

---

## POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

### Spread Bancário e Endividamento Público no Brasil

*Fernando Motta Correia\**

A verificação da posição de endividamento do setor público envolve, antes de tudo, a análise da restrição orçamentária (de longo prazo) do governo e por conseqüência a percepção do quanto a dívida pública é considerada sustentável.

No Brasil os trabalhos que utilizaram testes empíricos e indicadores de sustentabilidade fiscal consideram que a dívida pública é sustentável no período pré-estabilização, fase esta em que se utilizava a senhoriagem como meio de financiamento dos déficits. Com a implantação do Plano Real, viu-se o estreitamento das fontes inflacionárias de financiamento do setor público, de modo que nessa fase pós-estabilização, grande parte dos trabalhos considera que a dívida pública assume uma trajetória insustentável.

Se não houver como acelerar o crescimento da economia – e obter uma redução da taxa de juros ou da dívida existente – e se a senhoriagem for constante ou decrescente, a possibilidade de conter o crescimento da dívida e do seu serviço passa a depender do aumento do esforço fiscal (redução dos gastos não financeiros, da elevação da carga tributária ou de uma combinação das duas alternativas) ou do aumento da emissão de títulos públicos.

A possibilidade de o governo oferecer uma elevada taxa de juros isenta de riscos com o objetivo de estimular a aquisição de títulos do governo junto às instituições bancárias e assim financiar seu déficit público, o efeito sobre a taxa de empréstimo bancário para os agentes privados acaba se elevando na tentativa de compensar o reduzido risco embutido nos títulos públicos.

Se os agentes percebem que os títulos terão que ser pagos com aumentos futuros de impostos, eles devem ter a sua disposição a escolha intertemporal entre o consumo presente frente ao consumo futuro. Em função de um elevado spread bancário, os agentes podem não dispor de crédito suficiente para tal escolha intertemporal, proporcionando assim ao spread bancário uma fonte de obstrução na consecução de uma dívida pública sustentável.

---

\* Doutorando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: [fmottabr@yahoo.com.br](mailto:fmottabr@yahoo.com.br).

Assim, um importante ponto a ser discutido no âmbito da relação entre crédito e política fiscal no Brasil é verificar se a concorrência entre o setor público e os agentes privados no mercado de crédito propicia uma obstrução na determinação de uma dívida pública sustentável; uma vez que a necessidade de financiamento do setor público ao captar boa parte dos recursos disponíveis no sistema financeiro acaba refletindo-se num elevado spread bancário e por conseqüência numa restrição à liquidez impedindo o atendimento da restrição intertemporal do governo.

Na tentativa de verificar se a dívida pública é tida como sustentável no Brasil deve-se levar em consideração a importância do quanto uma restrição à liquidez afeta a condição de sustentabilidade fiscal. No período pré-estabilização, o cumprimento da restrição orçamentária intertemporal só foi possível através da monetização dos déficits. Analisando a sustentabilidade da dívida pública e a endogeneidade da senhoriagem no Brasil, podemos mostrar que quando se exclui a receita de senhoriagem, os resultados evidenciam que a dívida não é sustentável.

A restrição intertemporal de endividamento do setor público é respeitada, sobretudo avaliando a consistência das trajetórias da dívida, bem como dos gastos e receitas, de modo que a persistência de déficits fiscais requer incrementos na base monetária para manter a solvência da dívida pública.

Quando se leva em conta o reconhecimento de passivos contingentes a manutenção de superávits primários elevados cria um “colchão amortecedor” contra os riscos fiscais representados pelo reconhecimento dos esqueletos, em virtude da ausência da receita de senhoriagem no atendimento da restrição fiscal do governo.

Se a posição de endividamento do setor público envolve a análise da restrição orçamentária do governo e por conseqüência a percepção do quanto a dívida pública é considerada sustentável, pode-se apontar algumas sugestões na tentativa de medir o quanto a dívida pode ser considerada sustentável, sobretudo em economias onde existem algumas obstruções no desenvolvimento do sistema financeiro.

Nos livros textos de economia, a hipótese da equivalência ricardiana afirma que o aumento da dívida pública será irrelevante, dado que a redução da carga tributária, hoje, representa maiores impostos no futuro. Desta feita, os agentes pouparão os recursos, que servirão de fonte de financiamento para maior carga tributária no futuro.

