

Um olhar sobre a política fiscal recente¹

Francisco Luiz C. Lopreato²

Resumo

O objetivo do texto foi discutir os pressupostos usados para justificar o controle do déficit público como núcleo central da política econômica. Questionou-se o sentido da causalidade estabelecido na visão tradicional que coloca o déficit público como elemento decisivo na determinação da inflação, da expansão do déficit externo e da taxa de juros. Além disso, procurou-se rever o papel da política fiscal na política macroeconômica brasileira recente a partir da análise de suas inter-relações com as políticas monetária e cambial.

Palavras-chave: Déficit público; Finanças públicas; Política fiscal.

Abstract

The aim of this paper is to discuss the assumptions made to justify Government deficit control as the core of economic policy. The paper questions the direction of causality established by the traditional view that sees the Government deficit as a decisive element in determining inflation, the external deficit expansion, and the interest rate. In addition, the paper attempts to reconsider the role of fiscal policy in recent macroeconomic policy in Brazil, based on an analysis of the interrelations among fiscal, monetary, and exchange rate policies.

Key words: Public finance; Fiscal policy; Public debt.

JEL E 600, H 600.

Introdução

A visão dominante em economia estabelece algumas *verdades* na discussão da política fiscal que balizam o olhar de vários analistas sobre a condução da política econômica.

O primeiro ponto refere-se à análise da inflação como resultado do déficit público. A visão dominante nos livros-textos mostra que a causa fundamental do processo inflacionário é a expansão da oferta de moeda. O crescimento contínuo da moeda é capaz, no curto prazo, de reduzir as taxas de juros nominal e real e elevar o produto, mas, no longo prazo, não afeta o produto além de determinado valor (o produto natural) e não tem efeito sobre o desemprego e a taxa de juros real. A expansão da oferta de moeda acima do crescimento do produto resulta, no longo prazo, apenas no aumento da taxa de juros nominal e da inflação.

Estabelecida a relação causal entre expansão monetária e inflação, o passo seguinte é apontar as causas da expansão de moeda. A explicação usual é a

(1) A pesquisa que deu origem a esta publicação contou com o apoio financeiro da FAPESP (processo n. 99/03267-9). Dedico este artigo à memória do querido amigo José Newton C. Carpintero.

(2) Professor do Instituto de Economia da Unicamp.

existência de déficits orçamentários.³ A inflação ocorre porque o governo financia o déficit via expansão monetária. O Banco Central monetiza a dívida através da compra dos títulos do Tesouro. A receita da senhoriagem necessária ao financiamento do setor público define a taxa de crescimento da moeda que desencadeia o processo inflacionário. Mas o crescimento da inflação elevará a taxa de juros nominal e o custo de oportunidade em reter moeda, reduzindo a demanda real por moeda e exigindo crescente expansão monetária para se obter a mesma receita de senhoriagem.

O resultado é a aceleração da inflação. O combate ao processo inflacionário tem de ser feito através de um programa de estabilização cujo núcleo é o controle do déficit público. Essa meta pode ser alcançada com a reforma fiscal e o compromisso do Banco Central de não monetizar o déficit do setor público. O foco central da política econômica, portanto, são o combate ao déficit público e o controle do financiamento monetário responsável pela aceleração inflacionária, criando as condições para conter a inflação.

A segunda *verdade* presente na visão tradicional sobre política fiscal está na relação causal entre déficit público e déficit externo. Os conhecidos *déficits gêmeos*. Essa relação é quase sempre aclamada nos escritos sobre a política fiscal, embora não se verifique empiricamente com frequência.⁴ A análise parte das contas nacionais em uma economia aberta: $Y = A + X - M$ onde $X - M$ é o valor líquido de exportações menos importações de bens, serviços e investimentos e A é a absorção interna. A identidade permite expressar o resultado em conta corrente ($X - M$) como a diferença entre a renda nacional e a absorção interna ($BTC = Y - A$). O déficit em transações correntes é o resultado do excesso do gasto interno sobre a renda, o que leva ao acúmulo de obrigações externas como meio de financiamento do déficit.

O passo seguinte do *approach* sobre a absorção interna é examinar os fatores determinantes do *gap* entre a renda interna e a absorção. A decomposição dos elementos que compõem o valor da absorção interna mostra que o resultado em transações correntes [$BTC = (S - I) + (TX - TR - G)$] pode ser associado com a insuficiência de poupança privada em relação ao investimento privado ($S - I$) e/ou com o déficit público, definido como o total de impostos menos as transferências e

(3) Certamente, há outras posições sobre a questão. Como coloca Romer (2001): “*Our analysis thus far suggests that money growth is the key determinant of inflation. Thus to understand what causes high inflation, we need to understand what causes high money growth. For the major industrialized countries, where government revenue from money creation does not appear important, the leading candidate is the existence of a perceived output-inflation tradeoff*” (p. 478). Romer observa, no entanto, que “*the existence of an output-inflation tradeoff cannot plausibly lead to hyperinflation, or even to very high rates of inflation that fall short of hyperinflation. By the time inflation reaches triple digits, the costs of inflation are almost surely large, and the real effects of monetary changes are almost surely small. No reasonable policymaker would choose to subject an economy to such large costs out of a desire to obtain such modest output gains. The underlying cause of most, if not all, episodes of high inflation and hyperinflation is government’s need to obtain seignorage – that is, revenue from printing money*” (p. 510).

(4) Ver Godley (1999, 2000).

gastos públicos (TX - TR - G). Quando existe déficit público, os analistas tendem a postular – mesmo contrariando advertências como a do livro-texto de Blanchard (2001) de que nada se pode dizer a priori – que é o setor governo o responsável por emprestar no exterior para financiar o excesso de gastos sobre sua renda.⁵ A partir dessa premissa, estabelece-se, então, a relação causal entre déficit público e déficit externo, bem como a linha de política econômica calcada na idéia de que o controle do déficit externo só é viável com o combate ao déficit público.

A idéia dos *déficits gêmeos* abre caminho a outra *verdade* postulada pela análise recente, qual seja, a relação entre o déficit público e os juros. O valor dos juros decorre do déficit do setor público e sua redução depende do ajuste fiscal, levando em conta o regime cambial e as condições de mobilidade de capital e do risco país. Essa visão tem como base a tese de que o déficit público pressiona a demanda agregada e os gastos com importações. A não-alteração do câmbio de modo a compensar o aumento do déficit comercial e a ausência de plena mobilidade de capital podem criar dificuldades de financiamento do balanço de pagamentos, elevando o risco país e a expectativa de mudanças no câmbio. Os problemas no balanço de pagamentos e a pressão de demanda impedem o governo de abrir mão da política de juros elevados sem colocar em risco a estratégia de estabilização. Desse modo, o ajuste fiscal coloca-se como peça central da política econômica. A obrigação de reduzir a demanda agregada e o déficit externo força a elevação da taxa de juros com duplo objetivo: reduzir a absorção interna e garantir o capital externo exigido no financiamento do balanço de pagamentos. A queda do déficit público é vista como forma de conter o desequilíbrio externo e de favorecer a baixa do risco país e da taxa de juros, abrindo espaço para a gestação de um círculo virtuoso interno calcado na integração privilegiada com a economia internacional.

As visões citadas deixam evidente o sentido da causalidade. O déficit público é entendido como fator determinante dos problemas relacionados à inflação, ao déficit externo e à dificuldade de rebaixar a taxa de juros. O corolário é o combate do déficit como elemento nuclear da política econômica. Nessa perspectiva, as características específicas da interatividade entre as políticas fiscal, monetária e cambial, em cada momento histórico, acabam merecendo pouca atenção. As implicações da escolha do regime cambial ou monetário sobre as contas públicas não são discutidas em profundidade e a recomendação de política econômica, repetida *ad nauseam*, é ampliar o esforço fiscal, vencendo as resistências ao corte dos gastos públicos e elevando os ganhos tributários.⁶

A questão decisiva para os defensores dessa visão é a falta de persistência em alcançar as metas fiscais. Os organismos internacionais defendem essa postura

(5) Como coloca Blanchard (2001: 415), a equação não diz se e sob que condições o déficit orçamentário se refletirá em um déficit comercial, em um aumento da poupança privada ou em uma diminuição do investimento.

(6) Ver Alesina & Ardagna (1998).

e criticam a leniência dos países emergentes em superar as resistências ao ajuste fiscal. Eles postulam que as metas fiscais, apesar dos inevitáveis efeitos negativos de curto prazo, devem ser perseguidas sem trégua até que se alcance o objetivo. O sucesso em se obter essas metas, *após algum tempo*, favorece a redução do risco país, a queda da taxa de juros e o acesso ao capital internacional, abrindo o caminho a um círculo virtuoso da economia.

