

Resultado Primário, Dívida Líquida e Dívida Bruta: Um Modelo Contábil

Nelson H. Barbosa Filho*

Nos últimos anos o governo Brasileiro aumentou seu endividamento bruto em % do PIB devido à acumulação de reservas internacionais e à necessidade de aumentar o crédito direcionado, sobretudo via BNDES. Estas duas iniciativas pressionaram a dívida bruta para cima, bem como mantiveram a taxa implícita de juro sobre tal dívida em um patamar elevado. A alta taxa de juro implícita, junto com a desaceleração do crescimento da economia, acabou por elevar o resultado primário requerido para manter a dívida líquida do setor público estável em % do PIB. Diante de tal cenário, o governo federal tem o desafio de recompor sua capacidade de obter resultados primários recorrentes num nível adequado à estabilidade econômica, bem como reduzir o custo financeiro de sua dívida líquida. Neste segundo aspecto, é crucial conhecer melhor a relação entre a dívida bruta e a dívida líquida do setor público, bem como mapear como a acumulação de ativos financeiros e a taxa de juro cobrada pela União em seus empréstimos a instituições financeiras oficiais (IFOs) pode, juntamente com o resultado primário, contribuir para a manutenção da estabilidade fiscal.

Com base na visão acima, este texto apresenta um modelo contábil de evolução da dívida pública, bruta e líquida, em % do PIB. O objetivo é apresentar as relações básicas de finanças públicas num contexto onde o governo pode acumular dois tipos de ativo e emitir dois tipos de passivo, um interno e outro externo. Para fazer isso o texto está organizado em quatro seções além desta introdução. A primeira seção recapitula o significado econômico dos conceitos de dívida líquida e dívida bruta do governo. A segunda seção analisa a dinâmica do endividamento público em uma economia fechada. A terceira seção amplia a análise para uma economia aberta. A quarta conclui a análise com os principais resultados teóricos do modelo contábil e algumas observações sobre a situação atual do Brasil.

1 – Dívida bruta e dívida líquida do governo

Considere uma economia onde o passivo do governo consiste de apenas dois itens, títulos que pagam juros e moeda. O primeiro item é o que normalmente se chama de dívida bruta, pois ele representa um compromisso de pagamento futuro, em moeda, por parte do governo. O segundo item é o que chamamos de base monetária. A moeda geralmente não entra no conceito de dívida bruta por que, num

* Professor da Escola de Economia de São Paulo (EESP/FGV), do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e Pesquisador do Instituto Brasileiro de Economia (IBRE/FGV). O autor gostaria de agradecer toda a equipe do IBRE por seus comentários e sugestões. Todas as opiniões e eventuais erros contidos neste artigo são exclusivamente do autor. E-mail: nelson.barbosa@fgv.br.

sistema de moeda fiduciária, o pagamento em moeda não gera obrigação financeira futura para o governo¹.

Seguindo as definições usuais de finanças públicas², o balanço do governo em nossa economia pode ser expresso da seguinte forma:

$$A_F + A_{NF} = D + H + W, \quad (1.1)$$

onde A_F representa os ativos financeiros, A_{NF} os ativos não financeiros, D a dívida bruta, H a base monetária e W a riqueza líquida do governo.

Já do ponto de vista econômico ou intertemporal, o balanço do governo pode ser reescrito como:

$$A_F + A_{NF} + V = D + H, \quad (1.2)$$

onde $V = -W$ representa o valor presente dos superávits fiscais futuros.

Para entender o sentido econômico de (1.2), note que o valor presente dos superávits futuros é a variável residual que fecha a identidade contábil ou restrição intertemporal do governo. Por exemplo, quando o passivo do governo é maior do que o seu ativo ($D + H > A_F + A_{NF}$), a política fiscal deverá produzir superávits fiscais ($V > 0$) para equilibrar as finanças públicas e evitar um calote do governo no futuro. Quando o oposto acontece, a política fiscal deverá produzir déficits fiscais para evitar um calote do setor privado.

A maioria das análises de finanças públicas começa diretamente da definição de dívida líquida do governo. Nós começamos pelo balanço do governo por que ele ajuda a entender o sentido econômico do conceito de dívida líquida. Mais especificamente, a dívida líquida é normalmente definida como a diferença entre o passivo total e os ativos financeiros do governo. Em nosso modelo simplificado isto é dado por:

$$D_L = D + H - A_F = A_{NF} + V. \quad (1.3)$$

Em termos econômicos, (2) significa que a dívida líquida do governo mede o volume de títulos públicos, inclusive moeda, “lastreados” em ativos não financeiros e superávits futuros.

Como o valor presente dos superávits futuros é uma variável residual, nós podemos utilizar (1.3) como um índice da restrição fiscal do governo. Por exemplo, quando a dívida líquida é superior ao valor dos ativos não financeiros do governo ($D_L > A_{NF}$), a política fiscal deverá gerar superávits fiscais para evitar um calote do

¹ Em um sistema de moeda mercadoria, como o padrão ouro ou câmbio administrado, o governo tem obrigação de trocar moeda pelo ativo de referência, a uma taxa pré-determinada. Já com moeda fiduciária, a emissão de moeda está geralmente “ancorada” na obrigação macroeconômica do governo em manter a inflação baixa e estável.

