

# Política Econômica

e m f o c o

Suplemento 4 do Boletim quadrimestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica – n. 2 – set./dez. 2003.  
17 de março de 2004.

INSTITUTO DE ECONOMIA DA UNICAMP

**Diretor**

*Prof. Dr. Marcio Percival Alves Pinto*

**Diretor Executivo do CECON**

*Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro*

**ÁREAS DE CONCENTRAÇÃO**

**Política Econômica**

*Prof. Dr. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo*

*Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro*

**Economia Internacional**

*Prof. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva*

**Balço de Pagamentos**

*Profa. Dra. Daniela Magalhães Prates*

**Moeda e Finanças Privadas**

*Profa. Dra. Maryse Farhi*

**Finanças Públicas**

*Prof. Dr. Geraldo Biasoto Junior*

**Produção, Emprego e Renda**

*Prof. Dr. Edgard Pereira*

*Adriana Nunes Ferreira (Doutoranda do IE)*

**Métodos Quantitativos**

*Profa. Dra. Rosângela Ballini*

**Gerência de Informações**

*Eliana Ribeiro da Silva*

**Bolsistas de Iniciação Científica**

*Augusta Rodrigues de Oliveira*

*Caio Vinícius de Araújo Seconelo*

*Camila Cristina Belotti*

*Diego Martínez*

*Fábio Salim*

*Gutemberg Claver de Lira Fragozo*

*Lucas Ferraz Vasconcelos*

*Rafael Fagundes Cagnin*

*Raphaela Sayuri Yamamoto*

*Renato Alves Oshiro*

**Secretaria do CECON**

*Mário Aparecido de Gobbi*

**Projeto visual/Normalização/**

**Editoração eletrônica**

*Célia Maria Passarelli*

## CONCEITOS INSÓLITOS, DESESTRUTURAÇÃO DO PADRÃO DE FINANCIAMENTO E O ENGODO DO SUPERÁVIT ANTI-CÍCLICO

*Geraldo Biasoto Junior*

A arquitetura da política econômica pós-1999 engendrou um conjunto de conceitos que foi bem aceito pelo mercado financeiro: política fiscal contracionista para segurar a relação dívida-PIB, metas de inflação para assegurar uma âncora nominal para a economia e plena mobilidade de capitais com câmbio flutuante.

O superávit primário ganhou destaque como grande pilar de sustentação da política econômica. No entanto, as inconsistências conceituais e a forma de medida que acompanham este padrão de política fiscal nos permitem questionar sua validade como indicador. Ao mesmo tempo, o foco no superávit tem produzido a concentração da dívida no endividamento mobiliário, elemento de grande potencial instabilizador, e obscurecido a questão substantiva: a reconstrução de formas de financiamento sustentáveis para o setor público.

A relação dívida-PIB é o ponto de partida da política fiscal no âmbito da tese de que este indicador seria o elemento crucial da construção das expectativas inflacionárias. Esta concepção está fundada nas teses monetaristas contemporâneas, para as quais o controle da dívida mobiliária passa a ser a alternativa para a base monetária, conceito que a evolução das formas de moeda fez perder importância teórica e prática. Ou seja, a evolução da dívida passou a ser tomada como *proxy* da evolução da moeda.

A fragilidade teórica destas teses já foi discutida e questionada por autores que tentaram analisar a dinâmica das economias capitalistas. No caso brasileiro, no entanto, além do equívoco teórico, a adequação das formas contábeis aos conceitos encerra diversos equívocos. Falta base teórica que dê suporte à prática de igualar o impacto de uma dívida de empresa estatal com um banco interno ou externo a uma dívida mobiliária transacionada no mercado monetário.

O conceito de Dívida Líquida do Setor Público, utilizado pela política fiscal, foi muito além da dívida mobiliária e espelha esta fragilidade teórica de forma ampliada. Todas as formas de endividamento, incluindo as dívidas por contrato de empréstimo com o sistema bancário interno, as emissões de papéis de longo prazo no mercado internacional, o endividamento de quinze ou vinte anos junto aos organismos internacionais (BID e BIRD) foram empasteladas aos atrasos junto a fornecedores, operações de antecipação de receita orçamentária (ARO) e dívidas de prazos diversos, em títulos financiados diariamente no mercado monetário.

O mesmo conceito de Dívida Líquida do Setor Público promoveu uma alteração na forma de contabilizar os passivos externos de forte impacto sobre a percepção das contas públicas. Toda a dívida denominada em moeda estrangeira é aferida pela taxa de câmbio presente. Com isto, qualquer desvalorização cambial altera a relação dívida-PIB, passando a exigir a elevação do superávit primário. Uma valorização promove o efeito inverso. Deste modo, a sensibilidade instantânea derivada da forma de construção do conceito transmite ao mercado os sinais para cobrança de resposta imediata da política fiscal.

