

SÉRGIO TORMIN

**DÉFICIT PÚBLICO, DÍVIDA PÚBLICA E CRESCIMENTO ECONÔMICO
UMA ANÁLISE DO PERÍODO PÓS-REAL**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob orientação da Professora Doutora Rosa Maria Marques

SÃO PAULO

2008

TERMO DE APROVAÇÃO

SÉRGIO TORMIN

**DÉFICIT PÚBLICO, DÍVIDA PÚBLICA E CRESCIMENTO ECONÔMICO
UMA ANÁLISE DO PERÍODO PÓS-REAL**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob orientação da Professora Doutora Rosa Maria Marques

BANCA EXAMINADORA

SÃO PAULO, _____

AGRADECIMENTOS

Aos meus queridos pais, Orígenes Thomaz e Clarice, *in memoriam*, por me ensinarem a viver a vida com dignidade.

À minha esposa, Maria Iris, mulher da minha vida, pelo apoio e carinho permanentes.

Aos meus filhos, Sérgio Thomaz, Stéphanie, Daniela e Luís Felipe, por ontem, hoje e sempre.

Aos mestres e colegas do curso de pós-graduação de economia da PUC-SP, onde muito aprendi e discuti sobre o assunto pesquisado.

Aos funcionários do programa de pós-graduação de economia da PUC-SP, pela paciência e compreensão.

À CAPES, pelo apoio financeiro durante o curso.

À minha orientadora, professora Rosa Maria Marques: seu apoio, sua colaboração e dedicação foram tão importantes que, sem eles, este trabalho ficaria a meio caminho.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar, sob uma perspectiva keynesiana, a inter-relação entre o déficit público, o crescimento da dívida pública e seus reflexos na atividade econômica. A estabilização da economia brasileira foi marcada por um agravamento das finanças públicas cujas conseqüências foram um desequilíbrio fiscal crônico e um aumento da carga tributária incompatível com o crescimento sustentável. Ao longo do período analisado, o governo, via BACEN, elevou as taxas de juros, ora para evitar o ataque especulativo contra o real, ora para limitar a desvalorização do real, evitando a inflação de custo, ora para atrair capital externo para financiar o saldo em conta corrente da balança de pagamento e ora para combater a inflação, reduzindo o consumo e o investimento e, conseqüentemente, a demanda agregada. A taxa de juros determinada pelo BACEN implica um custo financeiro para o governo, que é o grande devedor. Esta política de juros altos não incentiva o crescimento econômico e torna as contas públicas mais vulneráveis às crises. Caso o governo venha a enfrentar uma dificuldade conjuntural que o obrigue a elevar os juros, o impacto nas contas públicas é imediato, devido à indexação dos títulos públicos à taxa de juros, ao encurtamento dos prazos da dívida e à concentração de vencimentos em poucos dias. Nesse sentido, quanto maior a composição financeira do déficit público, menor será o seu efeito na demanda agregada e maior seu impacto na dívida pública interna, representando uma fonte de incerteza para os agentes econômicos, que passam a demandar um prêmio de risco maior para carregar os papéis do governo, com reflexo negativo para o emprego e atividade econômica.

PALAVRAS-CHAVE: Dívida Pública; Déficit Público; Crescimento Econômico.

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze according to the Keynesian approach the relationship between deficit public, the growth of the public debt, and its implications of the economic activity. The stabilization of the Brazilian economy was followed by deterioration of public finance which the outcome was a severe fiscal disequilibrium and a rise of tax that is not compatible with sustainable economic growth. During the analyzed period, the government through central bank raised interest rate in order to avoid speculation attack against real, in order to limit the devaluation of real, avoiding the so called cost inflation, in order to attract capital inflows to finance the balance of payment, in order to control inflation by reducing consumer expenditure, and the investment expenditure as a result decreasing aggregate demand. The interest rate determined by central bank's reaction raising the finance cost to the government who is the big debtor. This economic policy of high interest rate does not estipulate the economic growth. Besides the maintenance of high interest rate generates volatilities on fiscal budget weakening the government policies against crisis. As government faces difficult time that obligates to raise interest rate the impact on public account is immediately validating the expectation of higher debt since important size of debt relies on the interest rate (Selic), due to maturity shortens and concentration of debt payments. Therefore, the higher the cost of debt on public deficit leads to a smaller impact on aggregate demand and correspond to an increase in the ratio of public debt to gdp, since a good portion of Brazil's debt is denominated in interest rate, representing a source of uncertainty to the economic players which demand a higher risk premium to hold public bonds. In a fiscal policy regime that keeps constant the level of the primary surplus, a financial shock may put the debt ratio along an unstable path and the economy may fall in a bad equilibrium which a negative impact on employment and economic activity.

KEY-WORDS: Public debt, public deficit, economic growth

Lista de Tabelas

| | |
|--|-----|
| Tabela 1 – Classificação das despesas correntes e de capital..... | 36 |
| Tabela 2 – Resultado da Administração Pública segundo a Contabilidade Nacional..... | 42 |
| Tabela 3 – Efeito da variação cambial sobre dívida externa..... | 58 |
| Tabela 4 – Dívida Líquida do Setor Público (R\$ milhões)..... | 77 |
| Tabela 6 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB)..... | 99 |
| Tabela 7 – Gastos com juros..... | 100 |
| Tabela 8 – Dívida líquida do Setor Público e % PIB..... | 101 |
| Tabela 9 – Crescimento Econômico e Inflação (IPCA)..... | 103 |
| Tabela 10 – Dívida Mobiliária do Setor Público (fora do BACEN)..... | 104 |
| Tabela 11 – Títulos Públicos Federais por indexador em %..... | 105 |
| Tabela 12 – Gasto com juros e com Dívida Pública Mobiliária Federal (R\$ bilhões)..... | 111 |
| Tabela 13 – Investimento..... | 111 |

Sumário

| | |
|---|------------|
| LISTA DE TABELAS..... | 6 |
| SUMÁRIO..... | 7 |
| 1. INTRODUÇÃO | 8 |
| 2. POLÍTICA FISCAL: UMA ABORDAGEM KEYNESIANA | 12 |
| 2.1. OBSERVAÇÕES INTRODUTÓRIAS | 12 |
| 2.2. POLÍTICA FISCAL: DEFINIÇÃO E OBJETIVOS | 14 |
| 2.3. POLÍTICA FISCAL: DETERMINAÇÃO DA RENDA | 16 |
| 2.4. POLÍTICA FISCAL: O MODELO KEYNESIANO | 18 |
| 2.5. POLÍTICA FISCAL DISCRICIONÁRIA | 23 |
| 2.6. A QUESTÃO DO DÉFICIT..... | 26 |
| 2.7. POLÍTICA FISCAL: O MODELO MONETARISTA..... | 27 |
| 2.8. SUSTENTABILIDADE DA POLÍTICA FISCAL | 30 |
| 2.9. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 31 |
| 3. MEDIDAS DO DÉFICIT | 33 |
| 3.1. OBSERVAÇÕES INTRODUTÓRIAS | 33 |
| 3.2. ELABORAÇÃO, CLASSIFICAÇÃO E CONTROLE DO ORÇAMENTO FISCAL | 34 |
| 3.3. O DÉFICIT PELA ÓPTICA DAS CONTAS NACIONAIS..... | 36 |
| 3.4. O DÉFICIT PÚBLICO PELA ÓPTICA DO ORÇAMENTO CONSOLIDADO | 42 |
| 3.5. OS DÉFICITS NOMINAIS, OPERACIONAIS E PRIMÁRIOS | 46 |
| 3.6. O FINANCIAMENTO DO DÉFICIT | 50 |
| 3.7. A COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO..... | 52 |
| 3.8. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 58 |
| 4. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NO PERÍODO PÓS-REAL | 60 |
| 4.1. OBSERVAÇÕES INTRODUTÓRIAS | 60 |
| 4.2. AS CONTAS PÚBLICAS NO ANO DE 1994 | 61 |
| 4.3. A REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O IMPACTO NAS CONTAS PÚBLICAS | 63 |
| 4.4. O AJUSTE FISCAL DOS ESTADOS E MUNICÍPIOS | 68 |
| 4.5. A TRANSFERÊNCIA DO CAPITAL: AS PRIVATIZAÇÕES..... | 70 |
| 4.6. PASSIVOS OCULTOS – ESQUELETOS..... | 72 |
| 4.7. OS EFEITOS DA CONSTITUIÇÃO DE 1988 SOBRE O ORÇAMENTO FISCAL..... | 78 |
| 4.8. RESUMO FISCAL DO PERÍODO 1994-1997..... | 80 |
| 4.9. MUDANÇA DE REGIME CAMBIAL..... | 82 |
| 4.10. A EVOLUÇÃO DA CARGA TRIBUTÁRIA | 88 |
| 4.11. A QUESTÃO DOS JUROS | 89 |
| 4.12. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 91 |
| 5. O DÉFICIT FINANCEIRO E SUAS IMPLICAÇÕES NO CRESCIMENTO DO PRODUTO..... | 93 |
| 5.1. OBSERVAÇÕES INTRODUTÓRIAS | 93 |
| 5.2. VISÃO KEYNESIANA DO DÉFICIT PÚBLICO | 95 |
| 5.3. OS JUROS DE LONGO PRAZO | 97 |
| 5.4. O PERÍODO 1995-1999 | 98 |
| 5.5. O PERÍODO 2000-2002 | 104 |
| 5.6. O PERÍODO 2003-2005 | 109 |
| 5.7. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 113 |
| 6. CONCLUSÃO..... | 115 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS..... | 118 |

1. Introdução

A implementação do Plano Real, em julho de 1994, encerrou um período de mais de vinte anos de inflação crônica. Era consenso entre os economistas daquela época que o país só voltaria a crescer de forma sustentável se fosse capaz de estabilizar sua economia. Todavia, a economia brasileira tem registrado taxas de crescimento medíocres e inferiores às apresentadas pelos principais países emergentes.

O Plano Real expôs, de forma clara, a debilidade em que se achava o sistema financeiro com o fim da receita de *floating* dos bancos e a alta taxa de inadimplência. Para evitar um colapso do sistema financeiro, cuja repercussão na economia real e em outras instituições financeiras é imponderável, o governo, através do BACEN, liquidou e interveio em várias instituições públicas e privadas – como exemplo, pode-se citar Bamerindus, Econômico e Banespa. O BACEN criou o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Financiamento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), para o setor financeiro privado, e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES). Ambos foram criados com recursos do Tesouro Nacional (TN), o que, conseqüentemente, causou a elevação da dívida pública.

O setor público também é tomador crônico de recursos do sistema financeiro, emitindo títulos de renda fixa, tais como Letras do Tesouro Nacional (LTN) – título de rentabilidade prefixada com deságio no resgate antecipado –, Letras Financeiras do Tesouro (LFT) – cuja rentabilidade é pós-fixada, definida pela taxa Selic –, Notas do Tesouro Nacional (NTN) – título de rentabilidade pós-fixada, possuindo várias séries, cada uma com seus respectivos índices de atualização (IGP-M, Dólar, TR, INPC etc.). Esses títulos são adquiridos principalmente pela mesa de operações dos bancos comerciais e de investimento, pelos fundos de pensão e fundos de investimento. Os bancos carregam esses títulos nos seus ativos como instrumento de liquidez, negociando entre si no mercado interbancário de forma compromissada.

Os títulos estaduais foram objeto de diversas negociações com o governo federal, de forma a evitar que os governos estaduais comprometessem parte significativa de seus orçamentos e avançassem sobre o caixa de exercícios futuros.

Essas negociações também acarretaram aumento da dívida pública para o governo federal, via assunção de dívida.

O reconhecimento de dívidas passadas, chamadas de “esqueletos”; a política de juros altos adotada pelo governo federal com intuito de evitar, em vão, que a especulação contra o real desaguasse numa desvalorização da moeda doméstica; a troca da dívida externa pela dívida interna, com um alto custo de carregamento etc; tudo isso trouxe um desequilíbrio significativo nas contas públicas.

O foco desta dissertação é mostrar, dentro do arcabouço keynesiano, como o déficit de caráter financeiro interage com a economia real, represando o crescimento econômico e agravando a dívida pública.

O primeiro capítulo (Política fiscal: uma abordagem keynesiana) trata de apresentar as características básicas da teoria keynesiana, analisando os fatores que compõem a demanda agregada, poupança e investimento. Mostramos que uma economia pode estar em equilíbrio e não ser eficiente, ou seja, produz abaixo de sua plena capacidade. A diferença entre o ponto de equilíbrio e o ponto de pleno emprego é uma das preocupações centrais da macroeconomia keynesiana. Por outro lado, caso a economia esteja acima de suas possibilidades, o resultado será a elevação nos preços. As conseqüências desses desequilíbrios podem ser desastrosas para a economia.

Para estabilizar a economia, Keynes defende uma política fiscal anticíclica, isto é, gerar um déficit público na depressão e um superávit no período de superaquecimento da demanda. Concluímos mostrando como o efeito multiplicador interage com a economia, levando o setor privado a investir mais, consumir mais, gerar novos empregos e expandir a renda. Os juros, de acordo com a economia keynesiana, podem, ao contrário do que defendiam os clássicos, reduzir a poupança, uma vez que a sua incidência reduz os investimentos e, como corolário, a renda.

O segundo capítulo (Medidas do déficit) trata de conceituar e medir o déficit fiscal, a partir de determinada metodologia, possibilitando obter informações quantitativas sobre a apuração do déficit público e consolidar as atividades econômicas praticadas pelo governo nas esferas federal, estadual e municipal. Na obtenção de empréstimos, o governo concorre com os demais agentes econômicos, absorvendo uma parte da poupança interna e externa; em troca, os credores adquirem títulos da dívida pública agindo, assim, na formação da taxa de juros e na

destinação da poupança. A dívida interna é, desse modo, entendida como um processo de canalização de uma parte da poupança das unidades familiares, das empresas e do setor externo para o setor público.

Finalmente, descrevemos, sucintamente, os métodos de apuração da dívida pública “acima da linha” e “abaixo da linha” e os critérios de competência e de caixa. Avaliamos a diferença entre os métodos e tecemos comentários sobre as características de cada um no contexto do período pós-real.

O terceiro capítulo (Evolução da dívida pública no período pós-Real) trata de mostrar a evolução da dívida pública no período pós-real. A redução da inflação de forma acentuada levou, inevitavelmente, ao aumento do déficit público, pela perda do imposto inflacionário e pela redução do peso da senhoriagem. A queda da inflação revogou a vantagem do governo em adiar despesas e corrigir as receitas.

A Constituição Federal de 1988 trouxe implicações defasadas para o déficit público, cabendo mencionar: a perda de manobra das receitas, via vinculações, e, como corolário, o papel da política fiscal como forma de estabilização da economia, segundo o modelo keynesiano; o aumento das transferências das receitas provenientes do IR e do IPI para Estados e Municípios, sem as respectivas responsabilidades de atividades; aumento das despesas previdenciárias devido às aposentadorias concedidas no meio rural e a implantação do Regime Jurídico Único, que concedeu o direito de aposentadoria integral aos funcionários públicos; a crise do Estado no período compreendido entre 1995 e 1998, que resultou em assunção da dívida mobiliária para o governo federal (embora o montante da dívida não tenha sido alterado, a União passou a incorrer em custo com reflexo negativo no déficit público); a âncora cambial, que sofreu considerável perda no início do plano para garantir a política cambial, com a conseqüente elevação dos juros para respaldar a política de câmbio. Também é importante mencionar os passivos ocultos, denominados “esqueletos”, que, ao terem seus papéis reconhecidos, elevaram a dívida pública e agravaram o déficit público, aumentando as despesas de juros pagas pelo governo. Finalmente, o efeito da desvalorização sobre a dívida pública e o déficit público.

O quarto capítulo (O déficit financeiro e suas implicações no crescimento do produto) busca estabelecer uma relação de interdependência entre a evolução da dívida pública e o pífio crescimento econômico no período pós-real, dentro de um enfoque keynesiano. Abordamos o problema do desequilíbrio do orçamento público,

notadamente o déficit financeiro, que representa uma transferência de renda do setor público para os rentistas, grandes empresas e ao sistema financeiro, com baixo impacto da política fiscal sobre a demanda agregada.

Os juros precisam cair para abrir espaço na redução do déficit financeiro, possibilitando ao governo realizar políticas fiscais contra-cíclicas que, interagindo com o multiplicador, garantam tanto uma sustentabilidade da dívida pública como um maior crescimento econômico.

Também se discute a eficácia e o elevado custo para o país em termos de crescimento, geração de emprego e sustentabilidade da dívida, quando empregada no combate à inflação de custo com redução da demanda agregada via elevação dos juros. Critica-se, pois, o regime de metas inflacionárias, sendo utilizadas, para isso, idéias de autores keynesianos. Se a taxa de juros fosse menor, o crescimento econômico poderia ser maior e o setor público iria se beneficiar da relação dívida/PIB.

Concluindo, a análise do período analisado mostra que o endividamento do setor público aumentou consideravelmente, a despeito das políticas econômicas adotadas. O superávit primário não é apto para saldar as despesas com juros, cujo saldo remanescente é incorporado à dívida. A alta taxa de juros aprecia o câmbio, reduzindo as exportações líquidas, contrai os investimentos e o consumo interno, restringendo o crescimento econômico.

2. Política fiscal: uma abordagem keynesiana

2.1. Observações introdutórias

O objetivo principal deste capítulo é apresentar e discutir as visões keynesiana e monetarista concernentes à política fiscal, mostrando como os impostos e os gastos do governo afetam a demanda agregada, oferta agregada, o nível de renda, o emprego, os preços e a balança de pagamento da economia.

Para Keynes, a necessidade de uma elaboração alternativa à dominante ficou evidente com a grande depressão de 1929. Para ele, a lei de Say, bem como a taxa de juros, salários e preços flexíveis, não eram mais capazes de garantir o pleno emprego na economia.

O desemprego voluntário defendido pelos economistas clássicos passa a ser cada vez mais irreal, difícil de defender, tal era o nível das taxas de desemprego.

Para os clássicos, a economia de mercado, auto-reguladora, era inerentemente estável e, no longo prazo, encontrava-se sempre no pleno emprego. Nesse sentido, as políticas intervencionistas eram condenadas, pois os gastos do governo eram fontes de instabilidade e não tinham nenhum efeito na demanda agregada. Para os clássicos, o produto, a renda e o emprego eram determinados pela oferta.

Já para Keynes, a economia poderia estar em equilíbrio mesmo abaixo do pleno emprego. Isto porque, em se tratando de uma economia capitalista, a demanda efetiva corresponderia a um ponto onde a expectativa de retorno do bem de capital seria máxima. Do ponto de vista da sociedade, isto poderia ser visto como insuficiência da demanda agregada. Entretanto, as despesas do governo, para Keynes, podem provocar mudanças significativas na demanda agregada via multiplicador e, portanto, no nível de renda e emprego da economia.

Assim, Keynes advogava uma política anticíclica na economia, ampliando gastos via um orçamento deficitário¹ para promover o crescimento do produto e do

¹ Entende-se por orçamento deficitário uma arrecadação tributária inferior ao gasto do governo, num dado período.

emprego toda vez que a economia se encontrasse abaixo do pleno emprego. O governo deveria reduzir seus gastos e obter uma poupança quando a economia estivesse superaquecida e, no pleno emprego, o governo deveria deixar o mecanismo de mercado se auto-regular.

Nos anos 1970, dois fenômenos dominaram o cenário econômico mundial, ou seja, a inflação associada ao desemprego, batizada de estagflação. Nesse cenário, caso o governo decidisse elevar seus gastos visando ampliar o nível de renda e emprego, o risco seria o de elevar o nível de preços ainda mais, com efeitos negativos na inflação. Por outro lado, se o governo reduzisse os gastos para conter a alta nos preços, o impacto na atividade econômica e no emprego seria o de ampliar a recessão e o desemprego. A dificuldade de se adotar a terapia keynesiana nesse cenário levou a um fortalecimento dos economistas neoclássicos, notadamente os monetaristas.

Os monetaristas modernos, liderados por Friedman, entendem que a moeda, no curto prazo, exerce influência sobre o lado real da economia. Contudo, os monetaristas acreditam que a economia é inerentemente estável e que a instabilidade na economia é produto das políticas econômicas adotadas pelos governos.

Segundo esses economistas, conforme veremos mais adiante, a política fiscal tem pouca eficácia sobre o nível de renda e emprego. A política monetária seria mais eficiente que a fiscal, porém, quando mal conduzida, poderia propiciar a instabilidade na economia. Por isso, defendem regras na condução da política monetária.

Enquanto o keynesianismo defende a intervenção do Estado na economia, mediante política fiscal discricionária, visando ao aumento no nível de renda e emprego, os monetaristas advogam sua redução, pois seu objetivo é lutar contra a inflação e desregular a economia, deixando as forças de mercado operar livremente.

Veremos como uma política fiscal anticíclica pode ter um efeito estabilizador, neutralizando uma indesejável queda ou aumento na demanda agregada, e também como a política fiscal ativa está sujeita a críticas, tais como defasagens, eficiência e impacto sobre geração futura.

Finalmente, como nossa pesquisa tem seu enfoque sobre a economia brasileira, notadamente no período compreendido entre 1996 a 2006, nossa

preocupação é avaliar a composição financeira do déficit público dentro de uma situação evidente de *Ponzi Finance*² de acordo com a classificação proposta por Minsky (1986, p. 208). Assim, numa situação em que o governo aumenta sua dívida, via rolagem da mesma, as condições de *funding* tendem a deteriorar-se em termos de prazo e custo, situação esta de instabilidade financeira.

2.2. Política fiscal: definição e objetivos

A política fiscal é entendida como o uso dos gastos do governo e da tributação visando à estabilidade econômica, à promoção do crescimento econômico e à prestação dos serviços públicos.

Como estamos interessados em verificar os efeitos da política fiscal na economia real e monetária, assumiremos ao longo deste capítulo que as autoridades monetárias mantém constante a oferta monetária, salvo quando expressamente mencionado qualquer variação na oferta da moeda. Nesse sentido, as fontes de receita do governo são os impostos e outras receitas, tais como aluguel do prédio, venda de ativos, e empréstimos.

Quando as receitas do governo forem iguais às despesas do governo, incluindo as compras governamentais de bens e serviços, as transferências de juros da dívida interna e pagamento de aposentadoria e pensões, subsídio e despesa de capital, temos um orçamento equilibrado. Ocorre um déficit orçamentário quando as despesas suplantam as receitas do governo e um superávit quando as receitas são superiores às despesas.

Como bem observa Gordon (1981, p. 507), existe uma relação biunívoca entre déficit/superávit orçamentário e a situação econômica. O orçamento fiscal afeta a economia via política discricionária, devido a mudanças nas despesas e/ou receitas (G ou T). Por outro lado, o nível de atividade econômica afeta o orçamento através do estabilizador automático, conforme veremos mais adiante.

² Minsky define *Ponzi finance* como uma situação de financiamento em que os investidores podem estar envolvidos quando os desembolsos de caixa são maiores que as receitas esperadas. Assim, para honrar seus compromissos os investidores necessitam rolar a dívida ou solicitar novos empréstimos.

No que tange à estabilidade da economia, o governo pode, quando a demanda agregada estiver abaixo do pleno emprego, injetar gastos na economia ou reduzir a carga tributária, visando promover a expansão da renda e do emprego. Ou, em caso de aquecimento na demanda agregada, o governo pode reduzir gastos e aumentar a pressão tributária, atuando de forma contracionista e evitando uma variação indesejada no nível dos preços.

A adoção da política fiscal anticíclica para responder aos ciclos econômicos é fonte da discórdia entre os economistas, como observa Mankiw (2000 p. 382). Alguns economistas, como os neoclássicos, entendem que a economia capitalista é estável por natureza e que os movimentos oscilatórios de curto prazo são auto-reguláveis de forma eficiente pelo mercado. Nesse sentido, a intervenção é vista como fator de perturbação.

Por outro lado, os economistas keynesianos adotam uma posição contrária, sustentando que a economia é inerentemente instável e, para corrigi-la, defendem a existência de uma política fiscal ativa e discricionária. Os ajustes via mercado são lentos, daí a necessidade da intervenção do governo.

Um outro aspecto importante da política fiscal é promover o crescimento e o desenvolvimento econômico. O primeiro, via incentivos ao investimento privado e ao desenvolvimento tecnológico e, o último, via redução das desigualdades pessoais, setoriais e regionais, mediante uma tributação mais progressiva e distribuição compensatória e equânime dos serviços públicos, nas áreas da saúde e educação.

Outro objetivo perseguido pela política fiscal, e registrado por Leite (2000, p. 204), é a prestação de serviços públicos, tais como segurança, justiça e previdência, visando atender aos anseios da comunidade de forma eficiente.

Finalmente, cabe mencionar que os objetivos da política fiscal não podem ser avaliados apenas pelo aspecto do gasto e nível de tributação, isto é, o saldo entre receitas e despesas. Tão importante quanto o recurso dependido nos vários programas de governo é a qualidade, eficiência e eficácia da política fiscal na busca do desenvolvimento e justiça social.

2.3. Política fiscal: determinação da renda

Nesta seção procuramos mostrar os efeitos da intervenção do governo, notadamente nas compras do governo e dos impostos sobre o nível da atividade econômica, segundo os paradigmas keynesiano e monetarista.

Quando se introduz o Estado na economia, a condição de equilíbrio verifica-se quando os investimentos, mais as exportações e mais as compras do governo, se igualam às poupanças das unidades familiares, mais importações e mais os impostos.

O governo afeta a demanda agregada da economia de três maneiras: através de compras de bens e serviços, através de transferências – tais como da previdência para pagamentos de aposentadorias e pensão e de seguro desemprego – e, finalmente, via tributação, diminuindo a renda familiar disponível e o lucro das empresas. Como observam Hall e Taylor (1998, p. 244), tanto as transferências como a tributação afetam a demanda na medida em que alteram a renda disponível.

Dado um equilíbrio macroeconômico, quaisquer saldos orçamentários diferentes de zero deverão ser compensados, ou pela diferença entre poupança e investimentos no mercado doméstico, ou pela diferença entre exportação e importação no mercado externo, ou pela combinação dos saldos.

Os economistas chamados keynesianos advogam que uma política fiscal adequada pode evitar grandes perturbações na economia. Assim, quando a economia encontra-se em recessão, a terapia adequada é a redução de impostos para estimular o consumo e/ou investimento e a ampliação dos gastos governamentais, injetando recursos na economia. Por outro lado, se a economia encontra-se aquecida, o governo pode reduzir os dispêndios em consumo ou investimento e aumentar os impostos, visando conter a demanda agregada e estabilizar os preços.

É importante mencionar que muitos economistas compartilham a idéia de que as políticas fiscais, usadas de forma isolada, têm efeitos reduzidos sobre o nível de produto e emprego, face aos efeitos nos saldos reais e efeito *Pigou* (redução no consumo e investimento devido ao aumento nos preços, não implicando em aumento na taxa de juros).

Quando a política fiscal não é complementada com a política monetária, o financiamento do déficit se dá ou via colocação de títulos no mercado ou com o aumento de tributos. Caso o déficit seja financiado por tributos, haverá uma compensação simultânea na demanda agregada, ou seja, uma expansão via aumento dos gastos públicos e uma redução dos gastos privados via aumento de impostos.

Se a economia opera com preços flexíveis e no pleno emprego, o aumento nos gastos do governo expande a demanda agregada, o que, por sua vez, provoca aumento nos preços, reduzindo a demanda agregada face à elevação de preços dos bens de consumo e dos bens de capital – o chamado efeito *Pigou*. Adicionalmente, o aumento nos preços reduz os encaixes reais da moeda, implicando na redução da oferta monetária e, conseqüentemente, em aumento na taxa de juros. Assim, temos um aumento de taxas de juros sem um aumento significativo do nível de renda.

Por tais motivos, muitos economistas defendem não uma política monetária leniente, mas integrada com os objetivos dos programas do governo. Este é também um dos motivos pelos quais muitos economistas são contrários à independência do Banco Central.

Uma outra escola de pensamento econômico, os chamados monetaristas, entende que os déficits públicos, gerados ou por redução de impostos ou por expansão dos gastos, serão financiados via colocação de títulos no mercado. A opinião dos monetaristas é que a política fiscal terá pouco efeito no nível de renda, uma vez que as vendas de títulos deprimem seus preços, incrementando seus juros. Estes, por sua vez, expulsam o investimento privado, reduzindo a renda nacional. Froyen (1999, p. 252) enfatiza que, para os monetaristas, o aumento no déficit público basicamente aumenta a taxa de juros, e esse aumento é tanto maior quanto mais inelástica for a demanda por moeda.

Resumindo, temos que uma expansão nos gastos públicos eleva a demanda agregada e amplia o nível de renda. Conforme a renda se eleva, aumenta a demanda por moeda para transações. Como o estoque de moeda é constante, a taxa de juros aumenta até o ponto onde a oferta e a demanda por moeda se igualem novamente. Se a demanda por moeda for inelástica, como acreditam os monetaristas, um grande aumento da taxa de juros é necessário para reequilibrar o mercado monetário. Como a demanda por investimento é altamente elástica, segundo a visão monetarista, a demanda agregada do setor privado diminui,

reduzindo o efeito sobre a renda e o emprego. Esta redução na demanda agregada em função do aumento na taxa de juros é o chamado efeito “*crowding out*”. Há uma expulsão do setor privado pelo setor público, sem efeito significativo na atividade econômica.

Não obstante não tratarmos das demais teorias macroeconômicas, é importante mencionar a existência de duas escolas do “*mainstream*”: a escola novo-clássica e a novos-keynesianos, que derivam da escola clássica para suas formulações teóricas e têm conclusões também parecidas sobre a não intervenção do governo na economia. Os novos clássicos acreditam que a economia se move para o nível de pleno emprego e que a política fiscal é ineficiente, até mesmo no curto prazo, não havendo nenhum efeito na renda no emprego e na taxa de juros. Nesse sentido, não importa como o déficit seja financiado, isto é, via venda de títulos públicos ou majoração de imposto, pois não afeta a renda, o emprego, consumo, poupança e a taxa de juros. Em outras palavras, o déficit público não tem nenhum impacto nas variáveis reais da economia. Esta visão de que a dívida e os impostos são equivalentes é conhecida como *equivalência Ricardiana*.