A recompensa são a garantia de financiamento do balanço de pagamentos e a melhoria das condições de crescimento da economia. Como observou Fisher (2001) a respeito da Argentina pouco tempo antes da quebra do regime de conversibilidade:

“The question that has to be asked at this time of recession is whether Argentina really needs fiscal adjustment. The obvious concern is that such an adjustment would only impede the recovery of the economy. After all, neither public debt (at around 50% of GDP) nor the fiscal deficit (at around 2.5% of GDP) are particularly high by international standards – indeed both would satisfy the Maastricht criteria, as would its inflation performance. The problem is that with the current level of spreads on Argentine bonds, the debt dynamics are on an escalating path. In addition, Argentina’s gross financing requirements are large although, to be sure, the recent successful debt exchange significantly and importantly reduced the gross financing needs for the next few years. High interest rates, in turn, stifle prospects for sustained recovery, worsening the debt dynamics. So, it seems obvious that the fiscal deficit should be cut. Nonetheless we have to ask the question: won’t a fiscal contraction only contribute to a vicious circle of low growth, leading to a worse budget situation, leading to more fiscal contraction, leading to yet lower growth, and so on. But experience in several countries suggests that fiscal tightening can be expansionary and can lead to a virtuous circle. How? The answer is simple – by producing a sustained reduction in the risk premium and domestic interest rates. And no-one doubts the need for lower interest rates”.

Essas idéias delinearão as análises convencionais da política fiscal na economia brasileira. O objetivo do texto é defender outra visão e questionar a tese de que a política econômica deve ter como elemento nuclear o déficit público. As propostas básicas podem ser agrupadas em três pontos, que correspondem às seções 1, 2 e 3 do texto:

1) O déficit público não foi a causa determinante do processo inflacionário vivido pela economia brasileira desde os anos 1980 até o início dos anos 1990. A questão central tem de ser buscada na crise da dívida e na incapacidade do país de garantir fontes externas de financiamento do balanço de pagamentos;

2) O movimento da taxa de juros no Plano Real não teve origem no problema fiscal. Os juros elevados estão relacionados à vulnerabilidade do balanço de pagamentos e às condições de financiamento externo;

3) A política fiscal recente deve ser pensada, de um lado, de modo a estabelecer as inter-relações com as políticas monetária e cambial em cada

momento e, de outro, levando em conta o impacto das políticas de reestruturação do setor público na evolução da dívida pública.

As proposições acima irão nortear o roteiro do texto. Não há preocupação de exaurir a análise dos fatos históricos, embora os temas sejam tratados a partir da evolução recente da economia brasileira.

1 Déficit público e estabilização

Após mais de três décadas de crescimento acelerado, o Brasil viveu nos anos 1980 uma fase de crise econômica e aceleração inflacionária. O relativo consenso em torno das causas da crise não impediu as divergências sobre a origem da inflação e o modo de obter a estabilização. A análise tradicional viu o déficit público como causa da inflação e defendeu a tese de que a estabilização só seria possível com o ajuste do setor público. Os defensores dessa idéia acreditavam na autonomia da política fiscal e na viabilidade de se cumprirem as metas fiscais propostas, criando as condições para conter a expansão monetária e o processo inflacionário.

A visão centrada no déficit público desconsiderou a especificidade daquele momento histórico e deu pouca atenção ao papel da crise externa na aceleração inflacionária. Uma interpretação alternativa é mostrar que a inflação pouco teve a ver com o valor do déficit público. O elemento nuclear do descontrole inflacionário foram a ruptura das condições de financiamento externo e as conseqüências dessa crise sobre a economia no plano interno. A restrição externa atingiu praticamente todas as economias latino-americanas e provocou o mesmo resultado em termos inflacionários, independentemente das especificidades nacionais.⁷

A crise externa, no caso brasileiro, comprometeu o padrão de financiamento do setor público implementado desde as *Reformas de 1964* e desencadeou a aceleração inflacionária característica da América Latina nos anos 1980. O colapso do financiamento externo forçou a geração de megassuperávits comerciais e elevou as necessidades de financiamento do setor público para cobrir o seu passivo externo. Criaram-se, então, condições particulares de inter-relação entre as políticas cambial, fiscal e monetária: a obrigatoriedade de sustentar o financiamento do balanço de pagamentos implicou a adoção de uma política cambial ativa. A desvalorização cambial ampliava os encargos financeiros dos passivos denominados em dólares e ampliava a crise fiscal.⁸ Além disso, impunha estreitos limites ao controle da política monetária, pois, sem obter os recursos (em moeda local) exigidos no pagamento do passivo externo, o setor público dependia

(7) As duas grandes exceções foram a Colômbia e o Chile, por questões específicas de suas relações externas que permitiram salvaguardar o balanço de pagamentos e as condições de financiamento do setor público.

(8) Ver Batista Jr. (1990).

da colocação de títulos e da expansão da base monetária. A colocação da dívida mobiliária, por sua vez, dependia da atratividade da moeda indexada, baseada na confiabilidade e liquidez dos títulos, bem como no valor dos juros exigidos na valorização do capital privado.⁹

Nessas condições, a expectativa em relação ao comportamento dos dois preços básicos da economia, câmbio e juros, orientava a dinâmica dos preços. A fixação deles balizava os demais preços e impunha o patamar da inflação. Assim, a inflação não dependia do valor do déficit público, mas das condições de determinação dos dois preços básicos naquele momento específico, em que despontavam a crise cambial e o risco de fuga da moeda indexada.¹⁰ Como abrir mão da política ativa de câmbio e de juros? A saída estava em romper aquela articulação entre as políticas cambial, fiscal e monetária. Essa tarefa, entretanto, tinha poucas chances de avançar sem se colocar uma condição alternativa de financiamento do balanço de pagamentos ou de reestruturação do passivo público externo.

O uso do câmbio como âncora estava fadado ao fracasso, diante do risco de crise do balanço de pagamentos. A expectativa de não se confirmar o influxo de recursos necessários colocava em dúvida os pagamentos externos e resultava em perda de confiança na moeda nacional como instrumento de avaliação da riqueza, ampliando o risco de fuga da moeda para ativos denominados em dólar. O poder de reação do Banco Central era limitado e não restava outra saída senão elevar a taxa de juros, com o objetivo de manter a atratividade da moeda indexada e evitar o colapso do padrão monetário nacional. A subida da taxa de juros não tinha qualquer efeito na atração de capitais, apenas alimentava o estoque de moeda indexada e a inflação.¹¹ O aumento de juros sinalizava o novo patamar de valorização da riqueza e induzia a reajustes de preços compatíveis com essa expectativa, que, por sua vez, pressionava o câmbio e forçava novas desvalorizações. Por outro lado, a reestruturação das condições de financiamento do setor público esbarrava na perda de autonomia da política fiscal. Esta estava condicionada, no plano macroeconômico, pela política de câmbio e, no plano microeconômico, pelo apoio dado ao ajuste do setor privado, oferecendo suporte financeiro à reestruturação do seu passivo e incentivo à ampliação das vendas no mercado internacional.

Diante desse quadro, pouco restava ao governo senão conter o risco de desorganização da economia via manipulação da taxa de juros.¹² As medidas de contenção de gastos e de restrição de crédito, como as adotadas durante a gestão de Maílson da Nóbrega no fim do governo Sarney, tinham pouca serventia como

(9) Ver Belluzzo & Almeida (2002, cap. IV).

(10) Ver, na questão da moeda indexada, Mendonça de Barros (1986).

(11) Cf. Belluzzo & Almeida (2002).

(12) Ver Kregel (1999).

estratégia de estabilização. O resultado acabava sendo a exacerbação das expectativas e o aprofundamento da crise.

O governo Collor merece atenção porque trouxe propostas novas de controle do déficit e de combate à inflação. O desafio era redefinir a linha de atuação da política cambial, monetária e fiscal e recuperar graus de liberdade da política econômica. A política cambial não poderia ser alterada diante do risco de crise do balanço de pagamentos. Isso limitou o uso do câmbio como âncora do programa de estabilização e levou o combate à inflação a centrar-se no controle monetário e na política fiscal.

O diagnóstico implícito no plano de governo apontou a fragilidade financeira do setor público e a excessiva liquidez monetária como causas do processo inflacionário. Os problemas do setor público dificultavam a regulação da oferta monetária e a alternativa de conter a demanda limitava-se à sustentação de taxas de juros atrativas aos ativos financeiros. Os altos juros, a indexação plena e o giro diário dos títulos garantiam a valorização da riqueza financeira, a expansão da liquidez e o crescimento do estoque de M_4 , influenciando os preços e alimentando a inflação.

