o valor do total de bens e serviços varia 8% no período de um ano e o nível de preços subiu 4%, então o PIB terá crescido 4% em termos reais (esse teria sido o aumento observado na quantidade de bens e serviços produzidos, em contraposição ao aumento no valor desses bens e serviços);

d) a dívida pública abrange os débitos de responsabilidade dos Governos federal, estaduais e municipais junto aos setores privado e público financeiro, ao Banco Central do Brasil (BCB) e ao resto do mundo, podendo ser apresentada de duas formas:

i. bruta: trata-se da medida mais usada internacionalmente, exprimindo o valor total da dívida; no Brasil, os débitos são considerados deduzindo-se os créditos representados por títulos públicos em poder de órgãos das administrações direta e indireta, e de fundos públicos federais, estaduais e municipais (*i.e.*, aplicações da previdência social,

do Fundo de Amparo do Trabalhador e de outros fundos em títulos públicos, e aplicações dos estados em títulos públicos federais), assim como as montantes correspondentes aos títulos em tesouraria;

ii. líquida: trata-se da medida mais usada no Brasil, a qual exprime o balanço entre as débitos e os créditos do setor público não-financeiro e do BCB; pressupõe uma equivalência entre débitos e créditos em termos de liquidez (*i.e.*, facilidade com que um título pode ser revendido), prazo de maturação e custo financeiro – em geral, porém, não é o que ocorre.

Retornando à equação tratada anteriormente, a Tabela I mostra quais são os superávits primários, como proporção do PIB, que são requeridos para manter estáveis diferentes relações “dívida pública/PIB”. Nos cálculos, foram assumidos os seguintes cenários: dívida pública de 50%, 70% ou 90% do PIB, taxa real de juros de 14% ou 9% a.a. e taxa real de crescimento do PIB de 3% ou 4% a.a. Os superávits

correspondentes variam de 2,4% a 9,6% do PIB. O superávit menor está, naturalmente, associado ao cenário mais benigno (*i.e.*, taxa real de juros de 9% a.a., taxa real de crescimento do PIB de 4% a.a. e dívida pública igual a 50% do PIB). O superávit maior, por sua vez, está associado ao cenário mais dramático (*i.e.*, taxa real de juros de 14% a.a., taxa real de crescimento do PIB de 3% a.a. e dívida pública igual a 90% do PIB).

Portanto, o superávit primário requerido para estabilizar a relação entre a dívida pública e o PIB será tanto maior quanto:

poupança disponível para o setor privado e gera preocupação entre os investidores em títulos públicos, induzindo o mercado a exigir taxas de juros maiores. Esse processo está sintetizado no Fluxograma abaixo.

Interromper o círculo vicioso ilustrado abaixo não é uma tarefa trivial. É necessário combinar imaginação, experiência e credibilidade por parte dos administradores públicos. Dada essa fortuita combinação, ainda assim será preciso um plano de ação de médio e longo prazo, bem como mais alguns anos de ajustes nas contas públicas.

O resultado nominal

A despeito da relevância da obtenção de superávits primários em níveis adequados para a solvência do setor público ao longo do tempo, a contribuição governamental para o comportamento geral da economia é melhor captada pelo resultado nominal, definida pela diferença entre receitas e despesas totais (financeiras e não-financeiras). Caso essa diferença seja positiva, o Governo estaria contribuindo para a formação da poupança doméstica, aumentando os fundos disponíveis para investimentos. Caso seja negativa, o Governo estaria captando poupança privada ou externa para cobrir as suas necessidades de financiamento, reduzindo o montante passível de ser investido pelos agentes econômicos privados. Portanto, uma despoupança pública muita elevada afetaria negativamente o nível de investimento da economia, reduzindo a sua capacidade de expansão.