Conforme observam Snowdon, Vane e Wynarczyk (2001, p. 189), os pressupostos da escola novo-clássica são: as expectativas racionais, a crença no mercado livre e as hipóteses da oferta agregada desenvolvidas pelos trabalhos de Lucas e Rapping (a curva de oferta agregada de curto prazo é positivamente inclinada).

Por outro lado, os novo-keynesianos, liderados pelos economistas Romer e Mankiw, acreditam que no curto prazo existem flutuações na atividade econômica e, portanto, desemprego involuntário. Esses desequilíbrios estão relacionados com as imperfeições de mercado, notadamente a rigidez de preços e salários, impedindo um equilíbrio automático da economia de mercado.

2.4. Política fiscal: o modelo keynesiano

Procuramos aqui fazer uma breve revisão do modelo fiscal keynesiano. O objetivo da política fiscal é agir na demanda agregada para expandir ou contrair a

demanda face ao nível da atividade econômica. A demanda agregada somente é exercida, segundo Silva (1999, p. 65), na medida em que existe tanto desejo como aptidão para adquirir os bens e serviços produzidos pela sociedade em um determinado período.

Os pontos de sustentação da macroeconomia keynesiana são, conforme Snowdon, Vane e Wynarczyk (2001, p. 89), os que seguem:

- A economia é inerentemente instável e sujeita a choques imprevisíveis (*random walk*);³
- A economia pode demorar a retomar ao pleno emprego depois de sujeita a algum distúrbio;
- A intervenção do governo na economia, via política fiscal e monetária, pode assegurar um retorno mais rápido ao nível de pleno emprego;
- A política fiscal é preferida à política monetária, com o objetivo de estabilizar a economia, uma vez que a política fiscal é mais direta e de resultados mais rápidos do que a política monetária;
- É considerada a introdução da procura por moeda para fins especulativos e o papel das expectativas sobre a preferência pela liquidez.

Segundo o modelo em foco, o orçamento do governo poderia ser usado para estimular a demanda agregada consistente com o nível de pleno emprego.

Caso a economia estivesse operando a um nível abaixo do pleno emprego, o governo poderia estimular a demanda agregada, ou gastando mais em bens e serviços, ou reduzindo impostos. Assim, o governo poderia despender mais em estradas, habitação, educação, defesa nacional, por exemplo, ou reduzir o imposto de renda sobre os lucros das empresas, ou reduzir impostos sobre o consumo, com vista a estimular a demanda agregada.

Partindo-se de um orçamento equilibrado, uma ampliação dos gastos, ou uma redução dos impostos, implicará um déficit público a ser financiado com venda de títulos públicos para investidores domésticos ou estrangeiros. Alternativamente, o governo poderia tomar empréstimos junto ao Banco Central. Contudo, essa

³ *Random Walk*: eventos futuros que não podem ser previstos com base nos eventos passados.

alternativa implica aumentar a oferta monetária, a qual vamos considerar constante para explicar o efeito apenas da política fiscal.

O conceito do multiplicador é essencial no modelo keynesiano. Refere-se a um processo que segue uma progressão geométrica de Dernburg e McDougall (1971 p. 99). O multiplicador explica a forma como as variações autônomas na demanda agregada desencadeiam um processo de mudanças não só nas variáveis autônomas (gasto do governo, investimento etc), como também no consumo, uma vez que essa última variável é função da renda. Keynes foi quem primeiro mostrou a existência de uma relação positiva entre consumo e renda. Os agentes econômicos tendem a aumentar seus gastos em consumo na medida em que a renda aumenta, mas não na mesma proporção.

Um aumento na renda, provocado por uma variação autônoma nos investimentos ou despesas do governo, irá elevar o consumo das unidades familiares, elevando a renda para um novo nível de equilíbrio, maior que o acréscimo inicial na despesa autônoma. Na hipótese do nível de preços ser constante e da taxa de juros não se alterar, o tamanho do aumento na renda, derivado de uma expansão nos gastos autônomos, depende fundamentalmente da inclinação da função poupança.

Numa economia operando abaixo da sua plena capacidade, com desemprego involuntário, um aumento nas compras do governo eleva o nível de renda desta economia e, via efeito multiplicador, aumenta de forma indireta o consumo das unidades familiares. Na hipótese de os juros e os preços não se alterarem⁴, o multiplicador dependerá somente da propensão marginal a consumir – PMgC.

Todavia, quando consideramos a existência do imposto sobre a renda, cujo valor aumenta conforme eleva-se a renda, e ainda mantendo os preços e a taxa de juros constantes, a renda disponível sofrerá uma redução, de forma que o multiplicador será menor do que na situação descrita anteriormente. Isso porque a presença do imposto de renda reduz a inclinação da função consumo.

Se, além disso, considerarmos que o aumento da renda provocado pela elevação do gasto governamental eleva a demanda de moeda pelo motivo transação (dada uma oferta fixa), a taxa de juros aumenta, deprimindo o investimento. Mas o resultado final sobre a renda é positivo, pois o valor do multiplicador continua sendo

⁴ O caso dessas alterações será visto mais adiante.

maior que um. Dada a proporção marginal a consumir, o multiplicador será função de $(1 - t)$, onde t corresponde à alíquota do imposto sobre a renda.

Resumindo, quando o tributo é inexistente ou zero, um aumento nos gastos do governo eleva a renda em ΔG , na qual b (PMgC) por cento será gasto em consumo, conforme o multiplicador:

$$\Delta Y / \Delta G = 1 / 1 - b \quad (1)$$

Quando introduzimos os impostos proporcionais à renda, um aumento nos gastos do governo eleva a renda disponível em $(1 - t)$ por cento do incremento da renda, dado que t por cento da renda volta para o Tesouro na forma de novos impostos. Assim, dado que a renda disponível cresce $(1 - t)$ da renda nacional e que b por cento será gasto de novo em consumo, temos que o dispêndio em consumo será de $b(1 - t)$, ou seja, o multiplicador assume um valor inferior ao anterior, dado pela seguinte expressão:

$$\Delta Y / \Delta G = 1 / 1 - b(1 - t) \quad (2)$$

Segundo o teorema do orçamento equilibrado, um aumento nas despesas do governo, financiado por igual aumento dos impostos, elevará a renda exatamente pelo valor de aumento em G ou T (DERNBURG; MCDOUGALL, 1971, p. 120), conhecido como *multiplicador unidade*. As variações equivalentes em G e T não se compensam plenamente e, portanto, é incorreto dizer que um orçamento equilibrado não exerce nenhum efeito no nível da renda e emprego (JOHNSON, 1976, p. 218).

Um outro aspecto importante no modelo keynesiano é o conceito de estabilizador automático. O estabilizador faz ampliar o déficit ou reduzir o superávit quando a economia se encontra em recessão, e aumenta o superávit ou reduz o déficit quando a economia está se aquecendo, com uma importante característica, isto é, atuando de forma anticíclica, sem uma mudança na política discricionária do governo. Exemplos de programas desse tipo são o seguro desemprego, o imposto de renda sobre lucro das empresas e o imposto progressivo.

Quando a economia entra em recessão, cresce o número de desempregados, aumentando os gastos do governo com seguro desemprego. Todavia, as pessoas que recebem o seguro desemprego gastam em consumo, ajudando a compensar os

efeitos das flutuações na renda. Por outro lado, quando a economia opera em expansão, cresce o número de empregados, reduzindo o auxílio desemprego e, conseqüentemente, os gastos do governo. As pessoas, agora empregadas, passam a consumir mais, elevando o nível de renda e, conseqüentemente, aumentando o superávit do governo ou reduzindo o seu déficit, sem que ocorra nenhuma mudança na política discricionária.

O imposto de renda sobre o lucro é um outro importante instrumento da política de estabilização automática anticíclica. Com efeito, durante a recessão, caem os lucros das empresas e, conseqüentemente, o imposto de renda recolhido pelo governo. Menos receita do governo irá reduzir o superávit fiscal ou ampliar o déficit. Por outro lado, em momentos de expansão econômica, os lucros das empresas tendem a crescer e, simultaneamente, o governo arrecada mais, contribuindo para a redução do déficit ou para a ampliação do superávit.

O imposto progressivo também atua como um estabilizador automático. Uma vez que diferentes níveis do salário são tributados com alíquotas diferentes, é de se esperar que, com a expansão da economia, muitas pessoas passem a ter um rendimento maior e, portanto, ter sua renda sujeita a alíquotas maiores, implicando aumento de arrecadação. O contrário acontece quando a economia entra em recessão, ou seja, há uma redução nos rendimentos das unidades familiares, os quais são tributados por alíquotas menores, provocando redução da arrecadação.

Até o presente, a análise assumiu que o nível de preços dos ativos permaneceria constante. Quando relaxamos esta hipótese, um aumento do nível de renda derivado da elevação do déficit público provoca crescimento da demanda por moeda e, como a oferta de moeda é fixa, os agentes econômicos são induzidos a vender ativos financeiros para aumentar seus saldos monetários de transações, depreciando o preço desses ativos e elevando as taxas de juros, diminuindo assim a demanda de investimento. Isto parcialmente anula o efeito expansivo do déficit público. Além disso, um aumento nos preços em geral reduz a oferta real de moeda, elevando ainda mais a taxa de juros, o que resulta num impacto negativo sobre o investimento.

O aumento nos gastos do governo será parcialmente neutralizado pelo aumento nas receitas do governo em função do aumento de preços (*fiscal drag*) e pelo aumento na renda. Todavia, o governo terá que vender títulos da dívida pública para financiar seu déficit, reduzindo o preço dos títulos e aumentando os juros. O

aumento dos juros reduz a demanda por investimento, porém isso é de tamanho inferior ao do aumento nos gastos do governo, resultando em um aumento no nível de renda da economia.

2.5. Política fiscal discricionária

Os economistas keynesianos defendem o uso da política fiscal discricionária anticíclica, destinada a estabilizar a economia. Quando a economia está abaixo do pleno emprego, os keynesianos sugerem que o governo deva promover uma política fiscal expansionista, aumentando os gastos públicos ou reduzindo os impostos ou ambos. A adoção dessa política irá reduzir o superávit ou ampliar o déficit, deslocando a demanda agregada para cima, levando a economia ao pleno emprego.

Alternativamente, o governo pode não fazer nada, como defendem os clássicos. Uma economia que operasse com capacidade ociosa e tivesse preços e salários flexíveis tenderia a reduzir seus custos (salários e matérias primas, por exemplo) numa situação que estivesse abaixo do pleno emprego. Isso estimularia a oferta até o restabelecimento do pleno emprego.

Por outro lado, se a economia estivesse superaquecida, operando acima de suas possibilidades, a “terapia” recomendada pelos keynesianos seria a redução dos gastos públicos, o aumento dos impostos, ou ambos, ou seja, uma política fiscal contracionista. A redução da demanda agregada resultaria em diminuição do déficit orçamentário do governo ou ampliaria seu superávit. Contrariamente, os clássicos entendem que uma economia superaquecida implicaria um aumento de preços e salários, diminuindo a oferta agregada de curto prazo, até que o equilíbrio fosse restabelecido.

É importante mencionar que os keynesianos advogam que o ajuste via mercado é moroso e incerto.

Conforme bem observa Sicsú (1999, p.94), a hipótese de salários e preços flexíveis não elimina a insuficiência da demanda agregada. Uma redução nos salários nominais induziria a uma queda nos preços dos bens e serviços, mas a

redução dos preços seria menor que a redução do salário, o que equivale a uma redução no salário real.

Sicsú analisa da seguinte forma a relação desses elementos definidores da demanda agregada:

a) Eficiência marginal do capital:

A redução dos preços provocada por uma queda no salário nominal, em princípio, afetaria positivamente a demanda de investimento, pois os preços dos bens de capital seriam reduzidos, com impacto positivo na eficiência marginal de capital. Todavia, esse fenômeno só ocorreria se as expectativas no futuro fossem de um aumento no salário e preços, inclusive de bens de capital no futuro.

O papel das expectativas, na economia keynesiana, adquire enorme importância pelo fato de as decisões de investimento serem realizadas com base nas rendas futuras e não pretéritas. Nesse sentido, uma queda nos preços poderia criar uma expectativa de novas reduções levando à postergação das decisões de investimento por parte dos empresários, uma vez que os bens de capital estariam com seus preços reduzidos no futuro. Adicionalmente, a queda nos preços e nos salários reduziria as rendas monetárias futuras esperadas, afetando negativamente a eficiência marginal do capital. Assim, uma queda nos preços e salários poderia não elevar a demanda agregada.

b) Taxa de juros:

Uma queda nos salários, acompanhada por uma redução menor nos preços, diminuiria a demanda da moeda por transações. Haveria um aumento na retenção de moeda, reduzindo a taxa de juros caso não haja alteração na preferência pela liquidez. Todavia, segundo Keynes, a demanda por moeda é altamente elástica, o que equivale a dizer que um aumento na oferta de moeda tem pouco efeito na taxa de juros. Como, adicionalmente, a demanda de investimento é inelástica, para Keynes o efeito na demanda agregada é negligenciável. Daí os keynesianos defenderem uma política fiscal ativa.

c) Efeitos na propensão marginal a consumir :

Uma diminuição de preços menor que uma redução no salário nominal implica queda do salário real com impacto negativo na distribuição de renda, pois transfere renda real dos trabalhadores para os demais agentes da economia. Assim, esse rearranjo distributivo, ao reduzir renda daqueles que tem propensão marginal a consumir mais alta, diminui a propensão marginal a consumir da sociedade, reduzindo o consumo e conseqüentemente a demanda agregada.

Diante do exposto, embora Keynes tenha incorporado no seu modelo a hipótese da flexibilidade dos preços e salários, não aceitou que essa hipótese pudesse restaurar o equilíbrio macroeconômico e eliminar a insuficiência da demanda agregada e o desemprego involuntário (SICSÚ, 1999).

Um outro ponto importante a ser observado no modelo keynesiano refere-se ao setor externo.

Uma ampliação no déficit público, conforme já observado, leva a um aumento no nível de renda e na taxa de juros. Juros mais altos podem atrair capital estrangeiro. Contudo, a entrada desses capitais resultaria em aumento da demanda da moeda local e sua valorização, caso o câmbio seja flexível. Essa valorização favoreceria as importações, o que prejudicaria o resultado das contas correntes no balanço de pagamentos.

No caso de países altamente endividados externamente, é importante mencionar a existência de uma relação estreita entre o déficit público e a dívida externa. Isso porque a amortização da dívida externa é considerada integrante das despesas públicas e é, ao mesmo tempo, contabilizada nas saídas de capitais autônomos; já os juros da dívida fazem parte do déficit do setor público e são também registrados na conta serviços. Cabe mencionar ainda que o superávit na balança de pagamentos ($BP = x - m + Ek - Sk$), obtido via empréstimos exteriores, serve também para financiar o déficit dos setores público ($T - G$) e privado ($S - I$).

2.6. A questão do déficit

Muitos economistas keynesianos vêm criticando duramente a existência de déficit orçamentário. Para entender essa aparente contradição, precisamos, antes de tudo, distinguir os déficits cíclicos dos estruturais e financeiros.

O déficit cíclico é resultante da atividade econômica ou das políticas anticíclicas discriminatórias. Na visão keynesiana, déficits cíclicos são recomendados para a estabilização da economia. Nesse sentido, o governo deveria incorrer em déficits toda vez que a economia entrasse em recessão e promover um superávit nas contas públicas em momentos de superaquecimento da economia, destinado a estabilizar a demanda agregada do setor privado.

O déficit estrutural é entendido com o déficit que existiria caso a economia estivesse operando a pleno emprego. O déficit estrutural é produto de decisões tomadas pelos formuladores de política econômica a respeito de benefícios para programas de transferência, tais como subsídio agrícola, pagamento desproporcional de aposentadorias e pensões, gastos com defesa.

Finalmente, o déficit é financeiro quando a dívida pública pressiona significativamente o déficit fiscal, devido ao pagamento de juros interno e externo e ao pagamento da desvalorização da dívida pública e de títulos públicos indexados ao dólar. Nestas condições, o déficit é um fator de transferência de renda do setor público para o setor privado, notadamente os bancos e as grandes empresas, com um ínfimo impacto na demanda agregada.

Em resumo, os keynesianos não são contra os déficits cíclicos, posto que são instrumentos de política econômica para impedir o desemprego e a inflação. Qualquer regra ou legislação que vise impedir ou restringir a política fiscal ou os gastos que interfiram na política de estabilização, tais como estrutural ou financeiro, são criticados pelos keynesianos.

2.7. Política fiscal: o modelo monetarista

A visão da escola monetarista é bem diferente quanto ao resultado da política fiscal quando comparada com o modelo keynesiano.

Os monetaristas desenvolvem seus modelos baseados nas seguintes suposições:

- A- Mudanças no estoque da moeda são fatores essenciais, mas não únicos, para explicar mudanças na renda monetária;
- B- A economia é inerentemente estável, e qualquer distúrbio fará com que a economia volte rapidamente ao equilíbrio de longo prazo ao nível de taxa natural de desemprego;
- C- Não existe, no longo prazo, nenhuma permuta (*trade off*) entre inflação e desemprego. A curva de Phillips é vertical no nível da taxa natural de desemprego;
- D- Inflação e desequilíbrio na balança de pagamentos são fenômenos essencialmente monetários;
- E- Na condução da política econômica, as autoridades devem seguir alguma regra para os agregados monetários assegurarem a estabilidade nos preços (SNOWDON; VANE; WYNARAZK, 2001, p.89).

Segundo Friedman (1969, p. 51), a política fiscal em si não tem nenhum efeito significativo sobre a renda, inflação, deflação e flutuação cíclica. Os monetaristas acreditam que a política fiscal é ineficaz.

Se o governo aumenta seus gastos ou corta os impostos, gera um déficit fiscal, na hipótese de estar em equilíbrio anteriormente. O aumento nos gastos do governo, combinado com o efeito multiplicador, fará a renda aumentar se a economia estiver abaixo do pleno emprego. O aumento na renda aumenta a demanda por moeda para transação, mas como o estoque é constante, os juros terão que subir para liberar moeda extra para fazer frente ao nível de renda mais alto. Isto é, um aumento no déficit público, financiado via colocação de títulos públicos no mercado, fará o preço dos títulos cair e a taxa de juros subir.

Assim, o aumento no déficit público implica elevação dos juros e, conseqüentemente, cortes no investimento privado e consumo de bens duráveis. O déficit público provocado por um gasto adicional aumenta a renda e a produção, mas não tanto quanto no modelo do multiplicador keynesiano. Quanto mais sensível for a demanda de moeda ao aumento da renda, maior será o efeito *crowding out* (deslocamento do investimento em função do aumento da taxa de juros provocado pelo efeito da elevação do gasto do governo) e menor o multiplicador fiscal.

Ao contrário dos keynesianos, os monetaristas pressupõem que a demanda por moeda é inelástica em relação aos juros, de modo que a política fiscal tem pouco efeito sobre a renda, isto é, a política fiscal é ineficaz. Na visão keynesiana, uma política fiscal eficiente pressupõe que a demanda por moeda é elástica em relação aos juros. Nesse sentido, o aumento nos gastos públicos eleva a renda e, conseqüentemente, aumenta a demanda por moeda para fins transacionais. Para trazer o mercado monetário para o equilíbrio novamente, uma vez que a procura por moeda é maior que a oferta de moeda, a taxa de juros tem que subir. Todavia, como a demanda por moeda é elástica em relação aos juros, um pequeno aumento na taxa de juros reduz a demanda de moeda especulativa e reduz também o multiplicador fiscal da renda, diminuindo a demanda por transação. Assim, o mesmo estoque de moeda pode ser compatível com o novo nível de renda. Em outras palavras, a velocidade de circulação de moeda varia positivamente em relação à taxa de juros.

Um aumento nos gastos do governo provocará um déficit público. Conforme advogam os monetaristas, um déficit público levará o governo a tomar recursos, expandindo a demanda por fundos emprestáveis e elevando a taxa de juros. Com uma taxa de juros interna mais alta, atrairá investidores estrangeiros, o que, por sua vez, aumentará a oferta de fundos emprestáveis, amortecendo a alta na taxa de juros.

Contudo, é importante mencionar que os estrangeiros não podem comprar títulos públicos, ou qualquer haver financeiro, sem comprar a moeda local. Assim, um aumento na procura de títulos aumentará a demanda por moeda local, ou a oferta por moeda estrangeira, valorizando a moeda local. A valorização da moeda local frente às outras moedas fará com que as exportações fiquem mais caras e as importações mais baratas. Assim, as exportações líquidas diminuirão, reduzindo a demanda agregada. Contudo, enquanto o ingresso de capital reduzirá o impacto da

alta da taxa de juros provocada via déficit público, reduzindo o efeito *crowding out*, a valorização da moeda local irá diminuir as exportações líquidas, reduzindo a demanda agregada.

Nesse sentido, enquanto o ingresso de capital estrangeiro reduz o efeito *crowding out*, ele não altera o resultado, uma vez que o déficit público tem efeito colateral no mercado externo, que compensa, em parte ou totalmente, o caráter expansivo da política fiscal. Esse fenômeno de duplo déficit, isto é, fiscal de conta corrente do mercado externo, foi batizado por Gordon como *déficits gêmeos*. (LEITE, 2000, p. 376).

Não só a renda corrente das unidades familiares afeta o consumo agregado. O nível de riqueza e as taxas de juros também afetam as decisões de consumir e poupar. Nesse sentido, considerando-se dois indivíduos com o mesmo nível de renda mas com patrimônio diferente, tende a consumir mais aquele indivíduo que tiver maior riqueza acumulada. O nível de riqueza de um indivíduo é medido pela soma dos ativos reais, financeiros e de capital humano. Daí compreende-se que valorização ou desvalorização nos ativos, tais como ações, terrenos e bens de consumo, podem implicar retração ou expansão no nível de consumo. Este fenômeno é conhecido como *efeito riqueza*. Quando a taxa de juros cai, existe uma relação inversa em relação ao preço das ações, isto é, o valor das ações aumenta, o que eleva o consumo. Assim, a taxa de juros afeta o consumo via efeito riqueza. (MANKIWI, 2000, p. 445)

Os monetaristas acreditam que as unidades familiares consomem com base na renda permanente, cujo conceito foi desenvolvido por Friedman. O fato das decisões de consumo serem pautadas sobre a renda permanente⁵, significa, na visão dos monetaristas, que o consumo é estável e, portanto, a política discricionária de estabilização é capaz de fazer mais mal do que bem (LOPES; VASCONCELLOS, 2000, p. 268).

Ainda segundo os monetaristas, a habilidade dos fazedores da política econômica em prever o futuro é imperfeita. Os erros de sua previsão e o problema das defasagens (abaixo descrito) podem acarretar um distúrbio ainda maior na economia. Daí os monetaristas criticarem as intervenções na economia.

⁵ A renda permanente é aquela que o indivíduo espera obter ao longo da sua vida. Assim, a decisão de consumo deixa de ser feita com base apenas na renda corrente.

No que tange às defasagens, elas podem ser de três tipos. São de reconhecimento quando não se reconhece um problema que está ocorrendo. Outra defasagem ocorre com a demora da decisão, pois entre o reconhecimento e a tomada de decisão há um lapso de tempo. Finalmente, existe uma defasagem em relação à ação propriamente dita, ou seja, a implementação da política econômica. Essas defasagens produzem efeitos retardados na demanda agregada, contribuindo para a desestabilização da economia (DORNBUSCH; FISCHER; STARTZ, 2001, p. 163).

2.8. Sustentabilidade da política fiscal

Entendendo-se por sustentabilidade da política fiscal a capacidade do governo em honrar seus compromissos sem um severo ajustamento das contas públicas, isto é, crescimento que não acarreta pressão inflacionária futura ou um desaquecimento abrupto da economia com ampliação da carga tributária e redução significativa da despesa corrente, Rocha (2005, p. 493) define como sustentável uma política capaz de manter a razão dívida/PIB constante.

Segundo essa autora, a razão dívida/PIB é função de quatro variáveis, a saber:

- Superávit primário⁶ – quanto maior, espera-se que menor seja a razão dívida/PIB;
- Taxa nominal de juros – quanto maior, maior será a razão dívida/PIB;
- Taxa de inflação – quanto maior, menor será a relação dívida/PIB;
- Taxa de crescimento – quanto maior, menor será a razão dívida/PIB.

Na análise sobre a sustentabilidade da política fiscal é necessário analisar as seguintes variáveis:

⁶ O superávit primário representa o total das receitas não financeiras menos o total das despesas não financeiras do governo.

- a- taxa de juros nominal que incide na dívida pública
- b- taxa de crescimento nominal do PIB
- c- estoque da dívida pública, e
- d- déficit público

Caso a despesa com juros supere o crescimento do PIB, o superávit primário será insuficiente para cobrir o pagamento de juros sobre o estoque da dívida existente. Nesse caso o estoque da dívida é crescente.

Por outro lado, no caso da despesa de juros ser menor que o crescimento do PIB, o aumento do produto será maior que o aumento da dívida pública. Dessa maneira a relação dívida/PIB é decrescente, face ao menor crescimento da dívida.

No que tange à taxa de juros, é importante mencionar que a taxa de juros relevante é a taxa real, e não a nominal. Além disso, como observam Bresser Pereira e Antinori (1983, p. 136), a relação dívida/PIB pode gerar distorções, pois confunde uma variável fluxo (transações medidas ao longo de determinado período de tempo) com variável estoque (expressão das magnitudes em determinado momento). O déficit público e o PIB são um fluxo, enquanto a dívida pública é um estoque.

2.9. Considerações finais

Neste capítulo, procuramos mostrar como o governo pode estabilizar a economia, de acordo com a abordagem keynesiana. O crescimento do PIB brasileiro tem sido pífio durante todo o período abordado nesta dissertação, vindo a economia a operar com capacidade ociosa.

Vimos que o equilíbrio entre a demanda agregada e a oferta agregada pode-se dar abaixo do PIB potencial da economia, levando a economia a operar, provavelmente, em recessão e com desemprego. Neste caso, os consumidores e investidores não estão dispostos a gastar. A distância entre o produto potencial e o nível de equilíbrio é denominada *hiato de produto*. O pleno emprego pode ser obtido

apenas aumentando o dispêndio total dos agentes econômico, ou através de uma redução dos preços.

Todavia, para a economia voltar ao pleno emprego, o nível de preços tem de cair o suficiente para estimular o consumo, o investimento e a exportação líquida, hipótese que consideramos pouco realista. Não obstante, como vimos neste capítulo, a redução nos preços teria que ser maior que a diminuição do salário para estimular o consumo. Todavia, essa redução nos preços não pode ser tão maior que a queda nos salários, vindo a afetar a taxa de lucro, desestimulando os empresários a investir. Por outro lado, o governo, intervindo na economia via política fiscal contracíclica, pode estimular a economia a voltar ao pleno emprego.

Vimos que o governo pode aumentar seus gastos autônomos ou reduzir os impostos, gerando um déficit orçamentário que, através do efeito multiplicador, possa neutralizar a redução do consumo e do investimento. Neste sentido, o papel da política fiscal, na visão keynesiana, é calibrar os impostos e gastos públicos de modo a neutralizar as mudanças indesejáveis nos dispêndios privados.

O ponto de discordância entre os monetaristas e keynesianos reside no fato de que os primeiros acreditam que a economia é relativamente estável, se deixada livre das intervenções do governo, e os segundos enfatizam que a economia é inerentemente instável, cabendo, portanto, a adoção de políticas fiscais discricionárias. A hipótese da renda permanente torna menos instável o consumo agregado, sem, todavia, eliminar sua volatilidade. Por outro lado, a despesa de consumo de bens duráveis e os investimentos continuam bastante instáveis. A política fiscal pode reduzir essas volatilidades no consumo e investimento, mas não pode eliminá-las, devido aos seus efeitos defasados.

3. Medidas do déficit

3.1. Observações introdutórias

Nas últimas décadas, a participação do governo na economia ampliou-se de forma considerada em todo o mundo, apesar de todos os esforços dos neoliberais em diminuí-la (SANTOS, 2002 p. 63). A alteração do perfil do gasto, entendido como os gastos de custeio e com formação de capital, representa uma parcela significativa da demanda agregada. No Brasil o consumo do governo representou 19,5% do PIB em 2005, segundo dados do IBGE (2005, p. 22).

No que tange ao conjunto de alternativas de que o governo dispõe para financiar seus gastos, podemos citar: a tributação, a emissão de moeda, a colocação de títulos públicos no mercado e os empréstimos bancários (interno e externo). A tributação é a principal fonte de financiamento dos gastos públicos.

No Brasil, o déficit público pode ser medido sob três ópticas: contas nacionais, consolidação dos orçamentos do governo e via necessidade de financiamento do setor público. Pode-se calcular o resultado das contas públicas discriminando-se as variáveis de receita e de despesa, utilizando-se do critério “acima da linha”⁷. Pode-se, também, calcular o déficit público com base na variação do endividamento público, chamado de “abaixo da linha”⁸. Por esse critério, não é possível saber quais itens provocam expansão ou diminuição do déficit (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JÚNIOR, 2002, p. 208).

Outro conceito relevante para acompanhar a performance do governo é saber distinguir se o déficit está sendo medido pelo conceito de caixa ou competência. O primeiro reconhece as receitas ou despesas somente quando são efetivamente recebidas ou pagas. O conceito de competência, por sua vez, reconhece a receita

⁷ Acima da linha: método utilizado pelo Tesouro Nacional em que se apura o resultado das contas do governo detalhando os fluxos de receitas e despesas do orçamento do período.