O Plano Collor bloqueou o estoque de M_4 e obteve um superávit fiscal capaz de conter a alimentação da liquidez monetária. A retenção do estoque de ativos e a desvalorização da riqueza financeira¹³ reduziram o custo de rolagem da dívida pública e abriram o caminho ao controle do déficit. Esse movimento completou-se com a adoção de medidas de caráter fiscal que propiciaram o aumento da arrecadação e a reversão do déficit.¹⁴ Além disso, o governo usou a valorização da taxa de câmbio real como forma de combater o déficit público e a inflação, optando por não reajustar o câmbio mesmo diante do atraso herdado do período anterior.¹⁵

As medidas monetárias e fiscais, ao lado da valorização da taxa de câmbio real, provocaram, no primeiro momento, a desmontagem das condições de articulação da política econômica anterior e a queda abrupta da inflação. Entretanto, a deterioração do saldo comercial e o impasse na renegociação da dívida externa colocaram em xeque o balanço de pagamentos. A suspensão do

(13) O Plano Collor provocou a desvalorização da riqueza financeira através da: prefixação dos índices de correção, cobrança do IOF e o não-repasse da inflação durante o período do feriado bancário adotado no lançamento do plano.

(14) Além da redução do estoque real da dívida e o alongamento do seu perfil, tiveram papel importante a obtenção de receita mediante a colocação de certificados de privatização e venda de empresas públicas; o reajuste de preços e tarifas públicas; os ganhos de receita tributária mediante o estreitamento da economia informal, o combate à sonegação e o estímulo ao pagamento de impostos em moeda velha; a cobrança do IOF sobre os ativos financeiros; cortes de incentivos de IPI e IR; corte de despesas.

(15) O saldo comercial (que apesar da queda ainda era elevado) e o fluxo de dólares colocados no mercado com o objetivo de sustentar a liquidez do sistema, mantiveram o fluxo de divisas e a pressão de valorização do câmbio. Ajudavam, nesse mesmo sentido, a moratória não declarada e a política de centralização cambial que favorecia a retenção das remessas de lucros, dividendos e repatriações de capital.

pagamento da dívida e a retenção da remessa de divisas não poderiam se sustentar por tempo indeterminado, sobretudo diante da proposta de reaproximação com a economia internacional. A deterioração da situação externa, na ausência de um fluxo regular de capitais, indicou ser inevitável a desvalorização cambial para recuperar o saldo comercial e evitar o colapso externo.

O quadro de restrição externa apontou os limites do plano de estabilização. A deterioração do balanço de pagamentos trouxe de volta as expectativas inflacionárias, apesar da situação fiscal altamente favorável. Os superávits primários e os baixos níveis de déficits operacionais (ver Tabela 1), ao lado da redução do estoque da dívida pública alcançado em 1990, não deixavam dívida em relação ao comportamento do setor público.

Os analistas mostraram-se otimistas e a perspectiva era de continuidade do bom desempenho fiscal.¹⁶ Entretanto, o resultado fiscal positivo não impediu a volta da inflação. A retomada dos pagamentos da dívida externa e o movimento da política monetária recolocaram o câmbio e os juros como determinantes na formação das expectativas de remarcação dos demais preços. Os agentes econômicos buscaram recuperar as margens de lucro e as perdas com o bloqueio dos ativos financeiros, remarcando os preços de acordo com o comportamento esperado do câmbio e dos juros.

Tabela 1
Necessidade de Financiamento do Setor Público (% PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994
Resultado Operacional	-1,38	0,19	1,74	0,71	-1,14
Governo Central	-2,43	0,08	0,58	0,60	-1,57
Estados e Municípios	0,41	-0,68	0,65	0,08	0,80
Empresas Estatais	0,64	0,79	0,51	0,03	-0,37
Resultado Primário	-2,31	-2,71	-1,57	-2,26	-5,21
Governo Central	-1,51	-0,98	-1,10	-0,88	-3,25
Estados e Municípios	-0,34	-1,40	-0,06	-0,62	-0,77
Empresas Estatais	-0,46	-0,33	-0,41	-0,76	-1,19
Juros Reais Líquidos	0,93	2,90	3,31	2,97	4,07
Governo Central	-0,92	1,06	1,68	1,48	1,68
Estados e Municípios	0,75	0,72	0,71	0,70	1,57
Empresas Estatais	1,10	1,12	0,92	0,79	0,82

Fonte: Banco Central do Brasil

O bom resultado das contas públicas de 1990 a 1993 (com superávit primário em todos os anos) não inibiu a aceleração inflacionária, colocando em dívida o vínculo estabelecido na visão tradicional entre déficit público e inflação.

(16) Ver Giambiagi (1997).

A tentativa de Bacha de sustentar a visão tradicional não foi convincente e deixou a questão em aberto.¹⁷ Se o déficit público não estava na raiz do processo inflacionário, o que explicaria a queda da inflação a partir de 1994 com o Plano Real? A tese proposta neste artigo é que o controle inflacionário viabilizou-se graças à retomada da liquidez no mercado financeiro internacional e à possibilidade de financiamento do balanço de pagamentos sem a obrigatoriedade de manter o valor da taxa de câmbio real e gerar megassaldos comerciais. A superação da ruptura no financiamento externo permitiu mudanças na política econômica e garantiu o avanço dos programas de estabilização tanto no Brasil como em toda a América Latina, independentemente das especificidades nacionais. A fase de alta inflação foi superada. A política de combate à inflação colocou-se em outros termos e a preocupação foi buscar a convergência com a taxa de inflação observada nos países avançados.

A volta da liquidez internacional viabilizou o uso da âncora cambial e o abandono da desvalorização do câmbio como caminho inelutável da política econômica. A nova política cambial alterou a lógica anterior das relações entre o câmbio e as políticas fiscal e monetária, isto é, a retomada da liquidez internacional permitiu fixar um dos elos da correia de transmissão dos preços e redesenhar a articulação entre os instrumentos de política econômica. A redução do grau de incerteza sobre o comportamento dos preços básicos da economia, sobretudo câmbio, interferiu na expectativa de formação dos preços e os agentes econômicos deixaram de formar os seus preços a partir da expectativa de quanto seria o repasse necessário para garantir a reposição dos estoques.

A âncora cambial, embora necessária, não era suficiente. As políticas monetária e fiscal tiveram a tarefa de reduzir a incerteza em relação ao próprio preço usado como âncora. Isso só seria viável caso não houvesse dúvida quanto ao financiamento do balanço de pagamentos. Em outras palavras, era preciso sustentar a credibilidade do preço de referência (câmbio), oferecendo garantia de valorização aos capitais dispostos a financiar o desequilíbrio externo, pois alterações nas expectativas desses agentes resultariam em fuga de capitais e descrédito na estabilidade.

A atração do capital externo dependia da oferta de um rol de ativos de rentabilidade elevada e de prêmios de risco em suas taxas de retorno. As privatizações, a abertura do mercado bancário, o favorecimento às fusões e

(17) As evidências empíricas, no entanto, não abalaram a fé dos defensores da idéia. O professor Bacha (1994) deu pouca atenção ao impacto provocado pela restrição externa e reafirmou a relação tradicional de causalidade entre o déficit e a inflação, recorrendo ao conceito de déficit potencial. Segundo o autor, a inflação provocava a erosão do orçamento e mascarava o déficit público. Mas os agentes econômicos racionais captavam o valor desse déficit potencial e o transformavam em inflação. Isso levou o autor a resgatar a relação de causalidade entre o déficit e a inflação e a defender a idéia de que o déficit público, embora mascarado, estava na raiz da inflação. Na verdade, o déficit público só viria a se tornar efetivo com a estabilização se fosse mantida a disposição dos agentes de sustentarem a demanda real por gastos.

incorporações de empresas com ações depreciadas, os títulos de empresas financeiras e não financeiras com acesso ao mercado internacional, bem como os ganhos em bolsa de valores, constituíram-se em instrumentos de atração do capital externo. Uma parcela desse capital valorizou-se nessas diferentes aplicações. Mas outra parte dele buscou valorização nos títulos da dívida pública, que foi o canal através do qual ampla parcela do capital externo usado na cobertura do balanço de pagamentos obteve rentabilidade. O governo garantiu títulos públicos com juros e prazos compatíveis com a expectativa de remuneração do capital usado no financiamento do balanço de pagamentos.

Tais condições exigiam das contas públicas uma dupla tarefa: de um lado, acomodar os custos das políticas de câmbio e de juros e, de outro, conter eventuais riscos de *default* na dívida pública que pudessem levar à fuga de capitais e ameaçar a estabilidade do câmbio. Assim, do ponto de vista fiscal, o crescimento do déficit externo após 1994 criou a obrigação de manter as contas públicas em condições de transferir renda aos capitais responsáveis pelo seu financiamento, através da colocação de títulos da dívida pública com juros reais elevados e proteção diante da incerteza do câmbio.

O uso das contas públicas como espaço de valorização do capital externo, no momento inicial de estabilização, viabilizou-se tendo como base dois pilares fundamentais. O primeiro deles foi o suporte fiscal dado pelo excepcional superávit primário de 1994 (5,21% do PIB) e o segundo foi o espaço para o crescimento da dívida pública herdado pelo governo FHC, que favoreceu o uso dos títulos como fonte de rentabilidade dos capitais externos (através da esterilização dos superávits do balanço de pagamentos) sem colocar a dívida sob suspeita.

