

O resultado primário como um fim em si mesmo

*Roberto Balau Calazans
rbc.calazans@icloud.com*

Com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o resultado primário¹ passou a ser considerado o principal indicador de efetividade da política fiscal dos governos. Tal indicador é motivo de críticas por, muitas vezes, estabelecer uma meta como um fim em si mesmo, sendo apenas um incentivo à austeridade dos gastos obrigatórios e à queda do investimento. Seguindo esse receituário, a União elevou a carga tributária nacional para atender a elevação dos gastos em seguridade e previdência social. Em governos regionais, a elevação de impostos foi uma alternativa usada por muitos entes estaduais para contornar os desequilíbrios fiscais e o crescimento das despesas primárias, principalmente previdenciárias.

Muitas vezes, governos subnacionais passam a ser considerados paradigmas de gestão fiscal quando apenas fazem o trivial: elevam impostos, congelam salários, estabelecem contingenciamentos anuais da execução orçamentária e reduzem o investimento ao mínimo. Como o foco de análise se limita aos resultados fiscais, secundariza-se a sustentabilidade da dívida, a queda da qualidade do gasto e da infraestrutura pública e as repercussões sobre os indicadores de educação, saúde e segurança.

Pelos fundamentos econômicos, para a condução da política fiscal é necessário aumentar as receitas e reduzir as despesas primárias, promovendo a geração de poupança não financeira para abater os juros nominais. No critério acima da linha, o resultado primário expressa a diferença entre receitas e despesas primárias. A receita primária é obtida descontando-se da receita total as operações de crédito, a alienação de bens, as receitas financeiras e as anulações de restos a pagar. De outra parte, as despesas primárias são obtidas deduzindo-se das despesas totais a concessão de empréstimos, o serviço da dívida (amortização, juros e encargos) e as relativas às privatizações.

O Banco Central também calcula os resultados fiscais a partir do endividamento líquido do setor público consolidado e regional. O resultado primário, calculado abaixo da linha, é feito por resíduo, obtido pela diferença entre o resultado nominal e os juros nominais (Veja o Quadro 1).

¹ A partir de 2018, a Portaria do Tesouro Nacional n.º 495, de 06/06/2017, alterou as definições de resultados primário e nominal. No caso em questão, as receitas primárias continuaram sendo em regime de caixa, passando a ser consideradas como despesas primárias as despesas pagas, ao invés das empenhadas, incluídos aí os restos a pagar processados e não processados pagos. Por sua vez, o Resultado Nominal passou a ser baseado na variação anual da Dívida Consolidada Líquida (DCL), ao invés de Dívida Fiscal Líquida.

Quadro 1 – Conceitos de resultado fiscais abaixo da linha (Bacen)

Resultado Nominal	Varição da Dívida Fiscal Líquida
Resultado Operacional	Resultado Nominal – Atualização Monetária
Resultado Primário	Resultado Nominal – Juros Nominais
Resultado Primário	Resultado Operacional – Juros Reais
Juros Nominais	Juros Reais + Atualização Monetária

FONTE: Banco Central do Brasil. Indicadores Fiscais.

Os critérios (acima e abaixo da linha) de apuração do resultado primário são complementares, sendo que o critério abaixo da linha é muito relevante ao mensurar as necessidades de financiamento do setor público e a carga de juros nominais que a sociedade assume para sustentar a elevação da sua dívida pública.