⁸ Abaixo da linha: metodologia utilizada pelo BACEN que consiste na verificação do saldo do endividamento líquido. Superávit fiscal significa redução da dívida líquida e déficit fiscal produzirá elevação da dívida líquida.

ou despesa no momento do seu fato gerador, independente da data de seu recebimento ou pagamento.

Pondere-se, ainda, que os conceitos de “governo” e “setor público”, aparentemente equivalentes, são, como veremos adiante, bem diferentes.

Este capítulo se propõe a explorar as clássicas formas de mensuração do déficit público, procurando agrupá-las a partir de determinada metodologia, desenvolvidas de acordo com as exigências de organismos internacionais e aperfeiçoadas para retratar a realidade brasileira. Espera-se, assim, contribuir para esclarecer alguns pontos conceituais e metodológicos suscitados pelo debate a respeito do déficit público no Brasil.

3.2. Elaboração, classificação e controle do Orçamento Fiscal

Conforme salienta Leite (2000, p. 205), a política fiscal é elaborada em conformidade com a Constituição Federal, através de três peças orçamentárias:

- Plano Plurianual – compreende o programa de governo, devendo cobrir o mandato do presidente. É enviado ao Congresso Nacional no primeiro ano da sua gestão.
- Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) – o orçamento do governo é subdividido em duas partes: orçamento corrente e orçamento de capital. A LDO trata apenas do orçamento de capital e das alterações da política tributária para o exercício fiscal subsequente, segundo o princípio da anualidade, devendo ser submetida ao Congresso Nacional até o dia 15 de abril de cada ano.
- Orçamento Geral – é elaborado pelos órgãos da administração direta, indireta, das empresas estatais e da seguridade social (previdência social dos trabalhadores do setor privado, Sistema Único de Saúde, Assistência Social e Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT), dos

poderes judiciário e legislativo. O ministério do Planejamento é responsável pela consolidação das propostas; encaminha a proposta consolidada ao Congresso, para exames, aprovação, emenda e veto, até o dia 31 de agosto de cada ano, juntamente com parecer da situação econômica do país. Cabe mencionar que o governo estima as receitas (levando em conta a projeção de crescimento do PIB e a meta inflacionária) e aloca as despesas de acordo com sua finalidade, natureza e função.

A execução do orçamento é da responsabilidade dos três poderes de governo, sendo de responsabilidade do Ministério do Planejamento o seu acompanhamento e cabendo aos Tribunais de Conta a fiscalização e aprovação da peça orçamentária *ex post*.

Após o governo estimar suas receitas oriundas dos impostos, taxas, contribuições e de outras rendas, tais como aluguel, o governo aloca suas despesas, em conformidade aos parâmetros definidos pela Lei nº 4.320/64 e aos limites fixados na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

No que tange às despesas, é importante mencionar que existem despesas estipuladas em lei, e outras que os governantes poderão realizar em função de criação, expansão ou aperfeiçoamento da ação de governo. Todavia, as despesas continuadas (por mais de dois anos) somente poderão ser realizadas via compensação de outras despesas ou criação de uma fonte de receita. Vale lembrar que o sistema de compensação não inclui o serviço de dívidas nem o valor real dos salários, que não pode ultrapassar 50% da receita corrente líquida, no caso da União, ou 60% da receita corrente líquida, no caso dos Estados e Municípios.

As despesas ainda podem ser alocadas segundo suas funções, categoria e finalidade. As despesas alocadas por função apresentam valores agregados, e visam atender as prioridades do governo e seus programas, tais como saúde, transporte, Legislativo, Judiciário, agricultura etc.

As despesas alocadas por categoria econômica são detalhadas no balanço geral, permitindo um acompanhamento mais rigoroso das despesas correntes e de capital.

A tabela abaixo, adaptada de Riani (2002, p. 112-114), resume a classificação das atuais despesas correntes e de capital.

Tabela 1 – Classificação das despesas correntes e de capital

| Despesas Correntes | Despesas de Capital |
|--|--|
| Pessoal | Investimentos |
| Encargos Sociais | Transferência a Estados e DF |
| Juros e encargos da dívida interna | Transferência a Municípios |
| Juros e encargos da dívida externa | Transferência a instituições privadas |
| Outras despesas correntes | Transferência a órgãos multigovernamentais e ao exterior |
| Transferência a Estados e DF | Aplicações diretas |
| Transferência a Municípios | Inversões Financeiras |
| Aplicações diretas | Amortização da dívida interna |
| Outras | Amortização da dívida externa |
| Consumo | Outras despesas de capital |
| Outras Compras | |
| Subsídio | |
| Transferência de assistência e previdência | |

Fonte: Adaptado de Riani (2002, p. 112-114).

Finalmente, sob a óptica da dívida pública, a LRF define o limite das operações de crédito e garantias quanto ao estoque da dívida, dívida mobiliária e garantias. Os limites do endividamento são fixados em percentual da receita corrente líquida. Caso este limite seja descumprido, o órgão da federação fica proibido de realizar novas operações de crédito, inclusive por antecipação de receitas orçamentárias, esta entendida como aquela em que o fato gerador já ocorreu. A LRF estabelece que as operações de crédito destinam-se a atender somente os gastos com investimentos.

3.3. O déficit pela óptica das Contas Nacionais

Conforme esclarecem Simonsen e Cysne (1995, p. 143), o conceito de governo utilizado pelo sistema de contas nacionais, no caso do Brasil, abrange as três esferas da administração pública (Federal, Estadual e Municipal), inclui as autarquias e exclui as estatais e as sociedades de economia mista. Estas têm o mesmo tratamento que as empresas privadas. Cabe mencionar, ainda, que as receitas excluem as operações de crédito e as despesas excluem os dispêndios de capital.

A carga tributária bruta é entendida como o total da arrecadação efetuada pelo governo, incluindo impostos, taxas e contribuições. A carga tributária líquida

compreende o valor da carga tributária bruta, deduzido do valor das transferências (juros da dívida interna, pensão, aposentadoria, seguro desemprego e gastos com a previdência) e dos subsídios.

As receitas do governo fundamentam-se em dois diferentes tipos: os impostos diretos e os indiretos. O primeiro atinge as propriedades, as rendas das famílias e as empresas. Entre os impostos que atingem a propriedade, podemos citar o imposto predial e territorial e, como exemplo dos impostos que incidem sobre a renda, os que recaem sobre os fatores de produção, como salário, aluguéis, juros e lucros.

Os impostos indiretos oneram as transações referentes à industrialização e movimentação de bens e serviços. Estes impostos (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços – ICMS, e Imposto sobre os Produtos Industrializados – IPI) são arrecadados pelas empresas e repassados ao consumidor final, alterando os preços.

Na categoria “Outras Receitas do Governo”, estão incluídas as receitas resultantes da propriedade do governo, tais como aluguéis, arrendamento, receitas de juros, dividendos e bonificações. As despesas com juros da dívida externa também são contabilizadas nesta rubrica.

Do lado das despesas, conforme já mencionado, o sistema de contabilidade social só registra as despesas correntes, tais como salários, encargos sociais, aquisições de bens e serviços. É importante mencionar que as remunerações do pessoal e as compras de bens, serviços e matérias-primas das estatais e das sociedades de economia mista não estão incluídas nessa categoria, sendo tratadas como empresas privadas.

Os subsídios podem ser entendidos como um imposto indireto negativo. Seu objetivo é reduzir o preço de mercado de uma mercadoria ou serviço que o governo entenda que seja de interesse da sociedade.

As transferências são pagamentos unilaterais feitos pelo governo, sem contrapartida específica, tais como o salário-família, auxílio funeral, auxílio alimentação e auxílio educação.

Os pagamentos dos juros da dívida pública interna também são contabilizados nesta rubrica.

Finalmente, cabe observar que os empréstimos contraídos pelo governo junto ao setor privado, ao não modificarem os fluxos de produção e o processo de formação dos preços dos bens e serviços, não aparecem no sistema de contas

nacionais. Somente serão contabilizados nas posições patrimoniais, entre seus ativos e passivos.

Assim, temos as seguintes equações:

- Receita líquida do setor público:

$$(T_d - T_r) + (T_i - G_s) \quad (3)$$

onde:

T_d = Impostos diretos

T_r = Transferências

T_i = Impostos indiretos

G_s = Subsídios

- Renda familiar:

$$(Y_e) = S + A + L + J \quad (4)$$

onde:

S = salários

A = aluguel

L = lucros

J = juros

A renda familiar destina-se para o consumo (C_p), poupança (S_p) ou para o pagamento de tributos (T_d), conforme a equação abaixo:

$$Y_f = C_p + S_p - T_d + T_r \quad (5)$$

Observa-se que a renda familiar disponível deduz os impostos diretos e incorpora as transferências.

Pela óptica do dispêndio temos:

$$Y = C_p + I + G + (X - M) \quad (6)$$

onde:

C_p é o consumo das unidades familiares

I é a soma dos investimentos público e privado

G é o gasto corrente do governo e

(X - M) representa as exportações líquidas

Observa-se que as variáveis Cp, I, G e (X - M) incluem os impostos indiretos e os subsídios, pois ambos compõem o preço de mercado. Assim, para tornar compatível a identidade entre a renda nacional e o dispêndio, temos que acrescentar na renda disponível Td e subtrair Tr.

No lado do dispêndio, devemos retirar das variáveis Cp, I, G e (X - m) os impostos indiretos (Ti) e acrescentar os subsídios (Gs). Assim, temos, representando a oferta total ao custo de fatores:

$$Y = Cp + I + G + (X - M) - (Ti - G_s) \quad (7)$$

Em equilíbrio, temos que $Y = DA$, isto é, a oferta total ao custo de fatores é igual ao dispêndio total.

$$Cp + Sp + (Td - Tr) = Cp + G - (Ti - G_s)$$

$$Sp + (Td - Tr) + (Ti - G_s) = I + G$$

$$Sp + T = I + G$$

$$T - G = I - Sp$$

$$S_g = I - Sp$$

$$I = Sp + S_g$$

$$\text{Sabendo que } I = I_p + I_g$$

$$I_p + I_g = Sp + S_g \quad (8)$$

Assim, no sistema de contabilidade nacional, para uma economia fechada, S_g não corresponde ao déficit público (D_g), este equivale à diferença entre a arrecadação líquida total (T) e os gastos totais (G e I_g):

$$D_g = I_g - S_g \quad (9)$$

Quando o governo incorrer em déficit ($I_g > S_g$), ou seja, quando o governo gastar mais do que arrecadar, o setor privado, em contrapartida, será poupador líquido ($S_p > I_p$). É o excesso de poupança privada que irá financiar o déficit público.

Finalmente, no sistema de contas nacionais para uma economia aberta, isto é, com transações econômicas com o resto do mundo, é necessário distinguir os residentes dos não-residentes. Segundo Rossetti (1979, p. 133), o conceito de residente abrange os residentes permanentemente situados no território do país e cuja atividade esteja sujeita à direção e ao controle sistemático das autoridades nacionais. Os não-residentes são os agentes estabelecidos em outros países. Assim, as empresas com sede no território nacional são consideradas residentes, ainda que sejam de proprietários não-residentes. Nesse sentido, as transações econômicas que ocorrem entre a matriz e sua subsidiária são consideradas como transações internacionais.

Uma das contas mais importantes no Balanço de pagamento é a conta rendas de capitais no grupo balança de serviços. Esta conta registra *ex post* os juros, lucros e dividendos decorrentes de empréstimos e de investimentos internacionais. Os recebimentos são lançados a crédito e referem-se às aplicações de residentes no exterior em função de empréstimos, investimentos diretos ou de ativos financeiros de renda fixa ou variável emitidos por governo ou empresa no exterior. Por outro lado, os pagamentos são lançados a débito e referem-se a juros sobre empréstimos contraídos no exterior, remessa de lucros resultantes de investimentos diretos realizados no país e aos juros concernentes ao financiamento das exportações e importações.

Quando os lançamentos a créditos (entradas) suplantam os lançamentos a débito (saídas), o país recebe como remuneração dos fatores mais do que paga.

Com as transações econômicas com o resto do mundo, é necessário distinguir o produto interno bruto do produto nacional bruto. O primeiro é representado pelo total de bens e serviços finais produzidos dentro das fronteiras do país, independentemente da nacionalidade dos proprietários dos recursos empregados. O Produto Nacional Bruto (PNB) exclui os pagamentos por fatores não nacionais.

A equação das transações com o exterior pode ser expressa da seguinte forma:

$$X + \text{STC} = M + \text{RLEE} \quad (10)$$

onde:

X = exportação

STC = saldo de transações correntes

M = importação

RLEE = renda líquida enviada ao exterior

Rearranjando a equação supra, temos:

$$STC = Se = RLEE - (X + M) \quad (11)$$

onde:

Se = poupança externa

Como esclarecem Gremaud, Vasconcelos e Torneto Júnior (2002, p. 64), a poupança de cada agente pode ser expressa da seguinte maneira:

- Sp = renda familiar líquida: $(S + A + J + L + Tr - Td) - Cp$
- Sg = renda líquida do governo: $[(Td - Tr) + (Ti - G_s) + ORG] - G$
- Se = renda líquida enviada ao exterior (RLEE) - $(X - M)$

Assim, a poupança de cada agente é determinada pela diferença entre a renda líquida e o consumo, como:

$$\begin{aligned} Ip + Ig &= Sp + Sg + Se \\ Ig - Sg &= Dg = (Sp - Ip) + Se \end{aligned} \quad (12)$$

Assim, toda a vez que houver um déficit público, o mesmo deve ser financiado junto ao setor privado interno ou externo.

No Brasil, as contas Nacionais são elaboradas e divulgadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (IBGE). A Tabela 2 sintetiza o saldo orçamental pela óptica da contabilidade nacional.

Tabela 2 – Resultado da Administração Pública segundo a Contabilidade Nacional

| |
|---|
| 1 – imposto sobre produção e importação |
| 2 – imposto direto |
| 3 – contribuições sociais |
| 4 – vendas |
| 5 – outras receitas correntes |
| 6 – total das receitas correntes |
| 7 – consumo intermediário |
| 8 – despesas com pessoal |
| 9 – prestações sociais |
| 10 – juros |
| 11 – subsídio |
| 12 – outras despesas correntes |
| 13 – total despesas correntes (7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12) |
| 14 – poupança bruta (6 - 13) |
| 15 – receitas de capital |
| 16 – total das receitas (6 + 15) |
| 17 – formação bruta capital fixo |
| 18 – outras despesas de capital |
| 19 – total das despesas (13 + 17 + 18) |
| 20 – capacidade (+) necessidade financiamento (-) (16 - 19) |
| 21 – saldo corrente |
| 22 – saldo corrente primário (10 + 21) |
| 23 – saldo primário (20 + 10) |
| 24 – estoque da dívida % do PIB |

Fonte: Adaptado de Santos et al. (2002, p. 65)

3.4. O déficit público pela óptica do orçamento consolidado

Vimos no item 3.3 que a poupança do governo é entendida como a diferença entre a receita líquida (arrecadação total de tributos menos as transferências e os subsídios) e as despesas correntes, ou seja, salário e encargos, mais compra de bens e serviços. Pelo conceito apresentado, a situação financeira do governo é dada pelo comportamento da poupança, pois as contas nacionais do Brasil não incluem no conceito de governo as empresas estatais (OLIVEIRA, 1987, p. 246). E é a poupança que permite ao governo investir em projetos de infra-estrutura sem pressionar a dívida pública.

Já quando medimos o déficit via orçamento consolidado do governo, das autoridades monetárias e das empresas estatais, precisamos utilizar o conceito de setor público e, para isso, necessitamos defini-lo.

No Brasil, no âmbito do acordo Brasil – Fundo Monetário Internacional (FMI), utilizado para medir a dívida líquida e o déficit público, o conceito de setor público é o do setor público não financeiro mais o Banco Central.

Entende-se por setor público não financeiro as administrações diretas (Executivo, Legislativo e Judiciário) da União, Estados e Municípios, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social, as empresas estatais não-financeiras da União, Estados e Municípios, os fundos públicos cuja fonte de recurso é constituída de contribuições fiscais e parafiscais e o Banco Central, este último em função de ser o arrecadador de imposto inflacionário e de transferir para o Tesouro Nacional seu lucro ou prejuízo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, p. 4).

As empresas estatais incluem aquelas que dependem de repasse do Tesouro, porque não possuem renda própria, e aquelas que têm renda derivada de seu setor produtivo, transferindo para o Tesouro os dividendos quando geram lucros.

Conforme adverte Oliveira (1987, p. 148), uma grande dificuldade na consolidação do orçamento do setor público deve-se aos diversos critérios adotados pelos diferentes agentes formadores do déficit. Os orçamentos das empresas estatais são financeiros e utilizam o critério de caixa para apurar as receitas e despesas. Por outro lado, União, Estados e Municípios utilizam o critério de competência em seus orçamentos e as autoridades monetárias apuram seu resultado pelo critério da caixa.

O que nos interessa é verificar as contas que afetam a demanda agregada, pois existem contas que afetam o ativo (reembolso, empréstimo) ou o passivo (dívida ou amortização), mas que se supõe não afetarem a produção.

Cabe mencionar ainda que o saldo corrente primário é o saldo corrente expurgando as despesas de juros. O que se pretende é retirar do saldo corrente o peso do passado.

A inflação também afeta o orçamento do governo como um todo, tanto do lado das despesas como do lado das receitas. No lado das receitas, o efeito da inflação é ambíguo. De um lado, o lapso de tempo entre o fato gerador e a arrecadação do imposto reduz o valor real do imposto (o chamado efeito-Tanzi) e, de outro lado, a inflação eleva os preços dos bens e serviços aumentando o valor da base de cálculo do imposto e, conseqüentemente, a carga fiscal (a chamada *fiscal*

drag). Existe ainda um outro efeito, que veremos mais adiante, chamado de “senhoriagem”.

Segundo Rossetti (1983, p. 77), antes de 1985 o governo brasileiro apresentava três orçamentos: o orçamento da União, o orçamento monetário e o orçamento das estatais. O superávit apresentado pelo orçamento da União revelava pouco sobre a real situação das finanças do Estado, isto devido à confusa relação existente entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, conforme aponta Munhoz (1987, p. 173).

Não era possível tomar uma decisão de política fiscal examinando apenas o orçamento fiscal. Era prudente olhar também para o orçamento monetário, que encobria várias contas do Tesouro. Entre elas, podemos citar os subsídios creditícios concedidos pelo governo, a política de estoques reguladores, a conta-petróleo, a conta-trigo e os encargos da dívida pública que estavam sendo cobertos pelas autoridades monetárias através da Lei Complementar n°. 12. Segundo essa Lei, o BACEN estava autorizado a emitir títulos do Tesouro Nacional (ORTN e LTN) para cobrir déficits orçamentários para financiar os programas do governo, tais como estoque reguladores, subsídio ao trigo e ao petróleo, política de preços mínimos, sem ter que se submeter a aprovação prévia do Congresso Nacional. As despesas de juros eram contabilizadas no orçamento monetário ao invés de no orçamento fiscal.

Cabe ainda mencionar os chamados empréstimos ponte, conhecidos como MF-30, que são mecanismos pelos quais o Banco do Brasil cobre compromissos externos (principal e juros) vencidos, de responsabilidade de entes da federação, avalizados pelo Tesouro Nacional.

Nesse período, isto é, antes de 1985, ainda foram criados mecanismos cujo objetivo era o acúmulo de reservas: a Circular n° 230 e a Resolução n° 432, ambas do BACEN. A primeira tinha por objetivo estimular os bancos a captar recursos em moeda estrangeira, via Resolução n° 63, permitindo que essas instituições depositassem no BACEN os recursos captados, assumindo a responsabilidade pela desdolarização da moeda, juros e comissões, até que os recursos fossem repassados pelo tomador final.

A Resolução n° 432 possibilitava ao tomador de recursos externos, via Lei n° 4.131/62, depósitos em moeda local de valor equivalente em moeda estrangeira no

BACEN, que passava a assumir o risco de câmbio contra eventuais modificações na política cambial.

Com o processo de unificação orçamentária introduzido em 1988, a consolidação dos orçamentos passou a ser mais simples e transparente, com a inclusão dos encargos da dívida pública mobiliária no orçamento geral da união e a extinção da conta movimento do Banco do Brasil (BB). Desta forma, o Banco do Brasil deixou de exercer o papel híbrido, isto é, além de atuar como executor da política de crédito do BACEN, desempenhava também funções de um banco comercial.

Com a transferência dos encargos da dívida mobiliária para o Orçamento Geral da União, e também do orçamento de crédito do orçamento monetário, eliminou-se o papel de fomento do BACEN. O Decreto-Lei nº 2.376/87 criou a Letra Financeira do Tesouro (LFT), em substituição à Letra do Banco Central (LBACEN), com o objetivo de prover recursos para a cobertura do déficit orçamentário, retirando assim do BACEN o poder de emissor de títulos da dívida pública outorgada pela Lei Complementar nº 12.

Bacha e Oliveira Filho (2006, p. 24) definem as LFT's como títulos com taxa de juros flutuantes (também chamados títulos pós-fixados ou títulos de indexação financeira) e cujos preços são reajustados diariamente de acordo com a taxa Selic.

Com a substituição das LBACEN's pela LFT's, transferiu-se para o congresso o poder de autorizar o aumento da dívida pública, visando a cobertura do déficit e o atendimento da parcela do encargo da dívida. O poder do BACEN de emitir títulos (LBACEN) para financiar a União, conferido pela Lei Complementar nº 12, que deu amplos poderes a essa instituição para administrar a dívida pública, e que estava associado à conta movimento do Banco do Brasil, evitava que o governo federal prestasse contas junto ao Congresso Nacional. A revogação dessa prerrogativa corrigiu esse desvio, permitindo uma melhora no acompanhamento e gestão das contas públicas.

Como consequência dessa medida, a Secretaria do Tesouro Nacional definiu o volume de títulos a ser negociado no mercado. O uso do endividamento via venda dos títulos públicos (LTN, NTN, LFT) evita a expansão dos meios de pagamento com impacto negativo sobre a inflação, porém, eleva a taxa de juros. Assim, a manutenção do déficit público em nível elevado implica uma das duas opções: ou é garantida mediante o endividamento, o que eleva a taxa de juros, conduzindo a um

novo aumento do déficit, via aumento do serviço da dívida, ou é financiada com emissão de moeda, podendo resultar em um processo inflacionário.

O reordenamento do setor público, em 1987, (com a promulgação do Decreto-Lei nº 2.376/87) retirou do BACEN o papel de emissor de títulos da dívida pública e o poder de aumentar a despesa pública à revelia do Congresso, mas manteve o papel do BACEN como comprador de título público. Assim, se o Tesouro Nacional tiver dificuldades em leiloar seus títulos junto ao público, o BACEN, com o objetivo de impedir grandes variações para cima das taxas de juros, pode comprar os títulos, monetizando o déficit e ampliando a sua carteira.

Os títulos em carteira do BACEN são agora usados no mercado de *overnight* para regular o nível de reservas. As posições do BACEN estão *oversold* (supervendidas) quando há escassez de reservas bancárias. Nesse sentido, o BACEN faz uma operação de recompra, injetando liquidez no mercado e impedindo um aumento na taxa de juros. O BACEN está *undersold* (subvendido) quando há abundância de reservas bancárias. Neste caso, ele faz uma operação de revenda, ou seja, retira liquidez do mercado, impedindo uma queda na taxa de juros.

Nessas operações, o que realmente se negocia é o dinheiro representado pela caução de títulos (LFT), conhecida como operação compromissada.

A unificação orçamentária procura coibir o financiamento de despesas não previstas no orçamento da União, eliminando o poder do BACEN de financiar despesas para as quais inexistia fonte de receitas. Todavia, isto não significou a eliminação do poder de manobra do Executivo para a criação de gastos, mas são indiscutíveis os ganhos obtidos com a unificação do orçamento, notadamente nos aspectos de controle e transparência.

3.5. Os déficits nominais, operacionais e primários

Os conceitos de déficit, desenvolvidos nas duas seções anteriores, foram elaborados de acordo com o critério chamado “acima da linha”.

Esse critério tem a vantagem de discriminar todos os itens relacionados com a despesa e receita, permitindo, via análise vertical, verificar não só quais itens da

despesa e receita caíram e quais subiram, mas também comparar, através da análise horizontal, as despesas e receitas de um ano para outro, e determinar o peso de cada conta do orçamento na formação do déficit público.

Mas, apesar da melhora nos procedimentos técnicos, coleta de dados e metodologia empregada para o cálculo de déficit público, as alterações verificadas ainda não eliminaram o problema de defasagem entre a coleta e divulgação das informações, aspecto crucial para os formuladores de política econômica.

Muitas vezes, o déficit está associado à rigidez dos custos e benefícios. Com efeito, as despesas com salários e encargos, uma vez aumentadas, não podem ser reduzidas, pelo princípio constitucional da irredutibilidade do salário, e também em função da estabilidade do funcionário público. A história do Brasil nos mostra que, quando introduzido um benefício, há uma forte resistência à sua retirada.

Como observa Lanzana (2002, p. 41), o conceito mais abrangente de déficit refere-se ao nominal, que é o conceito mais utilizado no mundo.

O déficit nominal “acima da linha” é calculado pelo confronto entre a totalidade das receitas e despesas do setor público não financeiro, incorporando a correção monetária e cambial incidentes sobre o estoque da dívida interna e sobre o passivo, de acordo com a metodologia do FMI.

O setor público não financeiro é entendido como integrado pelas administrações diretas federal, estaduais e municipais, agências descentralizadas, empresas públicas não financeiras, os fundos e programas oficiais, sistema de previdência social e o BACEN. O sistema financeiro interno no Brasil inclui o Banco do Brasil, os bancos comerciais e as instituições financeiras não monetárias: BNDES, a CEF e os bancos de investimento. Cabe mencionar que seu resultado é obtido pelo critério de competência, não se levando em conta o pagamento ou recebimento no período.

O conceito nominal para se apurar o déficit do Brasil foi muito criticado, devido ao binômio inflação-déficit elevado (ALVES, 1989, p. 72).

Giambiagi e Além (2001, p.70) ponderam que, embora a inflação seja muitas vezes resultado de um elevado déficit público, a recíproca também é verdadeira, não se podendo estabelecer uma relação de causa e efeito.

Em países com inflação baixa, o déficit nominal e o déficit operacional (exclui os efeitos da correção monetária e cambial pagas sobre a dívida pública corrente como também sobre o estoque da dívida) costumam ser bastante próximos.

Por outro lado, em períodos de elevada inflação, o déficit nominal e operacional são bem diferentes, isto porque o primeiro é bastante sensível à inflação. A título de exemplificação, suponhamos que, no começo do ano, o governo emita um título com cláusula de correção (NTB-B) no valor de face de R\$ 10,00 e juros de 5% a.a, com vencimento no final do ano. Se a inflação do período for de 10%, o governo pode pagar os juros de 5% e rolar a dívida, emitindo um novo título no valor de R\$ 11,00. Ao fazê-lo, o governo não estará aumentando a dívida, em valor deflacionado. Todavia, o valor nominal da dívida aumenta, provocando um aumento no déficit nominal.

Bresser Pereira e Antonori (1983, p. 135) chamaram atenção para o fato de que, quando aumenta a taxa de inflação, aumenta o déficit público e, quando diminui a taxa de inflação, diminui o déficit público, ainda que em termos reais o déficit público não tenha se alterado.

Um outro efeito da inflação ocorre nas despesas nominais de juros sobre a dívida pública interna. Esse fenômeno é conhecido como *efeito Fisher*, ou seja, os agentes embutem nas operações prefixadas uma expectativa de inflação que esperam para o período, e acrescentam à taxa real que desejam. Assim, nos períodos de inflação, as taxas de juros nominais aumentam.

O aumento na taxa esperada de inflação eleva de modo significativo as despesas de juros nominais, deteriorando a relação dívida pública interna como proporção do PIB.

Alves (1989, p. 75) mostra que uma dívida pública formada por títulos de curto prazo igual a R\$ 1 milhão, com expectativa de estabilidade de preços e uma taxa de juros nominal igual a real em 5%, significa uma despesa de juros de R\$ 50 mil. Se a inflação esperada subir para 10%, e assumindo-se o efeito Fisher, a taxa nominal seria de 15%. Neste caso, a despesa de juros seria de R\$ 150 mil, o que representa um aumento de 200% nas despesas financeiras do governo.

Um ponto importante é que, tanto o déficit como o PIB são variáveis de fluxo, ou seja, são gerados ao longo do ano, enquanto a dívida é uma variável de estoque, medida num determinado período, o fiscal do ano, por exemplo. Os déficits medem a diferença entre os desembolsos totais, incluindo as despesas de juros, mas excluindo o pagamento de amortização sobre o estoque da dívida pública, e o total das receitas, incluindo as receitas de juros, mas excluindo os empréstimos.

A amortização não é tratada como renda por aqueles que recebem, e nem como despesa por aqueles que pagam (governo). Dessa forma, não aumentando o déficit, ou não afetando a demanda agregada, deve receber o mesmo tratamento que é dado à correção monetária no conceito de déficit operacional.

A dívida externa, bem como a dívida interna em títulos indexados ao câmbio, não é tratada como despesa, pois a taxa de juros que nela incide não é afetada pela inflação interna, supondo nula a inflação do resto do mundo. Todavia, com a inflação, as despesas com juros irão crescer, devido aos juros incidirem sobre uma base maior, pois o valor nominal de dívida em moeda nacional cresce com a desvalorização.