Vencidos os primeiros meses do programa de estabilização, a questão fiscal foi de outra natureza. A liquidez do mercado internacional e as oportunidades de investimentos no mercado brasileiro não deixavam dúvida quanto ao financiamento externo. Isso permitiu abrir mão de um dos pilares da política anterior, com a deterioração dos saldos primários, sem colocar em xeque a estabilidade do câmbio ou a sustentabilidade intertemporal das contas públicas. A política fiscal pôde ser mais flexível e atender a outros interesses, enquanto houve espaço de crescimento para a dívida, sem ameaçar a estabilização. Na verdade, o valor estável do câmbio e a gradual redução dos juros indicavam a recuperação das contas públicas e tranqüilizavam o mercado em relação ao comportamento do estoque da dívida.

Além disso, o bom momento econômico e a correlação favorável das forças políticas permitiram atacar alguns problemas fiscais herdados do período anterior. A intervenção em situações de risco e a eleição dos problemas dos bancos estaduais, da dívida dos estados e municípios, dos *esqueletos* e da reforma da previdência social como prioridades da política fiscal foram recebidas como sinais positivos pelo mercado. O ataque a essas questões favoreceu a expectativa de

sustentabilidade das contas públicas e permitiu relaxar o rígido controle fiscal de 1994 para atender interesses, contornar resistências e solidificar as forças políticas no poder. A deterioração do quadro fiscal a partir de 1995 não ameaçou o programa de estabilização e pôde manter-se enquanto durou a expansão do crédito internacional e o crescimento da dívida pública não colocou em risco a sustentabilidade intertemporal das contas públicas.

A situação alterou-se a partir da crise da Ásia, quando o fim do ciclo expansivo internacional pôs em xeque a política cambial e forçou a elevação da taxa de juros. O custo explosivo e o risco de *default* limitaram a condição da dívida pública como espaço de valorização dos capitais privados e exigiram alterações da política fiscal. Não bastava saber que o governo, de fato, não *quebra* porque o endividamento interno em títulos públicos é todo ele feito em moeda local. Era preciso elevar o superávit primário para atender a um duplo objetivo: de um lado, diluir o risco de inadimplência da dívida pública e preservar esse espaço de valorização do capital privado e, de outro, reduzir a absorção interna. Afinal era necessário dar sustentação ao pilar do programa de estabilização. A retomada da liquidez internacional e a redução do déficit em conta corrente favoreceram o balanço de pagamentos e o controle do processo inflacionário.

2 Déficit público x juros

A relação entre a política fiscal e a determinação da taxa de juros esteve no centro do debate sobre a política econômica no Plano Real. A retórica tradicional, como já visto, sustentou a tese de que o déficit público foi o responsável pela expansão da absorção interna e do déficit em transações correntes, o que forçou o governo a oferecer níveis de juros elevados em relação aos da economia mundial. A queda dos juros, nessa perspectiva, só seria viável com o ajuste fiscal.¹⁸ A contração fiscal reduziria a absorção interna e o déficit externo, levando à queda do prêmio de risco do país e da taxa de juros. O avanço nos fundamentos macroeconômicos ampliaria o acesso ao crédito internacional e daria início a um círculo virtuoso interno. A atração de novos capitais externos elevaria os investimentos e asseguraria a estabilidade do balanço de pagamentos, criando condições para a retomada do crescimento.

Não é possível, certamente, negar os problemas de ordem fiscal nem a relevância de se encontrarem soluções responsáveis de gestão do setor público. A aceitação desse fato, entretanto, não implica a obrigatoriedade de se colocar o déficit público como determinante da taxa de juros e como elemento nuclear da

(18) Como coloca Velloso (2000: 171): “Com a abertura da economia e na presença de déficits elevados no setor público, acabamos caindo numa espécie de encruzilhada. Por causa dos déficits ‘gêmeos’, os credores externos exigem *spreads* elevados, o que leva a juros mínimos elevados”.

política econômica, desconsiderando as condições particulares de articulação das políticas fiscal, monetária e cambial.

O princípio dos déficits gêmeos é questionável. Não há dúvida de que o aumento do gasto público é fator de expansão da absorção interna. Porém, não é trivial concluir que isso vai se refletir em déficit comercial e muito menos determinar a sua magnitude. Essas relações vão depender de outras variáveis, entre elas, a disposição de ampliar os investimentos, a taxa de câmbio, a política de comércio exterior, a tributação, o grau de abertura da economia, a política de apoio às exportações e as condições diferenciadas de financiamento interno e externo. O conjunto dessas variáveis é responsável por determinar como ocorre o processo de transmissão entre a absorção interna e o saldo comercial. As regras institucionais interferem na repartição da demanda entre o mercado interno e o mercado externo, independentemente da situação fiscal. Pode ocorrer queda no saldo comercial, caso cresça a propensão a importar motivada por mudanças dos preços relativos em razão da relação câmbio-salário e/ou alterações nas regras de comércio internacional adotadas no país. Na verdade, as condições de déficit externo podem variar independentemente da “poupança governamental”.

A política econômica adotada no Plano Real provocou o direcionamento da demanda ao mercado externo e foi determinante na ampliação do déficit comercial. Na retórica oficial, o acesso ao mercado externo permitiria conter a pressão de demanda e o aumento de preços, ao passo que o déficit em transações correntes daria a poupança necessária na alavancagem dos investimentos internos. Desse ponto de vista, o déficit externo era bem visto e até mesmo algo desejável, devido ao papel que lhe era atribuído de indutor de ganhos de produtividade e de competitividade da indústria brasileira.¹⁹ Porém, na interpretação aqui adotada, a política cambial e as decisões de ordem institucional (diferencial de juros, tributação, política de comércio exterior, etc.) foram os fatores determinantes do aumento da necessidade líquida de financiamento externo. A política fiscal, por sua vez, ocupou papel secundário no poder de compra, uma vez que o déficit primário só foi relevante em 1997 e o déficit operacional foi financiado com a ampliação da dívida pública (ver Tabela 2).

O crescimento acelerado do déficit externo, como dito acima, não preocupou as autoridades econômicas. A disponibilidade internacional de recursos à época e a rentabilidade assegurada ao capital externo garantiram o financiamento do balanço de pagamentos e mantiveram a estabilidade cambial até o início de 1999. A contrapartida foi a política de juros elevados, que teve de atender a um duplo objetivo: de um lado, oferecer um diferencial de rentabilidade compatível com o risco país e, de outro, reduzir o nível de atividade econômica. A redução do crescimento econômico foi necessária para compatibilizar a absorção interna e a crescente demanda no mercado externo – impulsionada pelo câmbio valorizado e

(19) Ver Franco (1998).

pelos fatores de ordem institucional – com a disponibilidade de financiamento externo.

Assim, a política monetária e o ritmo de crescimento da economia acabaram condicionados pela liquidez internacional. Os juros só podiam ser reduzidos quando o câmbio não estava ameaçado. Nos momentos de *stress* do mercado financeiro internacional, o governo foi forçado a manter juros elevados e a usar os títulos indexados ao câmbio como *hedge* ao capital privado diante das condições de risco. A obrigação de defender o balanço de pagamentos determinou os altos juros e a redução do crescimento como formas de sustentação do programa econômico.

A alternativa a essa política passava pela redução da necessidade líquida de capitais. O caminho seria alterar a política de câmbio e dos demais fatores com influência no saldo comercial. A adoção de políticas agressivas de financiamento e apoio às exportações, um programa de incentivo à produção no mercado interno de produtos com peso relevante na pauta de importação e mudanças de ordem tributária eram elementos imprescindíveis na correção dos rumos da política econômica. Porém, a resistência em abandonar a estratégia adotada não deixou outra opção senão conter a absorção interna.

A queda da renda interna certamente influencia o saldo comercial. Mas, o câmbio valorizado e a decisão de não atuar diretamente sobre os fatores com influência no comércio exterior sustentavam a *mix* de distribuição de compras no mercado interno e no mercado externo e requeriam a estagnação da atividade econômica para se obter o efeito esperado nas transações correntes. Nessas condições, o controle da política fiscal só seria efetivo caso levasse a recessão até o ponto em que fosse viável compatibilizar a necessidade de financiamento externo com a liquidez internacional.

A adoção da política fiscal restritiva, no entanto, tem pouco efeito sobre os juros. O decisivo é a relação entre o quadro de vulnerabilidade externa e a condição de liquidez internacional. O corte do déficit público e os superávits primários elevados não determinam a redução dos juros. A política fiscal pode vir a agregar outro fator de instabilidade – com influência sobre os juros – caso cresça o risco de não-sustentabilidade da dívida pública e ocorra fuga dos capitais que tinham os títulos públicos como fonte de valorização, agravando a crise de liquidez e o quadro de vulnerabilidade externa.