² Ver, por exemplo, capítulo 7 de FMI (2014).

governo ($V > 0$). Quando o oposto acontece, a política fiscal deverá produzir déficits fiscais para evitar o calote do setor privado.

Antes de prosseguir para a dinâmica da dívida pública, cabe ressaltar que a separação entre ativos financeiros e não financeiros do governo está baseada na natureza de remuneração de cada tipo de investimento. Os ativos financeiros são aqueles que proporcionam uma renda monetária fixa ao seu detentor, geralmente na forma de juros. Os ativos não financeiros incluem tanto títulos, que proporcionam uma renda variável ao seu detentor, como ações de empresas estatais, quanto ativos que proporcionam uma renda não monetária, como imóveis de próprio uso³.

2 – O modelo contábil de uma economia fechada

Vamos começar com uma economia fechada, ou seja, uma economia na qual o governo só acumula ativos e emite títulos financeiros domésticos. Por definição a variação do passivo do governo no período t é igual ao déficit público mais a compra de ativos financeiros:

$$\Delta D_t + \Delta H_t = -B_{N,t} + \Delta A_{F,t}, \quad (2.1)$$

onde $B_{N,t}$ representa o superávit nominal do governo.

Também por definição nós temos que:

$$B_{N,t} = B_{P,t} + i_{A,t}A_{F,t-1} - i_{D,t}D_{t-1} - Z_{RD,t}, \quad (2.2)$$

onde $B_{P,t}$ é o resultado primário do governo, $i_{A,t}$ e $i_{D,t}$ são as taxas de remuneração do seu ativo financeiro e dívida bruta, respectivamente, e $Z_{RD,t}$ representa a emissão de títulos públicos devido a choques não recorrentes, como, por exemplo, o reconhecimento de dívidas, daí o sufixo “RD”.

Note que a acumulação de ativos não financeiros é um dos itens de gasto primário que entram no cálculo do resultado primário $B_{P,t}$. Como nós estamos interessados na dinâmica da dívida, não vale a pena detalhar a composição do resultado primário nesta nota. Para nosso propósito basta trabalhar com o valor total do primário e com os juros pagos e recebidos pelo governo.

Para facilitar a exposição, vamos definir a taxa de juro implícita paga sobre a dívida líquida como a razão entre os juros líquidos pagos e a dívida líquida no final do período anterior. Formalmente:

$$i_{L,t} = (i_{D,t}D_{t-1} - i_{A,t}A_{F,t-1}) / (D_{t-1} - A_{F,t-1} + H_t). \quad (2.3)$$

³ Ver tabelas 7.2 a 7.9 de FMI (2014).

Note que a base monetária não entra no numerador de (2.3) por que moeda não paga juros a seus detentores.

Antes de prosseguir, cabe apontar que $i_{L,t}$ depende da “alavancagem” do governo no período anterior, isto é, da razão entre ativos financeiros e dívida bruta do governo. Por exemplo, assuma que a base monetária é um % fixo da dívida bruta do governo. Nessas condições, nós podemos reescrever (2.3) como:

$$i_{L,t} = (i_{D,t} - i_{A,t}\alpha_{t-1})/(1 - \alpha_{t-1} - \beta), \quad (2.4)$$

onde $\alpha_t = A_{F,t-1}/D_{t-1}$ e $\beta = H_t/D_t$ é uma constante. Se $i_{D,t} > i_{A,t}$, um aumento da razão $A_{F,t}/D_{B,t}$ pode elevar $i_{L,t}$ no próximo período mesmo que $i_{D,t}$ e $i_{A,t}$ permaneçam constantes por que:

$$\frac{\partial i_{L,t}}{\partial \alpha_{t-1}} = \frac{i_{D,t} - i_{A,t} - i_{A,t}\beta}{(1 - \alpha_{t-1} - \beta)^2}. \quad (2.5)$$

Em outras palavras, quando o governo paga uma taxa maior em sua dívida do que recebe em suas aplicações financeiras, o aumento da emissão de títulos públicos para acumular ativos financeiros aumenta o custo financeiro da dívida líquida mesmo que as taxas pagas e recebidas pelo governo se mantenham constantes⁴.

Voltando ao nosso modelo, com base em (2.3) nós podemos reescrever (2.2) simplesmente como

$$B_{N,t} = B_{P,t} - i_{L,t}D_{L,t-1} - Z_{RD,t} \quad (2.6)$$

e, portanto, a dinâmica da dívida líquida do governo em % do PIB é dada por:

$$d_{L,t} = -b_{P,t} + \left(\frac{1+i_{L,t}}{1+g_{Y,t}}\right) d_{L,t-1} + z_{RD,t}, \quad (2.7)$$

onde $g_{Y,t}$ é a taxa de crescimento do PIB nominal e $d_{L,t}$, $b_{P,t}$ e z_t representam $D_{L,t}$, $B_{P,t}$ e $Z_{RD,t}$ normalizados pelo PIB nominal, respectivamente.

