

## **Mas afinal, o que é sustentabilidade fiscal?**

**Roberto Balau Calazans<sup>1</sup>**

Após vários anos de desacertos da política econômica, em especial no governo Dilma, o Brasil enfrentou a maior recessão de sua história (7%, em 2015-2016), seguidos de anos em baixo crescimento, e, em 2020, veio o tombo causado pela pandemia do Covid-19. Por consequência, a sua dívida bruta se elevou de 56,3% do PIB, em 2014, para 75,8%, em 2019; e 88,8%, em agosto/20. Entre 2014-2020, o setor público brasileiro passou a incorrer em pesados déficits primários e vários entes subnacionais aumentaram sua fragilidade financeira devida à queda acentuada de receitas primárias e a elevação de despesas, em especial os estados com dívidas elevadas: Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, dentre outros.

A implantação do teto de gastos públicos (2016), que congelou seu montante em termos reais, a Reforma da Previdência (2019) e a Proposta de Reforma Administrativa (2020), aliada à queda significativa da taxa Selic determinada pelo Banco Central, representam a busca da responsabilidade fiscal, ainda que o populismo esteja presente em diversas ações ensaiadas no Congresso Nacional.

A pandemia freou o ritmo de crescimento da economia brasileira que vinha acontecendo ao final de 2019. Em 2020, as fortes elevações do déficit primário e da dívida bruta expõem o quadro de dificuldades fiscais enfrentado pelo governo central. Além disso, há o aumento das necessidades de financiamento do governo, ficando evidenciadas no crescimento das operações compromissadas nos últimos meses e no encurtamento dos prazos dos títulos públicos no mercado. Ao final de 2020, espera-se um déficit primário na ordem de 12% do PIB e uma dívida bruta próxima a 100%.

De acordo com os dados divulgados pelo Tesouro Nacional para o período janeiro a agosto de 2020, o governo central obteve incrementos dos déficits primário e previdenciário, em R\$ 549 bilhões e R\$ 94 bilhões, respectivamente. Uma notícia

---

<sup>1</sup> Mestre em Economia da UFRGS. Artigo 01/11/2020.

positiva é a redução dos juros nominais em R\$ 37 bilhões devido à relevante queda da taxa Selic.

Tabela 1 - Principais indicadores de desempenho do governo central, 2019-2020

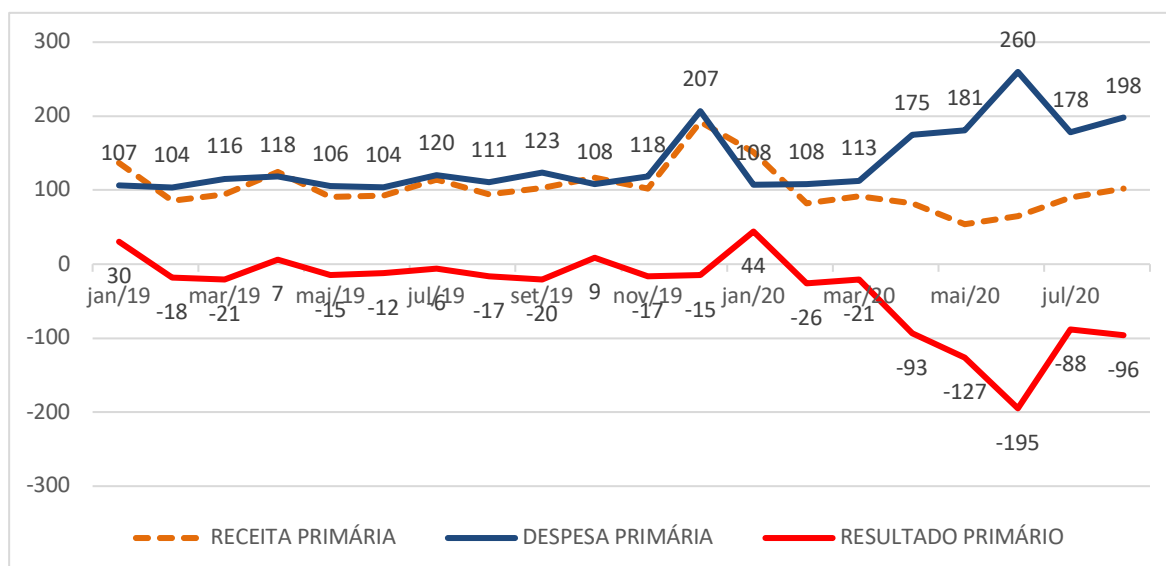
| R\$ milhões                |                 |                  |                    |                |                   |                   |
|----------------------------|-----------------|------------------|--------------------|----------------|-------------------|-------------------|
| ANOS                       | RECEITA LÍQUIDA | DESPESA PRIMÁRIA | RESULTADO PRIMÁRIO | JUROS NOMINAIS | RESULTADO NOMINAL | RESULTADO DO RGPS |
| 2019 (jan-ago)             | 833.014         | 885.079          | -52.066            | -220.375       | -262.910          | -131.739          |
| 2020 (jan-ago)             | 719.249         | 1.320.532        | -601.283           | -182.919       | -784.772          | -225.513          |
| Varição absoluta           | -113.765        | 435.453          | -549.218           | 37.457         | -521.861          | -93.774           |
| % de crescimento pelo IPCA |                 |                  |                    |                |                   |                   |
| Jan-ago-20/jan-ago-19      | -16,09          | 45,15            | 1034,09            | -19,28         | 191,14            | 66,74             |