Giambiagi e Além (*op. cit.*, p. 200) ilustram bem esse ponto ao considerar uma dívida pública indexada ao câmbio de 100 unidades monetárias, com juros de 1% ao mês. Nesse caso, a despesa de juros é de 1 unidade monetária, na hipótese de não haver déficit nominal, de modo que a dívida pública é constante. Ocorrendo uma desvalorização da moeda em 50%, a despesa com juros nominal é de 51,5, sendo 50 unidades monetárias correspondentes a variação cambial e 1,5 aos juros de 1% ao mês. A relação dívida/PIB torna-se muito maior com a incorporação da variação cambial na dívida pública, isto porque o déficit público e o PIB são um fluxo, ao passo que a dívida pública e a variação cambial são estoque. Assim, a metodologia de se calcular o déficit nominal é distorcida.

Em períodos caracterizados por inflação e flutuação cambial elevadas, as despesas com correção monetária e cambial são altas, fato que motivou os formuladores de política econômica no Brasil a defender outro conceito de déficit, chamado *operacional*.

O déficit operacional do setor público não financeiro é o déficit nominal menos a soma das correções, monetária e cambial, sobre o saldo da dívida pública interna e externa. Com efeito, as emissões de títulos públicos para cobrir a correção monetária e cambial da dívida não alteram o valor real da mesma.

O déficit operacional, por ser expresso em valores reais, eliminando os efeitos distorcidos da inflação, é uma melhor medida da política fiscal a ser executada (LEITE, 2000, p. 235). Esse conceito ainda tem a vantagem de poder subdividir a base monetária nominal em dois componentes: a senhoriagem (decorrente do aumento real da base monetária) e o imposto inflacionário, que corresponde à desvalorização da base monetária.

Por fim, cabe mencionar que o conceito do déficit operacional foi aceito pelo FMI nas negociações de 1983.

Vimos que o déficit público nominal é influenciado pelo comportamento da inflação e que o déficit operacional depende da variação da taxa de juros real sobre o estoque da dívida.

O terceiro conceito de déficit é o chamado *primário*, que exclui do déficit operacional as despesas de juros reais que recaem sobre as dívidas interna e externa do setor público. O objetivo dessa exclusão é desconsiderar o efeito dos déficits passados, responsáveis pela dívida e juros atuais, no déficit atual. Esse conceito foi utilizado no acordo do Brasil com o FMI em 1999. Como o superávit primário exclui as receitas e despesas com juros, o governo pode ter maior liberdade na condução da política monetária, pois aumentos na taxa de juros não interferem no superávit primário, que inicialmente foi fixado em 3,10% do PIB em 1999 e hoje é da ordem de 4,25%.

3.6. O financiamento do déficit

Vimos até o presente momento duas formas de se calcular o déficit público: mediante as contas nacionais ou mediante a consolidação dos orçamentos do governo. Estes métodos de calcular são feitos pelo critério acima da linha, permitindo a identificação dos itens da receita e despesa.

Contudo, o critério acima da linha tem a desvantagem de divulgar o déficit com bastante defasagem e não está isento a revisões, o que dificulta a tomada de decisão pelos agentes formuladores de política econômica.

A Necessidade de Financiamento do Setor Público – NFSP é definida como o financiamento líquido obtido pelo setor público não financeiro, proveniente do sistema financeiro interno, do setor privado não financeiro e de fontes externas.

A NFSP, medida pelo conceito de déficit nominal, corresponde ao modelo do FMI denominado de *Public Sector Borrowing Requirement* – PSBR. No conceito operacional, expurgam-se as correções monetária e cambial da NFSP. Já no

conceito primário, a NFSP desconsidera as receitas e despesas com juros e equivale ao déficit primário calculado pelo critério acima de linha.

A NFSP é calculada pelo critério abaixo da linha, sendo definida como a variação nominal do setor público não financeiro, incluindo a União, Estados e Municípios, as empresas públicas não financeiras, autarquias, sistema de previdência social e o BACEN.

O saldo da dívida interna consiste no crédito líquido fornecido pelas instituições financeiras ao setor público não financeiro, crédito de fornecedores, títulos do tesouro, além de títulos emitidos pelos governos estaduais e municipais.

O conceito de NFSP não representa uma medida direta do déficit público (LANZANA, 2002, p. 43). É necessário fazer a distinção entre déficit público e necessidade de financiamento do setor público. Além dos recursos para cobrir o déficit público, o governo pode necessitar de recursos por dois outros motivos, os quais não representam déficit público. O primeiro está relacionado com o superávit da balança de pagamento, o qual pressiona o governo a buscar recursos em reais para comprar os dólares que entram em excesso no país. O segundo fator é concernente ao saldo negativo das operações de crédito do setor público, uma vez que o governo concede empréstimos ao setor privado e, quando os empréstimos são maiores que as amortizações, o governo necessita de recursos que não representam déficit público.

A NFSP é medida pelo conceito abaixo da linha, ou seja, mede-se o tamanho da diferença entre receitas e despesas através da variação do endividamento público. Por esse conceito, não dá para saber se o desequilíbrio foi suscitado pela queda na receita ou pelo aumento nos gastos, sendo revelado somente o tamanho da variação das dívidas públicas interna, externa e base monetária que representam as fontes de financiamento do setor público.

No Brasil, quem divulga os três tipos de déficit (nominal, operacional e primário) pelo modelo NFSP é o BACEN.

A NFSP que corresponde ao déficit público mede as variações entre o início e o final de um período, normalmente um ano, da dívida líquida do setor público não financeiro (DLSP). A DLSP é entendida como o endividamento do setor público não financeiro, menos os ativos financeiros do setor público, tais como o crédito junto ao setor privado doméstico e as reservas internacionais em período do BACEN. Se a dívida líquida aumentar, supõe-se a existência de um déficit. Por outro lado, se a

dívida líquida decresce, é por causa de um superávit. Como a medida do déficit refere-se ao setor público não financeiro, exclui os bancos oficiais, como o BB e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, salvo se os mesmos obtiveram um aporte com recursos do Tesouro Nacional.

3.7. A composição da dívida líquida do setor público

A dívida líquida do setor público financeiro é composta pela dívida mobiliária, dívida bancária líquida, arrecadação a recolher, aviso MF-30, moedas de privatização, recursos do FAT, base monetária, outros depósitos no BACEN, créditos no BACEN, previdência social, depósito à vista, dívida com empreiteiros e fornecedores, debêntures e dívida externa, conforme abaixo especificado:

a) Dívida mobiliária – é formada pelo total de títulos públicos (LTN, LFT, NTN-C e NTN-S) emitidos pelo Tesouro Nacional fora do BACEN. Por se tratar de dívida consolidada, os títulos de emissão do Tesouro Nacional pertencentes à carteira do BACEN não estão incluídos.

Os títulos públicos na carteira do BACEN podem ser utilizados nas operações de mercado aberto. Se o BACEN vender títulos, ele retira liquidez do sistema, reduzindo a base monetária. Se o BACEN comprar títulos, ele injeta liquidez no sistema e expande a base monetária. Todavia, os efeitos sobre os meios de pagamento dependem de quais agentes (público bancário ou público não bancário) compram ou vendem os títulos.

Para os governos estaduais e municipais, a dívida mobiliária é o total de títulos emitidos pelos respectivos tesouros, menos os títulos em tesouraria.

b) Dívida bancária líquida do setor público junto ao sistema financeiro – corresponde ao endividamento líquido do setor público junto ao sistema financeiro.

c) Arrecadação a recolher – trata-se dos títulos recebidos pelo sistema financeiro e ainda não transferidos aos respectivos tesouros.

d) AVISO MF-30 – os chamados *empréstimos ponte* de 1983. Com esse mecanismo, o Banco do Brasil, mediante suprimento do BACEN, honrava as operações de empréstimos externo com aval do Tesouro Nacional, decorrente de operação de assunção de dívida, cujo saldo líquido do setor público consolidado é zero.

e) Moedas de Privatização – representa o total de dívidas emitidas pelo governo federal que deixou de ser honrada, criando-se um mercado secundário para esses papéis, como exemplo, debêntures da Siderbrás, títulos de dívida agrária, títulos de dívida externa etc.

f) Recursos do FAT, que se encontram aplicados nos fundos extra-mercado do Banco do Brasil e do BNDES.

g) Base monetária – é o papel-moeda emitido, mais as reservas bancárias, e que não rende juros.

h) Outros depósitos no BACEN – são os depósitos compulsórios que recaem sobre a poupança, depósito a prazo, fundos e outros.

i) Créditos do BACEN – são créditos do BACEN junto ao sistema financeiro, em função de empréstimos de redesconto e créditos do Programa de Reestruturação do Sistema Financeiro – PROER.

j) Previdência Social – representa o total líquido dos créditos e débitos do sistema público de previdência social junto ao sistema financeiro.

l) Depósitos à vista – são as disponibilidades dos Estados, Municípios e empresas públicas mantidas como depósito à vista no sistema bancário.

m) Dívida com empreiteiro e fornecedores – corresponde ao total do endividamento em atraso.

n) Debêntures – títulos emitidos por empresas estatais.

o) Dívida Externa Líquida – é a dívida externa bruta do setor público não financeiro. O BACEN faz parte do conceito do setor público, deduzem-se, portanto as aplicações em moeda estrangeira no BACEN.

Como todos os agentes econômicos, o governo também está sujeito a uma restrição orçamentária. Se o fluxo de entrada for superior ao fluxo de saída, o governo acumulará poupança. Por outro lado, se o fluxo de despesa superar o fluxo de entrada, o governo estará gerando um déficit que terá que ser financiado por uma das fontes de financiamento junto ao setor privado ou ao BACEN.

Usando o conceito de déficit nominal, podemos igualar as origens de déficit de um lado, às fontes de financiamento da outra, conforme segue:

$$DN = G + rDI^{-1} + re/|DE^{-1} = T + (B - B^{-1}) + (DI - DI^{-1}) + /|(DE - DE^{-1}) \quad (13)$$

onde:

G = gasto do governo não financeiro, inclui investimento.

rDI⁻¹ = juros nominais pagos setor e a dívida interna

re/|DE⁻¹ = juros pagos sobre a dívida externa, onde /| é a taxa de câmbio

T = receita do governo.

(B - B⁻¹) = variação na base monetária

(DI - DI⁻¹) = variação na dívida interna

/| (DE - DE⁻¹) = variação na dívida externa, sendo E a taxa de juros externa

Transferindo T para o lado esquerdo de equação para o conceito de déficit, temos:

$$DN = (G - T) + rDI^{-1} + re/|DE = (B - B^{-1}) + (DI - DI^{-1}) + /|(DE - DE^{-1}) \quad (14)$$

A NFSF corresponde à variação do endividamento do setor público não financeiro, ou seja, é a variação da base monetária mais a variação da dívida interna e mais a variação da dívida externa. Na geração de déficit temos os gastos não financeiros e as despesas líquidas com pagamento de juros sobre o estoque da dívida interna e juros da dívida externa contraída em moeda estrangeira. A

variável (/ |) representa da taxa de câmbio que afeta o estoque da dívida quando de sua variação.

Diante do exposto, percebe-se que um aumento nos gastos públicos (despesa corrente mais investimento) irá elevar o estoque da dívida do setor público, o que poderá ocorrer por motivos fiscais – queda na arrecadação ou aumento nas despesas – por motivo de política monetária ou por mudança na condução da política cambial.

O lado direito da equação retro mencionada refere-se às fontes de financiamento, que inclui a dívida mobiliária fora da carteira da BACEN, o montante emitido de base monetária, representando a dívida do BACEN com os detentores da base monetária e a dívida externa do setor público. A variação da dívida líquida de um período para outro é o déficit público nominal.

Conforme salienta Rezende (2001, p. 276), as operações de empréstimos do BACEN para o Tesouro Nacional (que ocasionam expansão da base monetária) podem se dar de duas maneiras. A direta ocorre quando o Tesouro Nacional vende títulos ao BACEN, recebendo em contrapartida moeda primária. Essa operação aumenta a base monetária e, via multiplicador, os meios de pagamento. A indireta é produzida mediante operações de *open market*, isto é, compras de títulos da dívida pública em poder do setor privado.

Assim, para calcular a NFSP, temos de incluir as mudanças do balanço do BACEN. Essas mutações são as seguintes:

$$B_t = L_t + e_t R_t - I_t \quad (15)$$

onde:

B é a base monetária

R é o estoque de reservas internacionais

I é o lucro ou prejuízo do BACEN

O lado esquerdo representa o passivo monetário do BACEN. No lado direito, estão os principais ativos do BACEN, tais como títulos públicos e as reservas internacionais. O I irá computar os ganhos ou perdas com as operações ativas e passivas do BACEN. Na hipótese das operações ativas renderem uma taxa acima daquela do passivo, o BACEN estará ampliando seu patrimônio líquido e, conseqüentemente, reduzindo a dívida do setor público consolidado.

A fórmula abaixo demonstra essa variação patrimonial:

$$\nabla \Pi_t = re/|DE + r + / \nabla |R \quad (16)$$

A variação no lucro ou no prejuízo é função da remuneração das reservas internacionais em poder do BACEN, do pagamento de juros da dívida mobiliária e da desvalorização da taxa de câmbio.

No período compreendido entre 1995 a 1997, quando o governo adotou o regime de bandas cambiais e, simultaneamente, uma política restrita com juros altos, houve uma forte entrada de dólares no país. Os dólares são trocados por reais, expandindo a base monetária e podendo abrir espaço para a inflação. Então, com intuito de esterilizar a moeda primária, o BACEN vende títulos da dívida mobiliária, o que eleva a dívida pública interna federal fora da carteira do BACEN. O diferencial entre a remuneração que o BACEN recebe com as reservas internacionais e os juros pagos pela emissão da dívida mobiliária representaram, nesse período, um prejuízo.

Os créditos do PROER também têm impacto no patrimônio líquido do BACEN e, conseqüentemente, na dívida líquida do setor público.

Cabe ainda mencionar, conforme destaca Bacha (2004, p. 147), que parcela expressiva da dívida externa é trocada pela dívida mobiliária interna, dada a necessidade de se controlar a base monetária. Assim, não se pode simplesmente somar o montante da dívida externa e interna para se obter o endividamento total. Se assim se fizer, estaremos fazendo dupla contagem de parcela da dívida.

É por isso que devemos fazer distinção entre dívida externa, dívida mobiliária e dívida líquida do setor público.

Por dívida externa entende-se o saldo devedor, em moeda estrangeira, tomado pelo setor público e privado. Apenas parte da dívida externa é de responsabilidade do setor público.

A variação na base monetária ($b - b - i$) pode ser decomposta em duas fontes de financiamento do déficit público. A primeira refere-se à senhoriagem, que é o aumento real na base monetária em função do governo deter o monopólio da emissão de moeda manual, em função da procura por moeda por motivos transacionais. O segundo é chamado de imposto inflacionário, que é a perda do poder de compra da moeda devido à inflação. Assim, a Equação 14, retro, pode ser reescrita da seguinte maneira:

$$NFSP = \Delta DLSP = (b - b^{-1}) + (DI - DI^{-1}) + \frac{1}{1+P}[(DE - DE^{-1}) + (Pb^{-1})] \quad (17)$$

onde:

$(b - b^{-1})$ = senhoriagem

$(Pb^{-1})/(1+P)$ = imposto inflacionário e

P = taxa de inflação

É importante mencionar que o conceito de dívida líquida refere-se apenas a ativos financeiros, não levando em consideração a existência de ativos reais. O que se procura medir é o impacto do déficit público sobre a demanda agregada. Com efeito, quando o governo amplia os investimentos nas empresas públicas, ele exerce um efeito sobre a demanda, estimulando a economia. Nesse sentido, a privatização representa apenas uma transferência de patrimônio, no caso, do setor público para o setor privado, sem efeito sobre a demanda. O mesmo ocorre com o reconhecimento de dívidas antigas, que não representa um déficit público, mas apenas o registro de uma dívida ocorrida por um déficit antigo.

O BACEN, reconhecendo essa distorção, expurga do cálculo da NFSP esses efeitos de ajuste patrimonial. Caso não o fizesse, na hipótese de um equilíbrio do orçamento público, com a privatização a arrecadação reduziria a DLSP e geraria uma NFSP negativa, isto é, um superávit. Assim, a privatização diminui a dívida, e os esqueletos (passivos não reconhecidos) aumentam a dívida. Com o ajuste temos:

$$\Delta DLSP = NFSP - Privatizações + Esqueletos$$

ou

$$DFL = DLSP - Ajuste = DLSP - (Esqueletos - Privatizações)$$

onde

$$DFL = \text{dívida fiscal líquida}$$

É importante mencionar o ajuste devido a uma variação cambial. Quando o governo capta recursos no exterior, o faz em moeda estrangeira. As variações na taxa de câmbio não aumentam nem diminuem o déficit público, pois não afetam o estoque da dívida medida em moeda estrangeira; em outras palavras, a variação cambial não tem equivalência em moeda estrangeira.

Suponhamos, a título de exemplificação, que o país tome um empréstimo em dólar no valor de USD 100.000,00, com taxa de juros de 10% ao ano, e que a taxa de câmbio no início do período seja de R\$/USD = 1 e, no final do período, de 1,20. A Tabela 3 mostra o efeito da variação cambial sobre a dívida externa, conforme segue:

Tabela 3 – Efeito da variação cambial sobre dívida externa

| | Valor em R\$ | Câmbio | Valor em USD |
|--------------------------|--------------|--------|--------------|
| A – Empréstimo | 100.000 | 1,00 | 100,000 |
| B – Variação Cambial | 20.000 | | - |
| C – Base nominal (A + B) | 120.000 | | 10,000 |
| D – Juros | 12.000 | | |
| Valor Final (C + D) | 132.000 | 1,20 | 110,000 |

Fonte: Adaptado de Hoji (1997, p. 66).

Note-se que a variação cambial não tem nenhum efeito na dívida externa e, portanto, no déficit público.

Todavia, se a dívida pública for indexada ao câmbio, no momento da desvalorização, a dívida salta de R\$ 100.000,00 para R\$ 120.000,00, considerando uma desvalorização de 20% no período. Isto implica que, no mês da desvalorização, as despesas de juros nominais são da ordem de R\$ 32.000,00, isto é, R\$ 20.000,00 de variação cambial, mais R\$ 12.000,00 de juros reais. Não parece apropriado considerar que o aumento da dívida representa um déficit. Se este fosse o caso, deveríamos considerar um superávit quando houvesse uma valorização do câmbio. Assim, o correto é contabilizar a dívida interna indexada ao câmbio da mesma forma que a dívida externa, ou seja, não incorporando a variação cambial da dívida como um déficit, mas sim considerando o mesmo como um ajuste patrimonial.

3.8. Considerações finais

O déficit público brasileiro pode ser calculado por três métodos diferentes: contabilidade nacional, consolidação dos orçamentos e o dos fluxos financeiros.

O método da contabilidade nacional exclui as empresas públicas do conceito de governo, uma vez que elas estão incluídas no item investimento, juntamente com as empresas do setor privado. A diferença entre receitas e despesas dá a poupança

do governo. O confronto entre as contas públicas se dá pelo método “acima da linha”.

O orçamento consolidado do setor público e as necessidades de financiamento do setor público (NFSP) utilizam um conceito de governo mais abrangente.

Devido às especificidades da economia brasileira, muitas contas que deveriam fazer parte do orçamento fiscal estavam no orçamento monetário, o que impedia uma correta análise do déficit. A unificação dos orçamentos tornou o processo mais transparente.

A necessidade de financiamento do setor público (NFSP) corresponde à soma dos fluxos das dívidas públicas interna, externa e base monetária. A base monetária faz parte das fontes de financiamento, pois o BACEN a utiliza para adquirir os títulos da dívida pública do governo, chamado de monetização do déficit. Conforme determina o artigo 164 da Constituição Federal de 1988, este é o único financiamento que o BACEN pode conceder ao setor público.

Vimos como a taxa de juros nominal e a variação cambial afetam o déficit nominal. Ao subtrair-se as correções monetárias e cambial do conceito nominal, chega-se ao déficit operacional, que é uma maneira mais correta de se calcular o impacto do déficit sobre a demanda agregada. Outro conceito utilizado de déficit é o resultado primário, o qual exclui as receitas e despesas com juros. Esse conceito vem sendo utilizado no Brasil desde 1998, a partir do acordo com o FMI. A vantagem desse conceito é permitir um maior grau de liberdade da política monetária. Finalmente, cabe mencionar que esse método é calculado pelo critério “abaixo da linha”.

4. Evolução da dívida pública no período pós-Real

4.1. Observações introdutórias

Este capítulo mostra a evolução da dívida pública no período 1995 - 2005, ou seja, aquele que abrange os dois mandatos da administração Fernando Henrique Cardoso e os três primeiros anos do governo Luiz Inácio Lula da Silva. Não obstante pertencerem ideologicamente a posições díspares dentro do espectro político, suas políticas econômicas são muito semelhantes.

Este capítulo trata, especificamente, da evolução da dívida mobiliária, procurando compreender como essa dívida se formou e porque cresceu de forma expressiva. Além disso, também são discutidas as conseqüências dessa dívida para a economia brasileira, notadamente a convivência com as altas taxas de juros e a elevada carga tributária para o crescimento da economia.

No período de 1995 a 1998, a economia obteve sucesso no combate à inflação, porém, mostrou dois desequilíbrios simultâneos: o externo e o fiscal. Esse período também foi marcado por sucessivas crises: México (1995), Ásia (1997), Rússia (1998) e a própria crise brasileira (1998) que culminou com um acordo junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI).

No período do segundo mandato de FHC (1999-2002), o ciclo econômico caracterizou-se por uma alta vulnerabilidade externa, desvalorização da moeda local, política monetária contracionista, com forte alta nos juros e ajuste fiscal via aumento da carga tributária e corte nos investimentos público e privado.

O período do início do governo Lula foi marcado por incerteza quanto ao compromisso do novo governo em manter ou não a política de estabilidade do governo anterior, e de adotar uma política populista⁹. Essa incerteza se refletiu nos prêmios de risco da taxa de juros, no *overshooting* da taxa de câmbio, no risco soberano, que atingiu mais de 2000 pontos, e no recrudescimento da inflação.

⁹ Populismo econômico refere-se a gastar sem ter uma fonte de financiamento.

Esse período foi associado a uma expansão no cenário internacional e à alta liquidez internacional, com reflexo positivo nos preços de nossas *commodities* e no quantum de nossas exportações, não obstante a valorização do Real. A queda da inflação se deu à custa da elevação da taxa de juros Selic com reflexo adverso nos investimentos.

O montante da dívida pública no período em questão gerou a necessidade de pagamentos de juros elevados. Por outro lado, o encurtamento do prazo de financiamento obrigou a um ajuste fiscal, via aumento da carga tributária e colocação de títulos da dívida pública no mercado primário com impacto no risco soberano e na formação bruta de capital fixo (FBKF).

O tamanho do déficit público brasileiro não se traduz em eficiência econômica, como bem menciona Oliveira (2007, p. 205), pois o ajuste fiscal se dá pelo aumento da carga tributária num arcabouço complexo e de má qualidade, fugindo aos princípios de neutralidade, equidade e eficácia.

4.2. As contas públicas no ano de 1994

O plano de estabilização monetária denominado Plano Real fez a inflação ceder para patamares civilizados, com a vantagem de abolir as armadilhas adotadas em planos de estabilização anteriores, tais como congelamento de preços e salários, e confisco de haveres monetários e financeiros. Todavia, no período que antecede ao plano, o déficit nominal era muito superior ao déficit operacional, devido aos efeitos da inflação. Os efeitos da elevação no preço sobre o orçamento público estabeleciam uma relação negativa entre a taxa de inflação e o déficit operacional, o que ficou conhecido na literatura econômica como efeito Tanzi as avessas, ou efeito Bacha (MODENESI, 2005, p. 298).

O efeito Tanzi era a constatação de que, numa economia inflacionária, a receita do governo seria corroída pela alta nos índices de preços, uma vez que entre o fato gerador e o recolhimento do imposto existiria uma defasagem, ou seja, o valor real da receita tributária seria tanto menor quanto maior a inflação e o lapso de tempo entre o fato gerador e a arrecadação.

Dada as peculiaridades da economia brasileira, as receitas do governo eram indexadas ao nível de preços e as despesas eram contabilizadas em valores nominais, ajudando o governo a fechar as contas. Além disso, o governo utilizava o expediente de adiar o pagamento das despesas com o objetivo de corroer o seu valor real. Assim, o efeito Bacha age no lado da despesa e não do lado da receita do governo.

Em conseqüência, com a estabilização da economia brasileira, a despesa nominal seria próxima da despesa real, levando a um aumento do déficit público, pois reduzia a eficácia de atrasar as despesas para equilibrar o orçamento (GIAMBIAGI; ALÉM, 2001, p.224). Não obstante, a redução da inflação, se não eliminou, pelo menos reduziu significativamente a coleta de imposto inflacionário (receita de senhoriagem) que era paga pela população de baixa renda sem acesso às contas bancárias remuneradas. Assim, era fundamental para o sucesso do plano que o governo equilibrasse o seu orçamento, pois um aumento no déficit público associado a uma expansão no consumo pressionaria o nível de preços.

Por outro lado, o governo mantinha elevada a taxa de juros, o que provocou uma apreciação do câmbio, elevando as importações e retraindo as exportações, e que, somada à abertura comercial implantada no mesmo período, resultou na deterioração das contas externas, porém, mais que ajudou a conter as pressões de preços.

Assim, os formuladores do plano Real previram que, se não houvesse um ajuste fiscal, o aumento no déficit público provocado por uma redução brusca na inflação (efeito Bacha) elevaria a expansão da demanda agregada, o que, conjuntamente ao aumento no consumo, pressionaria os preços e salários.

Com efeito, o governo, preocupado com o ajuste fiscal, criou o Plano de Ação Imediata (PAI), cujas medidas foram: a) redução dos gastos públicos; b) elevação da receita via criação do Imposto Provisório sobre Movimentação Financeira (IPMF); c) redução das transferências para Estados e Municípios e regularização da amortização das dívidas destas entidades para com a União; d) saneamento dos bancos públicos; e) criação do fundo de privatização, com a ampliação do Programa Nacional de Privatização (PND) incluindo os setores de siderurgia, ferrovia petroquímica e energia elétrica.

A preocupação do governo com a vinculação das receitas e a rigidez dos gastos públicos, suscitada com a promulgação da Constituição Federal de 1988

(CF/88), fez o governo aprovar uma emenda constitucional em 1994, estabelecendo o Fundo Social de Emergência (FSE), cujo objetivo era reduzir as vinculações e restabelecer a governança fiscal. Segundo a Emenda Constitucional de Revisão nº 1, integrariam o Fundo, entre outras receitas: a) 20% da arrecadação do IPMF; b) 20% dos gastos com educação conforme CF/88; c) adicional de 3% nos lucros e 0,75% da receita de intermediação bruta dos bancos e; d) 100% do imposto de renda do funcionalismo público (MODENESI, 2005, p. 298).

É importante mencionar que o plano Real foi bem sucedido no combate à inflação. Contudo, as conseqüências foram um crescimento econômico medíocre e uma alta significativa na dívida pública.

4.3. A reforma do Sistema Financeiro Nacional e o impacto nas contas públicas

A estabilização monetária provocou uma expansão da atividade econômica lastreada por vários fatores:

1. O aumento do consumo, notadamente da população de baixa renda, uma vez que o poder de compra do salário deixava de ser corroído diariamente pela inflação. Isso porque quando a inflação é alta, há uma perda na renda real dos agentes econômicos, que se desfazem da moeda o mais rápido possível, aumentando a velocidade de circulação da moeda. Nesse caso a preferência pela liquidez é baixa. Os trabalhadores de baixa renda procuram se defender concentrando seus gastos tão logo recebem seus rendimentos.
2. No setor financeiro, a queda da inflação tornou menos atrativo, como forma de proteção das oscilações de preços, os ativos financeiros pós-fixados. O risco de perda associado à variação da taxa de juros sofreu uma forte redução com o término da inflação alta. Assim, a poupança

financeira se reduziu, abrindo espaço para aquisição de ativos reais como bens de consumo duráveis (BACHA, 1998, p. 39).

3. Outro aspecto da redução da inflação está relacionado às condições de confiabilidade em relação ao futuro. A manutenção do valor da moeda implica maior segurança e planejamento, melhorando a avaliação de crédito tanto das pessoas físicas como jurídicas, induzindo um aumento nas despesas de consumo e investimento. Ao reduzir-se as incertezas quanto à inflação, as instituições financeiras podiam estimar uma taxa de juros nominal com poucas chances de se deslocar da taxa real.
4. O crescimento da demanda teve forte impacto na indústria, notadamente de bens de consumo duráveis e bens de capital, fazendo com que as empresas destes setores ampliassem seus investimentos. O aumento nos investimentos foi alavancado pela ampliação da oferta de crédito. Com a redução da inflação, os bancos comerciais perderam uma importante fonte de receita denominada *floating*, isto é, a diferença entre o custo de captação a custo zero dos depósitos à vista e baixo custo dos depósitos a prazo e a receita de aplicação, em grande parte alocada em títulos públicos. A perda do imposto inflacionário forçou os bancos a buscarem formas compensatórias de receita, expandindo a intermediação financeira para o setor privado (FERNANDES, 2006, p. 5).

O aumento da demanda interna, combinado com uma política monetária apertada e um regime de bandas assimétricas, resultou numa apreciação do Real em relação ao dólar. Além disso, o governo resolveu implementar uma abertura comercial de forma a ajudar a conter qualquer pressão sobre os preços manifestada pela elevação da demanda e ocupação da capacidade ociosa.

A valorização cambial, associada à abertura comercial e às altas reservas, foi eficaz para conter os preços. Todavia, essa âncora cambial foi direcionada para financiar o consumo de bens de consumo, principalmente veículos, que não ajudam

na geração de divisas para fazer frente aos pagamentos futuros e deterioraram a balança comercial.

O forte aquecimento da demanda, o aumento da vulnerabilidade externa provocada pelos sucessivos déficits na balança comercial, a crise do México (1994), que provocou uma retração no movimento de capital autônomo, e a experiência com os planos heterodoxos anteriores, fizeram o governo agir rapidamente no sentido de conter essa expansão. Assim, em março de 1995, o governo adotou uma política monetária fortemente contracionista cujo objetivo era reduzir a aceleração na demanda que punha em risco o plano Real.