Em termos econômicos, a evolução da dívida líquida do governo pode ser descrita por três componentes:

- i. A variação “ativa” da dívida, dada pelo resultado primário ($b_{P,t}$);
- ii. A variação “passiva” da dívida, dada pela relação dívida-PIB do período anterior ($d_{L,t-1}$), multiplicada pela razão entre o fator de capitalização de juros ($1 + i_{L,t}$) e de crescimento econômico ($1 + g_{Y,t}$); e

⁴ Note que, como $i_{A,t}\beta$ é geralmente um número muito pequeno, o sinal de (2.5) depende basicamente da diferença entre as taxas de juro da dívida bruta e do ativo financeiro do governo.

- iii. A variação “inesperada” da dívida, dada por choques fiscais não recorrentes ($z_{RD,t}$).

Passando à evolução da dívida bruta do governo em % do PIB, após algumas operações algébricas nós temos que:

$$d_{B,t} = -b_{P,t} + \left(\frac{1+i_{B,t}}{1+g_{Y,t}} \right) d_{B,t-1} + \left(\frac{g_{A,t}-i_{A,t}}{1+g_{Y,t}} \right) a_{F,t-1} - \left(\frac{g_{H,t}}{1+g_{Y,t}} \right) h_{t-1} + z_{RD,t}, \quad (2.8)$$

onde $d_{B,t}$, $a_{F,t}$ e h_t representam D_t , $A_{F,t}$ e H_t divididos pelo PIB nominal, respectivamente, $g_{A,t}$ é a taxa de crescimento dos ativos financeiros do governo e $g_{H,t}$ a taxa de crescimento da base monetária.

O sentido econômico de (2.8) é parecido com o que nós já comentamos sobre (2.7), mas com a adição de novos fatores na dinâmica da dívida. Mais especificamente, assim como acontece com a dívida líquida, a evolução da dívida bruta do governo em % do PIB depende de um fator “ativo”, dado pelo resultado primário, um fator “passivo”, dado pela dívida bruta no período anterior multiplicada pela razão entre os fatores de capitalização de juro e de crescimento econômico, e um fator “inesperado”, dado pelos choques fiscais não recorrentes.

Além dos três fatores mencionados acima, a evolução da dívida bruta em % do PIB também depende da remuneração e do ritmo de expansão dos ativos financeiros do governo. Por exemplo, quando os ativos financeiros do governo crescem a uma taxa superior a remuneração destes ativos ($g_{A,t} > i_{A,t}$), a dívida bruta do governo tende a subir em % do PIB. Naturalmente o oposto acontece quando o governo acumula ativos financeiros num ritmo inferior à taxa de juro que recebe desses ativos.

Por fim, em quinto lugar, a dinâmica da dívida bruta do governo também depende da expansão da base monetária, pois quanto maior for a emissão de moeda, menor é a necessidade de emitir títulos para financiar o déficit público, adquirir ativos financeiros ou cobrir choques fiscais inesperados. No jargão de finanças públicas, o imposto inflacionário e o ganho de senhoriação têm um impacto negativo sobre o crescimento da dívida bruta em % do PIB.

Vejamos agora as regras de política fiscal necessárias para estabilizar a dívida líquida e a dívida bruta do governo. Com base em (2.7), o resultado primário necessário para estabilizar a dívida líquida, em % do PIB é:

$$b_{PL,t}^* = \left(\frac{i_{L,t}-g_{Y,t}}{1+g_{Y,t}} \right) d_{L,t-1} + z_{RD,t}. \quad (2.9)$$

Já segundo (2.8), o resultado primário necessário para estabilizar a dívida bruta do governo em % do PIB é:

$$b_{PB,t}^* = \left(\frac{i_{B,t}-g_{Y,t}}{1+g_{Y,t}} \right) d_{B,t-1} + \left(\frac{g_{A,t}-i_{A,t}}{1+g_{Y,t}} \right) a_{F,t-1} - \left(\frac{g_{H,t}}{1+g_{Y,t}} \right) h_{t-1} + z_{RD,t}. \quad (2.10)$$

Após algumas operações algébricas, a diferença entre as duas regras de política fiscal é dada por:

$$b_{PL,t}^* - b_{PB,t}^* = \left(\frac{g_{Y,t} - g_{A,t}}{1 + g_{Y,t}} \right) a_{F,t-1} + \left(\frac{g_{H,t} - g_{Y,t}}{1 + g_{Y,t}} \right) h_{t-1}. \quad (2.11)$$

Em palavras, a diferença entre as regras fiscais necessárias para estabilizar a dívida líquida e a dívida bruta do governo em % do PIB depende do ritmo de expansão dos ativos financeiros e da base monetária em relação ao ritmo de crescimento do PIB. Por exemplo, assuma que o governo mantém a base monetária estável em % do PIB ($g_{H,t} = g_{Y,t}$). Nesse caso

$$b_{PL,t}^* - b_{PB,t}^* = \left(\frac{g_{Y,t} - g_{A,t}}{1 + g_{Y,t}} \right) a_{F,t-1} \quad (2.12)$$

e, portanto, o primário necessário para estabilizar a dívida líquida é maior do que o primário necessário para estabilizar a dívida bruta ($b_{PL,t}^* > b_{PB,t}^*$) quando os ativos financeiros do governo crescem a uma taxa inferior à taxa de crescimento do PIB nominal ($g_{Y,t} > g_{A,t}$). O oposto acontece quando o governo acumula ativos financeiros num ritmo superior à taxa de crescimento nominal da economia.