Simplificadamente, os resultados primário e nominal combinam-se da seguinte maneira:

Taxas Reais				$[(1+r)/(1+g)] - 1$	Relação "Dívida Pública/PIB" B/Y	Superávit Primário Requerido (T - G)/Y
Juros		Variação do PIB				
r	(1+r)	g	(1+g)			
14%	1,14	3%	1,03	0,11	50%	5,30%
9%	1,09	4%	1,04	0,05	50%	2,40%
14%	1,14	3%	1,03	0,11	70%	7,50%
9%	1,09	4%	1,04	0,05	70%	3,40%
14%	1,14	3%	1,03	0,11	90%	9,60%
9%	1,09	4%	1,04	0,05	90%	4,30%

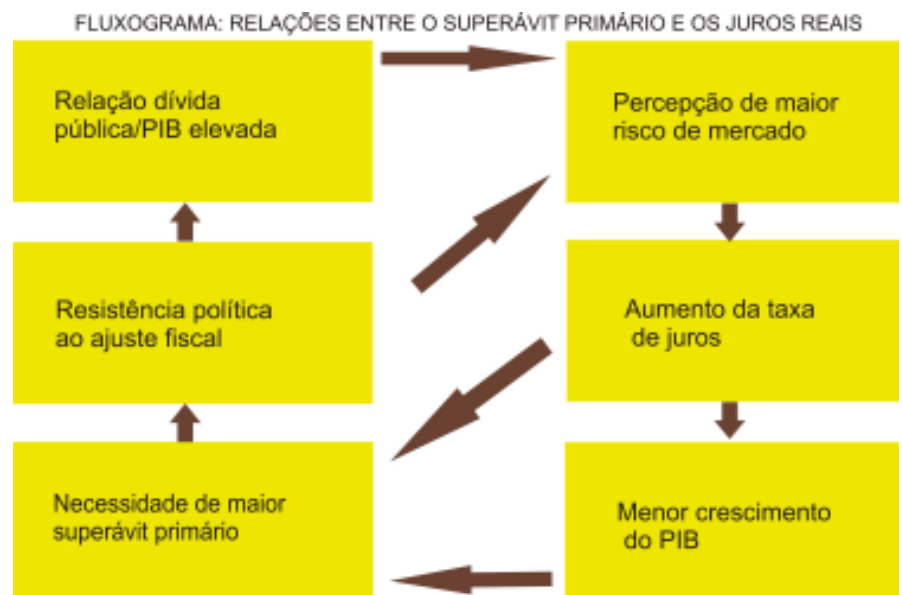
Fonte: Elaborado pelos autores.

- a) maior for a taxa real de juros;
- b) menor for a taxa real de crescimento do PIB;
- c) maior for a relação "dívida pública/PIB" inicial.

A relação entre o superávit primário e os juros reais

Há uma evidente circularidade no problema em foco. Quanto maior for a taxa real de juros praticada, maior será o superávit primário requerido. Contudo, como esse superávit é política e economicamente de difícil obtenção, já que requer aumento da carga tributária e/ou corte de gastos, o nível de endividamento do setor público, como proporção do PIB, continua aumentando. Isso diminui a

- a) **superávit nominal:** o estoque da dívida pública diminui rapidamente; a relação "dívida pública/PIB" tende a zero com a gradual amortização das



obrigações financeiras do setor público;

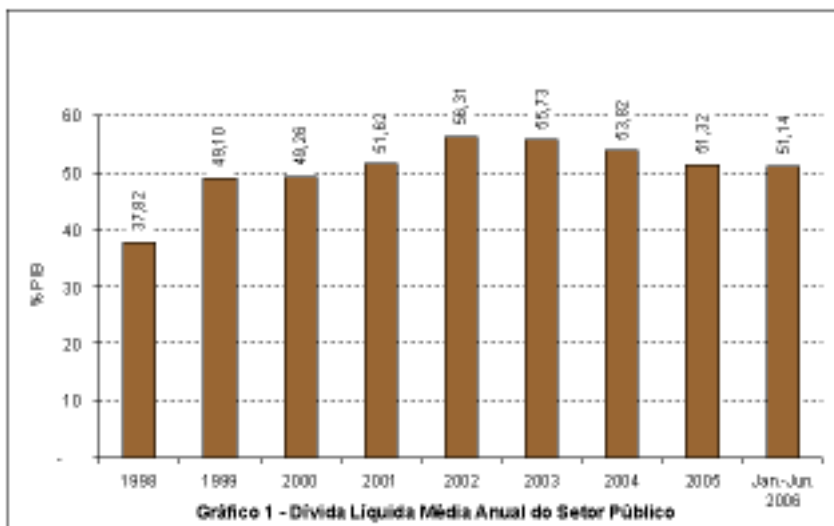
b) **déficit nominal com superávit primário "adequado"**: o estoque da dívida pública continua aumentando, mas a uma taxa igual ou inferior à de crescimento do PIB, de tal forma que a relação "dívida pública/PIB" permanece constante ou diminui lentamente;

c) **déficit nominal com superávit primário "inadequado" ou déficit primário**: o estoque da dívida pública aumenta, bem como a relação "dívida pública/PIB".