Dentre as medidas implementadas pelo governo, cabe destacar a elevação no depósito compulsório sobre CDB's e sobre depósitos à vista, a diminuição nos prazos de financiamento, notadamente para aquisição de veículos, a decretação do aumento nas tarifas de importação de veículos e de eletrodomésticos, de 30% para 70%, e a desvalorização do Real, em 5%, com a ampliação da política de bandas flutuantes de câmbio a fim de controlar a entrada de recursos externos.

Para viabilizar esse novo regime de câmbio e evitar a evasão de divisas com reflexos negativos no nível de reservas, o governo elevou a taxa de juros e passou a intervir no mercado de câmbio, praticando sucessivas desvalorizações do Real com considerável aumento da dívida pública (VELLOSO, p. 512). Uma vez que o BACEN passa a comprar dólar por uma taxa de compra inferior a taxa de venda e essa diferença não é o bastante para compensar o custo de oportunidade dado pela diferença entre as taxas de juros interna e externa de curto prazo, o ganho na conversão dos Reais para dólar é perdido nas taxa de juros, acarretando um custo para o governo (SAYAD, 1998, p. 84). Todavia, a desvalorização do câmbio e a elevação dos juros internos estimulam a exportação, via ganho de competitividade e ganho no mercado financeiro, em razão do diferencial entre as taxas de juros e o câmbio, isto é, o custo de captação é inferior à taxa de aplicação.

A política econômica implementada pelo governo no começo do segundo semestre de 1995 desacelerou a demanda interna, ao mesmo tempo em que agravou a situação das empresas endividadas em Real e em moeda estrangeira face ao aumento dos juros interno (Selic) e à desvalorização do Real. O setor primário também foi afetado, uma vez que os preços dos produtos agrícolas estavam em queda e o custo de financiamento das máquinas e implementos agrícolas

crescendo. Não obstante, a abertura comercial e a desvalorização do Real afetaram também setores de bens de capital, parte do setor de auto-peças e têxteis.

A consequência imediata foi o recrudescimento da inadimplência das pessoas físicas e o aumento de falências e atrasos nos pagamentos de créditos. O setor bancário foi fortemente atingido com a perda do *floating* e, depois, com a alta da inadimplência do setor privado, que culminara com o fechamento de importantes bancos, como Banco Econômico, Banco Nacional, Banco Comind e Banco Bamerindus.

O governo, percebendo a fragilidade do sistema bancário, e temendo que a bancarrota dos bancos pudesse contagiar todo o sistema financeiro e a economia real, criou instrumentos de assistência financeira, tais como: Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) e o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF). Todos esses programas foram implementados com recursos do Tesouro Nacional, com forte impacto no déficit público.

O PROER foi criado em novembro de 1995, com empréstimos do BACEN aos bancos em dificuldades, por meio da transferência de ativos de liquidação duvidosa para o governo federal e do total dos bons ativos para os novos controladores via fusão, transferência de controle acionário e abertura para os bancos estrangeiros (BACHA, 1998, p. 52).

O governo, através do BACEN, que tem entre suas funções a de prestador em última instância, passou aceitar títulos públicos velhos, como colateral dos empréstimos, pelo valor de face, que era negociado por um valor de mercado provavelmente com desconto de 50% do valor de face. Esses papéis eram dívidas antigas do governo federal, as quais os interessados em vendê-los negociavam-nos no mercado secundário com um deságio. Os títulos de liquidação duvidosa foram trocados por títulos públicos federais emitidos para esse fim, evitando a expansão da base monetária. Como os títulos velhos foram trocados pelo valor de face, a princípio isso não acarretou aumento na dívida pública.

Todavia, conforme os bancos privados eram saneados e vendidos a outras instituições, os títulos velhos foram sendo liquidados e as garantias resgatadas, transferindo-se os bancos com problemas para bancos privados nacionais e estrangeiros. O prejuízo para o governo, então, envolvia a relação entre o custo de

colocação dos títulos do BACEN e a taxa de juros do PROER, isto, é, a relação entre as garantias e a insuficiência das reservas.

Além disso, no balanço dos bancos adquiridos, o BACEN permitiu que fossem lançados como prejuízo os créditos de liquidação duvidosa e os créditos incobráveis. Esses prejuízos puderam ser compensados para efeito de imposto de renda em até 30% do lucro anual da instituição adquirente. Também o ágio pago na aquisição das ações das instituições financeiras pôde ser amortizado como despesa pela instituição adquirente.

Estima-se que até dezembro de 2002 o governo gastou com o PROER aproximadamente R\$ 20 bilhões (FERNANDES, 2006, p. 167).

No que tange aos bancos estaduais, é importante mencionar que eles representaram uma importante fonte de financiamento do Estado. Os bancos captavam recursos no mercado, via emissão de títulos, e emprestavam aos respectivos Estados. Quando o Estado deixava de honrar seus empréstimos, os bancos estaduais em dificuldades eram assumidos provisoriamente pelo BACEN, que os saneava e devolvia aos respectivos Estados.

Esses desequilíbrios do sistema financeiro estadual, que se sabia que o governo acabaria por assumir, são considerados um déficit quase-fiscal.

Como a Constituição Federal de 1988 garantia a autonomia dos Estados, as dívidas formadas para financiá-los, e não pagas, acabavam por serem assumidas pelo BACEN, dado os riscos de insolvência do sistema financeiro, uma vez que o BACEN era impossibilitado de intervir nos bancos estaduais. Era preciso uma engenharia complexa para enquadrar os bancos estaduais e acabar com o risco moral, levando o Tesouro a ter que assumir esse passivo toda vez que o Estado usasse desse expediente para se financiar. Por isso, o governo promulgou, através da MP nº 1.514/1996, a criação de um programa de saneamento do sistema financeiro público destinado à extinção e privatização das instituições financeiras estaduais, mediante concessões de garantia a financiamento do BACEN e crédito concedido pela União.

O programa beneficiou e privatizou cerca de 30 instituições financeiras do setor público, cabendo destacar Banco do Estado de São Paulo (BANESPA), Nossa Caixa Nosso Banco, Banco do Estado de Minas Gerais (BEMGE), Banco do Estado do Paraná (BANESTADO) e Banco do Estado do Rio de Janeiro (BANERJ). Em troca, a União financiava em 100% os recursos necessários com emissão de títulos

federais LFT série A e LFT série B, com juros subsidiados de 6% ao ano mais IGP-DI com até 30 anos de vencimento. A diferença entre a taxa subsidiada e a taxa de mercado Selic era bancada pelo Tesouro. A contrapartida foi o estancamento definitivo desse canal de financiamento, que vinha desequilibrando as contas do governo.

Os Estados do Rio Grande do Sul (BANRISUL), Espírito Santo (BANESTES), Sergipe (BANESE), Pará (BANPARÁ), São Paulo (NOSSA CAIXA) e Distrito Federal (BRB) optaram por não privatizar seus bancos, e sim saneá-los, investindo montantes iguais aos aportados pelo Tesouro Nacional.

Segundo Fernandes (2006, p. 106), o volume de recursos destinado ao PROES somou R\$ 61,5 bilhões, sendo destinados R\$ 24,4 bilhões ao BANESPA, R\$ 3,9 bilhões ao BANERJ, R\$ 3,8 bilhões ao BANESTADO e, ao BEMGE e ao MINAS CAIXA, R\$ 3,0 bilhões. Por outro lado, as receitas geradas com a privatização desses bancos quitaram cerca de 30% do PROER até 31.12.2000, sendo o saldo remanescente incorporado na dívida pública.

Finalmente, cabe mencionar que a LRF, no *caput* do seu artigo 36, proíbe expressamente às instituições financeiras estaduais conceder crédito para seu controlador estadual, inclusive na forma de títulos públicos. Contudo, a referida lei não veda a concessão de aval de bancos públicos para empréstimos externos aos Estados, empréstimos para outros entes da União e para empresas estatais.

4.4. O ajuste fiscal dos Estados e Municípios

A partir de 1994, até 1997, houve uma piora no resultado fiscal dos Estados e Municípios. O sucesso do Plano Real dependia da redução do déficit fiscal em nível compatível com o do crescimento da oferta agregada. Investimento, governo e exportação líquida poderiam gerar uma fonte de pressão nos preços e salários, comprometendo a meta do plano, caso ocorresse um “boom” das despesas de consumo. Sendo assim, de nada adiantaria o governo federal fazer a sua parte no ajuste, se o orçamento dos Estados e Municípios não tivesse um controle.

No segundo semestre de 1995, o governo federal provoca uma reunião com os secretários das finanças de quatro entidades da federação, a saber, São Paulo, Minas Gerais, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, no sentido de tratar da redução do déficit do orçamento dos Estados e Municípios, que poderia ser apontado como o principal indutor da resistência na queda dos preços.

Dessas reuniões, decorre a elaboração de um projeto de lei que visava reestruturar as finanças dos Estados. Como os Estados tinham uma facilidade maior de se endividarem, utilizando-se de suas empresas e de maiores facilidades para obtenção de crédito, comparativamente aos municípios, era natural o governo concentrar inicialmente seus esforços nos Estados.

Nesse sentido, o governo adotou mecanismos de controle visando represar a dívida dos Estados, uma vez que são autônomos para alocar suas despesas como bem entender. Dentre esses mecanismos, cabe destacar os que seguem:

1. A reforma bancária mencionada no item anterior. Pôs fim ao uso dos bancos estaduais como fonte de financiamento dos tesouros estaduais.
2. Maior controle nas operações de antecipação de receita orçamentária (ARO) ou de contratação de empréstimos.
3. Maior controle sobre emissão de títulos dos Estados, cuja finalidade era o pagamento de precatórios¹⁰, que, na prática, estavam sendo usados para financiamento de outros gastos.
4. Implementação de um programa de privatizações de empresas estatais estaduais, que também eram usadas para financiamento dos tesouros estaduais que as controlavam.

O programa de reestruturação de dívidas dos Estados e Municípios abrangeu 25 dos 26 Estados e mais de 180 municípios.

O acordo estabeleceu meta de obtenção de superávit primário dos signatários com a contrapartida da federalização da dívida mobiliária, cujo parâmetro foi a

¹⁰ Precatório é um crédito oriundo de sentença judicial com trânsito em julgado em que o Estado, *latu sensu*, tenha sido condenado a efetuar pagamento em favor de um particular.

fixação do serviço da dívida em 13% da receita líquida da entidade, com juros de 6% ao ano, mais IGP-DI. Para tanto, o governo federal emitiu títulos da dívida pública LFT-A e LFT-B com 30 anos de vencimento. Estima-se que a diferença entre as duas taxas resultou num gasto para o governo que, somado a outras despesas do programa de reestruturação com os Estados e municípios, somaram R\$ 205 bilhões até setembro de 2001 (NASSIF, 2002, p. 48).

4.5. A transferência do capital: as privatizações

A necessidade do governo em reduzir seus déficits orçamentários, com a conseqüente redução da vulnerabilidade financeira da União, e sua incapacidade de investir em suas empresas para ampliação e modernização de seu parque produtivo, fez o executivo elaborar e encaminhar para aprovação do Congresso Nacional a Lei de Concessões, cujo objetivo era estabelecer normas para que o setor privado pudesse explorar determinado setor da atividade econômica, notadamente serviços públicos como energia elétrica e telecomunicações.

É importante mencionar que, até 1990, era proibido às empresas estrangeiras participarem do capital das empresas estatais. A partir de 1990, a lei foi alterada, permitindo às empresas estrangeiras adquirirem até 40% das ações com direito a voto e até 100% das ações preferenciais. Em 1994, a lei foi alterada novamente, permitindo aos estrangeiros a compra de 100% do capital social das estatais com direito a voto, salvo quando expressamente determinado em contrário.

O Brasil adotou o modelo de privatização através de leilão público na bolsa de Valores do Rio de Janeiro. A justificativa para esse modelo, na época, foi a de que a modalidade pulverizada (oferta pública de ações), associada à maior pulverização do capital, encontrava obstáculo devido ao pouco conhecimento do público sobre o mercado acionário, com a conseqüente dificuldade de se encontrar mercado para a grande quantidade de ações posta à venda e a baixa renda dos trabalhadores. Tampouco o país adotou a modalidade concentrada, onde são estabelecidas quantidades mínimas de aquisição juntamente com uma pré-qualificação técnica dos proponentes.

Assim, o modelo de leilão público visou fundamentalmente à geração de caixa para o governo reduzir sua dívida a partir de um preço mínimo por lote de ações, sem nenhum requisito por parte do candidato, exceto estar quite com a receita federal e ter depositado o numerário na Bolsa de Valores. Cabe mencionar que essa modalidade gerou uma expressiva receita para o governo, sendo as empresas arrematadas por valores muito acima dos preços mínimos fixados¹¹, preços esses determinados com base na avaliação de empresas por duas consultorias, pelo método do fluxo de caixa descontado.

A privatização deve ser entendida não apenas pela transferência do controle do capital para o setor privado, mas também pela revogação de medidas protecionistas, cancelamento de subsídios e extinção de outorgas fiscais. O Estado produtor deu lugar ao Estado regulador, fazendo surgir as agências reguladoras responsáveis pela preservação da concorrência e repreensão de práticas abusivas e infratoras da ordem econômica. Além das agências, foram criadas a Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE, em 1995, Secretaria de Direito Econômico – SDE, e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, criado no governo militar, mas que passou a autarquia ligada ao Ministério da Justiça em 1994.

De acordo com os dados do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BDNES, 2001), desde a criação do Programa Nacional de Desestatização – PND, foram privatizadas 68 empresas, a maioria nos setores de siderurgia, química e petroquímica, fertilizantes e energia elétrica. Além das transferências de capital à iniciativa privada, foram repassadas várias empresas por concessão e por arrendamento. Os resultados geraram receitas para o governo de US\$ 39,68 bilhões, sendo US\$ 30,48 bilhões com as vendas das empresas e US\$ 9,20 bilhões com a transferência da dívida para os futuros controladores.

A privatização mais bem sucedida foi a das telecomunicações, com arrecadação da ordem de US\$ 30,92 bilhões, sendo US\$ 28,79 com a venda das empresas e US\$ 2,13 com a transferência de dívida. Entre 1991 e 2002, o governo arrecadou com as privatizações US\$ 103,3 bilhões, que foram usados para cobrir o crescimento explosivo da dívida pública provocada pelo aperto monetário e pela política cambial (NASSIF, 2002, p. 51).

¹¹ Embora vários economistas tenham denunciado que o valor mínimo, em alguns casos, havia sido fixado abaixo do valor real.

O setor elétrico começou com as privatizações das empresas distribuidoras federais, a saber, Eletrobrás-Escelsa, e Light. Após as empresas distribuidoras, vieram as empresas geradoras da Eletrobrás: Furnas, Eletrosul, Eletronorte e Companhia Hidroelétrica do Rio São Francisco. Estas últimas vendiam energia para as empresas de distribuição de energia estaduais, que acabavam por não pagar financiando-se a custo do déficit orçamentário da União. As contas a receber destas empresas eram altas, e ninguém iria comprar uma empresa de geração de energia se as distribuidoras não pagassem. Assim, o governo optou por privatizar também as distribuidoras, cujo custo fiscal foi alto, concorrendo para o incremento da dívida pública.

As receitas de privatização auxiliaram o país simultaneamente a financiar o saldo do balanço de pagamentos em conta corrente, sem a necessidade de se obter empréstimo externo, evitando o agravamento da vulnerabilidade externa, e a financiar o déficit público, reduzindo a razão dívida/PIB, que já estava sendo objeto de preocupação dos analistas e do FMI. Mas com o agravamento da crise externa, primeiro o sudeste asiático (1997) e depois a Rússia (1998), os mercados internacionais reduziram os financiamentos para os países emergentes, provocando queda nas nossas reservas internacionais e, conseqüentemente, um acordo com o FMI, para a obtenção de crédito *stand by* na ordem de US\$ 42 bilhões, com a contrapartida do governo brasileiro de reduzir o déficit nominal e gerar um superávit primário.

4.6. Passivos ocultos – esqueletos

Os passivos ocultos, ou esqueletos, são dívidas contraídas no passado e reconhecidas pelo governo federal, passando a fazer parte da DLSP. Como bem salientam Pego Filho e Pinheiro (2004, p. 9), os passivos ocultos não devem ser confundidos com os passivos contingentes. No primeiro caso, o fato gerador e o impacto macroeconômico situam-se no passado, devendo apenas serem reconhecidos a dívida e o ajuste na DLSP no presente. Por outro lado, no passivo contingente, a dívida depende de um acontecimento incerto e imprevisível, cujo

desembolso de caixa, se ocorrer, se dará no futuro. Como exemplo, podemos citar: desemprego, aposentadoria por invalidez, perda da ação judicial pelo governo.

Dentre os principais passivos ocultos podemos destacar os que seguem Pego Filho, B; Pinheiro, M. M. S, 2004:

1. Os Fundos de Variação de Compensação Salarial (FCVS): este fundo foi concebido com a finalidade de garantir a quitação dos saldos remanescentes pelos mutuários da casa própria junto às instituições financeiras, decorrentes da atualização monetária. As fontes de recursos eram, inicialmente, feitas com aportes do extinto BNH e, depois, com as dotações orçamentárias da União. Em função das altas taxas de inflação na década de 1980, o governo federal concedeu sucessivos subsídios aos mutuários do Sistema Financeiro Nacional – SFN, que produziu impactos na DLSP. Esses subsídios contribuíram para redução das obrigações dos mutuários sem a contrapartida de recursos no orçamento da União. Nesse sentido, o FCVS passou a assumir responsabilidades crescentes incompatíveis com seu patrimônio.
2. Securitização de Dívidas: Sob essa rubrica estão as dívidas vencidas e não pagas e as dívidas repactudas (FORTUNA, 2008, p. 78). As dívidas securitizadas foram lastreadas com emissão das Notas do Tesouro Nacional série C (NTN-C) da STN. As securitizações de dívida foram firmadas no período compreendido entre 1996 e 2003 com o objetivo de restaurar o passivo de vários setores da economia, a saber: portuário, siderúrgico, ferroviário e elétrico. Segundo os autores PEGO FILHO e PINHEIRO (2004, p. 26), os desembolsos líquidos acrescentaram um valor nominal de R\$ 17,2 bilhões no estoque da dívida do setor público. Inclui também as debêntures da Siderbras e do Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro).
3. Fundo Petrobras de Seguridade Social (PETROS): no ano de 2002 deu-se uma transferência no valor de R\$ 8 bilhões do TN para a Petrobras. Essa dívida foi originada em 1970 quando da criação da

Petros, que não recebeu na época os recursos da Petrobras necessários à cobertura das obrigações atuariais assumidas com a incorporação dos funcionários que aderiram espontaneamente às novas regras de aposentadoria complementar.

4. Capitalização dos Bancos Federais: por meio da Medida Provisória MP nº 2.155/01, foram destinados recursos do TN da ordem de R\$ 20,6 bilhões para os bancos Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, Banco do Nordeste do Brasil e Banco da Amazônia S.A. Os recursos tinham como objetivo financiar programas de interesse do governo federal na área de infra-estrutura, tais como saneamento e habitação, e na agricultura, notadamente o setor sucroalcooleiro, com empréstimos subsidiados.
5. Instituto de Administração da Previdência e Assistência Social (IAPAS): na fusão entre o IAPAS e o Instituto Nacional da Previdência Social (INPS), que resultou na criação do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS): o governo federal assumiu a dívida do IAPAS.
6. Liquidação dos bancos COMIND e AUXILIAR: ambos os bancos tiveram liquidação extrajudicial em 1985, devido à má gestão destes bancos. Na exposição de motivos, o governo alegou que fez um aporte no valor de R\$ 3,7 bilhões com o intuito de preservar as aplicações dos correntistas e evitar uma perda de credibilidade do sistema financeiro.
7. Dívida Vencida e Renegociada (DVR): refere-se às dívidas rurais securitizadas que não foram salgadas no vencimento. Os produtores rurais com dificuldade em saldar seus compromissos puderam postergar suas dívidas para um prazo superior ao originalmente estipulado. Na securitização, o governo assume a dívida dos produtores rurais com as instituições bancárias privadas, passando os produtores a dever para o governo.

8. Obrigações da Telebrás: o governo federal precisou aportar capital da ordem de R\$ 1,8 bilhões, a preço corrente, para preparar o setor para privatização, tornando-o mais atrativo. Esses recursos somaram para elevar a DLSP.
9. Renegociação da Dívida PGFN: refere-se a uma operação financeira junto ao TN e à previdência dos funcionários do Banco Nacional da Habitação (PreviHab), ficando a União responsável perante a CEF pelas obrigações da migração dos participantes do extinto Banco.

É importante frisar que a dívida pública refere-se às obrigações financeiras que o setor público acumula com o setor privado, interno e externo, e com o setor público financeiro. Este último é excluído do setor público por orientação do FMI. Essas obrigações podem assumir a forma de títulos, base monetária, compulsório, dívida bancária, ou qualquer contrato que resulte em uma obrigação de pagamento do setor público para com o setor privado ou setor público financeiro. Por outro lado, o setor privado, o setor público financeiro e o resto do mundo também têm obrigações para com o setor público, tais como, empréstimos, impostos a recolher, assistência financeira do BACEN, reservas internacionais e depósito em instituições financeiras etc. A DLSP subtrai do estoque da dívida do setor público os créditos que este tem contra o setor privado, com o setor público financeiro e com o resto do mundo.

Conforme mencionado no segundo capítulo (Medidas do déficit), a DLSP pode ser decomposta quanto à sua origem, interna e externa. A primeira é contabilizada em moeda doméstica e a segunda em moeda externa. O principal componente da DLSP é a dívida pública mobiliária federal (DPMF), que é a dívida lastreada em títulos públicos federais de emissão do BACEN ou do TN, cujas características são definidas por meio de leis específicas. A dívida contratual, por outro lado, é originada a partir de um contrato que define suas características.

Cabe observar que, nem sempre, o reconhecimento de um passivo oculto provoca um aumento na DLSP de um mesmo valor. Isto porque esse passivo pode ter um lastro em ativo de igual valor ou inferior. Todavia, mesmo que o passivo tenha um valor igual ao correspondente ativo, com impacto líquido neutro sobre DLSP, ainda assim pode ter um efeito indireto sobre a DLSP, no caso de a taxa de

remuneração do ativo ser inferior à taxa de atualização do passivo, sendo, neste caso, incorporados os juros na DLSP.

Como, segundo o FMI, a NFSP, medida de déficit público, somente inclui os fatores fiscais de caráter financeiro, sem a contabilização dos ativos reais, no período, normalmente o ano calendário, é necessário fazer um ajuste na DLSP com intuito de incluir os ajustes contábeis não relacionados à ocorrência fiscal ou cujos efeitos já tenham sido produzidos no passado. As NFSP representam o resultado da variação da dívida líquida. Por isso, os passivos ocultos são excluídos do cálculo das NFSP, bem como as receitas apuradas de privatização e os ajustes metodológicos da dívida externa (variação cambial) e ajuste metodológico da dívida interna (correção monetária).

Assim, se a dívida líquida do exercício, menos a dívida líquida do exercício anterior, for positiva, teremos um déficit nominal; caso contrário, isto é, se a variação for negativa, teremos um superávit nominal. A título de exemplificação, suponhamos que a dívida inicial seja de 500 unidades monetárias e o caixa inicial de 5, resultando numa dívida líquida do setor público de 495 para o período inicial. No decorrer do ano, o governo arrecadou 1.000 e gastou 970 unidades monetárias, e ainda teve uma despesa com juros da ordem de 32 unidades monetárias e um saldo de caixa final de 3. A partir destes dados, podemos calcular o déficit público através da variação da dívida líquida - ALBUQUERQUE, C. Medeiros; FEIJÓ, P. H. M., 2006:

| | |
|------------------------|-------|
| Saldo de caixa inicial | 5 |
| Arrecadação | 1.000 |
| Gasto do governo | (970) |
| Despesas com juros | 32 |
| Saldo de caixa final | 3 |

A NFSP é calculada como segue:

| | |
|------------------------|-------|
| Dívida inicial | (500) |
| Saldo inicial | 5 |
| Dívida líquida Inicial | (495) |
| Dívida final | (500) |
| Saldo de caixa final | 3 |
| Dívida líquida final | (497) |

Neste exemplo, a dívida variou em -2, ou seja, a NFSP no conceito nominal é de $-497 - (-495) = -2$. Como o resultado foi negativo, o governo apresentou um déficit nominal nas suas contas. Para se calcular o resultado primário ou a NFSP pelo conceito primário, deve-se subtrair as despesas de juros de 32 unidades monetárias, o que representará um saldo de 30 unidades monetárias.

Assim, o resultado é medido pela variação de caixa, permitindo um rápido reconhecimento dos impactos das contas públicas. Todavia, esse indicador traz algumas limitações, pois como as despesas são contabilizadas pelo critério de caixa, qualquer atraso no pagamento mascara o resultado final, subdimensionando o problema. Outra observação é que esse método não permite identificar os componentes das contas públicas – não há qualquer detalhamento das contas –, que contribuíram para a formação do resultado, não se prestando, portanto, para explicar as causas do déficit ou superávit.

É importante mencionar que as receitas financeiras, as receitas de novos endividamentos, as amortizações da dívida e despesas com pagamento de juros não têm impacto sobre o resultado final, uma vez que as receitas financeiras e novos empréstimos correspondem às entradas de caixa e, as amortizações e despesas com juros, às saídas de caixa, com efeito zero sobre a dívida líquida. Finalmente, as necessidades de financiamento são apuradas pelo critério de caixa, a exceção das despesas de juros, que são contabilizadas pelo conceito de competência.

Como observamos no exemplo acima, em que o déficit público foi calculado pela variação da dívida fiscal líquida – DFL, o efeito da privatização e dos passivos ocultos é expurgado do cálculo.

Os dados de dezembro de 2001 e dezembro de 2002, no que diz respeito aos ajustes patrimoniais, fazem parte da DLSP total, mas são expurgados da DFL de modo a impedir seus efeitos na NFSP, conforme mostra o quadro abaixo, extraído do trabalho de Pego Filho e Pinheiro (2004, p. 32).

Tabela 4 – Dívida Líquida do Setor Público (R\$ milhões)

| | 2001 | 2002 |
|---|----------|----------|
| Dívida Fiscal Líquida | 511.917 | 573.531 |
| Ajuste metodológico sobre dívida interna | 75.414 | 152.076 |
| Dívida Fiscal líquida com Câmbio | 587.331 | 725.606 |
| Ajuste metodológico sobre dívida externa | 55.273 | 126.590 |
| Ajuste patrimonial | 78.354 | 92.640 |
| Ajuste de Privatização | - 60.092 | - 63.729 |
| Dívida Líquida Total | 660.867 | 881.108 |

Fonte: Pego Filho e Pinheiro (2004, p. 32).

O resultado primário indica se, no cotejamento entre receitas não financeiras e despesas não financeiras, haverá recursos para fazer frente ao pagamento de juros. Assim, se o superávit primário for superior às despesas com juros, o governo poderá abater do estoque da dívida o saldo remanescente. Se o superávit primário for igual ao montante dos juros, o impacto sobre a dívida líquida será neutro. Finalmente, se o superávit primário for inferior às despesas com juros, caso da economia brasileira no período desta análise, os recursos serão insuficientes para arcar com as despesas financeiras, implicando numa elevação do nível da dívida líquida.

4.7. Os efeitos da Constituição de 1988 sobre o orçamento fiscal

A Constituição de 88 teve como um dos seus objetivos fortalecer financeiramente os entes da federação em prejuízo a União. O processo provocou aumento nos percentuais de transferências no chamado Fundo de Participação dos Estados e Municípios.

Segundo Giambiagi e Além (2001, p. 323) a parcela de imposto de renda e IPI transferida aos estados e municípios aumentou de 31%, em janeiro 1988, para 38%, em outubro do mesmo ano, contabilizando, em 1993, 44% do total arrecadado pela União a título de IR e IPI. É importante mencionar que, dada a autonomia dos entes da federação, as transferências não estavam associadas a nenhum tipo de controle da União, tendo os Estados e Municípios total liberdade para alocar os recursos. As decisões de gastos das esferas subnacionais podem ir na contra-mão da política fiscal implementada pela União, além de ser uma fonte de desestabilização.

Suponhamos que a economia esteja aquecida e, portanto, obtendo um maior nível de consumo, produção, lucro, renda e, conseqüentemente, uma maior arrecadação de imposto de renda e IPI. Neste caso, o aumento da arrecadação amplia a transferência para os Estados e Municípios, dificultando a política estabilizadora do governo, uma vez que maiores gastos das unidades subnacionais afetam a demanda agregada da economia, prejudicando os objetivos do governo central.

Por outro lado, como bem observa Velloso (2002, p. 127), com a Constituição de 1988, houve um significativo aumento de vinculações dos gastos do governo federal, tendo como corolário um aumento na rigidez dos gastos públicos e uma perda na discricionariedade dos gastos.

Uma das vinculações estabelece que o gasto com saúde, excluindo os gastos com pessoal, deve crescer à mesma taxa de crescimento do PIB nominal. Outra concessão da CF/88 refere-se à extensão da estabilidade a todos os servidores, estabilidade esta que, antes da norma constitucional, estava restrita ao um grupo pequeno de servidores. Velloso menciona (*id. ibid*), que, juntamente com a figura da estabilidade, veio a aposentadoria integral, sem ter havido contribuições passadas que justificassem tais benefícios.

A CF/88 introduziu o piso previdenciário de um salário mínimo e permitiu a concessão de benefícios a trabalhadores rurais, estabelecendo um piso mínimo sem fazer distinção entre trabalhadores urbanos e rurais. Além disso, com a implantação do Regime Jurídico Único, estabeleceu-se aos servidores públicos a incorporação de anuênio e gratificações, além do direito de se aposentar com o salário integral e recebendo inclusive o mesmo salário ao da ativa.