O sentido econômico de (2.12) é que, independentemente das taxas de juro paga e recebidas pelo governo, quando o governo desacelera sua acumulação de ativos financeiros para um ritmo menor do que o crescimento nominal da economia, ele pode estabilizar a dívida bruta em % do PIB com um resultado primário inferior ao que seria necessário para estabilizar a dívida líquida, também em % do PIB.

Por fim, para reintroduzir a taxa de juro implícita em nossa análise fiscal é preciso combinar (2.12) com (2.9). Para simplificar a exposição, assuma que o governo não espere choques fiscais ($z_{RD,t} = 0$). Nesse caso e dado o crescimento esperado para o PIB nominal, nós temos que:

- i) A taxa de juro implícita sobre a dívida líquida determina o resultado primário necessário para estabilizar a dívida líquida em % do PIB em (2.9) e
- ii) a taxa de crescimento dos ativos do governo determina se a dívida bruta vai subir ou cair em % do PIB com base em tal nível de resultado primário em (2.12).

3 – Modelo teórico com dívida externa e reservas cambiais

No caso geral o governo pode emitir dívida externa e adquirir ativos financeiros externos. Para facilitar a exposição, nós vamos assumir que toda dívida e ativos internos são cotados em moeda nacional, e que toda dívida e ativos

externos são cotados em moeda internacional. Esta simplificação ajuda na modelagem sem mudar o sentido econômico dos resultados⁵.

Nosso primeiro passo é desagregar a dívida bruta e os ativos financeiros do governo da seguinte forma:

$$D = D_I + ED_E \quad (3.1)$$

e

$$A_F = A_{FI} + EA_{FE}. \quad (3.2)$$

onde E é a taxa de câmbio, expressa como preço doméstico da moeda estrangeira, D_I e D_E representam a dívida interna e externa, respectivamente, e A_{FI} e A_{FE} os ativos financeiros internos e externos, respectivamente.

Com base em (3.1) e (3.2) o balanço do governo pode ser reescrito da seguinte forma:

$$D_I + ED_E + H = A_{FI} + EA_{FE} + A_{NF} + V. \quad (3.3)$$

Assim como antes, o valor presente dos superávits fiscais futuros é a variável residual que garante a identidade contábil intertemporal das finanças públicas.

Por definição, a variação do passivo do governo devido à emissão de títulos é igual à soma do déficit público com a compra de ativos financeiros, isto é:

$$\Delta D_{I,t} + E_t \Delta D_{E,t} + \Delta H_t = -B_{N,t} + \Delta A_{FI,t} + E_t \Delta A_{FE,t}. \quad (3.4)$$

A lógica da equação acima é que o governo tem que emitir moeda e/ou títulos para cobrir o seu déficit e para financiar a sua aquisição de ativos financeiros. Os títulos emitidos podem ser tanto de dívida externa quanto de dívida interna, e os ativos financeiros adquiridos também podem ser tanto internos ou externos. Para simplificar a análise, nós assumimos que a emissão e a aquisição de títulos financeiros ocorrem sempre no final do período.

Note que a principal diferença de (3.4) em relação ao modelo da seção anterior é que, no caso de dívida e ativos externos, é necessário multiplicar a variação dos estoques denominados em moeda estrangeira pela taxa de câmbio para obter o valor correspondente em moeda doméstica.

⁵ No mundo real existem títulos públicos emitidos em moeda nacional, mas indexados ao valor da moeda estrangeira, bem como títulos emitidos em moeda estrangeira, mas indexados ao valor da moeda doméstica. Em nosso modelo, todos os títulos públicos indexados à moeda estrangeira serão tratados como dívida externa, e todos os títulos públicos indexados à moeda doméstica serão tratados como dívida interna. O mesmo raciocínio vale para os ativos financeiros.

Passando ao resultado do governo, como nós já mencionamos, a variação dos ativos não financeiros do governo está implícita no superávit nominal $B_{N,t}$, que também inclui o resultado corrente do governo. Porém, devido à inclusão de títulos financeiros externos no modelo, a relação entre resultado nominal e resultado primário fica um pouco mais complicada, isto é:

$$B_{N,t} = B_{P,t} - i_{DI,t}D_{I,t-1} - i_{DE,t}E_tD_{E,t-1} + i_{FI,t}A_{FI,t-1} + i_{FE,t}E_tA_{FE,t-1} - Z_{RD,t}, \quad (3.5)$$

onde i_j representa a remuneração paga ou recebida pelo título “j”.