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional. Boletim Resultado do Tesouro Nacional (RTN)

Disponível em:

<https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/boletim-resultado-do-tesouro-nacional-rtn/2020/8>

Gráfico 1 – Evolução mensais dos resultados primários do governo central, 2019-20



FONTE: Tabela 1

Portanto, a contínua elevação da dívida bruta do setor público traz a premente necessidade de manutenção da âncora fiscal, bem como pressiona a política macroeconômica a conter a expansão dos gastos públicos nos anos vindouros, buscando resultados primários positivos no futuro próximo, de forma a estabilizar a relação dívida/PIB.

A interação entre a política fiscal e a trajetória temporal da dívida pública é o que se chama de sustentabilidade fiscal. O debate sobre os fatores determinantes

e a forma de mensuração tem gerado uma série de trabalhos empíricos de natureza acadêmica e econométrica. O objetivo deste texto é expor a relevância desse conceito, de forma mais didática, e defender uma maior transparência nos demonstrativos da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) no que tange à mensuração da sustentabilidade da dívida assumida pelos entes públicos, em especial os governos subnacionais.

Ao se correlacionar a dívida pública com o PIB, verifica-se sua trajetória temporal e sua expansão vis-à-vis ao crescimento do produto. Os indicadores de evolução das dívidas bruta e líquida – Dívida Líquida do Setor Público/PIB Brasil (DLSP/PIB), ou Dívida Consolidada Líquida/Receita Corrente Líquida (DCL/RCL) –, prazos de maturação, tipos de indexadores, fatores determinantes de expansão (retração) e limites de dívida ajudam a identificar a consistência dos regimes fiscais assumidos pelos governos.

A Secretaria do Tesouro Nacional desenvolveu forte *expertise* quanto à gestão de dívida pública federal, interna e externa, em especial no planejamento e no gerenciamento da mobiliária. No que tange aos governos subnacionais, ela controla os limites à contratação de operações de crédito, avalia a capacidade de pagamento para honrar novas obrigações, concede garantias às operações contratadas e monitora a consistência de programas de ajuste fiscal implementados por esses governos. Contudo, na divulgação das estatísticas sobre o endividamento público não há uma ênfase na sustentabilidade da dívida dos governos subnacionais e sua consistência com a política fiscal de médio e longo prazo.

A Lei de Responsabilidade Fiscal poderia ser aperfeiçoada, tornando mais transparente a análise de sustentabilidade da dívida, as quais ficam restritas às Secretarias de Fazenda, aos bancos oficiais ou aos organismos multilaterais (BNDES, Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento, etc.) que as realizam para auferir a capacidade de pagamento dos entes públicos para honrar suas obrigações com as futuras operações de crédito contraídas.

A partir da LRF, em 2000, os entes federados passaram a respeitar a supervisão exercida pela União, tendo que cumprir as metas e limites legais definidos nesta Lei, ficando o Tesouro Nacional responsável por verificar se as metas pactuadas nos acordos de refinanciamento estavam sendo alcançadas.

No entanto, a partir de 2015, cabe observar a fragilidade financeira de alguns estados (Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul), os quais conseguiram ampliar seus limites de endividamento, graças ao afrouxamento dos controles por parte da União.