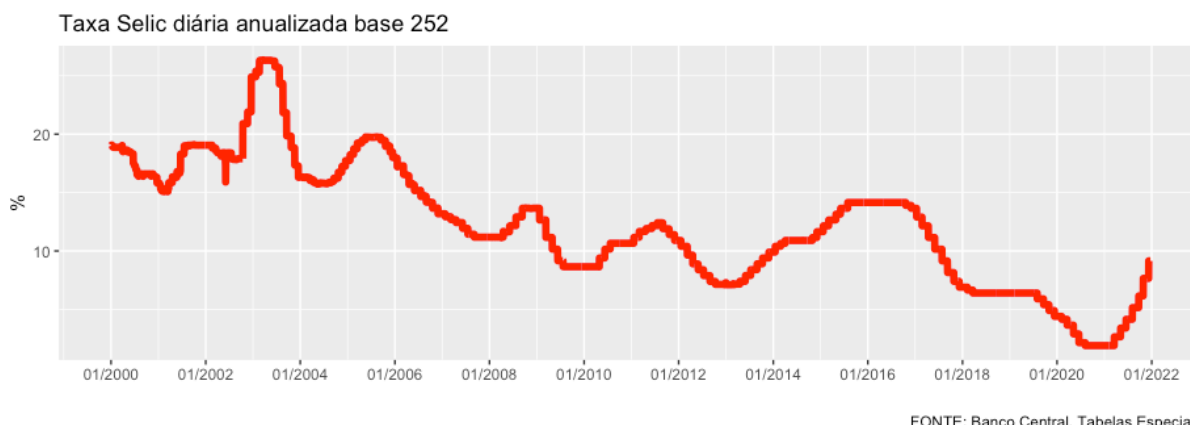
Numa linguagem estilizada, Sayad (2016, p.49) observa que a origem teórica de um economista pode ser assim retratada. Uma vertente teórica aponta o déficit público — excesso de gastos obrigatórios — e a falta de disciplina fiscal dos governos como responsáveis pela inflação e pelo baixo crescimento econômico. Outras vertentes enfatizam os juros nominais e a dívida pública, a definição da taxa básica de juros orientada pela política monetária, assim como a sua redução necessária à retomada da expansão econômica. Alguns propõem resultados fiscais cíclicos, regras de sustentabilidade da dívida pública e incentivos creditícios ao capital etc. Também há aqueles mais radicais que são defensores do financiamento monetário do déficit público.

A vertente mais ortodoxa segue os ensinamentos descritos nos principais manuais de economia, cuja derivação matemática enfatiza a poupança não financeira necessária para manter estabilizada a relação dívida/PIB. Portanto, é uma formulação cuja premissa teórica é definida pela viabilização do pagamento dos juros nominais ou sua incorporação à dívida bruta. Isso é está logicamente correto, pois a dívida pública não pode ser explosiva seguindo um caminho aleatório.

O grande problema dessa lógica é o “esquecimento” da trajetória dos juros nominais e reais incorporados a dívida bruta do governo em geral, que são amealhados pela riqueza financeira privada e se tornam sócios da política monetária de juros reais elevados. O caso brasileiro é um exemplo típico. Ora, todos sabemos que a elevação dos juros aumenta a despesa financeira do orçamento fiscal, logo serve como agravante ao desequilíbrio das contas públicas.

Tomando-se a taxa Selic diária, anualizada a base 252 ao longo dos últimos 22 anos, verifica-se que há a predominância de um percentual superior a dois dígitos, decaindo abaixo de 10% ao ano somente a partir de 2016 até março/21. Contudo, boa parte dos analistas insistem em identificar o problema do déficit público quase que exclusivamente relacionado às despesas primárias. Para alguns analistas de mercado, a compulsão pelos cortes em despesas primárias não o mesmo quando o assunto se trata da curva de juros de longo prazo ou a definição da taxa neutra de juros.

Para outros, não vinculados ao mercado financeiro, há sempre a crença de que o modelo de economia familiar pode ser transposto ao setor público — não se gasta mais do que se arrecada. Muitos empresários não têm a menor noção da complexidade do manejo das contas públicas e comparam a administração pública às suas empresas, muitas de origem familiar.



Fazendo-se um balanço dos últimos 15 anos (2007–20), as estatísticas do Banco Central revelam que a dívida bruta saltou de R\$ 1,34 trilhão em 2006 (55,5% do PIB) para R\$ 6,61 trilhões ao final de 2020 (88,8% do PIB), expresso num vertiginoso incremento nominal de R\$ 5,27 trilhões. Entre os fatores que condicionaram à sua expansão está a incorporação de juros nominais (R\$ 4,44 trilhões), responsável por 84,1% do aumento da dívida bruta. Esses juros alcançaram uma mediana de 5,7% do PIB, ante um superávit primário médio de -1,94% do PIB — antes da recessão econômica iniciada em 2014. A estimativa de custo médio é na ordem de 10,9% ao ano, expressa em uma Selic média nominal de 10% ao ano para o período em questão.