Não é imprescindível que assim fosse; o próprio FMI utilizava-se, nos anos oitenta, de uma

forma de aferir as necessidades de financiamento do setor público que expurgava a diferença entre a variação cambial e a monetária. Isto era feito justamente porque o objetivo era avaliar o financiamento público junto aos agentes internos, o que poderia ser obscurecido pelos movimentos cambiais. Ou seja, a política econômica gera necessidades de superávit fiscal a partir de conceitos que estão longe de uma clareza conceitual mínima.

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

O fechamento do ano de 2003 mostra que o superávit primário do setor público, de 4,32% do PIB, superior à meta anunciada no início do ano, foi pouco maior do que a metade dos juros internos. De fato, ele foi muito menor que os juros reais de 5,96% do PIB. A escalada dos juros de 2003 produziu uma deterioração ainda maior da situação fiscal que a vivida em anos anteriores; em 2001 e 2003, os juros reais foram de 3,5% e 0,05 do PIB. No acumulado de doze meses até janeiro, há um movimento de queda nos juros reais e nominais, mas ainda em patamar extremamente elevado.

**Tabela 1**

Setor Público Consolidado - Usos  
Valores acumulados em 12 meses  
em % do PIB

	Dez./01	Dez./02	Dez./03	Jan./04
Déficit Nominal	3,57	4,58	5,16	4,79
Primário	-3,64	-3,89	-4,32	-4,19
Juros internos	6,02	7,20	8,24	7,75
Juros reais	3,49	0,05	5,96	5,79
Atualização monetária	2,52	7,16	2,27	1,96
Juros externos	1,20	1,27	1,25	1,23

Fonte: Banco Central. Nota para a Imprensa - Política Fiscal.

Mais perversos que os dados acima expostos são os referentes às fontes de financiamento do setor público. Como mostra a Tabela 2, a tendência é uma brutal concentração na dívida mobiliária. Os dados anualizados de dezembro e janeiro esgotam as dúvidas quanto à gravidade da situação. Eles indicam crescimento na dívida mobiliária de cerca de 8% do PIB, quase 3% do PIB acima do próprio déficit nominal.

**Tabela 2**  
Setor Público Consolidado – Fontes  
Valores acumulados em 12 meses  
em % do PIB

	Dez./01	Dez./02	Dez./03	Jan./04
Fontes de financiamento	3,57	4,58	5,16	4,79
Financiamento interno	2,32	2,75	6,17	6,19
Dívida mobiliária	4,87	0,25	8,00	7,72
Dívida bancária	-2,25	1,09	-2,05	-2,04
Demais	-0,30	1,41	0,22	0,51
Financiamento externo	1,25	1,83	-1,01	-1,40

Fonte: Banco Central.

A expansão da dívida mobiliária no conjunto das fontes de recursos que financiam o

setor público é concomitante ao aprofundamento do desmonte da sua estrutura de financiamento. A dívida contratual, ou bancária, segue em queda livre, como reflexo direto de todas as restrições postas ao endividamento dos estados, municípios e empresas. O financiamento externo, que mostrava fluxo positivo em finais de 2001 e 2002, virou de sinal, em 2003, e nada indica recuperação em 2004.

Os dados dos estoques da dívida líquida do setor público apresentam a mesma dinâmica perversa. Entre 2002 e 2003 a dívida consolidada cresceu de 55,5% do PIB para 58,1% do PIB, mesmo com todos os esforços realizados para conter o endividamento e os gastos reais. Pior é que a dívida mobiliária do Tesouro Nacional subiu de 33,6% do PIB para 43,3% do PIB. Também o financiamento externo tem tido sua importância reduzida. Ao mesmo tempo, a dívida externa caiu de 14,3% para 11,9% do PIB, sem que isto seja explicável por algum movimento de reservas internacionais.

**Tabela 3**  
Dívida Líquida do Setor Público  
em % do PIB

Discriminação	2001	2002	2003	Jan. 2004
	% do PIB	% do PIB	% do PIB	% do PIB
Dívida líquida total (A)	52,6	55,5	58,1	58,2
Dívida interna líquida	42,2	41,2	46,3	46,7
Governo federal	20,3	19,5	23,3	23,6
Dívida mobiliária do TN	38,1	33,6	43,3	43,2
Banco Central do Brasil	4,3	3,4	3,4	3,5
Dívida externa líquida	10,4	14,3	11,9	11,4
Governo federal	13,1	16,2	13,9	14,2
Banco Central do Brasil	-4,9	-3,7	-3,7	-4,5
Governos estaduais e municipais	1,0	1,4	1,2	1,3
Empresas estatais	1,2	0,5	0,5	0,5

Fonte: Banco Central.