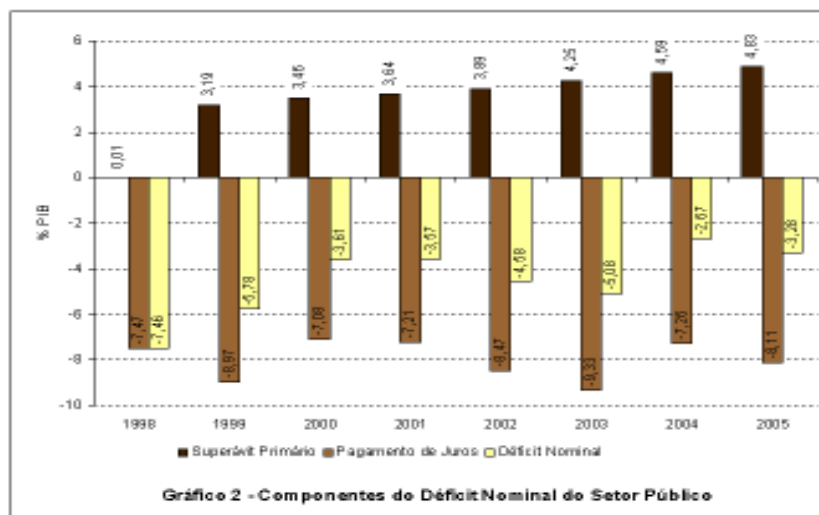
Desde 1999, quando teve início a combinação de políticas macroeconômicas que vigora ainda hoje (*i.e.*, regime de câmbio flutuante, sistema de metas de inflação e geração de superávits primários), as finanças públicas brasileiras, como será mostrado a seguir, têm oscilado entre a situação retratada no item *b* e versões moderadas da situação retratada no item *c*. Assegurou-se a solvência do setor público. O desafio a ser enfrentado é consolidar essa solvência e prover os fundos de que o País necessita para ampliar de forma consistente a sua capacidade produtiva.

O comportamento recente das finanças públicas brasileiras

Em relação ao PIB, a dívida líquida do setor público aumentou sistematicamente de 1998 a 2002, como ilustrado pelo Gráfico 1, com saltos expressivos nas passa-



Fonte: BCB, Séries Temporais (<http://www.bacen.gov.br/?SERIETEMP>). Elaborado pelos autores.



Fonte: Boletim do BCB, várias edições. Elaborado pelos autores.

Nota: O déficit nominal resulta da soma do superávit primário (+) e do pagamento de juros (-).

gens de 1998 para 1999 e de 2001 para 2002. Já no período 2003–2005, essa relação diminuiu paulatinamente. Os superávits primários do primeiro período, portanto, não foram suficientes para estabilizar a relação em questão, diferentemente do que ocorreu no período mais recente.

O Gráfico 2 ilustra a extensão do esforço fiscal feito pelo setor público brasileiro após 1998. De um superávit primário praticamente nulo passou-se a resultados sistematicamente superiores a 3% do PIB. Essa mudança foi uma resposta, após as

crises da Ásia (1997) e da Rússia (1998), à perda de confiança, por parte dos investidores domésticos e estrangeiros, na capacidade do setor público brasileiro de cobrir os custos dos financiamentos acumulados ao longo do tempo. Dessa forma, enquanto os juros devidos em 1998 puderam ser integralmente cobertos mediante novas dívidas, foi preciso, nos anos seguintes, destinar parte da arrecadação tributária do Estado ao pagamento dos juros.