Tabela 1 - Principais variáveis explicativas da evolução da conta de juros da DBGG^{1/} (metodologia atual, vigente a partir de 2008)

ANO	Juros nominais		Estimativa de custo médio da DBGG (% a.a.) ^{2/}	Taxa Selic média (% a.a.)	Prazo médio da dívida mobiliária interna (meses) ^{3/}
	R\$ milhões	% PIB			
2006				15,08	31,1
2007	179.139	6,6	12,9	11,88	36,5
2008	200.938	6,5	13,1	12,48	39,3
2009	191.448	5,7	10,8	9,93	40,4
2010	216.532	5,6	11,3	9,78	40,3
2011	253.788	5,8	12,5	11,62	41,8
2012	248.927	5,2	10,7	8,49	46,1
2013	273.207	5,1	10,6	8,22	48,7
2014	313.211	5,4	11,1	10,90	51,4
2015	446.963	7,5	13,2	13,27	53,3
2016	511.619	8,2	13,1	14,02	53,2
2017	439.776	6,7	9,9	9,96	49,7
2018	406.402	5,8	8,3	6,43	47,7
2019	409.213	5,5	7,8	5,96	45,9
2020	347.179	4,7	5,9	2,76	40,7

FONTE: Banco Central. Tabelas Especiais.

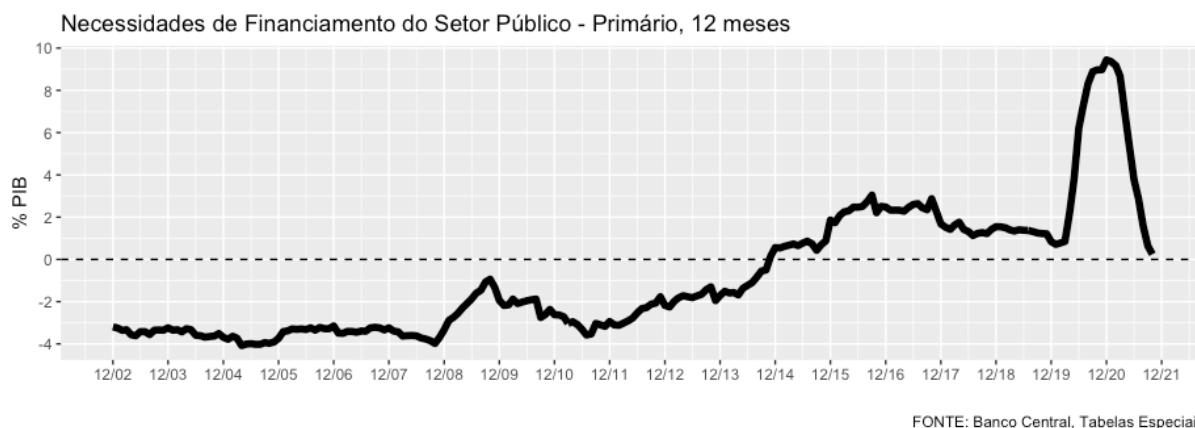
1/ Exclui títulos do TN na carteira do BCB e inclui operações compromissadas.

2/ Estimativa com base na metodologia de cálculo da taxa implícita. Taxa acumulada em doze meses.

3/ Total de títulos emitidos, incluindo os títulos de colocação direta e os emitidos em oferta pública.