Diante disso, a forma como o déficit público é financiado determina o efeito sobre a poupança privada, em alguns casos, as proposições da equivalência ricardiana podem ser não

factíveis diante de um sistema financeiro pouco desenvolvido com restrições de liquidez, podendo ser um fator importante para a não sustentabilidade da dívida.

Os estudos que envolvem a verificação da equivalência ricardiana enfatizam a importância da liquidez ao setor privado como um importante mecanismo no atendimento da restrição fiscal do governo. As discussões teóricas sugerem que mudanças no déficit fiscal podem ser compensadas por uma mudança na poupança privada, a relevância empírica desta proposição depende, sobretudo, do horizonte de tempo dos consumidores e do quanto os agentes privados são restritos a liquidez.

A relação de causalidade entre endividamento público e spread bancário demanda uma importante análise acerca do efeito proporcionado pela restrição de liquidez quando da necessidade de se verificar a presença de regimes ricardianos em qualquer economia, ou seja, se é verificada a equivalência ricardiana.

Um dos pilares básicos no atendimento da sustentabilidade fiscal, num regime do tipo ricardiano, é a possibilidade de escolha intertemporal entre o consumo presente e consumo futuro por parte dos agentes; se intertemporalmente o crédito está sendo restrito, os agentes limitarão suas escolhas de consumo ao longo do tempo. Por conta disso, em função da necessidade de financiamento do setor público por meio da emissão de títulos públicos, e dado que no Brasil as instituições bancárias são responsáveis pela aquisição de boa parte dos títulos públicos emitidos pelo Tesouro, como pode ser visto na tabela a seguir. Uma hipótese pode ser lançada diante desse contexto: há uma obstrução nos canais de financiamento do setor público na tentativa de atender a restrição intertemporal do governo em função do elevado spread bancário no Brasil.

**Tabela 1. Aplicações do sistema bancário em títulos federais e em empréstimos ao setor privado – 2003-2005 (Em R\$ bilhões nominais)**

Ano (mês de junho)	Valor aplicado em títulos federais (A)	Valor total dos empréstimos (B)	Títulos/Empréstimos (A/B)
2003	261	368	71%
2004	286	433	66%
2005	308	522	59%

Fonte: Moraes(2006), pág. 15\*

\* Moraes, José Mauro. Empresas de pequeno porte e as Condições de acesso ao crédito: falhas de mercado, inadequações legais e condicionantes macroeconômicos. *Textos para Discussão*. Ipea, 2006.

No balanço dos bancos comerciais, além da categoria empréstimos bancários ao setor privado, os recursos originados dos depósitos podem ser alocados para a aquisição de títulos públicos, tornando-se outra fonte de rendimento para essas instituições bancárias, dado o reduzido risco de inadimplência existente nesse tipo de operação. Em função dessa atratividade de lucro bancário, o setor público passa a competir com os agentes na disponibilidade de recursos no sistema financeiro.

Devido à possibilidade do setor público oferecer uma elevada taxa de juros livre de riscos (taxa de remuneração dos títulos públicos) na tentativa de estimular a aquisição de títulos do governo junto às instituições bancárias e assim financiar seu déficit público, a taxa de empréstimo bancário para os agentes privados acaba se elevando no intuito de compensar o reduzido risco embutido nos títulos públicos.

Assim, a concorrência gerada entre o setor público e os agentes privados no mercado de crédito acaba obstruindo uma importante condição na verificação da sustentabilidade fiscal, a condição de elevada liquidez pelos agentes quando da necessidade de escolha intertemporal do consumo.

Dadas as expectativas dos agentes em perceberem que déficits públicos positivos implicam que o dispêndio do governo está sendo financiado tanto por tributos como por emissão de títulos públicos, tais agentes perceberão que no futuro o governo terá de aumentar os impostos com o objetivo de pagar a dívida (equivalência ricardiana). Se as pessoas percebem que seus títulos terão que ser pagos com elevações futuras de impostos, elas devem ter a disponibilidade de escolha intertemporal entre o consumo presente frente ao consumo futuro. Em função de um elevado spread bancário, os agentes podem não dispor de crédito suficiente para tal escolha intertemporal, proporcionando assim ao spread bancário uma fonte de obstrução na consecução de uma dívida pública sustentável.

Assim, a possibilidade de manutenção de uma política fiscal que busque priorizar a sustentabilidade da dívida pública, perpassa pelo desenvolvimento de um sistema financeiro que seja capaz de gerar condições de liquidez intertemporal para os agentes e com isso satisfazer as condições de restrição fiscal do setor público.