A avaliação das contas públicas por um conceito muito pouco utilizado, os fatores condicionantes da dívida líquida, pode ser especialmente elucidativa. A Tabela 4 mostra como a evolução da dívida segue uma rotina que desconhece os esforços da política fiscal, situando sua expansão entre 2,6% e 3,8% do PIB ano a ano. No entanto, diferentemente de 2001 e 2002, quando os efeitos da desvalorização cambial sobre a dívida interna e externa foram avassaladores, em 2003, o câmbio valorizado gerou efeito redutor da dívida de nada menos que 5,5% do PIB.

A dívida líquida cresceu 2,65% do PIB, em 2003, como efeito direto da escalada dos juros nominais que chegaram a 9,25% do PIB, somando-se juros internos e externos. Vale dizer, se não fosse a revalorização da dívida em moeda estrangeira, a dívida líquida teria avançado cerca de 7% do PIB. A introdução de uma variação cambial de estoques só pode tornar ainda mais complexa a gestão da política fiscal, com efeitos de extrema volatilidade sobre a definição do superávit primário necessário para controlar a expansão da dívida.

Tabela 4  
Fatores Condicionantes da Dívida Líquida do Setor Público  
Valores acumulados no ano  
em % do PIB

	2001	2002	2003
Dívida líquida total – saldo	52,63	55,50	58,15
Dívida líquida - var. ac. Ano	3,85	2,87	2,65
Fatores condicionantes	7,78	13,87	2,04
NFSP	3,41	3,88	5,03
Primário	-3,48	-3,30	-4,21
Juros nominais	6,88	7,18	9,25
Ajuste cambial	3,01	9,27	-4,10
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	1,53	4,83	-1,45
Dívida externa – metodológico	1,48	4,44	-2,65
Dívida externa - outros ajustes	-0,03	0,05	1,06
Reconhecimento de dívidas	1,47	0,90	0,04
Efeito crescimento PIB - dívida	-3,93	-11,01	0,61

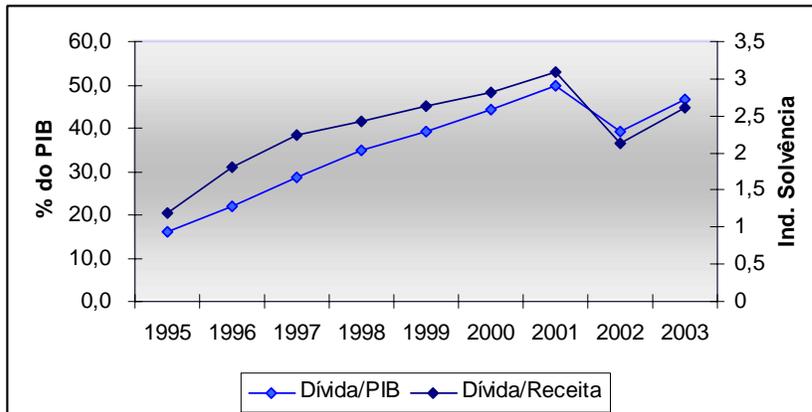
Fonte: Banco Central. Nota para a Imprensa – Política Fiscal.

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

Para demonstrá-lo construiu-se um indicador de solvência do setor público. Foi

tomada a evolução anualizada da receita federal, em termos reais. Ao mesmo tempo, foi tomada a dívida mobiliária do Tesouro Nacional. O indicador de solvência mede quantas receitas anuais são necessárias para pagar a dívida. Os resultados (Gráfico 1) mostram uma tendência altamente instabilizadora. O crescimento da relação entre a dívida e o PIB foi, de 1995 a 2001, concomitante à piora do indicador de solvência. Depois de uma fugaz melhoria, em 2002, o ano de 2003 mostrou a retomada da trajetória de forte expansão anteriormente verificada.

**Gráfico 1**  
Evolução da Dívida e Indicador de Solvência



A conclusão que se impõe é tripla. Primeiro, uma urgente necessidade de novos conceitos e formas de medida das contas públicas. Segundo, a impossibilidade da continuidade da atual política financeira que implica o dismantelamento das contas públicas. Terceiro, e talvez mais importante, a premência absoluta da reestruturação das fontes de financiamento do setor público.

Ao invés de discutir estes pontos, a política econômica preferiu “inovar” com o superávit anti-cíclico. Ele significa um abrandamento das

necessidades de contenção da despesa na retração do ciclo e uma expansão, na mesma magnitude, quando da expansão cíclica. No entanto, para o Brasil, que pretende atravessar uma fase expansiva, ele significa mais contenção das despesas. Justamente no momento em que os gargalos ao crescimento deverão ser removidos, inclusive com aumento do investimento público, a proposta é gerar mais poupança governamental para garantir a redução da relação dívida-PIB no longo prazo.