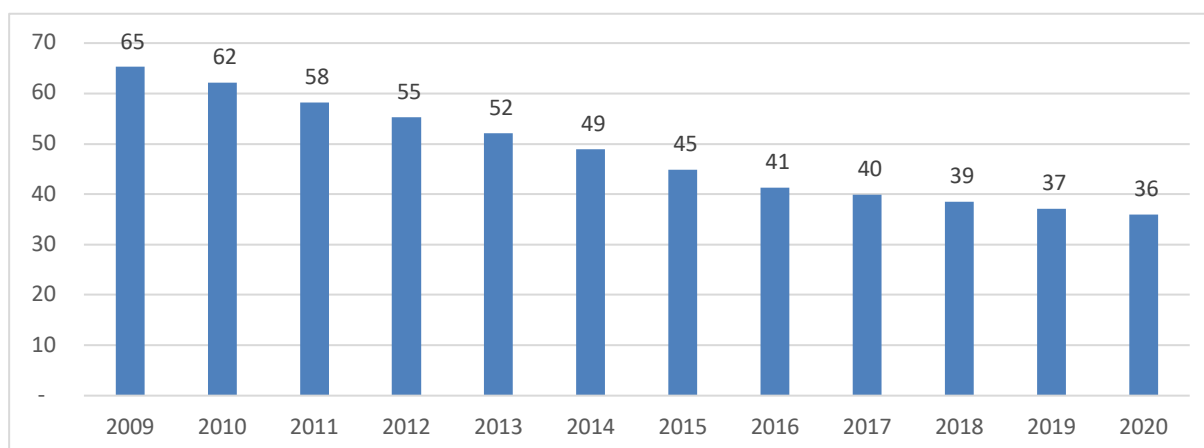
Obs.: Dados preliminares. Dados de fluxos são acumulados no ano até o mês de referência.

Do ponto de vista da gestão macroeconômica, a experiência brasileira mostra que o setor público teve capacidade de gerar seguidos superávits primários, verificados entre os anos de 2002 e 2014, em paralelo às elevações dos déficits nominais e as incorporações de juros nominais à dívida bruta em virtude da política monetária executada pelo Banco Central. A partir de meados 2016, a taxa Selic sofreu constantes reduções, acentuando-se ao patamar histórico de 2% ao ano.



A execução do investimento do Governo Federal (GND 4) também segue uma trajetória descendente, representando uma média de apenas 0,8% do PIB no período 2009-20. O Gráfico expressa sua trajetória ao longo desse período em valores atualizados de out./21.

Investimento do Governo Federal (GND4), em R\$ bilhões



FONTE: Resultado do Tesouro Nacional, em valores atualizados de out./21

Tal situação também pode ser vista na Tabela 2, onde se percebe que a recessão econômica, iniciada em 2014 e com ápice em 2015-16, levou os governos estaduais a reduzirem o volume de investimentos, tentando melhorar a situação fiscal. Observem-se os níveis de investimentos executados em Estados relevantes, como Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, que em vários momentos atingiram resultados primários positivos.

Tabela 2 – Evolução do investimento em estados selecionados – 2000-20 (em % da RCL)

UF	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BA	15,9	15,8	14,1	11,5	9,5	9,7	9,1	6,5	8,4	9,1	11,8	9,1	8,5	8,8	9,8	8,4	11,3	8,7	8,2	7,0	6,5
GO	8,3	17,7	8,9	9,7	11,9	10,4	6,2	5,8	8,5	8,4	11,2	4,2	4,9	10,2	15,1	8,6	4,9	7,6	7,4	2,6	3,5
MG	4,1	5,2	6,2	4,2	6,6	10,4	12,3	11,8	12,8	12,3	12,0	8,8	18,8	9,9	8,6	6,2	5,2	6,0	2,7	4,0	2,8
PA	16,3	17,5	17,5	11,2	13,3	14,2	17,0	7,8	12,1	10,3	14,6	5,3	7,3	9,0	9,9	8,1	5,2	6,2	12,7	6,2	9,3
PE	15,3	18,0	20,5	9,1	7,7	7,4	8,6	5,8	7,4	10,5	14,6	13,3	14,7	16,6	13,8	5,4	5,5	5,3	3,8	2,6	2,5
RJ	13,3	12,3	10,4	4,0	5,7	6,0	6,5	5,3	5,5	9,4	15,0	12,0	13,8	15,0	16,6	13,0	5,8	2,0	2,7	1,8	1,6
RS	6,8	7,1	4,0	5,8	5,3	4,4	4,6	2,6	3,6	3,4	9,2	4,0	4,1	5,1	5,1	2,2	2,4	3,0	4,3	2,1	2,1
SC	6,5	7,0	10,4	10,0	8,8	10,4	8,6	7,0	7,5	10,4	9,2	7,0	6,7	7,9	12,0	9,3	8,9	9,0	6,3	4,5	5,1
PR	9,2	11,1	11,2	9,1	8,5	9,9	11,6	5,6	6,0	6,5	8,0	3,9	6,0	7,0	5,5	3,2	4,8	10,0	8,7	6,5	7,6
SP	5,1	3,7	4,7	4,9	5,0	6,6	5,5	5,3	8,5	11,9	12,7	9,0	7,0	10,3	9,3	6,3	5,9	7,0	5,6	5,1	5,0
Média	10,1	11,5	10,8	8,0	8,2	8,9	9,0	6,4	8,0	9,2	11,8	7,7	9,2	10,0	10,6	7,1	6,0	6,5	6,2	4,2	4,6