Para tanto, o governo aumentou as fontes de financiamento do orçamento da seguridade social. Além do recurso derivado da folha de pagamento dos empregados, gerida pelo INSS, tem-se a contribuição do PIS-PASEP, que serve para financiar os gastos com seguro-desemprego, a CONFINS, Contribuição sobre Lucro Líquido, e a CPMF. Não estamos aqui julgando o mérito desta medida, apenas chamamos atenção para o fato de que esse benefício foi criado sem que o trabalhador rural tivesse contribuído para o benefício recebido.

Outro ponto que cabe destacar é a chamada Lei Kandir, cujo objetivo era desonerar as exportações de bens primários e semi-manufaturados do pagamento do ICMS. Como o governo federal procurava estimular as exportações sem

desvalorizar o real, e assim diminuir a vulnerabilidade externa, o Estado isentou as exportações do ICMS mediante compensação pelo TN.

Para reduzir o grau da vinculação dos gastos imposta pela CF/88 e abrir espaço para um poder fiscal discricionário na operacionalização de políticas públicas, o governo criou a Desvinculação de Receitas da União – DRU, que desvincula 20% das receitas de um conjunto de impostos que deveria ser transferido para itens específicos de gastos. A DRU amplia o poder do governo em alocar recursos para políticas de combate à pobreza, fome e desemprego.

As vinculações de receitas a que se obriga o governo, além de intrinsecamente constituírem uma fonte de instabilidade, devido ao seu caráter pró-cíclico, implicam em menor racionalidade. Com efeito, se a receita de um imposto estiver vinculada a uma despesa do programa x e a receita de outro imposto a uma despesa do programa y e, se sobrar recursos para x e faltar recursos para y, o governo não poderá, ainda assim, remanejar os recursos, por ser ilegal.

4.8. Resumo fiscal do período 1994-1997

No período compreendido entre 1994 e 1997, a dívida líquida do setor público manteve-se relativamente estável, passando de 30% do PIB, em 1994, para 34,4% do PIB, em 1997, conforme dados extraídos de Guardia (2004, p. 108).

A estabilidade da moeda trouxe importantes mudanças no cenário macroeconômico, com reflexos nas necessidades de financiamento do setor público. Os juros altos e a valorização do real exerceram efeitos antagônicos nas contas do setor público. Enquanto os elevados juros reais pressionavam o déficit público, consumindo as receitas do governo e, conseqüentemente, aumentando a dívida líquida, o câmbio valorizado atuava no sentido de compensar, em parte, esse efeito sobre a dívida. A conversão da dívida externa para reais, com câmbio valorizado, reduzia a dívida externa expressa em moeda local, diminuindo a relação dívida/PIB.

Conforme retro mencionado, as privatizações trouxeram alívio às contas públicas. Por outro lado, o reconhecimento de dívidas passadas, que não tinham

sido contabilizadas anteriormente, como as do extinto BNH, debêntures da Siderbras, setor elétrico, entre outras, agravaram o problema da dívida.

Guardia (2004, p. 110) menciona que o efeito líquido das privatizações, confrontado com os esqueletos, possibilitou uma redução de 1% no estoque da dívida líquida no período em foco.

O câmbio defasado provocou um elevado déficit em transações correntes, aumentando a vulnerabilidade externa da nossa economia. Os déficits comerciais foram financiados pela entrada de capitais motivada pela elevação dos juros internos (Selic) e excesso de liquidez internacional, e pelos investimentos diretos que o setor privado internacional realizou na aquisição das empresas públicas. O câmbio valorizado permitiu o controle dos preços, notadamente dos produtos *tradables*, ao mesmo tempo em que a estabilidade nos preços aumentava a renda das classes menos afortunadas, dando sustentação à expansão no consumo e ao crescimento econômico, a despeito da elevação dos juros, ajudando o governo a estabilizar a relação dívida/PIB, adiando o enfrentamento do ajuste fiscal.

A estabilização da moeda reduziu a capacidade do governo em se financiar via imposto inflacionário. Todavia, a redução brusca da inflação em 1994 permitiu ao BACEN aumentar a base monetária, pois os agentes econômicos passaram a demandar mais moeda face ao processo de monetização da economia.

O primeiro mandato do governo FHC foi também caracterizado por melhorias na estrutura contábil do setor público, notadamente no relacionamento entre o governo federal e as unidades subnacionais. Os bancos estaduais e as empresas distribuidoras de energia, também de controle dos Estados, foram fontes de inúmeras assunções de dívida por parte do governo federal. Esta ajuda financeira do governo federal propiciava uma espécie de *moral hazard*¹². Com efeito, como os governadores sabiam que o governo acabaria refinanciando as dívidas dos bancos estaduais e das empresas distribuidoras de energia em condições favoráveis, adiam a implantação de uma política fiscal austera, transferindo para os cofres da União o ônus do ajuste, com forte impacto no endividamento público.

O Programa de Apoio Financeiro permitiu o refinanciamento da dívida em trinta anos, com juros prefixados de 6% a.a mais variação do IGP-DI. Por outro lado, obrigava aos Estados o pagamento da dívida com um mínimo de 13% de sua receita

¹² *Moral Hazard* refere-se a algum tipo de incentivo para agir de forma irresponsável, imprudente.

líquida corrente e com a privatização das empresas para quitação de parte da dívida. Além disso, o governo federal exigiu como garantia o fundo de transferência constitucional e o bloqueio da receita de ICMS.

O final do período do primeiro mandato do governo FHC foi marcado por importantes desequilíbrios do setor externo, cabendo destacar a crise asiática, seguida da crise russa, que provocaram mudanças significativas nas expectativas de risco dos países emergentes. De fato, o mercado internacional de capitais não mais estaria disposto a financiar os países emergentes da mesma forma que vinha fazendo.

O Brasil, com um déficit em contas corrente elevado, aumentou sua taxa de juros doméstica com o intuito de evitar a fuga de capitais. Todavia, esse mecanismo não foi capaz de evitar o ataque especulativo, forçando o governo a mudar o regime cambial antes que as reservas se exaurissem por completo.

4.9. Mudança de regime cambial

No que tange ao regime cambial do período compreendido entre 1994 e 1999, o país passou por quatro etapas, segundo Modenrsi (2005, p. 313), a saber:

1. Esta etapa, que vai de julho a setembro de 1994, caracterizou-se pela taxa de câmbio flutuante sem a intervenção do BACEN.
2. Entre outubro de 1994 e fevereiro de 1995, foi adotado um regime de câmbio fixo, com a taxa em torno de R\$ 0,84/US\$. O BACEN interrompeu o processo de valorização do Real, voltando a operar no mercado por meio de leilões. O BACEN passou a vender dólar a US\$ 0,86 por R\$ 1,00 e a comprar a US\$ 0,83 por R\$ 1,00 (GAROFALO FILHO, 2005, p. 146). O BACEN não anunciava qual era a banda, caracterizando uma flutuação suja, "*dirty floating*".

3. Em 1995, inicia-se o governo FHC com câmbio valorizado, abertura comercial e reservas internacionais em nível elevado, levando a aumentos significativos no déficit da balança comercial. Contudo, a crise do México altera o quadro de fluxos de capitais para países emergentes. O país passa a perder reservas e se vê obrigado a desvalorizar sua moeda, substituindo o regime cambial por uma banda flutuante, elevar os juros domésticos para reduzir o ritmo de crescimento da demanda interna e evitar a fuga de dólares, com efeito negativo para a dívida pública.
4. No final de 1995, a política cambial foi modificada mais uma vez, permitindo que o Real fosse gradualmente desvalorizado a uma taxa de aproximadamente 0,6% ao mês e, com isso, alargou-se a amplitude das bandas cambiais. Esse regime se manteve até a crise de 1999.

No início do ano de 1999, o real sofreu uma forte depreciação com a mudança do regime cambial de bandas para o regime de câmbio flutuante. Ao contrário do que ocorreu no começo do plano real, em que os preços dos produtos *tradeables* declinaram e os produtos *non tradeables* tiveram uma ligeira alta, o câmbio flutuante criou uma expectativa de que haveria um recrudescimento da inflação, principalmente devido a um aumento de preços dos produtos *tradeables*, pondo a perder a estabilidade econômica. Enquanto no período compreendido entre 1995 e 1998 o câmbio serviria para ancorar os preços e a taxa de juros para equilibrar a balança de pagamentos, em 1999 se daria o oposto, isto é, a taxa de juros serviu para administrar a inflação e o câmbio foi utilizado para equilibrar o balanço de pagamentos.

Todavia, as previsões de alta nos preços não se confirmaram, a economia brasileira passou por profundas mudanças. O abandono da âncora cambial deu lugar ao regime de metas de inflação, com um significativo ajuste fiscal. Na fase que antecede à flexibilização do câmbio, os juros eram mantidos altos, com o objetivo de atrair capital para financiar o elevado déficit em transações correntes. Esses juros reprimiram a demanda agregada, restringindo o consumo não só em função dos juros como também devido ao desemprego alto. A demanda por investimento também foi afetada pelos juros altos, elevada capacidade ociosa e pela carga

tributária que vinha crescendo a cada ano. A demanda externa estava reprimida face à sobrevalorização do real.

O câmbio flutuante implantado no início de 1999 provocou um realinhamento nos preços, favorecendo o setor exportador em prejuízo dos importadores. Com o objetivo de reprimir os preços dos produtos *tradeables*, o governo elevou a taxa de juros, desaquecendo a demanda agregada ao mesmo tempo em que provocava um ajuste fiscal. Com a crise asiática e a crise russa, até a mudança do regime cambial, o Brasil perdeu US\$ 30 bilhões em reservas, sendo obrigado a firmar um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) no valor de US\$ 42 bilhões. Na implantação do Plano Real, o Brasil também perdeu um nível significativo de reservas, em função da sobrevalorização do Real. Todavia, esse saldo foi rapidamente recomposto devido à privatização, o que não mais se daria no período em questão.

As perdas de reservas ocorreram a despeito da elevação dos já elevados juros internos, e do ajuste fiscal. Todos os agentes econômicos anteviam que o governo não seria capaz de segurar o câmbio na taxa praticada. Contudo, as crises internacionais coincidiram com o calendário político brasileiro, ou melhor, com a reeleição do presidente. O temor de que a desvalorização do câmbio desaguasse numa volta da inflação fez o governo segurar o câmbio. Todavia, o setor público passou a fornecer *hedge* ao setor privado, que assim se livra do risco cambial, adquirindo títulos da dívida pública indexada ao câmbio, notadamente as NTN-D.

A oferta de *hedge*, realizada via colocação de títulos públicos indexados ao dólar, junto ao setor privado, associada ao aumento da dívida externa, sobretudo com o FMI, fez adiar a desvalorização do real, com significativo aumento da dívida pública. Neste período, grande parte do aumento da dívida pública deu-se com a acumulação das reservas, que obrigaram o governo a emitir títulos da dívida pública para enxugar o excesso de liquidez no mercado monetário.

O governo passou a adotar uma política fiscal contracionista, com base na obtenção de superávit primário. O risco soberano do país, medido pela diferença entre o principal título da dívida externa brasileira, o C-Bond, e o título da dívida do Tesouro americano, o T-Bill, elevou-se bruscamente para 1.403 pontos (MODENESI, 2005, p. 355). O aumento do risco soberano passou a refletir negativamente na manutenção da taxa de câmbio, refletindo a desconfiança do setor privado interno e externo no que tange à manutenção da política cambial do governo. Este fato criou a

expectativa cada vez mais forte de uma desvalorização cambial, passando o BACEN a vender volumes crescentes de reserva para promover sua política de câmbio.

Em janeiro de 1999, o governo substituiu Gustavo Franco por Francisco Lopes na presidência do BACEN. Houve uma ampliação do teto com a divulgação de uma nova sistemática das bandas cambiais, cujo limite seria atualizado a cada três dias pela cotação média da taxa de câmbio de venda, chamada de PTAX.

Como o desequilíbrio da economia brasileira era grave, o novo regime logo se tornou insustentável, resvalando para um colapso cambial, com a incapacidade do BACEN em ancorar os preços via política cambial, transferindo essa meta para a política monetária combinada com superávit primário. A mudança gerou uma alta tão brusca na demanda por dólar que o piso previsto de até R\$ 1,32 por dólar chegou a atingir R\$ 2,20, sendo transferindo novamente o comando do BACEN, agora para Armínio Fraga. Sob o comando de Fraga, o BACEN abandona o regime de bandas cambiais para o de flutuação das taxas de câmbio, com concomitante implantação do *inflation target*.

No Plano Real, o endividamento do setor privado foi preponderante, assim o risco de uma depreciação cambial poderia levar o setor industrial e financeiro à falência. Todavia, esse fenômeno não ocorreu, devido à opção deliberada de política econômica do governo, a saber:

1. Venda de reservas internacionais aos agentes econômicos endividados em moeda estrangeira, proporcionando ao setor privado proteção contra uma eventual desvalorização do câmbio.
2. Alteração na composição da dívida pública com diminuição da participação dos haveres prefixados para os títulos indexados à variação cambial.

Cabe mencionar que a dívida mobiliária federal – DPMF cresce quando as reservas internacionais também crescem, não obstante a dívida líquida não se altere. Assim, os empréstimos contraídos junto ao FMI não ampliam a dívida líquida, contudo, a acumulação de reservas aumenta a dívida líquida pela diferença entre as taxas de aplicação e as taxas de captação (SAYAD, 1997, 84).

Quando da alteração do câmbio, apenas uma pequena parcela da dívida externa não se encontrava protegida, assumindo o governo o ônus da desvalorização com a ampliação da dívida pública. Além disso, o aumento dos juros internos, devido à política monetária contracionista, aumentou de forma significativa as despesas financeiras (DELFIM NETTO, 1997, p. 97).

O Brasil não passou pelo dissabor da recessão e nem do recrudescimento inflacionário, pois o efeito riqueza da desvalorização recaiu nas contas públicas. O aumento dos juros e a desvalorização cambial exigiram mais desembolsos de recursos do governo. A inflação teve uma alta em fevereiro de 1999, porém, abaixo da desvalorização cambial; em março do mesmo ano, a inflação já dava sinais de arrefecimento. No que tange ao desempenho da economia brasileira, pode-se dizer que foi razoável, dado o desequilíbrio da nossa economia. O saldo na balança comercial apresentou significativa redução, devido à queda nas importações.

É importante lembrar que, em 2002, a Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF entra em vigor. Dentre os vários dispositivos da lei, cabe destacar o artigo 34, que retira do BACEN o poder de emissão de Letras do Banco Central (LBACEN), que consiste em título de endividamento com o qual o BACEN captava os recursos em moeda nacional necessários para comprar as reservas internacionais. Adicionalmente, o artigo 39 da mesma lei proíbe o BACEN de comprar diretamente do TN títulos público de emissão da União, salvo exceção de refinanciamento da dívida mobiliária. Assim, o BACEN passou a realizar política monetária no mercado secundário, denominado *open market*.

A aproximação da eleição e a crise de confiança instalada nos EUA, devido às fraudes nos balanços de empresas americanas, notadamente Enron e Worldcom, afugentaram os investidores, reduzindo a oferta de dólares para o Brasil, afetando inclusive as linhas de financiamento do comércio exterior, obrigando o BACEN a providenciar linha de crédito para os nossos exportadores. A taxa de câmbio, que estava em R\$ 2,25 em abril, chegou a bater os R\$ 4,00 em 2002 (GAROFALO FILHO, 2005, p. 153).

A LRF também impôs limites ao endividamento do setor público, tais como limites de gasto com pagamento aos servidores públicos da ativa e aos inativos. No caso da União, o limite estabelecido foi de, no máximo, 50% de sua receita líquida e, para as unidades da federação, o gasto com pessoal poderia chegar, agora, ao teto de 60% da receita líquida. Por receita líquida entenda-se a arrecadação menos as

contribuições dos servidores para a previdência oficial. É importante mencionar que, no caso da não observância dos limites, a União poderia reter as transferências tributárias para os Estados e Municípios. Ressalta-se, ainda, que o chefe do poder executivo poderia ser responsabilizado criminalmente e politicamente, inclusive com a perda do mandato. Com a adoção dessas medidas, o governo conseguiu reduzir os gastos, o déficit operacional, e promover um superávit fiscal de 3,0% do PIB, mostrando uma evolução das contas públicas sem a necessidade de aumentar ainda mais a carga tributária.

Em 2003, começa o governo do presidente Lula com a manutenção da política econômica do governo FHC. Além do governo não alterar a política econômica, o mercado passou a confiar no novo governo e, com isso, a taxa de câmbio retorna a patamares mais baixos.

Nesse sentido, os dólares que haviam saído do país no período da eleição migram novamente para o Brasil, valorizando o câmbio. Procurando o BACEN honrar o compromisso não de comprar dólares, evitando praticar uma política de câmbio flutuante suja e, com o objetivo de não deixar o dólar se desvalorizar muito frente a nossa moeda, o BACEN busca alternativa para elevar a demanda por dólar, tais como não vender moeda estrangeira ao TN quando este tivesse o compromisso de saldar sua dívida externa, obrigando-o a comprar dólar no mercado. Outra medida adotada foi a redução do compulsório dos bancos, possibilitando-os adquirirem moeda estrangeira.

O governo passou também a reduzir as elevadíssimas taxas de juros, na esperança de reduzir o fluxo de capitais para o país, diminuindo o ritmo da valorização do real. Todavia, a diferença entre as taxas de juros praticadas internamente e as taxas internacionais, inclusive dos países emergentes, estava muito atrativa para os investidores trazerem de volta seu capital e lucrar com o *spread*, tornando inócua a diminuição da Selic.

No que tange ao saldo da balança comercial, o país entrou na era dos mega superávits. O superávit comercial superava todas as expectativas, batendo recordes sobre recordes, contribuindo, assim, para a valorização do real. Com o receio de uma apreciação do câmbio ainda mais acentuada, o BACEN voltou a intervir no mercado de câmbio, comprando dólar.

Não obstante a queda do dólar, o superávit comercial da nossa balança de pagamentos continuava a crescer, devido a vários fatores, cabendo destacar o

crescimento da economia mundial, o excelente desempenho dos chamados países BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China), alta nos preços das *commodities* e crescimento nas exportações de carne e aves, devido a doenças em outros países exportadores do produto.

4.10. A evolução da carga tributária

A Constituição de 1988 procurou fortalecer as unidades da federação, ampliando a autonomia dos Estados e Municípios. Com isso, as unidades da federação passaram a ter poder não apenas para estipular suas alíquotas como também a União perdeu o direito de intervir nos seus impostos (MONTEIRO, 2004, p. 174). Além disso, a CF/88 aumentou as transferências da União para os Estados e Municípios.

O governo federal, para compensar as perdas de receitas, aumentou a carga tributária, principalmente as contribuições, por não ter que dividi-las com os Estados e Municípios. Esse aumento na carga tributária fez com que piorasse a qualidade fiscal; a maioria das contribuições é “em cascata”: quanto maior a cadeia de produção, maior será o recolhimento. No mais, incidem sobre a produção e são regressivas.

A cada ano, a Receita vem aumentando a carga fiscal num ritmo maior do que o crescimento da economia. Às vezes, o governo não altera a alíquota do imposto, mas amplia sua base de cálculo, como aconteceu com o PIS, que passou a incluir, além do faturamento, outras receitas, como a financeira. O crescimento tributário no Brasil, nos último dez anos, pesa no chamado “custo Brasil”, isto é, retira competitividade dos nossos produtos. Outro ponto que merece destaque é a complexidade da nossa legislação tributária.

A carga tributária, além de ser maior do que na maioria dos países emergentes, é muito dependente de impostos sobre a produção e circulação de bens e serviços. Por outro lado, o imposto sobre a renda e sobre o patrimônio, no Brasil, é baixo, comparativamente a outras economias do mesmo porte que a nossa.

A carga tributária é bastante regressiva, o que dificulta a diminuição da concentração de renda.

A estrutura tributária brasileira ainda repousa sob a óptica de um modelo de 1967, quando as condições da economia mundial eram outras. O aumento da carga tributária no Brasil, nos últimos 12 anos, visou tão somente reduzir o desequilíbrio orçamentário, sem se preocupar com outras questões, tais como redistribuição da renda, integração econômica e política de desenvolvimento.

Outro problema do nosso sistema tributário atual são as vinculações de receitas, que acabam por retirar o poder discricionário do governo e prejudicam a condução da política econômica. Durante o período analisado, a alocação de recursos do setor público para despesas correntes e despesas com juros tem contribuído para a redução nos investimentos, comprometendo a infra-estrutura do país. Os gastos têm sido acomodados pelo aumento da carga tributária, que subiu de 24,4%, em 1991, para 36,5%, em 2005, conforme dado extraído de Giambiagi (2006, p. 35).

4.11. A questão dos juros

Durante todo o período em questão, a taxa de juros, notadamente a Selic, manteve-se em alta, afetando tanto as despesas financeiras em termos absolutos como as em proporção do PIB. A taxa de juros Selic afeta diretamente a dívida interna e, por via oblíqua, a dívida externa, tornando nítido seu papel na progressão da dívida pública e na própria manutenção dos juros.

Depois que o país conseguiu vencer a inflação, podemos apontar as altas taxas de juros como sendo uma das causas pelo fracasso na retomada do crescimento econômico. Com efeito, as taxas de juros praticadas no Brasil, entre 1994 e 2005, quando comparadas com as economias internacionais, mostram-se não apenas superiores às dos países emergentes, como também acima das dos países com risco superior ao nosso. Bresser Pereira e Nakano (2002, p. 88) atribuem aos múltiplos objetivos, muitas vezes antagônicos, da política monetária, a razão dos juros altos.

Segundo esses autores, a taxa de juros é alta devido às suas funções múltiplas, tais como reduzir a demanda interna de forma a evitar pressão nos preços, evitar a desvalorização do câmbio e, conseqüentemente, a inflação de custo, atrair capital externo para equilibrar o balanço de pagamentos, induzir os investidores internos a comprarem títulos públicos, visando financiar o déficit público e, através da retração da demanda interna, conter o saldo da balança comercial e reduzir a vulnerabilidade externa.

É importante frisar que a taxa de juros não dá conta de resolver todos esses problemas. Ao elevar a taxa de juros para atrair capital estrangeiro, com o objetivo de financiar o saldo em contas correntes e equilibrar o balanço de pagamentos, o governo valoriza o real, o que implica na redução do superávit comercial ou no surgimento de um déficit comercial prejudicando o objetivo inicial.

Por outro lado, um aumento na taxa de juros real prejudica o resultado operacional do governo, via aumento das despesas financeiras. Ao mesmo tempo esse aumento reprime os gastos com investimento e retrai o crescimento econômico, elevando a relação dívida/PIB, com impacto negativo na percepção do risco país. Em outras palavras, a taxa de juros interna contamina a taxa de juros externa.

A necessidade do país de desvalorizar nominalmente o câmbio a taxa superior à inflação era patente, devido à alta vulnerabilidade externa no período de 1995 a 1999 e às crises que se sucederam. Todavia, como a desvalorização do real afeta de forma negativa a rentabilidade das aplicações em dólar, os investidores estrangeiros exigiam uma taxa de juros mais alta para compensar a perda cambial. Imaginemos que a inflação brasileira seja de 2%, os juros externos da ordem de 3%, o risco país de 5% e a expectativa de desvalorização nominal do câmbio de 10%, ou seja, 8% em termos reais. A taxa de aplicação nominal para os residentes é da ordem de 19% ($1,02 \times 1,03 \times 1,05 \times 1,08$) ou 16,8% em termos reais. Contudo, o retorno para os não residentes é muito inferior, devido à conversão dos reais em dólares. O retorno da aplicação, neste exemplo, é de 10%.

Conforme mencionamos no segundo capítulo (Medidas do déficit), o governo incorre em déficit toda vez que a diferença entre receita e despesas não for suficiente para financiar os investimentos do governo. Neste caso, o governo amplia seu endividamento, avançando sobre a poupança interna e ou externa. Para reduzir o déficit, o governo tem como alternativa, excluindo emissão de moeda, diminuir os

gastos ou aumentar os impostos. O governo brasileiro, no período em foco, optou por aumentar a carga tributária que, com um fraco desempenho do PIB, elevou a relação dívida/PIB. Se a economia estivesse crescendo, a relação dívida/PIB não se deterioraria, e nem o risco país.

Finalmente, cabe mencionar que, contrariamente à nossa economia, em mercados desenvolvidos financeiramente, com um quadro jurídico crível, e longa tradição de estabilidade, os governos conseguem colocar seus papéis com prazo de longa maturação e com taxas de juros pré-fixadas. Isso possibilita aos governos uma tranquilidade muito mais confortável na rolagem de sua dívida, o que não ocorre com a nossa, em que o governo se vê obrigado a resgatar ou refinar parcelas significativas de seus títulos a toda hora, desgastando-se com a arquitetura dessas operações. Não obstante, o encurtamento dos prazos de financiamento da dívida acarreta custos muito maiores do que se o prazo médio de vencimento fosse ampliado. Com efeito, considerando uma dívida cujo prazo de vencimento seja de dois anos e outra com vencimento para daqui há dez anos, tendo o governo que elevar os juros em, digamos, 10% por um período de um ano, no primeiro caso a alta dos juros recai sobre metade do estoque da dívida e, no segundo caso, apenas sobre décima parte. Tão importante quanto o tamanho da dívida é saber o seu prazo de vencimento, pois isso implica num peso dos juros no nosso orçamento muito maior do que em países com prazo de maturação da dívida da ordem de 20 ou 30 anos.

4.12. Considerações finais

O capítulo procurou mostrar que a redução da inflação trouxe para o governo um outro problema, ou seja, desde a implementação do Plano Real, as necessidades de financiamento do setor público têm se mantido em níveis altos, seja pela proteção que o poder público outorgou ao setor privado, assumindo risco originalmente do setor financeiro e do setor exportador, seja reconhecendo dívidas passadas, seja pelas altas taxas de juros internas praticadas em todos esses anos, transferindo renda para o setor privado financeiro e grandes empresas.

Conforme bem menciona Carvalho (2007a, p. 77), o aumento da dívida pública interna reside intrinsecamente na política econômica adotada pelo governo e na assunção do governo para abrandar os efeitos dos choques externos e internos sobre o setor privado. Com isso, o efeito-riqueza negativo sobre o setor privado não ocorreu nos anos de crise, pois o custo dessas medidas foi transferido para o governo, que passa a socializar os prejuízos.

Dada a transferência de imposto da União para as entidades da federação, e o grau de vinculação das receitas, as poucas iniciativas de corte nos gastos públicos resultam em diminuição dos investimentos, com reflexos negativos para o crescimento do produto e geração de empregos.

A alta taxa de juros interna, o elevado endividamento do setor público e o curto prazo de maturação da dívida implicam em importante fator de aumento do déficit público, realimentando o processo. Com efeito, o superávit primário não tem sido suficiente para fazer frente ao pagamento dos juros, que passa a incorporar o estoque da dívida, agravando o problema.

5. O déficit financeiro e suas implicações no crescimento do produto

5.1. Observações introdutórias

Este capítulo procura mostrar que, a despeito do Plano Real ter estabilizado a moeda desde 1994, não conseguiu gerar as condições necessárias para um crescimento sustentável. Com efeito, desde a implantação do Real, alteraram-se fases de expansão e de contração, caracterizando um crescimento do tipo *stop and go* na economia brasileira. A média do crescimento do PIB pós-real não difere da média dos anos 1980, chamada de década perdida, e nem dos 1990. Ambos os períodos foram marcados por uma inflação elevada e baixo crescimento econômico.

Para uma melhor compreensão do processo de interdependência entre o déficit financeiro e o crescimento do PIB, pode-se dividir nossa análise em três períodos. O primeiro período vai de 1995 a 1999. O segundo, de 2000 a 2002 e, o último, se manifesta desde 2003, indo até 2005.

O subperíodo de 1995 a 1999 caracteriza-se por um regime de câmbio apreciado, metas cambiais, em que o BACEN estabelece uma taxa de câmbio a ser perseguida para ancorar a inflação interna à externa. A desvantagem da âncora cambial é a perda da autonomia da política monetária e o aumento do risco de ataque especulativo.

Neste período, o país passa a utilizar-se da poupança externa, entendida como o saldo deficitário da balança de transações correntes. A relação dívida/PIB passou de 29,2%, em 1994, para 42,6%, em 1998, conforme relatório anual do BACEN. A proporção da dívida atrelada ao dólar é alta e, portanto, bastante sensível à variação cambial. O déficit em transações correntes torna a balança de pagamentos bastante dependente do fluxo de capital, aumentando a vulnerabilidade externa e, conseqüentemente, os juros internos como medida de atrair capital externo. O resultado de um déficit público frouxo no período em foco, altas taxas de juros, poupança externa e endividamento público e privado externo, forçou o país a

negociar um acordo de empréstimo com Fundo Monetário Internacional (FMI) no final do período.

Durante este período, é importante mencionar que a economia internacional apresenta três crises, México (1995), Ásia (1997) e Rússia (1998).

Na fase do subperíodo que vai de 2000 a 2002, o risco soberano do país, medido pelo J. P. Morgan – *Emerging Market Bonds Index* (EMBI), acelerou-se de forma acentuada. Este período é denominado de dominância fiscal.

O Brasil negocia um acordo de empréstimo com o FMI e estabelece metas de superávit primário – inicialmente de 3,5% do PIB. Como o superávit primário não contabiliza os juros da dívida interna, isto deixa o governo livre para praticar uma política monetária restritiva. A elevada carga tributária suportada pela sociedade, em grande parte destinada ao pagamento do serviço da dívida, a redução do investimento público e os juros altos reduzem a atividade econômica com quedas da produção e emprego. O governo adota o regime de câmbio flutuante em 1999 e a inflação sobe muito menos que a maioria dos economistas previa.