Para simplificar a notação de (3.5) nós temos que realizar dois passos. Em primeiro lugar, note que nós podemos reescrever a despesa e receita de juros com títulos externos como:

$$i_{DE,t}E_tD_{E,t-1} = i_{DE,t}E_{t-1}D_{E,t-1} + g_{E,t}i_{DE,t}E_{t-1}D_{E,t-1} \quad (3.6)$$

e

$$i_{FE,t}E_tA_{FE,t-1} = i_{FE,t}E_{t-1}A_{FE,t-1} + g_{E,t}i_{FE,t}E_{t-1}A_{FE,t-1}. \quad (3.7)$$

onde $g_{E,t}$ é taxa de variação da taxa de câmbio no período t.

Em segundo lugar, de acordo com nossas definições anteriores, a dívida líquida do governo é dada por

$$D_{L,t} = D_{I,t} + E_tD_{E,t} + H_t - A_{FI,t} - E_tA_{FE,t} \quad (3.8)$$

e, portanto, a taxa de juro implícita sobre a dívida líquida é dada

$$i_{L,t} = (i_{DI,t}D_{I,t-1} + i_{DE,t}E_{t-1}D_{E,t-1} - i_{FI,t}A_{FI,t-1} - i_{FE,t}E_{t-1}A_{FE,t-1})/D_{L,t-1}. \quad (3.9)$$

Por fim, substituindo (3.6), (3.7), (3.8) e (3.9) em (3.5), nós temos que

$$B_{N,t} = B_{P,t} - i_{L,t}D_{L,t-1} - Z_{RD,t} - Z_{BN,t}, \quad (3.10)$$

onde

$$Z_{BN,t} = g_{E,t}E_t(i_{DE,t}D_{E,t-1} - i_{AE,t}A_{FE,t-1}) \quad (3.11)$$

representa o efeito da variação cambial sobre os resultado nominal do governo.

Passando à dinâmica da dívida líquida, também por definição nós temos que:

$$\Delta D_{L,t} = \Delta D_{I,t} + \Delta(E_tD_{E,t}) + \Delta H_t - \Delta A_{FI,t} - \Delta(E_tA_{FE,t}). \quad (3.12)$$

Logo, com base nas definições anteriores e utilizando o fato que

$$\Delta(E_t D_{BE,t}) = E_t \Delta D_{BE,t} + g_{E,t} E_{t-1} D_{BE,t-1} \quad (3.13)$$

e

$$\Delta(E_t A_{FE,t}) = E_t \Delta A_{FE,t} + g_{E,t} E_{t-1} D_{AE,t-1}, \quad (3.14)$$

a variação da dívida líquida pode ser reescrita como:

$$\Delta D_{L,t} = -B_{P,t} + i_{L,t} D_{L,t-1} + Z_{RD,t} + Z_{BN,t} + Z_{DL,t}, \quad (3.15)$$

onde

$$Z_{DL,t} = g_{E,t} E_t (D_{E,t-1} - A_{FE,t-1}) \quad (3.16)$$

representa o impacto da variação cambial sobre a dívida líquida do governo⁶.

Com base em (3.15), a dinâmica da dívida líquida do governo em % do PIB é dada por:

$$d_{L,t} = -b_{P,t} + \left(\frac{1+i_{L,t}}{1+g_{Y,t}} \right) d_{L,t-1} + z_{RD,t} + z_{BN,t} + z_{DL,t} \quad (3.17)$$

Em comparação com (2.7), a principal diferença da especificação atual de $d_{L,t}$ é a inclusão de dois termos de variação cambial na evolução da dívida líquida em % do PIB, além do fato que a taxa de juro implícita agora depende das taxas de juro internas e externas, pagas e recebidas pelo governo.

Por analogia com a seção anterior, o resultado primário necessário para estabilizar a dívida líquida do governo em % do PIB é dado por:

$$b_{PL,t}^{**} = \left(\frac{i_{L,t} - g_{Y,t}}{1+g_{Y,t}} \right) d_{L,t-1} + z_{RD,t} + z_{BN,t} + z_{DL,t}. \quad (3.18)$$

Passando à variação da dívida bruta, nós temos:

$$\Delta D_t = \Delta D_{I,t} + \Delta(E_t D_{E,t}) = \Delta D_{I,t} + E_t \Delta D_{E,t} + g_{E,t} E_{t-1} D_{E,t-1}. \quad (3.19)$$

Com base na relação entre resultado primário e dívida pública dada em (3.4), nós podemos reescrever (3.19) como:

⁶ Note que $Z_{BN,t}$ mede o impacto do câmbio sobre o fluxo líquido de juros pagos, enquanto Z_{DL} mede o impacto do câmbio sobre o estoque de dívida externa líquida.

$$\Delta D_t = -B_{N,t} + g_{AI,t}A_{FI,t-1} + g_{AE,t}E_{t-1}A_{FE,t-1} - g_{H,t}H_{t-1} + Z_{DB,t} \quad (3.20)$$

onde, para simplificar a notação, $g_{AI,t}$ é a taxa de crescimento dos ativos internos, $g_{AE,t}$ é a taxa de crescimento dos ativos externos, em moeda externa, e

$$Z_{DB,t} = g_{E,t}E_{t-1}(g_{AE,t}A_{FE,t-1} + D_{E,t-1}) \quad (3.21)$$

é o impacto da taxa de câmbio sobre a dívida bruta do governo.