Os problemas colocados pela armadilha cambial resultaram em queda do consumo e dos investimentos, menor ritmo de crescimento e aumento do desemprego. As medidas restritivas não conseguiram conter a incerteza em relação ao financiamento externo e provocaram a desvalorização da moeda em janeiro de 1999. A fixação do novo regime cambial, sem o compromisso com valor específico de câmbio, ampliou a liberdade da política monetária e permitiu a queda dos juros em razão do menor risco de câmbio. Mas, diante do óbice da

restrição externa, o câmbio flutuante e os superávits primários tiveram alcance limitado como política ativa de redução da taxa de juros.

A desvalorização cambial mexeu com o *mix* de composição dos produtos e direcionou parte da demanda para o mercado interno. Porém, o movimento não foi suficiente para gerar uma situação confortável do balanço de pagamentos e não eliminou o entrave imposto pela taxa de juros. O câmbio flexível mostrou ter limites na relação com os juros nos países emergentes. A incerteza diante da vulnerabilidade externa e a instabilidade dos fluxos financeiros internacionais amplificaram a volatilidade do câmbio e os seus reflexos sobre as expectativas inflacionárias. O governo acabou forçado a manter a austeridade fiscal e perdeu raio de manobra na política monetária diante da volatilidade e da incerteza, reproduzindo, em parte, a armadilha colocada pelo câmbio fixo.

3 A evolução da situação fiscal

A situação fiscal não pode ser vista isoladamente, mas como o resultado de determinações envolvendo, de um lado, a política fiscal *stricto sensu* e as alterações institucionais com reflexo na ação do setor público e, de outro, as articulações com as políticas de câmbio e de juros. As contas fiscais refletem, então, um conjunto complexo de decisões e não somente o poder de controlar gastos e ampliar receitas públicas.

A política fiscal do Plano Real, nessa perspectiva, tem de ser pensada como o resultado das inter-relações da área fiscal com o conjunto de determinações que interferiram nas contas públicas. A análise não pode se restringir à definição das metas de gastos e de receita tributária, uma vez que a dinâmica das contas públicas esteve diretamente comprometida com as obrigações derivadas das políticas de câmbio e de juros.

As estratégias de câmbio e de juros *subordinaram* as diretrizes das políticas tributária e de gastos públicos. Além disso, os fatores de ordem institucional, como privatização, reconhecimento de *esqueletos*, renegociação das dívidas dos governos subnacionais e o programa de saneamento do sistema financeiro influenciaram o resultado das contas públicas e a definição dos caminhos da política fiscal.

Esse conjunto de fatores limitou o raio de manobra das autoridades e determinou traços nucleares da política econômica. É preciso entender os limites das decisões tributárias e de gastos públicos na determinação do resultado fiscal. Mesmo quando bem-sucedido, o esforço é frágil porque o comportamento volátil das variáveis câmbio e juros pode anular os ganhos fiscais e exigir a adoção de outras medidas restritivas para garantir o resultado positivo. O efeito, normalmente, é a instauração de um círculo perverso, levando a decisões de novos

cortes de gastos e aumento da arrecadação, com reflexo no dinamismo da economia e no aprofundamento da crise.

O sucesso na implantação de metas de superávits primários tem efeito sobre a expansão da dívida e o equilíbrio fiscal, mas não é suficiente para pôr fim à instabilidade e ao risco de descontrole fiscal, caso não sejam encaminhados os problemas que estão na raiz das questões que influenciam a volatilidade dos juros e do câmbio. Nessa perspectiva, a solução do *problema* fiscal não depende apenas das medidas de receitas e gastos públicos, mas da redução da vulnerabilidade externa. O encaminhamento desse problema ampliaria os graus de liberdade da política fiscal e permitiria rever a estratégia de política econômica.

3.1 O resultado primário

O resultado primário é um dos principais responsáveis pela evolução recente das contas públicas e cumpriu papel relevante na formação das expectativas de mercado. O elevado saldo primário alcançado na implantação do programa de estabilização deu credibilidade à política fiscal. A criação desse *colchão fiscal* sustentou a ação das contas públicas como espaço de valorização do capital externo. A alta liquidez internacional e a confiança dos investidores na capacidade do governo de honrar os compromissos financeiros facilitaram o financiamento do balanço de pagamentos e a manutenção da âncora cambial.

O sucesso da estabilização e o contínuo fluxo de capitais permitiram relaxar as metas fiscais e acomodar a deterioração das contas primárias (ver Tabela 2). Entretanto, as crises internacionais e a explosão dos gastos financeiros, particularmente em 1998 e 1999, colocaram em dúvida as contas públicas como espaço de valorização de capitais e tornaram inelutável a geração de superávits primários diante do risco de inadimplência e da obrigação de atrair capitais externos. O pequeno raio de manobra das autoridades ficou transparente no acordo com o FMI de 1999 e o ajuste fiscal passou a ser elemento nuclear da política econômica, tendo de responder à política monetária ativa do Banco Central.

Os superávits primários tornaram-se variável de ajuste e o desafio foi obter resultados fiscais compatíveis com os gastos com juros. A preocupação de evitar a explosão da dívida pública apontou os limites e o caráter subordinado da política fiscal. A obrigação de gerar os superávits primários acabou definindo o tratamento dado à política tributária. A reforma tributária, no início da era FHC, era vista como peça central da estratégia de abertura comercial. O sistema tributário brasileiro teria de se harmonizar com as condições da economia internacional e as mudanças na área fiscal teriam papel ativo no novo modelo de desenvolvimento. A competitividade dos produtos brasileiros no exterior e a capacidade de concorrência no mercado interno dependiam da revogação da carga fiscal incidente sobre os produtos exportáveis e da reestruturação da tributação interna.

Tabela 2
Composição das necessidades de financiamento do setor público

	% do PIB						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Resultado Operacional	-1,14	4,88	3,75	4,28	7,57	3,85	1,14
Governo Central e Bacen	-1,57	1,66	1,62	1,76	5,25	3,63	1,29
Estados e Municípios	0,80	2,35	1,82	2,24	1,82	0,46	0,68
Empresas Estatais	-0,37	0,86	0,31	0,28	0,51	-0,24	-0,82
Resultado Primário	-5,21	-0,36	0,09	0,92	-0,01	-3,23	-3,56
Governo Central e Bacen	-3,25	-0,58	-0,38	0,26	-0,56	-2,36	-1,92
Estados e Municípios	-0,77	0,17	0,55	0,72	0,19	-0,23	-0,57
Empresas Estatais	-1,19	0,05	-0,08	-0,07	0,36	-0,64	-1,07
Juros Reais Líquidos	4,07	5,23	3,66	3,36	7,59	7,08	4,70
Governo Central	1,68	2,24	2,00	1,49	5,81	5,99	3,21
Estados e Municípios	1,57	2,18	1,27	1,52	1,62	0,69	1,25
Empresas Estatais	0,82	0,81	0,39	0,35	0,15	0,40	0,24

Fonte: Banco Central do Brasil.

A retórica da reforma tributária, no entanto, foi abandonada e o foco de atenção passou a ser o aumento da arrecadação. O compromisso com as alterações no campo tributário acabou relegado a plano secundário e o objetivo se voltou para a criação do *colchão fiscal* exigido na contenção do crescimento da dívida pública. O governo não aceitou correr os riscos inerentes às mudanças tributárias nem abrir mão das contribuições sociais em favor da qualidade da tributação. O esforço fiscal concentrou-se no aumento da carga tributária e na ampliação da parcela federal na receita disponível.²⁰ O objetivo foi alcançado. A média das cargas tributárias, que no triênio 1991/1993 foi de 25,6% do PIB, alcançou mais de 29% a partir de 1994 e ganhou outro impulso após o acordo com o FMI. A definição das metas de superávits primários elevou a carga tributária para 32,15% em 1999 e 33,18% do PIB em 2000.

Além disso, o Governo Federal procurou reforçar o controle sobre a receita tributária e, negando os princípios da Constituição de 1988, elevou sua participação no valor da receita disponível a partir de 1997 com a cobrança de tributos não partilhados com as outras esferas de governo.²¹

(20) Ocorreram várias alterações na legislação tributária nesse período. Merecem destaque: a) entrada em vigor da CPMF a partir de 23 de janeiro de 1997; b) elevação da alíquota do imposto incidente sobre as aplicações nos fundos de investimentos em renda fixa de 15% para 20% e mudança na sistemática de tributação relativamente às aplicações em fundos de renda fixa, passando de tributação no momento do resgate para tributação no vencimento da aplicação; d) elevação da alíquota do IRPF – Rendimento do trabalho de 25% para 27,5% a partir de janeiro de 1998; e) não-concessão de reajuste da tabela do IRPF e f) aumento da alíquota da COFINS para 3% em fins de 1998.