Para os casos mais graves de fragilidade fiscal, na Lei Complementar n.º 159, de 19/05/2017, foi instituído o Regime de Recuperação Fiscal (RRF) dos estados e Distrito Federal, orientado pelo princípio da sustentabilidade econômico-financeira. Entretanto, este princípio não está consignado na Constituição Federal e, na última década, os entes federados tiveram incentivo a contrair novas operações de crédito motivados pela própria política econômica da União. Alguns governos estaduais, em situação delicada, recorreram à expansão do endividamento num contexto de baixa geração de resultados primários, e, provavelmente, de dívidas líquidas insustentáveis.

A questão da sustentabilidade fiscal adquire maior relevância com a Proposta de Emenda à Constituição n.º 186/2019, conhecida como PEC Emergencial, que passa a considerar a dívida pública como âncora fiscal de médio e longo prazo. Pelo novo texto, em discussão no Congresso Nacional, é introduzido o art.164-A:

*“Art.164-A - A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios conduzirão suas políticas fiscais de forma a manter a dívida pública em níveis que assegurem sua sustentabilidade.*

*Parágrafo Único. A elaboração e a execução de planos e orçamentos devem refletir a compatibilidade dos indicadores fiscais com a sustentabilidade da dívida.”*

Conceitualmente, a sustentabilidade da dívida exige que seu saldo presente não supere os fluxos descontados dos superávits primários futuros. Na prática, é necessário projetar cenários de resultados primários futuros, levando-se em conta as incertezas das variáveis macroeconômicas e a disposição dos gestores públicos em produzirem os ajustes necessários, assim como escolher a taxa pela qual os resultados fiscais serão descontados (Costa, 2009, p.82). No longo prazo, a manutenção de déficits primários continuados pode implicar a acumulação de dívidas insustentáveis, sem um esquema viável de pagamento<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Pastore (2020). E também se poderia incluir o risco de dominância fiscal no caso do governo central.

Pela álgebra da restrição orçamentária do governo, sabe-se que o crescimento da dívida pública, em termos reais, é função da taxa real de juros, da taxa de crescimento real do PIB e do resultado primário. No caso brasileiro, a taxa real de juros supera a taxa de crescimento do PIB, o que impede a plena eficácia da política monetária.

Para o caso específico dos entes subnacionais, que não podem se financiar com títulos ou emissão de moeda, pode-se inferir que a taxa de expansão da dívida não seja superior ao crescimento real da receita líquida, mantida controlada a expansão dos gastos primários. A geração de superávits primários garantiria o equilíbrio orçamentário duradouro, supondo-se também a ausência de receitas extraordinárias.

Dessa forma, um dos objetivos da condução da política fiscal, seja federal, seja subnacional, consiste em garantir a solvência para cumprir as obrigações com o serviço da dívida e manter a sua estabilidade no tempo, evitando-se a acumulação excessiva de déficits primários.

A solvência implica, pois, a liquidez financeira de modo que o governo tenha capacidade de pagamento para garantir as obrigações e os encargos financeiros da dívida. Em outras palavras, a solvência implica que o valor presente dos superávits futuros seja maior ou igual ao serviço da dívida (Goldfajn, 2002).

Por outro lado, a sustentabilidade da dívida exige que o seu saldo atual seja igual ao valor presente dos resultados primários futuros, escolhida uma dada taxa de desconto. A sustentabilidade da dívida pode ser assim formalizada por:

$$D_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{X_t}{\prod_{j=1}^t (1+r)^j}$$

onde:

$D_0$  = dívida atual;

$X_t$  = resultados primários futuros.

Também, há que se manter a credibilidade dos credores em torno da política fiscal assumida, afinal eles financiam os governos. Numa situação extrema, o descontrole fiscal advindo da imprudência ou da insolvência financeira poderia redundar em um *default*, uma situação de desconfiança generalizada no mercado de

títulos em que o ente público não teria condições de cumprir com as obrigações financeiras com a dívida.

A trajetória de convergência para o equilíbrio intertemporal, isto é, de uma relação DLSP/PIB estável para o País, ou de uma relação DCL/RCL dentro de limites aceitáveis para os governos locais, será mais eficaz se ocorrer em um horizonte temporal de ajuste razoável, garantindo a solvência financeira e uma gestão responsável dos passivos, mantendo-se os indicadores da sustentabilidade da dívida compatíveis com a execução da política fiscal de médio e longo prazo.

Cumprir lembrar, no entanto, que a expansão do endividamento de um ente federado não pode ser somente explicada por déficits passados ou pela imprudência dos gestores públicos. Uma política monetária de juros reais elevados, como a que foi praticada no Brasil, interferiu na expansão demasiada dos juros nominais, na dimensão do déficit nominal e no crescimento da dívida mobiliária federal e da dívida contratual de alguns governos estaduais. Vários economistas questionam a eficácia da política monetária brasileira que sustentou uma taxa Selic muito elevada durante vários anos, inviabilizando qualquer estratégia de expansão do investimento no País.