FONTE: Tesouro Nacional. SISTN (2001-13) e Siconfi (2015-20). Santos (2010) para o ano 2014.

Disponível em: <https://siconfi.tesouro.gov.br/siconfi/index.jsf>.

Os dados acima expostos apenas corroboram a ideia de que o indicador do resultado primário é limitado, sendo por definição uma poupança não financeira para pagar juros nominais e estabilizar a dívida pública. Alguns autores² mais críticos observam que a política fiscal sustentada de superávit primário é obtida por meio da redução do investimento público, representando uma barreira ao crescimento econômico. Para cumprir os planos de austeridade, os gestores públicos têm elevado a carga tributária nacional e regional, bem como represado o investimento, usando-o como variável de ajuste para atingir as metas fiscais.

Portanto, a postergação de investimento, especialmente em infraestrutura, e em políticas sociais, tem atrasado a retomada do crescimento econômico brasileiro. Frente aos fatos, tem sido sugerido um novo objetivo de política macroeconômica, qual seja, a de elevar a poupança interna para financiar o investimento público. Assim, tal visão entende que a meta de resultado primário serve de incentivo implícito à queda de investimento, quando sua motivação passa a ser apenas os resultados atingidos.

Há toda uma literatura que propõe conceitos alternativos, centrada nas definições de poupança corrente e nas necessidades de financiamento operacional. A poupança corrente seria definida como a diferença entre as receitas e as despesas correntes do ente público, incluindo-se os pagamentos de juros³.

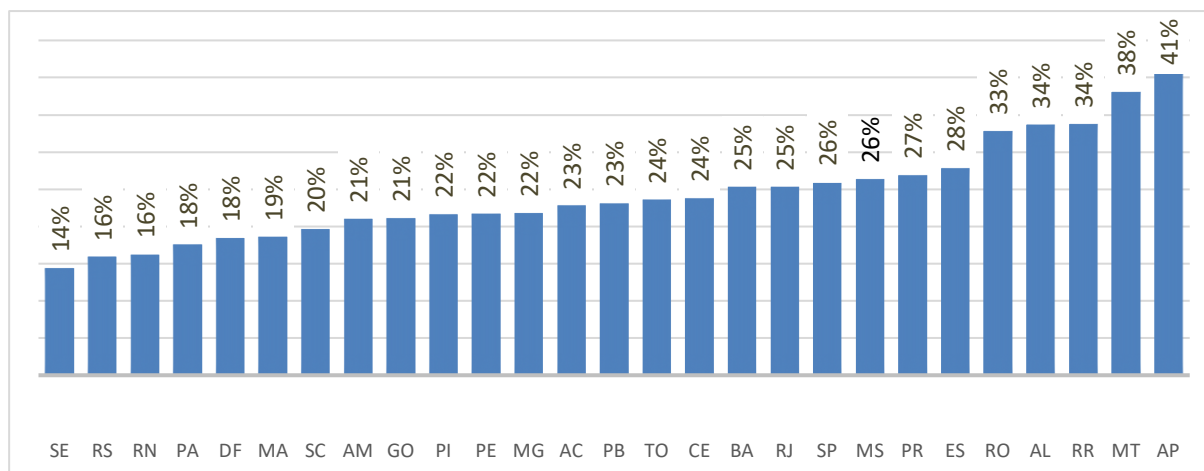
Desde 2019, o Tesouro Nacional vem divulgando os dados relativos à poupança corrente dos estados. De acordo com seu critério, a diferença entre as receitas e as despesas correntes liquidadas demonstra a autonomia do ente público em realizar investimentos com recursos próprios. Quando esse montante é negativo, indicaria a dependência por receitas de capital, em especial as operações de crédito.