(21) Os dados apresentados em <www.receita.gov.br> mostram a evolução da carga tributária e a distribuição dos recursos disponíveis entre as esferas de governo.

Os resultados ocorreram às custas da deterioração da qualidade do sistema tributário. A ênfase na arrecadação recaiu sobre as contribuições sociais. Os impostos cumulativos ligados ao orçamento da seguridade responderam por 36,44% da carga tributária total e por mais de dois terços dos recursos “livres” da União em 2000.²² O prejuízo à competitividade dos produtos nacionais e às condições de concorrência das empresas nacionais é evidente. Mas, o consenso a respeito das distorções do sistema tributário não foi suficiente para alterar a cobrança das contribuições sociais e as regras de financiamento da seguridade social.²³ O governo apostou na sua “reforma tributária” e garantiu os ganhos de arrecadação necessários ao cumprimento das metas fiscais. A política tributária ficou subordinada às metas de curto prazo e contribuiu para o baixo crescimento da economia e para o baixo poder de competição dos produtos brasileiros.

O controle dos gastos públicos completou o esforço tributário. O debate sobre as dificuldades de controle de algumas contas do orçamento concentrou a atenção dos analistas e a Constituição de 1988 recebeu várias críticas. A nova institucionalidade, segundo Velloso, provocou a *existência de vários orçamentos em aberto, orçamentos inflexíveis que exercem fortes e duradouras pressões sobre os resultados fiscais*,²⁴ com a administração do Governo Central passando a conviver com um déficit potencial crônico, uma vez que os gastos com a Previdência Social, o seguro-desemprego, os inativos e a assistência social se tornaram incompatíveis com as respectivas receitas.

Os adeptos dessa visão atribuem o problema fiscal ao fim da repressão orçamentária e defendem a criação de instrumentos capazes de conter a *sangria* provocada pelos *orçamentos em aberto*. Nessa perspectiva, o impacto dos juros e do câmbio é relegado a plano secundário e as inter-relações entre os instrumentos de política econômica não recebem atenção, deixando uma dimensão relevante da análise da situação fiscal pouco explorada.

Apesar dessas limitações, é preciso reconhecer as dificuldades de controlar algumas contas. A análise do resultado primário do Governo Central, acima da linha, aponta alguns problemas (ver Tabela 3). É difícil discordar da idéia de que o sistema da Previdência Social requer reformas e de que não se pode manter um programa com benefícios acima do teto de 10 salários mínimos sem adequada estrutura de financiamento.²⁵

(22) Cf. Dain (1999).

(23) O governo, recentemente, adotou medidas procurando minimizar o problema dos impostos cumulativos. As medidas, embora importantes, introduzem um novo remendo no tecido tributário e indicam o reconhecimento da má qualidade do sistema.

(24) Cf. Velloso (1999: 195). O autor coloca que “os orçamentos *em aberto* são aqueles em que as despesas representam transferências governamentais diretas a pessoas, refletindo direitos adquiridos constitucionais básicos, e onde as regras que comandam a evolução dessas despesas não têm ligação direta com o comportamento das receitas respectivas.”

(25) Cf. Dain, S. (1999).

Tabela 3
Contas dos orçamentos em aberto

	R\$ milhões					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
INSS ⁽¹⁾	10,0	(656,0)	(2.789,7)	(7.091,9)	(9.474,7)	(10.072,0)
Receitas	32.576,0	40.631,0	44.260,8	46.283,8	49.065,3	55.715,1
Despesas	32.566,0	41.287,0	47.050,5	53.375,7	58.540,0	65.787,1
Resultado/PIB	0,00%	-0,08%	-0,32%	-0,78%	-0,99%	-0,94%
Seguro-desemprego	2.474,1	2.992,3	2.290,4	1.846,7	3.893,6	3.924,5
Despesas ⁽¹⁾	3.408,0	4.137,0	4.955,8	5.273,3	5.559,4	5.491,1
Receitas PIS/Pasep ⁽²⁾	5.882,1	7.129,3	7.246,2	7.120,0	9.453,0	9.415,6
Resultado/PIB	0,38%	0,38%	0,26%	0,20%	0,41%	0,36%
Despesa serv. Aposent./Pension.	(12.123,3)	(13.986,6)	(15.776,2)	(18.126,3)	(19.780,1)	(20.983,4)
Pessoal Inativo ^{(3) (4)}	(14.224,0)	(16.566,0)	(18.352,0)	(20.754,0)	(23.056,0)	(24.468,2)
Contrib. Plano Seg. Soc. Servidores ⁽²⁾	2.100,7	2.579,4	2.575,8	2.489,6	3.141,8	3.360,9
Contrib. Custeio de Pensões Militares ⁽²⁾				138,1	134,1	123,9
Resultado/PIB ⁽⁵⁾	-1,88%	-1,80%	-1,81%	-1,98%	-2,06%	-1,95%
Despesa Pessoal Ativo ^{(3) (4)}	(21.389,8)	(22.281,0)	(24.118,0)	(25.049,0)	(26.259,0)	(31.179,9)
Resultado/PIB ⁽⁵⁾	-3,31%	-2,86%	-2,77%	-2,74%	-2,73%	-2,90%
Relação Inativos/Ativos	66,50%	74,35%	76,09%	82,85%	87,80%	78,47%
PIB em valores correntes	646.191,5	778.886,7	870.743,0	913.735,0	960.857,7	1.075.222,5

Fontes: ⁽¹⁾ Resultado Primário do Governo Central/STN; ⁽²⁾ *Execução Orçamentária do Governo Federal – SIAFI*; ⁽³⁾ *Boletim Estatístico de Pessoal*, n. 45, 34, 23 e 19, no conceito empenho liquidado; ⁽⁴⁾ Os dados de 1995 e 2000 foram retirados da *Execução Orçamentária do Governo Federal – STN*; ⁽⁵⁾ Boletim Banco Central (mar. 2001).

Até o momento, a Reforma da Previdência se restringiu a cortes no plano de benefícios,²⁶ mas não tocou nos planos de financiamento, mantendo praticamente intacto o déficit potencial. E, caso se queira alcançar o equilíbrio corrente e atuarial da Previdência Social, será necessário alterar as receitas e os benefícios, discutir o que fazer diante do envelhecimento da população e da resistência em mexer em antigas mazelas. Mas, a questão central é lidar com a queda do número de trabalhadores com carteira assinada. A maior formalização do mercado de trabalho resultaria em aumento da receita e solucionaria parte fundamental do déficit do INSS.

O déficit com as aposentadorias e pensões dos funcionários públicos também merece atenção. A institucionalização do Regime Jurídico Único em 1988 provocou a incorporação como estatutários de grande contingente de servidores celetistas vinculados ao regime do INSS, criando um desequilíbrio potencial difícil de ser coberto caso se mantenham as regras previdenciárias dos servidores. Além

(26) Como coloca Dain (1999), a reforma revogou a aposentadoria por tempo de serviço, criando um sistema com tempo de contribuição e idade mínima para aposentadoria; eliminou os regimes especiais de aposentadoria e definiu as atividades envolvendo risco e desgaste para os trabalhadores com maior rigor.

disso, a participação dos inativos sobre os ativos tende a crescer, dado que não tem ocorrido expansão dos ativos nos últimos anos e a remuneração dos novos ingressantes tem ficado abaixo do salário daqueles que se aposentam. Desse modo, o déficit de 1,95% do PIB em 2000 dificilmente será revertido nas condições atuais de financiamento, pois a receita das contribuições não é suficiente para cobrir o desequilíbrio da conta das aposentadorias e pensões.

A incapacidade de encaminhar os problemas da Previdência Social e das aposentadorias e pensões dos funcionários públicos condicionou a atuação do governo em outras áreas fiscais. O controle das contas de setores menos protegidos procurou compensar as dificuldades dos *orçamentos em aberto* e viabilizar a meta de superávits primários. Os gastos em Outros Custeios e Capital (OCC), de saúde e de assistência social, bem como os gastos com o pessoal ativo, foram sistematicamente arrojados. As crescentes restrições eliminaram os graus de liberdade do governo na manipulação da política orçamentária. Os cortes de gastos e, sobretudo, o aumento de receita conseguiram assegurar as metas de superávit primário, mas não foram suficientes para evitar o crescimento da dívida pública nem o risco criado com as mudanças nos demais fatores com influência no resultado das contas públicas.

O Brasil, na verdade, tornou-se refém de uma política fiscal austera, mas isso não lhe permitiu escapar da “leitura” de parte do mercado que vê com reservas a sustentabilidade da dívida pública. Essa questão é mais bem discutida com a análise da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), que incorpora na discussão do déficit público a política de reestruturação do setor público e as dimensões não transparentes pela ótica das necessidades de financiamento.