Todavia, antes da desvalorização cambial, o governo passa a ofertar *hedge* cambial devido ao alto passivo em dólar do setor privado, fruto do regime cambial do período anterior. Esta medida faz a dívida pública aumentar consideravelmente. No regime de câmbio flutuante, os juros não tinham mais como função evitar a desvalorização do real mas sim tornar os títulos da dívida pública mais atraentes para os investidores, financiando, desta maneira, o déficit nominal do governo. A desvalorização do câmbio fez o déficit em transações correntes evaporar, o país passou a gerar despoupança externa e, ao mesmo tempo, a dívida pública externa elevou-se significativamente. Apesar do aumento da carga tributária e da manutenção do superávit primário, a dívida pública continua crescendo, a taxa de juros desestimula o setor público a investir e o PIB fica semi-estagnado.

Durante o subperíodo 2003 a 2005, depois da desvalorização cambial de 1999, o país abandonou a âncora cambial e passou a adotar uma nova âncora, denominada de regime monetário de metas de inflação.

Com a aproximação das eleições em outubro de 2002, estava claro que Lula seria eleito. Este fato, combinado com o problema da dominância fiscal, fez o governo elevar ainda mais as taxas de juros, tendo como corolário a aumento da dívida interna e externa. As exportações brasileiras começaram a reverter a situação deficitária da balança comercial, notadamente pela pujança da economia mundial.

Ao tomar posse, o novo governo sinalizou para o mercado que não faria mudanças significativas. O governo do presidente Lula manteve a política monetária e o compromisso de superávit primário, fixando as metas de inflação, medida pelo IPCA, para os anos de 2003 e 2004, respectivamente, em 8,5% e 5,5%, com ampliação de 2% para 2,5% nos intervalos de tolerância. As altas taxas de juros praticadas neste período deveriam atuar na demanda agregada reduzindo os investimentos e o consumo. Todavia, devido à elevada participação dos preços administrados na economia brasileira, a redução dos preços não foi suficiente para conduzi-los para a meta.

Procuramos mostrar que nos três subperíodos descritos, a economia brasileira apresentou em comum um elevado déficit financeiro, transferindo renda do setor público para o setor privado, apresentando um desequilíbrio fiscal recorrente, crescente dívida líquida do setor público, aumento da carga tributária, com efeito negativo no nível de renda, altas taxas de juros e baixo investimento do setor público em infra-estrutura, comprometendo o crescimento sustentado da nossa economia.

Embora o peso do déficit financeiro do setor público no processo de conter a expansão do PIB seja significativo, não se pode cair no extremo de imputar-lhe a responsabilidade exclusiva pelo baixo crescimento da economia brasileira no período em foco.

5.2. Visão keynesiana do déficit público

Quando tratamos da macroeconomia, no primeiro capítulo (Política Fiscal: uma abordagem keynesiana), vimos que os economistas keynesianos aceitam uma política fiscal anti-cíclica com o objetivo de estabilizar a economia. Como bem menciona Bresser Pereira (2007, p. 185), Keynes não considerava a idéia de apoiar déficits públicos crônicos, que levassem à crise fiscal. O déficit elevado, simultaneamente a um grau de endividamento também elevado, interage na economia de forma cíclica, ou seja, o déficit público deixa de estimular a economia em períodos de insuficiência de demanda, como apregoam os keynesianos, e passa

agir de forma a aprofundar ainda mais a recessão, devido ao desestímulo ao investimento e ao consumo, provocado pelos juros altos.

Os keynesianos não advogam uma irresponsabilidade fiscal, ao contrário, defendem a intervenção do governo na economia com o intuito de estabilizar a demanda agregada do setor privado. Nesse sentido, em períodos de aquecimento da demanda, o governo deveria incorrer em superávit fiscal, visando reduzir o crescimento da demanda e evitando um recrudescimento da inflação. A diminuição do ritmo de crescimento levaria a uma arrecadação menor e, via estabilizador automático, a um orçamento equilibrado. Por outro lado, caso a economia estivesse operando abaixo do nível de pleno emprego, o governo, via ampliação dos gastos, estimularia a economia a produzir mais e, conseqüentemente, a reduzir o desemprego. O aumento da produção e do emprego ampliaria o nível de arrecadação do governo, equilibrando seu orçamento.

Tanto no superávit como no déficit orçamentário, Keynes parte de uma situação fiscal de equilíbrio que, via estabilizador automático, voltará ao equilíbrio. Este pressuposto não está presente na economia brasileira do pós-Real.

Ao contrário dos economistas neoclássicos, que supõe que as forças de mercado são suficientes para equalizar a oferta e demanda, conduzindo a economia ao ponto de equilíbrio no nível de pleno emprego, Keynes foi o primeiro economista a considerar um papel importante da política fiscal ativa na estabilização da economia. Para Keynes, mesmo que a economia se encontre em equilíbrio, nada garante que o mesmo se dará no pleno emprego.

Déficit fiscal elevado, conjuntamente a uma dívida pública também elevada, além de impedir o funcionamento de estabilizador automático, limita a capacidade do governo de fazer política fiscal. A combinação de déficit financeiro e dívida pública alta provoca um efeito desestabilizador na economia, e que vem ocorrendo com a economia brasileira do pós-Real. Conforme menciona Carvalho (2007b, p. 99), o setor público, via pagamento de juros, transfere enormes recursos aos rentistas, restringindo as políticas sociais, concentrando renda e dificultando o crescimento da economia.

Os economistas keynesianos estão entre os críticos dos elevados déficits financeiros que a economia brasileira vem incorrendo no período pós-94. O déficit financeiro transfere recursos para os grandes empresários, banqueiros, rentistas, detentores de títulos públicos, sem ampliação significativa da demanda agregada.

Esses grandes déficits financeiros são reflexos de uma política fiscal e monetária errada. O constante desequilíbrio fiscal obrigou o governo a adotar uma política monetária contracionista, com o objetivo de impedir uma expansão na demanda rápida demais, a ponto de comprometer a estabilidade monetária conquistada as duras penas.

Outra fonte de preocupação dos keynesianos em relação ao déficit financeiro reside no aumento dos juros, não pelo efeito dos gastos públicos, denominado de *crowding out* pelos monetaristas, mas, ao contrário, é pelo efeito da alta na taxa de juros sobre o déficit financeiro e a acumulação de capital.

5.3. Os juros de longo prazo

O custo do crédito de longo prazo é mais elevado do que o de curto prazo. Este fenômeno é explicado pelo fato de que o risco é maior no primeiro caso do que no segundo. Ninguém duvida que o credor incorra em maior risco ao emprestar parte do seu capital por cinco anos ao invés de três meses. A incerteza associada ao período de cinco anos é maior do que a de três meses.

Todavia, os custos de crédito de curto prazo no Brasil são mais onerosos que os de longo prazo. Martins e Assaf Neto (1986, p. 291) mencionam as causas principais como sendo: a) a quantidade insuficiente de fundos de longo prazo, que pressiona a demanda por crédito de curto prazo e, conseqüentemente, seu custo; b) os créditos de longo prazo são subsidiados pelo governo através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social (BNDES), com várias linhas de crédito oficiais cujo custo é da taxa de juros de longo prazo – TJLP, que é inferior ao mercado.

A razão da despesa financeira do setor público não apresentar uma queda significativa, apesar da recente redução da taxa Selic, reside no fato de que a TJLP também sofreu redução e o ativo financeiro do governo, linha de crédito ao setor privado, aumentou sua participação.

Uma análise bem elaborada do problema supra mencionado encontra-se em Giambiagi (2007, p. 148). O autor observa que, assim como a dívida é apurada no

seu conceito líquido, isto é, corresponde à diferença entre as receitas junto ao setor privado e as despesas do setor público devidas ao setor privado, as despesas financeiras também são registradas pelo saldo líquido. A conta juros é apurada confrontando as despesas que o setor público paga sobre a dívida bruta e o que o governo recebe pelos seus ativos financeiros.

Como nos últimos anos o setor público vem reduzindo seu passivo em dólares, cujo custo financeiro é mais baixo que a taxa Selic, e substituindo essa dívida por dívida interna com um custo de carregamento maior, simultaneamente, as taxas de juros que incidem sobre os ativos do governo estão decrescendo, a saber: a rentabilidade das reservas internacionais é baixa, comparativamente ao que o Tesouro paga sobre seus papéis, e o retorno sobre os empréstimos, com participações cada vez maiores, do setor público para o setor privado, lastreados com recursos do Fundo de Amparo do Trabalhador (FAT), que rendem TJLP, também é baixo, de aproximadamente 7% ao ano.

O mesmo autor (*idem*, p. 153) afirma que, desde a implementação do Plano Real, o governo vem enfrentando as crises do México (1995), Asiática (1997), da Rússia (1998), a desvalorização do real (1999), o apagão da energia (2001), o recrudescimento da inflação (2001-2002) e uma nova ameaça inflacionária devido ao crescimento do PIB (2004), com elevação da taxa Selic. Diante desse fenômeno, o setor privado passou a demandar cada vez mais recursos do BNDES, realizando arbitragem de taxas, devendo em TJLP e aplicando em Selic, com um importante acréscimo na despesa financeira do setor público.

Os efeitos líquidos de curto e médio prazo da política de juros altos – Selic – sobre as finanças do setor público são incompatíveis com o crescimento econômico, pois trazem conseqüências indesejáveis sobre a dívida pública e os investimentos.

5.4. O período 1995-1999

Os dados do Brasil, quanto às NFSP pelo conceito nominal e primário, encontram-se sintetizados na Tabela 5, cabendo notar que o sinal positivo representa um déficit e o sinal negativo um superávit no conceito nominal. Por outro

lado, o superávit primário é representado pelo sinal positivo e o déficit pelo sinal negativo.

Tabela 5 – Necessidades de Financiamento do Setor Público (% PIB)

| Discriminação | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nominal | 7,3 | 5,9 | 6,1 | 7,5 | 5,8 |
| Primário | 0,3 | -0,1 | -0,9 | 0,1 | 3,2 |

Fonte: Banco Central

As NFSP representam a variação da dívida nas três esferas de governo, Federal, incluindo o Tesouro Nacional, o Banco Central e o INSS, Estadual e Municipal, além das empresas estatais das três esferas de governo. O resultado primário exclui as despesas e receitas provenientes de juros.

No período em questão, pode-se observar que o resultado primário foi deficitário nos anos de 1996 e 1997. Nos anos de 1995 e 1998, o superávit primário foi pífio, contribuindo em quase nada para a redução do déficit nominal. Somente a partir de 1999 é que o superávit primário passa a dar uma contribuição importante para a redução do déficit nominal. Mesmo com um superávit primário da ordem de 3,2% do PIB, em 1999, este resultado não foi suficiente para saldar o compromisso com a despesa de juros daquele ano. Nesse sentido, cabe notar que os juros da dívida pública passam a incorporar o estoque da própria dívida.

As taxas de juros mantiveram-se elevadas durante todo o período, pois o objetivo fora financiar o saldo deficitário da balança de pagamentos em conta corrente. Não obstante a DLSP estar aumentando neste período, os juros não se mantiveram excessivamente altos em função da dívida pública alta. A Selic foi mantida alta para atrair capital especulativo e de empréstimo externo e para financiar o déficit em transação corrente da balança de pagamentos. A taxa de câmbio neste período estava sobrevalorizada, o que provocou um misto de desconforto, ou seja, um elevado saldo negativo em contas corrente e uma alta dívida externa.

A grande preocupação do governo FHC era manter os preços sobre controle e, por isso, a taxa de câmbio era mantida sobrevalorizada para que os preços externos competissem com os produtos *tradeable*, impedindo que aumentassem. Todavia, a poupança externa financiada via empréstimo estrangeiro e investimentos diretos, não resultou em aumento dos investimentos, mas sim em aumento do consumo, notadamente de bens importados, e deixou o país vulnerável a uma crise externa.

A Tabela 6, extraída do trabalho de Bresser Pereira (2007, p. 180), mostra o peso dos juros para o setor público.

Tabela 6 – Gastos com juros

| Ano | Despesa com juros (R\$ bilhões) | Juros (% PIB) |
|-------------|--|----------------------|
| 1995 | 48,75 | 6,91 |
| 1997 | 44,97 | 4,78 |
| 1999 | 127,26 | 12,08 |
| 2001 | 105,63 | 8,11 |
| 2003 | 122,49 | 7,20 |
| 2004 | 124,92 | 12,89 |
| 2005 | 152,89 | 7,11 |

Fonte: Bresser Pereira (2007)

As despesas com juros correspondem uma parcela importante das despesas pública e oneram o orçamento fiscal, obrigando o governo a aumentar a carga tributária. Essa despesa representa uma transferência de renda para as grandes empresas e o “mais afortunado”, que corresponde à parcela da sociedade de menor propensão marginal a consumir, o que é mais um fator de estagnação na economia brasileira. Assim, o déficit financeiro não promove o crescimento econômico, ao contrário, reduz a demanda agregada pelos seguintes motivos: a) os juros altos reduzem os investimentos do setor privado, que só não são menores devido ao fato do governo conceder uma linha de crédito de longo prazo através do BNDES a juros subsidiado – TJLP; b) as despesas com juros representam uma parcela significativa das despesas correntes, retirando do governo recursos para investir em infraestrutura; c) déficit financeiro alto agrava a dívida pública e torna o governo refém dos credores, impedindo-o de fazer uma política fiscal satisfatória; d) o aumento da carga tributária diminui a renda disponível dos agentes econômicos, reduzindo o consumo sem aumentar a poupança do governo, ou seja, o aumento dos impostos é utilizado para pagar as despesas financeiras; e) os juros altos apreciam a taxa de câmbio reduzindo as exportações e, conseqüentemente, a demanda agregada.

Diante do exposto, é fácil notar que o déficit financeiro alto, associado a uma dívida elevada, nada tem em comum com o déficit público defendido por Keynes. Os keynesianos advogam um déficit público com objetivo de estimular a economia em caso de insuficiência de demanda agregada, promovendo o desenvolvimento e a geração de empregos. Por outro lado, se a demanda estiver aquecida de forma a comprometer a estabilidade dos preços, recomenda-se, dentro do receituário keynesiano, um superávit fiscal reduzindo a demanda. Agindo de forma anticíclica, a

política fiscal poder ser condutora para reequilibrar os desajustes entre oferta e demanda e desempenhar um importante papel na estabilização da economia. Não se desconhece que os juros podem exercer alguma influência na determinação da poupança e do investimento, mas nada garante a igualdade entre eles. Os agentes que poupam são diferentes dos agentes que investem, e o fazem por motivos diferentes.

Os economistas neoclássicos criticam os keynesianos porque não aceitam nada que seja uma solução fora do mercado. Os neoclássicos dizem que a política fiscal contra-cíclica não é eficaz, pois o aumento do déficit provoca elevação dos juros e isso expulsa o setor privado da economia, reduzindo seus investimentos. Assim, a elevação dos gastos públicos é neutralizada pela redução dos investimentos das empresas, sem nenhum efeito sobre a demanda agregada. Todavia, é importante mencionar que, no caso da economia brasileira, o déficit público não é provocado por um gasto excessivo, mas por uma despesa financeira alta que não eleva a demanda agregada. Não é a dívida pública que eleva os juros, a relação de casualidade é inversa, isto é, os juros elevam a dívida pública.

A Tabela 7, abaixo, mostra a DLSP em valor absoluto e em valor relativo. Observa-se que a DLSP aumentou durante o primeiro mandato do presidente FHC, contudo, a relação dívida/PIB não é tão alta quando comparada com os países em desenvolvimento, a ponto de justificar uma taxa de juros de curto prazo absurdamente alta.

Tabela 7 – Dívida líquida do Setor Público e % PIB

| Ano | DLSP (R\$ bilhões) | % PIB |
|-------------|---------------------------|--------------|
| 1996 | 268,1 | 33,3 |
| 1997 | 308,4 | 34,5 |
| 1998 | 385,9 | 42,4 |
| 1999 | 516,6 | 46,9 |

Fonte: Boletim do Banco Central – Relatório 1999

Os juros de curto prazo – Selic são determinados pelo Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), que fixa valores para a taxa Selic e seu viés, para mostrar sua tendência. Assim, a taxa de juros de curto prazo é definida exogenamente pelo BACEN e não pelo mercado. Como bem observa BRESSER PEREIRA (2007, p. 199), não sendo a taxa de juros endógena, tem pouca relação com o risco Brasil. Com efeito, o autor mostra que o risco EMBI (*emerging market*

bonds index), medido pelo J. P. Morgan, decresce significativamente e a taxa Selic não reduz além de 9% em termos reais.

A taxa Selic remunera diretamente boa parte dos títulos públicos, notadamente a LFT, que é reajustada diariamente de acordo com a taxa de juros vigente e com defasagem zero de indexação (ARIDA, 2006, p. 231). Esses títulos têm um prazo máximo de resgate de dois anos, o que equivale a dizer que o governo, a cada ano, tem que renegociar sua dívida, e que os juros recaem sobre pelo menos metade da dívida.

Como não é a dívida do setor público que provoca uma elevação dos juros, mas sim o inverso, o ajuste fiscal proposto pelos economistas neoclássicos de redução dos gastos não garante uma redução da dívida pública, pois os juros altos realimentam-na, uma vez que os esforços para manter um superávit primário não reduzem o montante da dívida pública. O ajuste fiscal é necessário; contudo, para realizá-lo temos que reduzir a taxa de juros. Os economistas do arcabouço neoclássico contra-argumentam dizendo que as altas taxas de juros são necessárias para estimular a poupança interna e complementá-la com a poupança externa, via déficit em conta corrente, com o objetivo de financiar os investimentos necessários para nossa economia.

É importante notar que a taxa de juros no Brasil pode, ao invés de reduzir o consumo e aumentar assim a poupança, o chamado efeito substituição, agir aumentando a riqueza dos detentores de títulos públicos e expandindo seu consumo. O que eleva a poupança é a ampliação no nível de renda e, para tanto, a redução dos juros exerce um papel importante, pois estimula os investimentos e amplia a exportação via depreciação do câmbio. No que tange à poupança externa, no período compreendido entre 1995 e 1999 teve como destino o consumo, e não a ampliação do capital.

O governo, neste período, manteve os juros altos para manter o câmbio valorizado, evitando um aumento da inflação. A desvalorização do câmbio provoca uma inflação de custo. Todavia, numa economia não indexada e aberta como a nossa, a desvalorização cambial implica uma mudança de preços relativos, ou seja, o preço dos produtos *tradeables* tende a aumentar enquanto o dos *non tradeables*, a diminuir. Enquanto durar esse processo de realinhamento de preços, a inflação tende a se elevar; depois, os preços se acomodam em um novo patamar e permanecem neste estágio. Foi isso o que ocorreu na crise de 1999, quando o

câmbio se desvalorizou fortemente, a inflação subiu mas não voltou ao nível pré-Real.

O governo manteve o câmbio supervalorizado enquanto pode, a custa do aumento da vulnerabilidade externa e da perda de reservas. A crise na balança de pagamentos foi inevitável, obrigando o governo a abandonar a âncora cambial e substituí-la por outra forma de controle da inflação, chamada metas de inflação, a âncora monetária.

Por fim, o crescimento econômico e a inflação, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, do IBGE, podem ser evidenciados nos dados da Tabela 8.

Tabela 8 – Crescimento Econômico e Inflação (IPCA)

| Ano | Crescimento PIB | IPCA |
|------|-----------------|------|
| 1994 | 5.9% | 929% |
| 1995 | 4.2% | 22% |
| 1996 | 2.7% | 9% |
| 1997 | 3.3% | 4% |
| 1998 | 0.2% | 2.5% |
| 1999 | 0.8% | 8.4% |

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central do Brasil, v. 37, 2001 e números anteriores.

A alta taxa de juros praticada no período interage com o baixo crescimento do PIB e, conseqüentemente, com níveis elevados de desemprego. Depois de crescer a uma taxa de mais de cinco pontos percentuais, como resultado da monetização provocada pela estabilização, a economia brasileira volta a ter um desempenho medíocre, caracterizado por um crescimento do tipo *stop and go*. Este baixo crescimento não está relacionado com a escassez de poupança, como afirmam os economistas neoclássicos. Conforme salientam Oriero, Sicsú e Paula (2003, p. 119), o pífio desempenho da economia brasileira no período reside no volume insuficiente da demanda agregada, incapaz de ocupar a capacidade ociosa da nossa economia – em torno de 84% do potencial.

Cabe notar que o déficit financeiro do setor público não contribui para o crescimento da demanda, mas agrava a concentração de riqueza do país e reduz o impacto positivo das políticas sociais. Para Carvalho (2007a, p. 68), os juros reais elevados, além de transferir recursos fiscais para pessoas de alta renda, aumentam o tamanho da dívida pública interna lastreada em títulos, não obstante os superávits primários, com pouco efeito sobre a demanda agregada.

5.5. O período 2000-2002

O período começa com um recrudescimento da inflação, devido à forte desvalorização do real, em 1999, que gerou pressão nos preços dos produtos *tradeables*, impactando o IPCA. Diante da ameaça de um retorno da inflação, pondo a perder a estabilidade econômica, o BACEN restringiu a oferta monetária, fixando a Selic em níveis altíssimos.

A forte depreciação do câmbio em 1999, não obstante tenha elevado a inflação, não representou uma real ameaça à estabilidade de preços. Conforme menciona Bresser Pereira (2007, p. 119), depreciar uma taxa de câmbio, estando o câmbio apreciado, implica em elevação da taxa de inflação, contudo, em uma economia aberta e competitiva e sem indexação, é temporária a elevação nos preços.

Como se pode ver na Tabela 9, a dívida pública mobiliária federal fora do BACEN (DPMF) saltou de R\$ 255,5 bilhões, ou 28,4% do PIB em 1997, para R\$ 516,1 bilhões, ou 45,2% do PIB em 2000, a despeito do aumento da carga tributária. Com isso, a dívida do setor público duplicou em quatro anos, implicando em maior ônus para carregá-la.

Tabela 9 – Dívida Mobiliária do Setor Público (fora do BACEN)

| Ano | DPMF (R\$ milhões) | % do PIB |
|------|--------------------|----------|
| 1997 | 255,5 | 28,4 |
| 1998 | 323,8 | 35,0 |
| 1999 | 414,9 | 39,7 |
| 2000 | 516,1 | 45,2 |

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil, v. 36, 2000

Outro fator que chama atenção é a participação, por indexação, dos títulos da dívida pública. Infere-se da Tabela 10 que a troca de um título público por outro ativo é feita em condições adversas, no que tange ao custo financeiro. Como assinala Carvalho (2007b, p. 83), as variações na composição da dívida respondem muito mais às expectativas dos mercados que a uma estratégia do BACEN e do TN para reduzir a despesa pública com juros.

Tabela 10 – Títulos Públicos Federais por indexador em %

| Indexador | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| Câmbio | 15,4 | 21,0 | 24,2 | 21,7 |
| TR | 8,0 | 5,4 | 3,0 | 4,7 |
| IGP-M | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 1,6 |
| Over / Selic | 34,8 | 69,1 | 61,1 | 52,4 |
| Prefixado | 40,9 | 3,5 | 9,2 | 15,3 |
| TJLP | 0,8 | 0,2 | 0,1 | 0,0 |
| IGP-DI | - | 0,1 | 2,1 | 4,3 |
| Outros | - | 0,5 | 0,0 | 0,0 |
| Total | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil, v. 36, 2000

Quando o governo elevou a taxa de juros para proteger sua política cambial contra um ataque especulativo, em 1998, os títulos indexados à Selic aumentaram sua participação, de 34,8% em 1997, para 69,1% em 1998. O mesmo fenômeno se dá com as NTN's cambiais, que aumentaram de 15,4%, em 1997, para 21,0% em 1998 e 24,2% em 1999, isto quando todo o mercado achava que seria inevitável uma desvalorização do real. Os encargos financeiros desta política implicaram em redução da capacidade da poupança pública e em perda de eficiência na condução da política fiscal.

No que tange à receita do governo, cabe destacar o aumento na Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) de 2% para 3%, e sua incidência sobre as instituições financeiras, bem como a reintrodução da CPMF. No começo de 2000, o congresso aprova a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), cujo objetivo é uma maior austeridade nas contas públicas. Adicionalmente, passou a estipular, num acordo com o FMI, as metas de superávit primário e, via Emenda Constitucional, a Desvinculação de Receitas da União (DRU) em até 20%.

A privatização gerou recursos da ordem de US\$ 10,7 bilhões em 2000, ante US\$ 4,4 bilhões segundo relatório anual de 2000 do BACEN, considerando a transferência das dívidas das estatais. A arrecadação dos impostos, mais privatizações e contribuições, foi recorde em 2000, contudo, não foi capaz de reduzir a dívida líquida do setor público.

A apropriação dos juros foi de R\$ 87,4 bilhões em 2000, representando 8% do PIB, contra R\$ 127,2 bilhões em 1999, ou 13,8% do PIB. O declínio deve-se à menor desvalorização cambial em 2000 e à queda da taxa Selic. Essas medidas economizaram R\$ 39,8 bilhões aos cofres públicos, não obstante o aumento da dívida pública.

A crise cambial de 2002 permitiu ao país aumentar suas exportações, saindo de um quadro de poupança externa para despoupança externa, isto é, superávit em transações correntes. Neste mesmo período, dado o volume de oferta de *swap* cambial de títulos públicos, ou seja, troca do indexador câmbio por juros interbancários sem que a liquidação da operação envolvesse troca de moeda estrangeira mas um ajuste devido à diferença no câmbio e a taxa contratada, , ampliou-se o custo de carregamento da dívida pública, mas reduziu-se a dívida externa líquida e, conseqüentemente, a vulnerabilidade externa do Brasil, dada a redução da relação dívida externa sobre exportação, e pelo ingresso de divisas devido ao nível de juros (GARAFOLO, 2005, p. 182).

Assim, o “mix” taxa de juros altos, de índole recessiva, e redução da dívida externa líquida, via entrada de divisas provocada pela expansão das exportações e entrada de divisas, garantiria a apreciação do câmbio com influência positiva nos preços internos. Todavia, o crescimento da economia mundial, juntamente com a alta nos preços das *commodities*, possibilitou o aumento das exportações, a despeito da apreciação do câmbio.

Esse conjunto de medidas reduziria de forma significativa a vulnerabilidade externa da economia brasileira, ao mesmo tempo em que sinalizava para o mercado, a partir do acordo com FMI, com o comprometimento de estabilizar a dívida pública com determinação de metas de superávit primário.

Como esclarecem Sicsú, Oreiro e Paula (2003, p. 128), uma política macroeconômica keynesiana não objetiva colocar a trajetória da dívida pública numa rota de solvência. O objetivo é muito mais amplo, pois o que interessa é recuperar a capacidade do governo em fazer política fiscal contra-cíclica, visando o pleno emprego com estabilidade nos preços. Assim, é necessário reduzir a parcela da despesa financeira ligada à dívida pública via diminuição das taxas de juros, reduzir as despesas correntes via contenção dos gastos públicos, abrindo espaço para o crescimento da poupança e ampliando a capacidade do governo em voltar a investir aumentando o PIB potencial da economia brasileira.

Sob outro enfoque, pesquisa desenvolvida por Blanchard (2005, p. 49) revelou que, entre 2002 e 2003, a percepção de risco da economia brasileira aumentou consideravelmente, com repercussões no câmbio, inflação e dívida externa e interna. O elevado endividamento da economia brasileira, associado à probabilidade de um governo de esquerda mudar as regras do jogo, fez elevar o

risco país medido pelo índice EMBI, o que aumentou a probabilidade de moratória, pois não se conseguia mais *funding* para financiar o setor externo.

Nesse cenário, o aumento da taxa de juros, ao invés de apreciar o câmbio, tornando mais atrativo ao investidor estrangeiro investir em haveres financeiros públicos, afugentava o investidor, pois os aumentos de juros eram associados à elevação do risco país, o que acabava por depreciar o real. Um aumento na taxa de juros interna eleva os encargos financeiros, levando o governo a expandir ainda mais seu endividamento para fazer frente a esses novos encargos. Simultaneamente, a depreciação cambial eleva o custo da dívida externa e da dívida interna atrelada ao dólar.

No cenário de dívida alta e com prazo de vencimento da dívida de dois anos, um aperto monetário, ao invés de diminuir a inflação via contenção da demanda, deprecia o câmbio via aumento no risco país, o que eleva os preços dos produtos *tradeables*, aumentando a inflação. Sob essas condições, uma política fiscal restritiva é mais adequada do que uma política monetária apertada para conter a inflação e trazer os índices de preços para próximo da meta de inflação.

Geralmente, numa economia aberta, um aumento na taxa de juros reduz a inflação por dois canais distintos. Juros mais altos implicam na redução da demanda agregada e tornam a dívida pública interna mais atrativa aos investidores estrangeiros, apreciando o câmbio de forma a reduzir a demanda agregada via diminuição das exportações líquidas e redução da inflação de custo. Todavia, num cenário de aversão ao risco, um aumento dos juros pode se traduzir em aumento do risco, em função da maior necessidade de financiamento do setor público para cobrir os encargos financeiros. Esse processo implica em uma evasão de divisas que levaria a uma apreciação do real e, conseqüentemente, a uma inflação de custo.

Quanto mais alta for a dívida pública, menor será o prazo médio de vencimento dos ativos representativos da dívida e, quanto maior a relação juros/PIB, mais os investidores passam a contabilizar o risco de um aumento de juros real sobre a dívida, o que resulta em depreciação do câmbio, ao invés de apreciação, como propõe os manuais de economia. A depreciação implica em inflação de custos, indo em direção oposta à política econômica do governo, principalmente se este adota o regime de metas de inflação.

Assim, uma política monetária apertada, num cenário de déficit financeiro alto, pressiona a dívida interna atrelada à Selic e eleva o risco de *default*, apreciando o

câmbio, via saída de capital autônomo, e onerando o encargo da dívida atrelada ao câmbio e a dívida externa em moeda nacional. Se a dívida externa for baixa, o risco de *default* independe da taxa de câmbio, passa a ser somente em função da taxa de juros.