No caso dos acordos de refinanciamento das dívidas estaduais, sob a égide da Lei n.º 9.496/97, a política monetária foi responsável pela expansão das dívidas mobiliárias, em termos reais, em diversos estados no período 1994-1998. Em alguns casos, os programas de ajuste fiscal, supervisionados pela Secretaria do Tesouro Nacional juntos aos entes endividados (Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul), não atingiram, até o momento, resultados satisfatórios com vistas a reduzir suas dívidas líquidas.

O caso gaúcho é o mais emblemático, pois este nunca atingiu o percentual de 200% da relação DCL/RCL proposta pelo Senado Federal. Mesmo com o controle exercido pela União, o ajuste das contas estaduais tornou-se “interminável”, e as futuras negociações em torno de um plano de recuperação fiscal poderão redundar numa acumulação de dívida “perpétua”.

Para finalizar, do ponto de vista dos indicadores usados pelo mercado e agências multilaterais de financiamento, Ley (2009) observa que, para se aferir o grau de endividamento, o prazo médio de maturação (*Average Time to Maturity – ATM*) é um indicador de risco usual, que tem como base o prazo de pagamento de amortizações. O ATM, ou prazo médio, é um indicativo da concentração de

vencimentos no curto prazo e, conseqüentemente, de risco de refinanciamento. O ATM segue a notação:

$$ATM = \sum_{t=1}^t \left( \frac{t \cdot A_t}{D_t} \right)$$

onde:

$A_t$  = valor das amortizações no período  $t$ ;  
 $D_t$  = valor das dívidas;  
 $t$  = prazo até o vencimento.

A *duration* é outra medida usual de risco, indicando o prazo médio de maturação, sendo obtido pela ponderação entre o valor presente do serviço da dívida e o período de tempo de duração. Para se efetuar a apuração da *duration*, é necessário calcular o valor presente das dívidas, a partir da construção das respectivas curvas *cupons* para cada um dos indexadores. As curvas *cupons* são índices de descontos, as quais refletem as expectativas de mercado e servem para trazer ao valor presente os fluxos de pagamentos da dívida. Ela é, assim, expressa:

$$VP_t = \sum_{t=1}^t \left( \frac{t \cdot S_t * (1 + i)^{-t}}{VP_t} \right)$$

onde

$S_t$  = valor dos serviços da dívida no período  $t$ ;  
 $VP_t$  = valor presente das dívidas;  
 $i$  = taxa de desconto da curva cupom;  
 $t$  = tempo para o vencimento.

## Referências Bibliográficas

BRASIL, Lei Complementar n.º 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm). Acesso em 02/02/2020.

\_\_\_\_\_, Proposta de Emenda à Constituição n.º 186. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/139702>. Acesso em 02/02/2020

COSTA, Carlos Eugênio Ellery Lustosa. (2009). Sustentabilidade da dívida pública. Dívida pública: a experiência brasileira. Secretaria do Tesouro Nacional, p.81-99.

LEY, Eduardo. (2009). Fiscal (and External) Sustainability. World Bank. (Version: february, 28). Disponível em: [https://mpra.ub.uni-muenchen.de/13693/1/MPRA\\_paper\\_13693.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/13693/1/MPRA_paper_13693.pdf).

LUPORINI, Viviane. (2006), Conceitos de Sustentabilidade Fiscal. Texto para Discussão. TD189. Maio/2006.

GOLDFAJN, Ilan. (2002). Há razões para duvidar de que a dívida pública no Brasil é sustentável. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. Número 25, julho/2002.

GOLDFAJN, Ilan; GUARDIA, Eduardo Refinetti. (2003). Regras fiscais e Sustentabilidade da dívida no Brasil. Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. Número 39, julho/2003.

PASTORE, Affonso Celso Pastore. (2016). Desajuste fiscal e a inflação: uma perspectiva histórica. In: Bacha, Edmar. A crise fiscal e monetária brasileira. Civilização Brasileira. Rio de Janeiro.

\_\_\_\_\_. (2020). Ressurgimento da intolerância à dívida? O Estado de São Paulo. 13 de setembro.

ROCHA, Fabiana. (2005). Déficit Público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações. In: Economia do Setor Público no Brasil. Rio de Janeiro, Editora Campus. p.493-507.