3.2 A Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) teve uma expansão marcante ao longo do Plano Real, pulando de 28,5% do PIB em 1994 para 53,3% em 2001, graças, sobretudo, ao crescimento da dívida mobiliária, que mais do que dobrou em relação ao PIB durante o período.²⁷

O crescimento da DLSP esteve associado a vários fatores. A decisão de esterilizar a expansão monetária gerada pelo aumento das reservas internacionais e o valor dos juros usados na sustentação da taxa de câmbio ocuparam papel central nesse movimento. Os gastos com juros, como demonstraram Bevilaqua & Garcia (2000), foram determinantes no crescimento da dívida mobiliária e da DLSP. O pagamento dos juros reais líquidos foi de 12,25% do PIB no triênio 1995/1997 e alcançou patamar acima de 7% do PIB em 1998 e 1999. Os juros pavimentaram o

(27) Os títulos da dívida mobiliária federal fora do Banco Central alcançaram o valor de R\$ 61.782 milhões em 1994 e de R\$ 624.084 milhões no final de 2001. Na composição da dívida líquida do setor público, a dívida mobiliária teve uma participação de 15,6% em 1995 e de 34,8% do PIB em 2000.

caminho explosivo da dívida. Os déficits primários, por outro lado, foram pouco expressivos e restritos a um período de tempo curto, diante da obrigação de gerar saldos positivos em contraposição aos juros (ver Tabela 2).

Os superávits primários e a redução dos juros alcançados após a desvalorização cambial deram maior estabilidade à relação DLSP/PIB e afastaram o risco iminente percebido na fase anterior de não-sustentabilidade da dívida. No entanto, a ameaça latente permaneceu presente. Como há restrições em elevar o atual nível de superávit primário e não são esperadas taxas expressivas de crescimento do PIB, a dinâmica da dívida manteve-se, fundamentalmente, presa às variáveis juros e câmbio sujeitas à volatilidade imposta pela liquidez internacional.²⁸

A evolução da DLSP foi marcada por outra ordem de fatores. A estratégia de reestruturação do setor público do governo FHC contribuiu para explicar parte do valor e da composição da DLSP. As privatizações, o reconhecimento dos passivos públicos (*esqueletos*), o programa de renegociação das dívidas dos estados e dos municípios e a reestruturação do sistema bancário público e privado tiveram papel importante na evolução da dívida, sobretudo quando se considera o valor da dívida bruta. Nesse caso, os *esqueletos* e a negociação das dívidas dos governos subnacionais assumiram peso expressivo.

As privatizações fizeram parte do rol de ativos usados na atração do capital externo e atuaram como elementos da equação patrimonial empregada no pagamento da dívida pública. A expectativa do governo era de que os recursos dos leilões de empresas públicas permitissem abater parte da dívida e dos gastos com os juros. Entretanto, o resultado ficou longe do esperado. Na verdade, todo o valor das privatizações acabou sendo mais do que compensado pelo reconhecimento de vários passivos governamentais (os chamados *esqueletos*). O efeito combinado das vendas de bens públicos e dos ajustes patrimoniais foi negativo e resultou no crescimento líquido da dívida.²⁹

Além disso, os passivos governamentais tiveram outros efeitos na gestão da dívida. As privatizações foram, em alguns casos, duplamente afetadas: de um lado, os *esqueletos* oneraram as responsabilidades do governo e atuaram como moedas nos pagamentos dos ativos colocados à venda; e, de outro, permitiram a recuperação do valor de face de parte desses passivos anteriormente negociados com deságio no mercado, eliminando o ônus de vários agentes, como, por

(28) A evolução da relação dívida/PIB pode ser pensada a partir da seguinte equação:

$$\frac{B_t}{Y_t} - \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} = (r - g) \frac{B_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{G_t - T_t}{Y_t}$$

B é o estoque de dívida; g = taxa de crescimento do PIB; r = juros e $G - T$ resultado primário.

(29) De acordo com Pêgo Filho et al. (1999: 14-15), até dezembro de 1998 o saldo desse balanço aumentou a dívida líquida total do país em 0,9% do PIB (4,3% de ajustes patrimoniais - 3,4% de privatizações).

exemplo, o dos *bancos que já consideravam sua parte como perdas, com provisão para devedores duvidosos*.³⁰

O fim das privatizações eliminou um dos fatores de contração da dívida. O efeito disso pode vir a ser relevante caso se considere que outros componentes da reestruturação do setor público da era FHC (*esqueletos* e renegociação das dívidas) ainda podem ter desdobramentos com impacto na dívida.

A renegociação das dívidas dos governos subnacionais marcou um momento importante da política fiscal recente. O quadro de deterioração financeira dos estados e municípios era visível e ganhou impulso a partir de 1994. A rolagem da dívida mobiliária e da dívida bancária não renegociada, com a capitalização dos juros, ampliou o valor da dívida e a tirou do controle dos estados.³¹ A simbiose entre juros altos e estoque de dívida elevado criou uma situação fiscal insustentável que não teria como ser resolvida no âmbito dos próprios governos subnacionais, exigindo a intervenção federal.

O governo interveio e renegociou todo o estoque da dívida dos governos subnacionais, colocando títulos federais no mercado e definindo prazos e taxas de juros dos passivos renegociados. Além disso, promoveu amplo programa de reestruturação dos bancos estaduais (PROES) visando a eliminar a participação dos estados no sistema financeiro.

O acordo trouxe ônus à União e subsídio aos governos subnacionais dado pelo diferencial entre a taxa de juros contratual e a taxa de juros de mercado dos títulos usados como *funding* das operações. A União assumiu a posição de credora de elevada parcela do PIB (13,6% em 2000). Essa operação teve forte efeito no valor da dívida bruta, mas não provocou impacto imediato no valor da dívida líquida. Não obstante, a renegociação alterou a composição da DLSP e transferiu o risco de variação de taxa de juros ao Governo Federal, dado que a posição do seu ativo está alicerçada em taxas de juros fixas enquanto os títulos usados como *funding* variam de acordo com a *Selic*.

A renegociação da dívida e o PROES eliminaram a complexa teia de articulações financeiras no interior dos governos estaduais e marcaram um novo momento no controle do endividamento. A eliminação dos elos da lógica de financiamento estadual e a Lei de Responsabilidade Fiscal deram ao Governo Federal maior poder de controle do déficit público estadual e retiraram dos governadores o domínio de espaços de circulação financeira e de gestão de gastos. Entretanto, o baixo crescimento da economia e o rigor das taxas de juros cobradas nas renegociações da dívida indicam um quadro fiscal ainda instável. Os avanços alcançados não foram suficientes para afastar a ameaça de crise fiscal que ronda os governos estaduais. A inadimplência estadual é um risco presente. Não está garantido que os governos subnacionais consigam arcar com o valor total dos

(30) Cf. Pêgo Filho et al. (1999: 15). Carneiro (2000) também chama a atenção para esse ponto.

(31) Cf. Almeida (1997), Mora (1998 e 2002) e Lopreato (2000).

encargos contratuais, o que implicaria a capitalização dos juros não pagos e o crescimento da DLSP.³²

O crédito do Bacen às instituições financeiras foi outro fator de peso na DLSP e teve importante papel como fator de contração do crescimento da dívida no período recente. A parcela principal dessa conta – que alcançou 5,4% do PIB em 1998 – parece se constituir de ativos vinculados ao PROER. Não se sabe muito sobre a solidez desses ativos e os dados apenas mostram a redução sistemática desses valores após 1998, alcançando 1,7% do PIB em julho de 2001. O movimento pode ser explicado pela recuperação dos créditos atrelados às instituições em dificuldade ou pelo fato de o Bacen realizar o prejuízo. O fato é que o efeito positivo dos créditos do Bacen na contração da dívida deixou de existir.

O exame da DLSP apontou um quadro preocupante. Quando se considera o futuro de sua trajetória, são visíveis os sinais de que a dívida está sob pressão mesmo não se considerando a redução dos superávits primários. Os efeitos perturbadores da trajetória da dívida têm origem em diferentes frentes. A vulnerabilidade externa ocupa papel central nesse processo: os riscos relacionados ao financiamento externo tendem a pressionar a taxa de câmbio, os juros e a inflação, provocando ondas de desvalorizações e mudanças da política monetária. Além disso, a incerteza quanto ao financiamento externo e o fim das privatizações são ameaças à trajetória da dívida e demandam crescentes superávits primários.

A restrição fiscal foi capaz de limitar a trajetória de expansão da dívida, mas não eliminou a incerteza que cerca o seu comportamento, bem como não é suficiente para evitar o seu crescimento nos momentos de *stress* no financiamento externo. Nesses momentos, a dificuldade de rolagem dos títulos afeta câmbio e juros e pressiona a dívida, ampliando a desconfiança do mercado e agravando a instabilidade, o que, por outro lado, eleva a pressão por expansão do superávit primário. A restrição em elevar o atual nível de superávit primário indica cenários pouco prováveis de queda da relação DLSP/PIB no futuro próximo.

