

A Dívida Bruta e a Postura Fiscal

Márcio G. P. Garcia¹
11 de outubro, 2013

As manobras contábeis e a expansão exagerada dos bancos públicos tornaram a dívida bruta um indicador indispensável da postura fiscal.

Recentemente, duas agências internacionais de classificação de riscos, Moody's e S&P, modificaram, para pior, suas avaliações da economia brasileira. Uma das principais razões da piora é a evolução do endividamento público. Como se sabe, há dois conceitos principais da dívida pública, o bruto e o líquido. Grosso modo, chega-se à dívida líquida subtraindo-se ativos financeiros do governo da dívida bruta.

Há anos, inúmeros analistas vêm chamando a atenção para a perda de fidedignidade da medida de dívida líquida como balizador da solvência fiscal de nossa economia. Os truques contábeis repetidamente utilizados pela Fazenda desacreditaram a estatística de dívida líquida. Não surpreendentemente, as duas agências de rating baseiam-se no conceito de dívida bruta para aferir a solvência do governo brasileiro. Pelo conceito usado pelo Banco Central, a dívida bruta atingiu 59,1% do PIB, em agosto, situando-se bem acima da média das economias com risco similar, 45%, segundo a Moody's. Pelo conceito usado pelo FMI, a dívida bruta brasileira é mais alta, 64,2% do PIB, sendo mais baixa apenas do que a de três países emergentes, Egito (85,2%), Jordânia (83,8%) e Hungria (79,9%) (*Valor Econômico*, 7/10/2013, editorial). Os repasses do Tesouro a bancos públicos, que são subtraídos da dívida bruta e, portanto, não aparecem na dívida líquida, respondem por 9,5 pontos percentuais do total da dívida bruta.

A face mais conhecida da dívida bruta é a de indicador da solvência das contas do governo. E, como se viu, nosso conceito nesse quesito está piorando. Mas, no Brasil de hoje, a dívida bruta ganhou nova importância, a de indicador da postura fiscal do governo. Normalmente, as estatísticas fiscais de déficit público seriam suficientes para indicar se a política fiscal é expansionista, contracionista ou neutra. Em outras palavras, o que se quer determinar é se a política fiscal (combinação de gastos públicos e tributação) está ajudando o BC a baixar os juros sem colocar em risco a meta para a inflação, ou, se, ao contrário, forçando o BC a elevar os juros para controlar a inflação.

Recentemente, o BC mudou seu discurso em relação à postura fiscal, que vinha classificando de expansionista. Segundo o BC, desde que os superávits primários situem-se perto dos valores recentes, "...criam-se condições para que o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade no horizonte relevante para a política monetária" (*Relatório de Inflação*, setembro de 2013, página 68). Note-se que o RI foi publicado antes da divulgação dos péssimos resultados fiscais de agosto.

¹Ph.D. por Stanford, Professor da Cátedra Vinci de Economia, PUC-Rio, escreve neste espaço uma sexta-feira por mês. Em 2013, é Visiting Scholar na Sloan School, MIT, e NBER. Todos os erros são de minha responsabilidade.

O argumento do BC supõe que os valores recentemente registrados para o superávit primário (1,9% do PIB até julho deste ano) sejam adequados para que o BC possa atingir a meta de inflação praticando uma taxa de juros perto da taxa neutra. Há vários problemas com este argumento.

O primeiro diz respeito aos já aludidos truques contábeis, que dificultam a comparabilidade das estatísticas oficiais. Vários analistas reconstróem os números do superávit primário, procurando mitigar o efeito das manobras contábeis. Autoridades governamentais falam em abandonar essa danosa prática, mas os responsáveis por ela continuam firmes e fortes em seus postos. Mais ainda, a julgar pela recente medida para mudar, retroativamente, o indexador da renegociação das dívidas dos estados e municípios, continuam ativamente gerando formas de dilapidar o duramente obtido ajuste fiscal que possibilitou o fim da hiperinflação.

Outra dificuldade é que, mesmo sem truques contábeis, a postura fiscal, hoje, é largamente determinada pelos repasses feitos pelo Tesouro Nacional aos bancos públicos. Quando os bancos públicos expandem seus empréstimos com recursos oriundos do Tesouro, isso tem efeito expansionista sobre a demanda agregada, mas tal efeito não aparece nas estatísticas de déficit público, pelo menos não imediatamente. Daí a importância de se acompanhar a evolução da dívida bruta como indicador adicional da postura fiscal. Mas o BC tem ignorado esse aspecto em suas análises.

Mas, mesmo tendo isso em conta, a nova posição do BC sobre a neutralidade da atual postura fiscal é difícil de se justificar. Afinal, o BC está hoje elevando a taxa de juros com a inflação perigosamente próxima ao teto da banda (6,5%). Tomara que tal mudança de discurso do BC não reflita limitações em sua autonomia para usar a política monetária. Já a 12 meses das eleições, isso seria desastroso.