



Consultoria de Orçamentos e Fiscalização Financeira

Estudo Técnico nº 9/2018

Cumprimento de meta fiscal *versus* Equilíbrio das contas públicas

Dayson Pereira Bezerra de Almeida – Consultor
Paulo Roberto Simão Bijos – Consultor

Brasília, Junho/2018

Apesar das adversidades político-econômicas do país, as expectativas de mercado indicam, até o momento, que a meta fiscal de 2018 deverá ser cumprida sem a necessidade de novas alterações no seu valor. Vale lembrar que, originariamente, isto é, desde agosto de 2017, a meta de resultado primário do governo central (União menos estatais federais), definida pela Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2018¹, era de deficit de R\$ 129 bilhões. Um mês depois, essa meta foi modificada para deficit R\$ 159 bilhões. No presente, de acordo com as expectativas de mercado², estima-se que o deficit primário do governo central alcance R\$ 151,2 bilhões ao final do ano. Mantido esse quadro, portanto, a meta em vigor será respeitada.

Não se deve perder de vista, entretanto, o fato de que, quanto mais deficitária, ou mais benevolente a meta, menos duvidoso o seu atingimento. Nesse sentido, a questão de fundo que se levanta é: em que medida a meta traçada se harmoniza com a busca pelo equilíbrio das contas públicas?

Não há uma resposta singular a essa indagação, na medida em que metas deficitárias podem ser justificadas por diferentes motivos. Políticas anticíclicas, por exemplo, podem fundamentar metas temporariamente deficitárias, desde que articuladas com a busca pelo equilíbrio fiscal de longo prazo. Além disso, a depender da trajetória herdada das contas públicas, bem como do nível de rigidez orçamentária, pode ser inexecutável converter deficits em superávits em curto espaço de tempo. Não por outro motivo o novo regime fiscal, ao instituir o chamado teto de gastos³, optou por diluir o ajuste das contas públicas no horizonte de vinte anos.

De todo modo, há um parâmetro objetivo que ajuda a elucidar a questão. Trata-se do resultado fiscal requerido para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB. Esse indicador é relevante porque o descontrole da trajetória do endividamento pode trazer o risco de insolvência a determinado país. No Brasil, a dívida bruta do governo geral (DBGG), situada em 75,9% do PIB em abril de 2018, já é considerada alta relativamente ao nível de endividamento de países emergentes e de renda média⁴. Não bastasse isso, a tendência é a de que, na ausência de reformas, esse saldo atinja proporções preocupantes.

De acordo com a Instituição Fiscal Independente (IFI) do Senado Federal, em 2024 a dívida pública brasileira já deve atingir 102,5% do PIB no cenário pessimista, isto é, caso não sejam votadas reformas de contenção do gasto público, em especial a previdenciária. Mesmo no *cenário base*, considerado pela IFI como o mais provável, a dívida deve alcançar 86,6% já em 2023 (IFI, 2018).

A evolução da dívida, por seu turno, está diretamente relacionada ao tamanho do resultado primário, que pode ser interpretado justamente como o nível esforço fiscal destinado a controlar a trajetória do endividamento. Quanto maior for o nível da dívida e o custo sobre ele incidente, e quanto menor o crescimento esperado da economia, maior deve ser o resultado necessário para estabilizar a dívida como proporção do PIB.

¹ Lei 13.473, de 2017.

² Mediana das expectativas contidas no Prisma Fiscal de junho, da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda.

³ Emenda Constitucional 95, de 2016.

⁴ De acordo com as estatísticas do FMI (2018), a dívida bruta do setor público no Brasil equivaleu a 84% do PIB ao final de 2017, contra média de 49% do PIB dos países emergentes e de renda média. Na América Latina, o nível de endividamento foi de 61,8% do PIB no mesmo período. Cabe esclarecer que o FMI inclui no cômputo da dívida pública os títulos públicos que compõem a carteira do Banco Central do Brasil. Por essa razão, os valores de endividamento divulgados pelo Fundo são mais elevados que os constantes das estatísticas nacionais.

A fórmula básica para o cálculo do resultado requerido para estabilizar a dívida (GIAMBIAGI e ALÉM, 2011), conforme demonstrado no Apêndice 1 deste estudo, é dada por:

$$h = d \frac{(i - y)}{(1 + y)} - s$$

Em que “d” é o nível inicial da dívida como proporção do PIB, “i” a taxa de juros incidente sobre a dívida, “y” a taxa de crescimento esperado do PIB e “s” a relação de senhoriagem⁵ em proporção do PIB. A fórmula se aplica tanto em termos nominais com reais, desde que as taxas de juros e de crescimento do PIB sejam adotadas simultaneamente na mesma base (real ou nominal).

Como exemplo de aplicação da fórmula no horizonte de curto prazo, pode-se estimar qual seria resultado primário requerido em 2018 para que a dívida bruta federal fosse estabilizada no patamar de 69,9% do PIB, apurado ao final de 2017.

Para tanto, deve-se agregar as variáveis prospectivas da equação, relativas ao PIB, juros e senhoriagem. De acordo com o Relatório Focus do Banco Central do Brasil, de 22 de junho de 2018, o crescimento real esperado⁶ do PIB neste ano é de 1,55%; a inflação projetada, medida pelo IPCA, de 4,00%. Com base nas projeções do mercado para dívida e resultado primário, estima-se, nos termos do Apêndice 2 deste estudo, que a taxa implícita da dívida atingirá 7,9% ao final do exercício. Para a senhoriagem, considera-se a taxa observada em 2017, de 0,38% (BCB, 2018a). Com base nesses parâmetros, o superavit primário requerido para que a dívida bruta federal fosse estabilizada no patamar de 69,9% do PIB, observado ao final de 2017, seria de 1,13% do PIB.