Em resumo, dívida alta e aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros podem levar à depreciação do câmbio em resposta ao aumento dos juros. Isto implicaria uma redução da atividade econômica, via contenção da demanda interna, e a um aumento nos preços dos produtos importados, através da depreciação cambial, levando o país ao pior dos dois mundos. Não obstante, o aumento dos juros praticado pelo BACEN aumenta os encargos da dívida e, conseqüentemente, a própria dívida, uma vez que o superávit primário é insuficiente para pagar os juros da dívida, o que importa em elevar a percepção de risco dos investidores e a depreciação do câmbio.

Numa situação de juros muito elevados, consumidores e empresas evitam tomar crédito, apenas os agentes com demanda inelástica contraem crédito. Somente um governo que necessite, quase que diariamente, rolar sua dívida no mercado compromissado, toma recursos a taxas elevadas, encargos estes cujo efeito recai no déficit público, realimentando a dívida.

A relação dívida/PIB está associada ao crescimento econômico e ao custo de carregamento da dívida. Entre o período 2000-2002, o superávit primário aumentou, devido ao aumento da carga tributária, enquanto os gastos mantiveram-se estáveis como proporção do PIB. Assim, um aumento de imposto reduz a renda disponível, retraindo o consumo e os investimentos, também afetados pelos juros altos. Neste contexto, inexistente espaço para crescer.

Do ponto de vista da política fiscal, o compromisso de manter a meta de superávit fiscal torna o orçamento pró-cíclico. A queda na atividade econômica reduz as receitas do governo, obrigando-o a reduzir as despesas, agravando a recessão e o desemprego. Muito dos problemas associados à sustentabilidade da dívida pública reside nos juros altos que elevam os encargos da dívida e retraem a economia. Não obstante, como observa Moraes (2006, p. 257), nos países desenvolvidos, uma elevação nas taxas de juros básica reduz o valor do estoque da dívida pública, normalmente remunerada por taxas pré-fixadas. Essa redução na riqueza faz retraindo a demanda agregada e as pressões inflacionárias. Todavia, no Brasil a dívida pública é atrelada ao *overnight*, notadamente a LFT (juros pós-fixados), o que retira

eficácia da política monetária apertada, pois uma elevação dos juros não deprime a riqueza.

5.6. O período 2003-2005

Neste período, a política econômica teve como prioridade o aprofundamento do controle da inflação, através do regime de metas de inflação, e a estabilização do endividamento público, através do compromisso de gerar um superávit primário de 4,5% do PIB.

No que tange ao regime de metas de inflação, cabe mencionar que a proposta é, unicamente, a estabilidade nos preços, e a taxa de juros é o instrumento utilizado pelo BACEN para o cumprimento da meta. Nesse sentido, o BACEN não teve como objetivo o nível de emprego e os investimentos, visando ao crescimento da economia.

Toda vez que o BACEN reduz a taxa de juros, a taxa de câmbio no sistema de flutuação cambial se deprecia, aumentando os preços dos produtos *tradeables* em relação aos produtos *non tradeables*, o que eleva o nível de inflação. Dada a trajetória ascendente no nível de preços, o BACEN eleva a taxa de juros para reduzir a demanda agregada e, conseqüentemente, a inflação.

Combateu-se, portanto, uma inflação de custo, do lado da oferta, com uma política de índole recessiva do lado da demanda. Conforme assinalam Sicsú e Oliveira (2003, p. 30), a idéia keynesiana é de que um aumento na taxa de juros ataca os sintomas da inflação, e não suas causas. Na visão keynesiana, afirmam os autores, qualquer inflação que ocorra abaixo do nível de pleno emprego tem sua causa do lado da oferta.

A política monetária recessiva aumenta o ingresso do fluxo de capitais, apreciando o câmbio e reduzindo o nível de preços à custa de um declínio na produção. Todavia, mesmo com o câmbio apreciado, o país vem batendo recordes no volume de exportação, devido aos seguintes fatores: a) crescimento do mercado mundial com forte demanda por *commodities*, implicando num volume de exportação maior; b) como reflexo da forte demanda pelos nossos produtos, as cotações são

majoradas, compensando a apreciação do câmbio e c) devido aos juros altos, há incentivo do exportador para vender as cambiais via antecipação de contrato de câmbio – ACC, e aplicar os reais a uma taxa de juros elevada, lucrando com a diferença. Caso o exportador queira se proteger de uma possível desvalorização cambial, pode comprar dólar no mercado futuro, depositando uma pequena margem da ordem de 10%. Assim, na hipótese do dólar se valorizar frente ao real, o exportador perde no mercado cambial, mas compensa a perda com o ganho no mercado futuro. Na hipótese de desvalorização do dólar, ocorre o inverso: perda no mercado futuro e ganho no mercado de câmbio.

Em muitos aspectos, a política econômica do governo Cardoso é igual à do governo Lula. Como observa Carvalho (2005, p. 390), a política de Lula é a mesma de FHC: obtenção de superávit primário para pagar os custos da dívida pública, juros elevados para manter a inflação dentro de metas preestabelecidas, submissão do orçamento ao pagamento de rendas excepcionais aos credores. Esta política de juros altos realimenta a dívida, na medida em que o superávit primário é insuficiente para saldar a totalidade das despesas financeiras, dificultando a retomada do crescimento econômico.

É inegável que o país reduziu a inflação para níveis civilizados, contudo, nossa inflação ainda é alta, comparativamente aos níveis internacionais. Ao manter os juros altos para defender sua política de metas de inflação, o BACEN reprime o crescimento do país, que se encontra a taxas muito mais baixas que a média da economia mundial.

Em 2004, o país cresceu 5,2%, segundo relatório anual do BACEN do mesmo ano. Enquanto os economistas do governo atribuem esse desempenho às políticas econômicas adotadas pelo governo, Bresser Pereira (2007, p. 226) atribui o crescimento do período ao ajuste externo no período compreendido entre 1998 e 2002. Segundo o mesmo autor, o país, saindo de um déficit em transações correntes da ordem de 5% do PIB, em 1998, atingiu um superávit neste item de 1%, em 2004, isto é, houve uma substituição da poupança externa pela poupança interna. Assim, o crescimento se deu via demanda externa que, adicionada à política monetária restritiva do BACEN, apreciou o câmbio, trazendo a taxa de inflação para a meta.

A Tabela 11 mostra a despesa de juros e dívida mobiliária pública federal fora do BACEN no período analisado. Como Carvalho (2005, p. 379) preconiza, a dívida

pública é um grave problema ao país em função do tamanho, das condições de financiamento e da concentração de tomadores.

Tabela 11 – Gasto com juros e com Dívida Pública Mobiliária Federal (R\$ bilhões)

| | 2003 | %PIB | 2004 | %PIB | 2005 | %PIB |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| DPMF | 732,8 | 42,0% | 810,2 | 39,8% | 979,7 | 45,4% |
| Juros nominal | 145,2 | 8,5% | 128,3 | 6,6% | 157,1 | 7,3% |

Fonte: Relatório Anual do Banco Central, 2006

A tabela projeta uma dívida em valor nominal crescente, subindo de R\$ 732,8 bilhões, em 2003, para R\$ 979,7 bilhões, em 2006 – um crescimento de 33,7% em dois anos. A despesa de juros oscilou, de 2003 a 2005, entre um mínimo de 6,6% do PIB a um máximo de mais de 8% do PIB. Enquanto isso, a taxa de investimento em relação ao PIB manteve-se em nível incompatível com o crescimento sustentável. Conforme se observa na Tabela 12, foi de apenas 17,9% .

Tabela 12 – Investimento

| Ano | Investimento |
|-------------|---------------------|
| 2000 | 18,01 |
| 2001 | 17,93 |
| 2002 | 17,98 |
| 2003 | 16,28 |
| 2004 | 17,67 |
| 2005 | 17,97 |

Fonte: Bresser Pereira (2007)

O Brasil precisa incrementar a FBKF de 17% do PIB para algo em torno de 25% do PIB para voltar a crescer. O papel do governo, na perspectiva keynesiana, vai muito além de estabilizar a dívida: o governo tem que aumentar seus gastos com investimento, hoje da ordem de 0,5% do PIB, para algo em torno de 3,0%; para isso, a redução dos juros é importante. Mesmo se o governo vier a incorrer em déficit, o mais importante é o efeito positivo que o investimento público terá sobre a demanda agregada, fazendo a renda crescer e, concomitantemente, a arrecadação tributária, para financiar os gastos com investimento dentro de uma política contra-cíclica tipicamente keynesiana. O que se vê, ao invés, é um Estado debilitado voltado para a administração da dívida pública, visando estabilizar a relação dívida/PIB por meio das metas de superávit primário sem, contudo, lograr êxito na redução da dívida pública.

O superávit primário não significa que a condição de sustentabilidade da dívida tenha sido obtida. Como argumenta Carvalho (2005, p. 379), as políticas para evitar que a dívida escape ao controle provocam todos os efeitos indesejáveis e não

conseguem reduzi-la. Com efeito, qualquer crise externa que contamine a economia brasileira e obrigue a uma intervenção por parte das autoridades monetárias, notadamente elevação de juros para evitar uma fuga de capitais, gera um profundo desajuste nas contas públicas, aumentando o custo da dívida, dado o montante da dívida, seu prazo de vencimento e a taxa de juros. Apesar de todos os esforços contencionistas para estabilizar a dívida pública, o déficit público operacional foi de 0,8% do PIB, em 2003, passando para 1,8% do PIB, em 2004, e elevando-se para 2,3% do PIB em 2005.

Nesse sentido, a política econômica de juros altos adotada pelo governo Lula tem represado nos últimos anos o crescimento econômico. Esse binômio, juros altos e baixo crescimento, faz com que a estabilidade da relação dívida/PIB só seja possível com um superávit primário da ordem de 4,0%. Esse superávit primário é insuficiente para saldar a despesa de juros e representa uma transferência de renda para os credores sem expandir a demanda agregada, pois o pagamento de juros não representa uma despesa corrente com efeitos sobre o consumo e o investimento, conforme a abordagem keynesiana. A despoupaça financeira do governo está associada a um aumento no encargo da dívida e a uma redução da demanda agregada. Nesse sentido, um aumento do déficit financeiro do setor público aumentará o passivo financeiro do governo junto aos detentores da dívida, o que tirará a eficácia da política fiscal.

A economia brasileira vem crescendo a um ritmo inferior ao seu potencial, nos últimos anos, devido à insuficiência de demanda, resultado de uma política fiscal pró-cíclica e de uma política monetária contracionista. Como observa Bresser Pereira (2007, p. 185), não há que se falar em *crowding out* dos investimentos em função do déficit público: para isso, seria preciso que o aumento do gasto público fosse a causa do aumento dos juros, e não o aumento dos juros a causa principal do déficit financeiro. Nessa mesma linha, Carvalho (2005, p. 384), preconiza que a questão não é de um *crowding out*, isto é, expulsão do setor privado pelo setor público, mas sim uma atrofia das relações de crédito e da alavancagem financeira, devido à política de juros altos.

Finalmente, o desequilíbrio fiscal reside nas altas taxas de juros mantidas pelo BACEN sob o pretexto de manter os preços estáveis. Gerar um superávit primário da magnitude de 4,5% do PIB e, simultaneamente, manter os juros altos, resulta em um baixo crescimento econômico, com impacto no nível de emprego e

renda. Para voltar a crescer, o país necessita de mais investimento público e privado e, para tanto, a redução dos juros é necessária. Maior crescimento do PIB reduziria a relação dívida/PIB e permitiria ao governo reduzir o superávit primário e recuperar a capacidade de fazer política fiscal dentro de receituário keynesiano.

5.7. Considerações finais

Desde a implantação do Plano Real, a economia brasileira vem apresentando baixas taxas de crescimento econômico e elevadas taxas de juros. A magnitude crescente da dívida pública está inter-relacionada com o déficit financeiro, pois uma parcela significativa dos gastos públicos é representada pelos gastos com juros do governo. Não obstante o governo venha obtendo superávit primário desde 1999, a dívida pública continua crescendo, só conseguindo estabilizar a relação dívida/PIB. No caso da economia brasileira, os déficits públicos estão relacionados à fragilidade do Estado em exercer uma política fiscal nos parâmetros keynesianos.

O período em foco caracteriza-se por um desequilíbrio fiscal oriundo de uma política de altas taxas de juros, fixados pelo BACEN de forma exógena com o objetivo de combater a inflação. A recente substituição da dívida externa pela dívida interna, combinada com uma política monetária contracionista, implicou em uma elevação do custo de carregamento da dívida, agravando o problema pela estrutura de financiamento e pela redução no prazo de vencimento da dívida.

Houve um grande esforço de ajuste das contas públicas após 2000 que, porém, não cumpriu seu papel de reduzir a dívida pública devido ao desajuste financeiro criado pelo BACEN nas contas públicas, pois, a cada ameaça de elevação dos preços, houve elevação dos juros. Os neoclássicos insistem em dizer que o desequilíbrio das contas públicas é a causa dos elevados juros reais. Nesse sentido, é necessário reduzir primeiramente o déficit público para obter êxito na redução da taxa de juros.

Aqui se sustenta que o desequilíbrio fiscal reside no déficit financeiro, o que implica na transferência de recursos do setor público para o privado, notadamente o setor financeiro, as grandes empresas e os *rent-seeking*, com pouca contribuição

para expansão da demanda agregada. Nesse contexto, a política fiscal passa a ser pró-cíclica, isto é, um aumento do déficit público reduz a demanda agregada, devido ao impacto negativo dos juros altos sobre o consumo, os investimentos e as exportações líquidas. Por outro lado, o comprometimento de se obter um superávit primário cria um fator de instabilidade numa economia em crescimento, pois, com a expansão da economia, crescem a arrecadação e os gastos do governo, acelerando a demanda acima do potencial da economia e gerando instabilidade nos preços, que será de pronto combatida com aumento dos juros pelas autoridades monetárias.

O país necessita ampliar os investimentos públicos e estimular os investimentos privados, o que só poderá ser obtido via redução das despesas de juros, que hoje representa 7% do PIB, e ampliação da capacidade de poupança do governo, dentro de um enfoque keynesiano, ou seja, via crescimento da renda.

Portanto, déficit financeiro muito alto, simultaneamente a uma dívida pública também elevada, diminui a demanda agregada, ao invés de estimular o crescimento da produção, da renda e do emprego, devido aos juros elevados.

6. Conclusão

No período coberto por esta dissertação, com a adoção do programa de estabilização denominado Plano Real, a economia brasileira deixou para trás a tendência generalizada de alta dos preços e substituiu o problema por outros fenômenos, sendo os de maior peso a explosão da dívida pública e o desempenho pífio e errático da economia brasileira. Não obstante as várias interpretações que se tem dado sobre o desempenho da nossa economia, destaca-se a escassez de investimento público e privado que possibilitaria a elevação do produto potencial e ganhos de competitividade, a elevada carga tributária que aumentou consideravelmente no período em questão, retirando poder de compra dos agentes econômicos, e as altas taxas de juros, notadamente a Selic, que onera demasiadamente o financiamento interno do déficit público, impedindo o governo de fazer política fiscal, segundo o enfoque keynesiano.

O governo passou a tributar mais, a gastar mal seus recursos, a cortar os investimentos e a elevar os juros. Diante deste cenário, não é de se estranhar que o desempenho da nossa economia seja medíocre. Ao longo deste trabalho, defendemos a redução gradual da taxa de juros real, o que abriria espaço para diminuição das NFSP, contribuindo para a queda do superávit primário e para a ampliação dos investimentos públicos e privados.

Os keynesianos acreditam que o governo, via política fiscal discricionária bem administrada, possa desempenhar um importante papel no crescimento econômico, atuando na demanda agregada. A incerteza é um fenômeno intrínseco à economia, que possibilita o surgimento de ciclos econômicos que afetam o nível de atividade, o surgimento do desemprego, o predomínio de avaliações pessimistas ou otimistas, fazendo os agentes econômicos pouparem ou gastar em excesso. Para manter a economia estável e próspera, o governo pode intervir na economia, gastando ou tributando de forma anticíclica com a finalidade de reduzir a volatilidade e a incerteza da economia de mercado, com a virtude de conservar a liberdade de decisões tomadas pelos agentes econômicos.

A política fiscal não diz respeito apenas às questões tributárias e de despesas públicas, mas também ao gerenciamento da dívida pública que, devido ao peso do

componente financeiro do déficit o governo já não consegue reduzir o montante da dívida, uma vez que o superávit primário é insuficiente para fazer frente ao pagamento dos juros. O governo precisa buscar um sucedâneo para as LFT, títulos indexados à Selic, por títulos prefixados, possibilitando o alongamento do prazo da dívida e melhorando a eficácia da política monetária.

É muito difícil gerenciar uma dívida concentrada como a nossa, com poucos vencimentos e com prazo de maturação não superior a 18 meses. A incerteza quanto às flutuações na taxa de juros, notadamente Selic, deixa o orçamento do governo a mercê das variações nos juros, podendo comprometer todo um trabalho de contenção de despesas. Com efeito, em períodos conturbados, em que cresce a incerteza, o mercado exige um aumento de prêmio para carregar títulos do governo. Neste sentido, quanto maior a concentração da dívida, mais exposto estará o governo e maior serão as despesas com juros, pois incidirá em grandes proporções da dívida.

Bresser Pereira (2007, p. 51) afirma, com razão, que Keynes só defendeu o déficit público como política econômica anticíclica a partir do pressuposto de que as finanças do Estado estivessem em equilíbrio. Um elevado componente financeiro, associado ao pagamento dos serviços da dívida pública, é um fator de desequilíbrio crônico e nada tem a ver com a concepção keynesiana. Com efeito, enquanto o superávit primário de 2007, segundo dados divulgados pelo jornal O Estado de São Paulo em 23.01.2008, foi de R\$ 101,6 bilhões, o gasto com juros nominais foi de R\$ 159,5 bilhões, ou seja, a despesa com juros foi maior que o superávit primário, sendo a diferença incorporada na dívida pública. O pagamento de juros não representa uma compra de bens ou serviços, não age na demanda agregada, pois apenas transfere renda do setor público, devedor, para o setor privado detentor dos títulos públicos.

Manter um superávit primário elevado para impedir o crescimento da dívida pública não alterou muito o montante da dívida, a despeito da redução da taxa de juros praticada recentemente. É importante mencionar que a carga tributária continua crescendo, retirando competitividade do setor privado e desestimulando-o a investir.

Ao elevar os juros visando a meta de inflação, o governo eleva o custo da dívida e, simultaneamente, desestimula o setor privado a investir e aprecia o câmbio, no regime flutuante, reduzindo as exportações, a demanda agregada e

desestimulado o setor privado a investir. Não obstante, o governo eleva a carga tributária, visando ampliar as receitas para fazer frente ao pagamento dos juros, agora mais altos. Keynes não visava apenas ao controle da inflação e às metas de superávit primário. A abordagem keynesiana defende o pleno emprego e o crescimento econômico estável, com inflação controlada e equilíbrio na balança de pagamentos.

A economia brasileira, embora venha cumprindo as metas de superávit primário, acordadas com o FMI, não se encontra em equilíbrio. O aumento dos juros praticado nesse período eleva o custo da dívida, reduz o crescimento do PIB, age sobre a relação dívida/PIB, que passa a requerer um superávit primário ainda maior e que, obtido via redução de despesas e/ou aumento de imposto, reduz a demanda agregada, aumenta o risco de solvência do governo, reduz o prazo médio de vencimento da dívida e aumenta o percentual de títulos indexados à taxa de juros – Letras Financeiras do Tesouro (LFT) – na composição da dívida pública.

Um ponto importante é que o perfil da dívida pública não se alterou substancialmente com a estabilização da economia. A dívida pública mantém as mesmas características do período pré-Real, isto é, concentrada em curtíssimo prazo e bastante custosa. O elevado volume da dívida pública e sua concentração dificultam sobremaneira a eficácia da política monetária, ampliando a vulnerabilidade da política fiscal caso o governo tenha que elevar os juros. Com bem menciona Carvalho (2007a, p. 75), em momentos de instabilidade e reversão de expectativas, o governo se vê obrigado a recomprar seus haveres financeiros e trocá-los por outros mais vantajosos, o que aumenta a riqueza das empresas e dos detentores de títulos públicos, transferindo o risco para o setor público.

O processo de estabilização da nossa economia induziu a uma série de desequilíbrios que desaguaram nas contas públicas. No passado, o setor público recorreu à emissão de moeda para fazer frente às suas despesas, notadamente de capital. No Plano Real o governo trocou a emissão monetária pelo endividamento via colocação maciça de papéis com vencimento de curto prazo, o que dificulta o gerenciamento da dívida e adia os investimentos públicos críticos em infra-estrutura. Ao elevar as taxas de juros, por motivos diversos, criou-se um problema para o déficit público, que arca com um peso cada vez maior em função das despesas financeiras. Assim, a dívida pública e o déficit público estão diretamente relacionados com a taxa de juros.

Referências Bibliográficas

ALBUQUERQUE, C. Medeiros; FEIJÓ, P. H. M. **Gestão de Finanças Públicas: fundamentos e práticas de planejamento, orçamento e administração financeira com responsabilidade fiscal**. Brasília: Coleção Gestão Pública, 2006.

ALVEZ, S. R. Tratamento da correção monetária dos juros da dívida interna. In: **Revista de Economia Política**. São Paulo, v. 9, p. 68-85, jul./set., 1989.

ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. **Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

BACHA, C. J. C. **Macroeconomia aplicada à Análise da Economia Brasileira**. São Paulo: Edusp, 2004.

BACHA, E. L. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, A. **O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas: Instituto Estadual de Campinas – UNICAMP, 1998. p. 11-69.

_____.; OLIVEIRA FILHO, C. C. **Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação, alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dívida líquida e necessidade de financiamento do Setor Público**. Brasília, 1999.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Privatização**. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/privatização>> Acesso em: 08 out. 2007.

BARRO. R. J. "Are Government Bonds net Wealth?". In: **Journal of Political Economy**. vol. 82, dez. 1974.

_____. **Macroeconomics**. 5. ed. Cambridge: MIT Press, 2001.

BAUMOL, W. J.; BLINDER, A. S. **Macroeconomics: Principles and Policy**. 8th ed. Orlando: Dryden, 2000.

BLANCHARD, O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience**. London: The MIT Press, 2005.

BRESSER PEREIRA, L. C. **Macroeconomia da Estagnação**: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994. São Paulo: Editora 34, 2007.

_____.; ANTINORI, M. G. Nota sobre o déficit público e a correção monetária. In: **Revista de Economia Política**. São Paulo, v. 3, n. 4, p. 135-138, out./dez. 1983.

_____.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. In: LEITE, A. D.; REIS VELLOSO, J. P. **O novo governo e os desafios do desenvolvimento**. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2002. p. 67-107.

CARVALHO, C. E. A dívida interna: custos, restrições ao crescimento, alternativas. In: DUPLAS, G. **Espaços para o crescimento sustentado da economia brasileira**. São Paulo: Editora UNESP, 2007a. p. 67-86.

_____. Dívida pública: politizar o problema para derrotar a dominação dos credores. In: SICSÚ, J. **Arrecadação: de onde vem? E Gastos Públicos: para onde vai?** São Paulo: Boitempo Editorial, 2007b. p. 99-110.

_____. Dívida Pública: um debate necessário. In: SICSÚ, J.; PAULA, L. F.; MICHEL, R. **Novo-desenvolvimentismo**: um projeto nacional de crescimento com equidade social. Barueri: Manole, 2004. cap. 16. p. 379-399.

DELFIN NETTO, A. O Plano Real e a armadilha do crescimento econômico. In: Mercadante, A. **O Brasil Pós-Real**: a política econômica em debate. Campinas: Instituto Estadual de Campinas – UNICAMP, 1998. p. 89-100.

DERMBURG, T. F.; MCDUGALL, D. M. **Macroeconomia**. 3. ed. São Paulo: Editora Mestre Jou, 1971.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. **Macroeconomics**. 8 ed. New York: Mc Graw-Hill, 2001.

FERNANDES, A. A. G. **O sistema financeiro nacional comentado**. São Paulo: Editora Saraiva, 2006.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro**: produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FRIEDMAN, M.; HELLER, Walter W. **Monetary vs Fiscal Policy**: a dialogue. New York: Norton, 1969.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. São Paulo: Editora Saraiva, 1999.

GAROFALO FILHO, E. **Câmbio**: princípios básicos do mercado cambial. São Paulo: Editora Saraiva, 2005.

GIAMBIAGI, F. **A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica**: qual é o limite para o aumento do gasto público? Brasília: IPEA, mar. 2006 (Texto para discussão, n. 1.169).

_____. **Brasil: Raízes do Atraso**: paternalismo versus produtividade: as dez vacas sagradas que acorrentam o país. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2007.

_____.; ALÉM, A. C. **Finanças Públicas**: teoria e prática no Brasil. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.

GORDON, R. J. **Macroeconomics**. 2th ed. Boston: Little, Brown and Company, 1981.

GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S.; TONETO JÚNIOR, R. **Economia Brasileira Contemporânea**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUARDIA, E. R. As razões do ajuste fiscal. In: GIAMBIAGI, F.; REIS, J. G.; URANI, A. **Reformas no Brasil**: balanço e agenda. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 2004. cap. 5. p. 105-126.

HALL, R. E.; TAYLOR, J. B. **Macroeconomia**: teoria, desempenho e política. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

HOJI, M. **Gestão de Tesouraria**: controle e análise de transações financeiras em moeda forte. São Paulo: Atlas, 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Contas Nacionais Trimestrais**, out./dez. 2005. Disponível em: <<http://www.ibge.org.br>> Acesso em: 08 nov. 2006.

JOHNSON, D. W. **Macroeconomics**: Money, Prices and Income. New York: Wiley Hamilton Publication, 1976.

LANZANA, A. E. T. **Economia Brasileira**: fundamentos e atualidade. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

LEITE, J. A. A. **Macroeconomia**: teoria, modelos e instrumentos de política econômica. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

LOPES, L. M.; VASCONCELLOS, M. A. S. **Manual de Macroeconomia**: básico e intermediário. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. **Administração Financeira**. São Paulo: Editora Atlas, 1986.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. Londres: Yale University Press, 1986.

MODENESI, A. M. **Regimes Monetários**: teoria e a experiência do real. São Paulo: Manole, 2005.

MONTEIRO, J. V. **Lições de Economia Constitucional**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2004.

MORAES, P. L. As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. **Mercado de capitais e dívida pública**: tributação, indexação e alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

MUNHOZ, D. G. Os déficits e o reordenamento das finanças públicas. In: LOZARDO, E. **Déficit Público Brasileiro**: Política Econômica e Ajuste Estrutural. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987. p. 149-175.

NANKIW, N. G. **Macroeconomics**. 4th ed. New York: Worth, 2000.

NASSIF, L. Política macroeconômica e ajuste fiscal. In: LAMOUNIER, B.; Figueiredo, R. **A era FHC: um balanço**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 2002. cap. 1. p. 39-70.

OLIVEIRA FILHO, L. C. Ajuste fiscal e eficiência no mercado de capitais. In: ROCCA, C. A. **Mercado de capitais, agenda de reformas e ajuste fiscal**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2007. cap. 7. p. 199-207.

OLIVEIRA, J. C. Déficits de Orçamentos Públicos no Brasil. In: LOZARDO, E. **Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987. p. 245-278.

OREIRO, J. L., SICSÚ, J.; PAULA, L. F. Controle da Dívida Pública e Política Fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: OREIRO, J. L., SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. São Paulo: Editora Manole, 2003. cap. 4. p. 117-152.

PAULANI, L. M.; BRAGA, M. B. **A Nova Contabilidade Social**. São Paulo: Atlas, 2001.

PEGO FILHO, B.; PINHEIRO, M. M. S. **Os passivos contingentes e a dívida pública no Brasil: evolução recente (1996-2006) e perspectivas (2004-2006)**. Brasília: IPEA, 2004. (Texto para discussão n. 1.007).

REZENDE, F. **Finanças Públicas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

RIANI, F. **Economia do Setor Público: uma abordagem Introdutória**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROCHA, F. Déficit público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações. In: BIDERMAN, I., ARVATE, P. **Economia do setor público no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

ROSSETTI, J. P. **Economia Brasileira: retrospecto, situação atual e prognósticos**. São Paulo: Atlas, 1983.

SANTOS, J. H. et al. **Macroeconomia**. 2. ed. Lisboa: Mc Graw-Hill, 2002.

SAYAD, J. Observações sobre o Plano Real. In: MERCADANTE, A. **O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas: Instituto Estadual de Campinas – UNICAMP, 1998. p. 71-88.

SICSÚ, J. Keynes e os Novos-keynesianos. In: **Revista de Economia Política**. São Paulo, v. 19, n. 74, p. 84-102, abr. 1999.

_____.; OLIVEIRA, S. C. Taxa de Juros e Controle da Inflação no Brasil. In: OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. São Paulo: Editora Manole, 2003. cap. 2. p. 29-64.

SILVA, J. C. F. **Modelos de Análise Macroeconômica: um curso completo de Macroeconomia**. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.

SIMONSEN, M. H.; CYSNE, R. P. **Macroeconomia**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

SNOWDON, B.; VANE H.; WYNARCZY R. **A Modern Guide to Macroeconomics: an Introduction to Competing Schools of thought**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2001.

VELLOSO, R. Sem corte de gastos, não haverá crescimento. In: LEITE, A. D. e VELLOSO, J. P. R. **O Novo Governo e os Desafios do Desenvolvimento**. Rio de Janeiro: José Olympio Editores, 2002, p. 505-526.

_____. Sem flexibilização do gasto não há sustentabilidade fiscal. In: VELLOSO, J. P. R. **Brasil e a economia do conhecimento**. Rio de Janeiro: José Olympio Editores, 2002. p. 109-159.