Efetivamente, na passagem de 1998 para 1999, o setor público fez um esforço fiscal de 3,18 pontos percentuais (p.p.) do PIB (*i.e.*, o incremento havido no superávit primário do segundo exercício em relação ao do primeiro). Como, nesse mesmo período, conforme o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a carga tributária aumentou 1,74 p.p. (de 29,33% para 31,07% do PIB), tem-se que, inicialmente, houve uma compressão de outros gastos públicos. A médio prazo, porém, a elevação do montante de tributos extraídos do conjunto da sociedade superou o esforço fiscal do Estado: no período 1998-2003, concomitantemente ao aumento de 4,24 p.p. do superávit primário, houve um acréscimo de 4,68 p.p. da carga tributária. Nes-

te caso, para que se confirme a hipótese de compressão dos gastos públicos é necessário que tenha havido uma elevação dos custos associados à provisão de bens e serviços públicos e/ou um aumento na oferta desses bens e serviços.

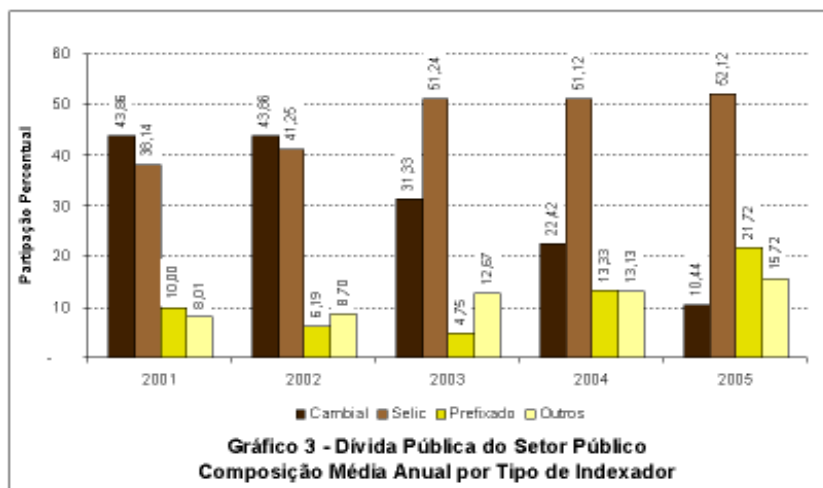
Ainda sobre o Gráfico 2, no exercício de 2005, o setor público apresentou um resultado primário de 4,83% do PIB (R\$ 93,5 bilhões). No entanto, o pagamento dos juros das dívidas públicas interna e externa alcançou 8,11% (R\$ 157,1 bilhões).

Dessa forma, o setor público necessitou obter novos financiamentos, correspondentes a 3,28% (R\$ 63,6 bilhões). Isso permite esclarecer um equívoco recorrente. Efetivamente, é comum a afirmação de que um alongamento unilateral dos compromissos do setor público permitiria dar outra destinação ao montante ora utilizado no pagamento de juros. Essa mudança, todavia, somente ocorreria na escala pretendida se as empresas e famílias continuassem dispostas a financiar o setor público apesar do não pagamento – ou redução drástica – dos juros devidos pelos financiamentos progressos. É mais plausível que semelhante alongamento, ao menos no primeiro momento, interrompa a obtenção de novos financiamentos. Dessa forma, os recursos disponibilizados seriam não muito superiores aos superávits primários até então gerados – o eventual excedente proviria de fundos de investimento controlados pelo próprio setor público, como as entidades fechadas de previdência complementar das empresas públicas e sociedades de economia mista.

Além do comportamento do superávit primário, que outros fatores afetaram a dívida pública líquida ao longo do passado recente? O Gráfico 3 mostra como essa dívida evoluiu no período 2001–2005 em

termos dos seus diferentes indexadores. Percebe-se uma elevada participação de instrumentos vinculados à taxa de câmbio em 2001 e 2002, com decréscimo acelerado nos anos seguintes. Os instrumentos com juros pós-fixados referenciados na taxa Selic, por sua vez, partiram de patamares elevados para níveis ainda maiores no decorrer do período enfocado. Já os pré-fixados, por não serem bem aceitos em ambientes marcados pela incertezas, caíram nos três primeiros anos, recuperando-se nos dois últimos.