Segundo a IFI (2018), o governo central só deverá passar a gerar superavit da ordem de 1,13% do PIB, na melhor das hipóteses (cenário otimista), em 2023. No cenário base, o mais provável, somente em 2026.

Diante do exposto, conclui-se que a situação das contas públicas continua em estado de altera, ainda que a meta de resultado primário seja cumprida em 2018.

REFERÊNCIAS

Banco Central do Brasil (BCB). **Relatório da Administração 2017**. BCB, 2018a.

_____. **Focus - Relatório de Mercado**. 1 de junho de 2018b.

_____. **Manual de Estatísticas Fiscais**, março 2018. Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf> > . Acesso em 25 jun. 2018 (2018c).

_____. **Série histórica da Taxa de juros implícita - DLSP e DBGG**. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPJuros.asp> >. Acesso em 11 jun. 2018d.

Fundo Monetário Internacional (FMI). **Fiscal Monitor. Capitalizing on Good Times**. Washington, DC: Abril de 2018.

GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. 4ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

Instituição Fiscal Independente (IFI). **RAF – Relatório de Acompanhamento Fiscal**. Maio de 2018.

⁵ Representa o financiamento do setor público via emissão de moeda. Seu valor é obtido a partir da variação da base monetária, deduzido custo de produção /emissão de moeda e a inflação do período.

⁶ Mediana das expectativas de mercado.

Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica (SPE). **Prisma Fiscal**. Maio de 2018.

APÊNDICE 1 – FÓRMULA DE PROJEÇÃO DO RESULTADO REQUERIDO

1. O ponto de partida é a premissa de igualdade na relação dívida/PIB entre dois períodos:

$$\frac{D_{t_0}}{PIB_{t_0}} = \frac{D_{t_1}}{PIB_{t_1}}$$

2. A dívida de D_{t_1} será igual a D_{t_0} somada aos juros (J) e deduzida do superavit primário em t_1 (SP_1) e a senhoriagem (N_1):

$$\frac{D_{t_0}}{PIB_{t_0}} = \frac{D_{t_0} + J - SP_1 - N_1}{PIB_{t_1}}$$

3. Os juros, por seu turno, serão resultado da taxa nominal incidente sobre o estoque da dívida:

$$\frac{D_{t_0}}{PIB_{t_0}} = \frac{D_{t_0} + D_{t_0} i - SP_1 - N_1}{PIB_{t_1}}$$

$$\frac{D_{t_0}}{PIB_{t_0}} = \frac{D_{t_0}(1 + i) - SP_1 - N_1}{PIB_{t_1}}$$

4. Deste ponto em diante, procede-se ao isolamento do SP_1 como proporção do PIB ($h=SP_1/PIB$):

$$\frac{D_{t_0}}{PIB_{t_0}} = \frac{D_{t_0}(1 + i)}{PIB_{t_1}} - \frac{SP_1}{PIB_{t_1}} - \frac{N_1}{PIB_{t_1}}$$

$$\frac{D_{t_0}}{PIB_{t_0}} = \frac{D_{t_0}(1 + i)}{PIB_{t_1}} - h - n$$

$$h = \frac{D_{t_0}(1 + i)}{PIB_{t_1}} - \frac{D_{t_0}}{PIB_{t_0}} - n$$

5. Considerando “c” como o crescimento nominal do PIB, tem-se que:

$$h = \frac{D_{t_0}(1 + i)}{PIB_{t_0}(1 + y)} - \frac{D_{t_0}}{PIB_{t_0}} - n$$

$$h = \frac{D_{t_0}(1 + i)}{PIB_{t_0}(1 + y)} - \frac{D_{t_0}(1 + y)}{PIB_{t_0}(1 + y)} - n$$

$$h = \frac{D_{t0}(1+i) - D_{t0}(1+y)}{\text{PIB}_{t0}(1+y)} - n$$

$$h = \frac{D_{t0}(1+i - 1 - y)}{\text{PIB}_{t0}(1+y)} - n$$

$$h = \frac{D_{t0}(i - y)}{\text{PIB}_{t0}(1+y)} - n$$

6. Considerando “d” como a proporção inicial da razão dívida sobre PIB ($d=D_0/\text{PIB}_0$), chega-se a:

$$h = d \frac{(i - y)}{(1 + y)} - n$$

Obs.: a fórmula se aplica tanto em termos nominais com reais. Basta que as taxas de juros e de crescimento do PIB sejam adotadas simultaneamente na mesma base (real ou nominal).

APÊNDICE 2 – FÓRMULA DE PROJEÇÃO DA TAXA IMPLÍCITA

Toma-se, inicialmente, a fórmula para cálculo dos juros nominais (BACEN, 2018c):

$$J = D_{t+1} - D_t - \frac{D_{t+1} - (1+i)D_t}{(1+i)^{1/2}}$$

onde: J = fluxo de juros nominais;

D_t = saldo da dívida ao fim do período t;

i = proxy da taxa nominal de juros.

Denotando $(1+i)^{1/2}$ por x, obtém-se:

$$x^2 D_t + x(D_{t+1} - D_t - J) - D_{t+1} = 0$$

O termo $D_{t+1} - D_t - J$ indica o resultado primário do período (sob a hipótese de que os ajustes patrimoniais e metodológicos são iguais a zero). Substituindo a expressão por r, chega-se a:

$x^2 D_t + xr - D_{t+1} = 0$, uma equação do segundo grau que, resolvida para x, permite encontrar i:

$$i = x^2 - 1$$