Dada a relação entre resultado nominal especificada em (3.10) e a definição da taxa implícita de juro da dívida líquida, nós podemos reescrever o resultado nominal do governo como:

$$B_{N,t} = B_{P,t} - i_{DB,t}D_{t-1} + i_{FI,t}A_{FI,t-1} + i_{FE,t}E_{t-1}A_{FE,t-1} - Z_{RD,t} - Z_{BN,t}, \quad (3.22)$$

onde

$$i_{DB,t} = (i_{DI,t}D_{I,t-1} + i_{DE,t}E_{t-1}D_{E,t-1})/(D_{I,t-1} + E_{t-1}D_{E,t-1}) \quad (3.23)$$

é a taxa de juro implícita sobre a dívida bruta.

Por fim, com base em (3.20) e (3.22), a evolução da dívida bruta em % do PIB é dada por

$$d_{B,t} = -b_{P,t} + \left(\frac{1+i_{DB,t}}{1+g_{Y,t}}\right)d_{B,t-1} + \left(\frac{g_{FI,t}-i_{FI,t}}{1+g_{Y,t}}\right)a_{FI,t-1} + \left(\frac{g_{FE,t}-i_{FE,t}}{1+g_{Y,t}}\right)a_{FE,t-1} - \left(\frac{g_{H,t}}{1+g_{Y,t}}\right)h_{t-1} + Z_{RD,t} + Z_{BN,t} + Z_{DB,t} \quad (3.24)$$

O resultado primário que estabiliza a dívida bruta é, portanto:

$$b_{PB,t}^{**} = \left(\frac{i_{DB,t}-g_{Y,t}}{1+g_{Y,t}}\right)d_{B,t-1} + \left(\frac{g_{FI,t}-i_{FI,t}}{1+g_{Y,t}}\right)a_{FI,t-1} + \left(\frac{g_{FE,t}-i_{FE,t}}{1+g_{Y,t}}\right)a_{FE,t-1} - \left(\frac{g_{H,t}}{1+g_{Y,t}}\right)h_{t-1} + Z_{RD,t} + Z_{BN,t} + Z_{DB,t}. \quad (3.25)$$

Por fim, assim como nós fizemos na seção anterior, com base em (3.18) e (3.25) a diferença entre os resultados primários que estabilizam a dívida líquida e a dívida bruta, em % do PIB, é dada por:

$$b_{PL,t}^{**} - b_{PB,t}^{**} = \left(\frac{g_{Y,t}-g_{FI,t}}{1+g_{Y,t}}\right)a_{FI,t-1} + \left(\frac{g_{Y,t}-g_{FE,t}}{1+g_{Y,t}}\right)a_{FE,t-1} + \left(\frac{g_{H,t}-g_{Y,t}}{1+g_{Y,t}}\right)h_{t-1} + Z_{DL,t} - Z_{DB,t}. \quad (3.26)$$

Para analisar o sentido econômico de (3.26), assumamos que a base monetária cresce em linha com o PIB ($g_{H,t} = g_{Y,t}$) e que a taxa de câmbio nominal é constante ($g_{E,t} = 0$). Nesse caso (3.26) se reduz a

$$b_{PL,t}^{**} - b_{PB,t}^{**} = \left(\frac{g_{Y,t} - g_{FI,t}}{1 + g_{Y,t}} \right) a_{FI,t-1} + \left(\frac{g_{Y,t} - g_{FE,t}}{1 + g_{Y,t}} \right) a_{FE,t-1} \quad (3.27)$$

e, portanto, o resultado primário necessário para estabilizar a dívida líquida é maior do que o resultado primário necessário para estabilizar a dívida bruta ($b_{PL,t}^{**} > b_{PB,t}^{**}$) quando o governo acumula ativos externos e internos em uma velocidade inferior ao crescimento do PIB ($g_{Y,t} > g_{FI,t}$ e $g_{Y,t} > g_{FE,t}$). Naturalmente o oposto acontece quando o governo acumula ativos financeiros numa velocidade superior à taxa de crescimento da economia.

Além do ponto acima, note que, como já comentamos na seção anterior, a diferença entre as regras fiscais necessárias para estabilizar a dívida líquida e a dívida bruta em % do PIB não depende da taxa de juro paga e recebida pelo governo no período em questão.