Combinando-se o Gráfico 3 com a Tabela 2, tem-se um quadro mais amplo do que ocorreu com a dívida pública líquida. Em 2001 e 2002, juntamente com a elevação da participação dos instrumentos vinculados à taxa de câmbio, houve uma forte desvalorização real da moeda nacional vis-à-vis o dólar dos EUA, onerando sobremaneira o setor público e exigindo a obtenção de um volume considerável de novos financiamentos para que os custos da dívida já contraída pudessem ser cobertos. De 2003 a 2005, no entanto, os efeitos simetricamente benéficos da valorização da moeda nacional foram pouco significativos em face da perda de participação desses instrumentos.



Fonte: BCB, Séries Temporais (<http://www.bacen.gov.br/?SERIETEMP>). Elaborado pelos autores.

Nota: Selic – taxa de juros de referência para títulos federais no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

A taxa Selic real observada, a seu tempo, apresentou comportamento distinto. Tendo diminuído no período de 2000 a 2002 em decorrência da elevação da taxa de inflação, ela aumentou substancialmente nos três anos seguintes, cabendo-lhe papel de destaque na lenta queda da relação “dívida pública/PIB” nesse mesmo período.

esperada”, mais usual, a qual é obtida descontando-se a expectativa para a inflação futura;

(4) Índice de Preços ao Consumidor dos EUA (CPI, na língua inglesa);

(5) cotação de venda no mercado livre; moeda mais representativa da dívida externa pública;

(6) taxa obtida computando-se as variações do IPCA e do IPC-EUA.



Tabela 2: Cálculo da Variação Real dos Juros Domésticos e do R\$ em relação ao US\$

INDICADORES [VARIAÇÃO % ANUAL]	2000	2001	2002	2003	2004	2005
PIB	4,36	1,31	1,93	0,54	4,94	2,28
IPCA ⁽¹⁾	5,97	7,67	12,53	9,30	7,60	5,69
Selic ⁽²⁾	17,43	17,32	19,17	23,35	16,25	19,05
Selic Real Observada ⁽³⁾	10,82	8,96	5,90	12,85	8,04	12,64
IPC-EUA ⁽⁴⁾	3,39	1,54	2,38	1,88	3,25	3,42
Variação Nominal da Cotação do US\$ ⁽⁵⁾	9,30	18,67	52,27	-18,23	-8,13	-11,82
Variação Real da Cotação do US\$ ⁽⁶⁾	6,64	11,91	38,54	-23,78	-11,84	-13,71

Fonte: BCB, Séries Temporais (<http://www.bacen.gov.br/?SERIETEMP>). Elaborado pelos autores.

Conclusão

Superadas as turbulências das crises financeiras internacionais, da falta de confiança na capacidade de pagamento das obrigações contraídas pelo setor público brasileiro e da escassez de divisas estrangeiras para que o País pague seus compromissos externos, abre-se um horizonte inteiramente novo para a economia brasileira. Finalmente a recuperação da capacidade de investimento, a geração de empregos e o aumento da renda do trabalho ressurgiram como prioridades no debate nacional. Agora é torcer para que o Estado brasileiro saiba dar a sua contribuição para que a sociedade reencontre o caminho do crescimento.

Leituras recomendadas

BIDERMAN, Ciro; ARVATE, Paulo (Org.). *Economia do Setor Público no Brasil*. Rio de Janeiro : Campus, 2005.

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia: teoria e política econômica*. Rio de Janeiro : Campus, 1999.

BRASIL. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Secretaria de Orçamento Federal. *Manual Técnico de Orçamento: instruções para elaboração da proposta orçamentária da União para 2005*. Brasília, 2004.

GIAMBIAGI, Fabio; ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro : Campus, 2001.



C. Alexandre A. Rocha e Fernando Álvares C. Dias, consultores legislativos do Senado Federal da área de Política Econômica

Notas: (1) Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo;

(2) taxa acumulada no ano; medida mais representativa do custo de financiamento do setor público;

(3) taxa obtida descontando-se a variação concomitante do IPCA; medida que difere da “Selic real