Conforme o RREO em Foco, 5º bimestre de 2021, os estados apresentam o seguinte desempenho no que tange à sua poupança corrente. Note que o RS apresenta um dos piores índices vis-à-vis aos demais estados, levando-se em conta que o resultado primário acumulado no período é elevado na ordem de R\$ 5,02 bilhões (11% da RCL).

² Ver Silva e Pires (2008, 614-615) e Bresser-Pereira e Ribeiro (2007).

³ Ver Bresser-Pereira e Ribeiro (2007, p.4).

Poupança corrente dos estados brasileiros, 2021



FONTE: Tesouro Nacional, RREO em Foco, 5º bimestre.

Portanto, ainda que o resultado primário apure a poupança não financeira dos governos e seu conceito já esteja consolidado nas demonstrações da LRF, a exclusão do investimento em sua apuração objetiva ampliar o espaço fiscal, flexibilizando as metas fiscais. O teto de gastos, aprovado em 2016, tornou a situação mais complicada, pois dificulta a elevação do investimento da União.

Na prática, tal exclusão somente seria consistente se houvesse a redução (ou extinção) de vinculações constitucionais definidas em novo marco legal, com o redesenho do pacto federativo aliado à Reforma Tributária. Como o orçamento público é rígido devido às vinculações constitucionais, a expansão de investimento exige a cobertura de operações de crédito em governos regionais que apresentam baixa poupança corrente. A necessidade de operações de crédito para financiar os investimentos elevam a dívida pública subnacional.

Os estados cronicamente endividados (Minas Gerais, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, os quais pretendem assinar o Regime de Recuperação Fiscal, assumirão compromissos com a geração de resultados primários positivos e implantação de teto de gastos. Com isso, serão ampliados o grau de austeridade fiscal e a efetividade das políticas públicas poderá redundar em queda da prestação do serviço público. A enorme acumulação de dívida exigirá mais sacrifícios ao longo de 9 anos de ajustamento de suas contas públicas.

Concluindo, do ponto de vista teórico a mensuração do resultado primário é consistente com a necessidade de sustentabilidade da dívida pública. Todavia, a concentração de reformas (teto de gasto, previdência e administrativa) sobre os gastos obrigatórios atende a determinados fins. As reformas passam a ser sempre necessárias, desde que não mexam nos juros nominais incorporados à dívida pública. Os rentistas do mercado financeiro não contribuem para alterar a política monetária de juros elevados praticados pelo Banco Central ao longo de décadas.

Referências bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Tabelas especiais. Disponível em: www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais. Acesso em 05/12/2021.

_____. (2018). Manual de Estatísticas Fiscais. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/Estatisticasfiscais.pdf>. Acesso em: 04/12/2021.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; RIBEIRO, Thiago. (2007). Os efeitos da poupança pública sobre o crescimento econômico: análise para um painel de países. Publicado apenas em www.bresserpereira.org.br. Jul./2007.

LARA RESENDE, André. (2017). Juros, Moeda e Ortodoxia. Portfolio Penguin. São Paulo.

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.

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.

SAYAD, João. (2016). Dinheiro, Dinheiro: Inflação, desemprego, crises financeiras e bancos. São Paulo, Editora Schwarcz.

SILVA, Alexandre Manoel Ângelo; PIRES, Manoel Carlos de Castro. (2008). Dívida Pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário: uma análise de sustentabilidade. Revista de Economia Política, vol.28. n.º 4(12), p. 612-630.

TESOURO NACIONAL. RREO em Foco. 5º bimestre 2021.

WALSH, Carl E. (2010). *Monetary Theory and Policy*, Cap. 4. MIT press. 3rd ed. p. 135-194.