Em comparação com a seção anterior, a principal diferença dos resultados desta seção está na inclusão de um termo de variação cambial no resultado primário e na evolução da dívida bruta e da dívida líquida do governo. Além disso, como no caso geral o governo pode acumular ativos financeiros internos e externos, a diferença entre as regras fiscais necessárias para estabilizar a dívida líquida e a dívida bruta, em % do PIB, depende da velocidade de acumulação desses dois tipos de ativo por parte do governo.

3 – Conclusão

Com base no modelo da seção anterior, nós podemos resumir os principais resultados de nossa análise em seis pontos bem conhecidos em finanças públicas:

- i. O conceito relevante de dívida pública para a estabilidade fiscal é a dívida líquida do governo, pois ela tem uma relação direta com o esforço fiscal – o valor presente dos superávits futuros – necessário para evitar um calote por parte do governo ou do setor privado.
- ii. Quando a taxa de juro implícita sobre a dívida líquida do governo é superior ao crescimento do PIB, o governo tem que produzir resultados primários positivos para estabilizar sua dívida líquida em % do PIB.
- iii. Quando a taxa de juro que remunera os ativos financeiros do governo é inferior à taxa de juro que o governo paga em sua dívida bruta, o aumento da “alavancagem” do governo, medido pela razão entre ativos financeiros e dívida bruta, empurra a taxa de juro implícita para cima.
- iv. A evolução da dívida bruta em % do PIB depende da velocidade de acumulação de ativos financeiros por parte do governo. Por exemplo, mantidos todos os demais fatores constantes, se o governo acumula ativos financeiros numa velocidade superior à taxa de remuneração de tais ativos, a dívida bruta tende a subir em % do PIB.

- v. A evolução da dívida bruta em % do PIB também depende da velocidade de emissão de moeda (imposto inflacionário e senhoriagem). Mantidos todos os demais fatores e constantes e assumindo que a base monetária é estável em % do PIB, quanto maior for o crescimento do PIB nominal, menor é a expansão da dívida bruta em % do PIB.
- vi. Se o governo acumula ativos financeiros numa velocidade inferior ao crescimento do PIB nominal, o resultado primário necessário para estabilizar a dívida bruta do setor público é inferior ao resultado primário necessário para estabilizar a dívida líquida, quando ambas variáveis são medidas em % do PIB.

Com base nos resultados acima, nós podemos retornar ao caso brasileiro e fazer algumas considerações sobre o desafio fiscal dos próximos anos. Uma simulação fiscal completa está além do escopo deste artigo, pois isso envolveria a combinação do modelo contábil apresentado nas seções anteriores com um modelo macroeconômico de pequeno porte, para prever crescimento, taxa de juro, inflação e taxa de câmbio, além das variáveis fiscais.

Apesar da limitação acima, as relações contábeis apresentadas neste artigo já nos permitem fazer algumas reflexões importantes. Em primeiro lugar, como hoje o governo Brasileiro não está mais aumentando seu estoque de reservas internacionais e está diminuindo a velocidade de seus aportes em IFOs, o resultado primário necessário para estabilizar a dívida bruta é inferior ao resultado primário necessário para estabilizar a dívida líquida do governo, ambas em % do PIB.

Para ilustrar o ponto acima com um exemplo numérico, considere um país no qual a base monetária é estável em % do PIB, o governo decide ampliar seus ativos financeiros internos na mesma velocidade de expansão do PIB ($g_{Y,t} = g_{FI,t}$), parar de acumular reservas internacionais ($g_{FE,t} = 0$) e se esforça para manter a taxa de câmbio nominal constante ($g_{E,t} = 0$), via política monetária e operações com derivativos, de modo a controlar a inflação.

Considere, ainda, que em nosso país hipotético o PIB nominal cresce 7,5% ao ano e que os ativos financeiros externos do governo correspondiam a 17% do PIB no final do período anterior. Nesse caso hipotético, de acordo com (3.27) nós temos

$$b_{PL,t}^{**} - b_{PB,t}^{**} = \left(\frac{g_{Y,t} - g_{FE,t}}{1 + g_{Y,t}} \right) a_{FE,t-1} = \left(\frac{g_{Y,t}}{1 + g_{Y,t}} \right) a_{FE,t-1} = \left(\frac{0,075}{1,075} \right) 0,17 = 1,2\%.$$

Ou seja, o resultado primário necessário para estabilizar a dívida líquida do governo em % do PIB é superior ao resultado primário necessário para estabilizar a dívida bruta do governo em 1,2% do PIB.

O caso do Brasil em 2014 é muito parecido com o exemplo numérico apresentado acima, com duas diferenças. Primeiro, nossa taxa de câmbio é flutuante, isto é, o Banco Central do Brasil não tem compromisso formal com um valor específico da

taxa de câmbio nominal. Segundo, o governo não acumula ativos financeiros internos numa velocidade exatamente igual ao crescimento do PIB nominal.

Sobre o segundo ponto mencionado acima, cabe apontar que, de janeiro a junho de 2014, a União já havia aumentando seus créditos junto às IFOs em aproximadamente R\$ 32 bilhões. Tal expansão foi direcionada principalmente ao BNDES e representa um crescimento de 6,9% em relação ao total de créditos da União junto às IFOs em dezembro de 2013.

Olhando para a frente, ainda será necessário ampliar o volume de recursos das IFOs, sobretudo do BNDES, para financiar o aumento de investimento no Brasil. O Brasil tem hoje uma grande carência de infraestrutura, que por sua vez justifica um financiamento de longo prazo ainda a taxas de juro subsidiadas, mas não necessariamente na magnitude do subsídio atual.

Mais especificamente, o governo tem hoje aproximadamente R\$ 500 bilhões “aplicados” nas IFOs com rendimento aproximado equivalente à Taxa de Juro de Longo Prazo (TJLP), hoje em 5% aa. Como o custo médio de captação da União está em 11% aa, o custo de carregamento dos empréstimos da União às IFOs chega a R\$ 30 bilhões por ano (0,6% do PIB previsto para 2014).

A manutenção da estabilidade fiscal com atendimento das demandas sociais da população torna necessário reduzir o custo financeiro dos créditos da União às IFOs. Esse ajuste, por sua vez, envolve tanto uma redução de novos empréstimos como a elevação da remuneração de tais empréstimos. Nesse sentido, além de reduzir seus aportes no BNDES, a União também tem que elevar a TJLP nos próximos anos, pois isso reduzirá a restrição fiscal do governo. Os recursos disponibilizados por tal iniciativa podem tanto ser direcionados ao atendimento das demandas sociais da população, como saúde, educação e transporte urbano de qualidade, quanto à redução mais rápida da dívida pública, dependendo de qual for a prioridade do próximo governo.

Prioridades políticas à parte, o modelo contábil apresentado neste artigo sugere algumas rotas de ação. Por exemplo, os novos aportes da União em IFOs teriam um impacto neutro sobre a dívida bruta do governo em % do PIB se a “velocidade” destes aportes for igual a taxa de remuneração recebida pela União. Traduzindo este resultado para as principais variáveis envolvidas, a União pode continuar a aumentar seus aportes no BNDES a uma taxa igual ao valor da TJLP sem pressionar excessivamente sua dívida bruta em % do PIB. Com base nos valores atuais, isso significaria R\$ 25 bilhões por ano.

No mesmo sentido, a União pode continuar aumentando seus aportes nas IFOs sem pressionar o resultado primário requerido para estabilizar a sua dívida líquida em % do PIB, desde que a taxa de crescimento dos créditos da União às IFOs seja igual à taxa de crescimento do PIB nominal.

Com base nos dois resultados acima, uma alternativa de regra financeira para o próximo governo é continuar elevando os empréstimos da União às IFOs a uma taxa igual à TJLP, bem como elevar a TJLP gradualmente para a taxa média de crescimento do PIB nominal da economia. Com isso o governo federal continuaria a disponibilizar recursos para o financiamento de longo prazo, a uma velocidade igual à TJLP, bem como continuaria a haver subsídio financeiro, pois o custo de captação da União tende a se manter acima da taxa de crescimento nominal da economia nos próximos anos.

Obviamente, a proposta acima implica uma redução do atual subsídio financeiro ao investimento, mas a restrição fiscal do governo e as demandas sociais da população brasileira tornam necessário reavaliar o custo de carregamento dos empréstimos da União ao BNDES.

Por fim, cabe apontar que o próximo governo tem um grande desafio fiscal, mas também tem vários instrumentos para enfrentar tal desafio. De um lado, é preciso recuperar a capacidade do Estado brasileiro em produzir resultados primários recorrentes no valor necessário para reduzir, ou pelo menos estabilizar, a dívida líquida do governo em % do PIB. Este esforço passa tanto pela elevação do resultado primário recorrente, sobretudo da União, quanto pela redução da taxa de juro implícita sobre a dívida pública da União.

Do outro lado, além dos mecanismos usuais de política fiscal, que impactam nas receitas e despesas primárias do governo, o Estado brasileiro também tem importantes instrumentos financeiros que podem auxiliar na manutenção da estabilidade fiscal. O governo brasileiro obviamente não controla a taxa de retorno que recebe em seus ativos financeiros internacionais, mas pode controlar a taxa de retorno que recebe em alguns de seus ativos financeiros internos. Nesse sentido, além da elevação do resultado primário recorrente, o desafio fiscal dos próximos anos também envolve a redução dos empréstimos da União às IFOs e a elevação da TJLP. Quanto mais se avançar no lado do orçamento financeiro, menos será preciso avançar no lado do orçamento primário e vice versa. O ideal é combinar as duas coisas para promover um ajuste suave da economia brasileira as novas condições sociais e financeiras do país.

Referências:

Banco Central do Brasil (2012). Manual de Estatísticas Fiscais publicadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil. Brasília: BCB. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>, acessado em 13 de junho de 2014.

Fundo Monetário Internacional (2014). Government Finance Statistics Manual 2014. Washington DC: FMI. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sta/gfsm/>, acessado em 8 de agosto de 2014.