Considerações finais

A análise centrou-se na discussão dos pressupostos usados para justificar o controle do déficit público como núcleo central da política econômica. Colocou-se em dúvida o sentido da causalidade estabelecido na visão tradicional de que cabe ao déficit público a responsabilidade da inflação, da expansão do déficit externo e da taxa de juros. O questionamento da causalidade permite repensar o foco da política econômica.

O objetivo não foi negar a importância do controle do déficit público e da defesa da responsabilidade no trato das contas públicas. A proposta foi rever o

(32) Ver Mora (2002).

contexto da política fiscal na política macroeconômica recente e destacar o papel subordinado que ocupou nas inter-relações com as políticas monetária e cambial.

A questão inicial foi mostrar que a queda da inflação não teve origem no controle do déficit público. O sucesso dos programas de estabilização na América Latina está diretamente vinculado à retomada da liquidez internacional nos anos 1990 e à ruptura do círculo vicioso entre as políticas cambial, fiscal e monetária que havia se estabelecido em decorrência da obrigatoriedade da sustentação de transferências de recursos reais ao exterior. A estabilização só se tornou viável quando foi possível financiar o déficit externo e usar a âncora cambial. A estabilização do câmbio redefiniu as formas de articulação entre a política fiscal, câmbio e juros e debelou o quadro de inflação crônico característico da fase anterior. A discussão colocou-se, então, em outros termos, ou seja, como sustentar o baixo nível inflacionário e a convergência com o padrão das economias avançadas.

A inserção recente dos países latino-americanos favoreceu o controle da inflação, mas, por outro lado, estabeleceu novas regras de articulação comercial e financeira com implicações no quadro macroeconômico. O direcionamento da demanda de bens ao mercado no exterior e o crescente endividamento externo provocaram a situação de vulnerabilidade do balanço de pagamentos e a necessidade de elevado financiamento internacional. A dependência em relação ao *humor* do mercado financeiro internacional determinou o patamar de juros interno, que teria de ser suficientemente atrativo para garantir o financiamento externo.

A vulnerabilidade externa limitou o raio de manobra da política econômica. Os gastos com juros e a obrigação de manter a atração ao capital externo influenciaram o resultado das contas públicas e condicionaram a política fiscal. No primeiro momento, ainda houve certo relaxamento na política fiscal porque o governo dispunha da dívida pública como espaço de valorização do capital externo. Entretanto, a reversão do quadro de liquidez internacional e o crescimento da relação dívida/PIB colocaram de vez o caráter subordinado da política fiscal.

A obrigação de sustentar elevados superávits primários, de modo a afastar a ameaça de não-sustentabilidade da dívida pública e da conseqüente fuga de capitais, definiu o caminho de corte de gastos e da política de arrecadação danosa à eficiência do sistema tributário. O superávit fiscal tornou-se variável de ajuste na equação financeira hoje presente. A disposição de emprestar ao país está relacionada à expectativa dos mercados em relação ao quadro fiscal, o que acabou tornando a política fiscal prisioneira dos cortes dos gastos e de carga tributária elevada.

Os limites dessa estratégia são evidentes. Os fatores de impulsão do crescimento da DLSP dependem de mudanças nas condições internacionais e são de difícil controle. A incerteza quanto ao comportamento de câmbio e juros torna

instável a trajetória da dívida pública e aprisiona as metas fiscais – principalmente com o fim das privatizações –, elevando a dependência de novos (crescentes) superávits primários, com impacto na atividade econômica.

A dificuldade de sustentar as contas públicas como espaço de valorização do capital privado e de garantir a atração dos recursos exigidos no financiamento externo revela o impasse da política macroeconômica. É preciso atacar a vulnerabilidade externa e reduzir os juros, de modo a afastar a ameaça de instabilidade das contas públicas. Mas, por outro lado, são limitadas as possibilidades de cortar os juros e conter o crescimento da dívida pública no quadro atual.

O impasse recoloca o dilema de como abrir mão da política fiscal altamente contracionista e dificulta a retomada do crescimento. O desafio é romper a obrigação de aprofundar a restrição fiscal e buscar formas de elevar a taxa de crescimento da economia. A alternativa parece ser a superação da vulnerabilidade externa, com uma política agressiva de comércio exterior, capaz de definir novas condições de articulação das políticas cambial, monetária e fiscal.

Referências bibliográficas

- ALESINA, A., ARDAGNA, S. Tales of fiscal adjustment. *Economic Policy*, n. 27, Oct. 1998.
- ALMEIDA, A. O. *Déficit e endividamento estadual (1990-1995)*. Campinas: Unicamp. IE, 1997. (Dissertação, Mestrado).
- BACHA, E. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v.14, n.1, 1994.
- BARBOSA, F., GIAMBIAGI, F. Ajuste fiscal de 1990-93: uma análise retrospectiva. *Revista Brasileira de Economia*, v. 3, p. 521-543, jun./set. 1995.
- BATISTA JR., P. N. Déficit e financiamento do setor público brasileiro: 1983-1988. *Revista de Economia Política*, v. 10, n. 4 (40), out./dez. 1990.
- BELLUZZO, L. G., ALMEIDA, J. S. G. Crise e reforma monetária no Brasil. *São Paulo em Perspectiva*, v. 4, n. 1, jan./mar. 1990.
- BEVILAQUA, A. S., GARCIA, M. G. P. *Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead*. Rio de Janeiro: PUC, 2000. (Texto para Discussão, n. 408).
- BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
- CARNEIRO, R. *Reformas liberais, estabilidade e estagnação (A economia brasileira na década de 90)*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2000. (Tese, Livre-Docência).
- _____ et al. *Gestão Estatal no Brasil: armadilhas da estabilização 1995-1998*. São Paulo: Fundap, 2000.

- DAIN, S. *Reforma tributária e da Previdência: muito mais, do mesmo*. Rio de Janeiro: [s.n.], 1999. (Mimeogr.).
- ELMENDORF, D. et al. *Fiscal policy and social security policy during the 1990s*. 2001. (NBER Working Paper, n. 8488).
- FISHER, S. *Remarks to the Argentine Bankers Association*. 2001. *Speeches* in: <www.imf.org>.
- FRANCO, G. H. B. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 18, n. 3, (71), jul./set. 1998.
- GIAMBIAGI, F. *Necessidades de financiamento do setor público: bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil – 1991/96*. Rio de Janeiro: BNDES, 1997. (Texto para Discussão, n. 53).
- _____, ALÉM, A. C. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999.
- GODLEY, W. Seven unsustainable processes: medium-term prospects and policies for the United States and the world. *Special Report*, 1999. Available from Internet: <www.levy.org/docs>.
- _____. Notes on the U.S. Trade and Balance of Payments Deficits. *Interim Report*, 2000. Available from Internet: <www.levy.org/docs>.
- GOLDFAJN, I. *Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?* , Brasília: Banco Central do Brasil, 2002. (Notas Técnicas).
- KREGEL, J. A. Havia alternativa à crise brasileira? In: VELLOSO, J. P. R. (Coord.). *A crise mundial e a nova agenda de crescimento*. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1999.
- _____. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, dez. 1996.
- LAPLANE, M., SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 8, 1997.
- _____, _____. Novo ciclo de investimentos e especialização produtiva. In: VELLOSO, J. P. R. (Org.). *O Brasil e o Mundo no limiar do novo século*. Fórum Nacional, 1998.
- LOPREATO, F. L. C. *O endividamento dos governos estaduais nos anos 90*. Campinas: Unicamp. IE, 2000. (Texto para Discussão, n. 94).
- MORA, M. *O processo de endividamento dos estados: problemas e limites à descentralização e à autonomia*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1998. (Dissertação, Mestrado).
- _____. *Federalismo e dívida estadual no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA, 2002. (Texto para Discussão, n. 866).
- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. Câmbio e inflação. In: VELLOSO, J. P. R. (Coord.). *O Real e o futuro da economia*. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1995.

- PASTORE, A. C., PINOTTI, M. C. Câmbio flutuante, inflação e crescimento econômico. In: VELLOSO, J. P. R. (Coord.). *A crise mundial e a nova agenda de crescimento*. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1999.
- _____, _____. *Inflação e estabilização: algumas lições da experiência brasileira*. [s.n.t.]. (Mimeogr.).
- _____, _____. O futuro do Real: o uso das políticas fiscal e monetária para a estabilização interna e externa. In: VELLOSO, J. P. R. (Coord.). *O Real, o crescimento e as reformas*. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1996.
- PÊGO FILHO, B. et al. *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA, 1999. (Texto para Discussão, n. 668).
- RIVERA-BATIZ, F., RIVERA-BATIZ, L. *International finance and open economy macroeconomics*. New York: MacMillan, 1994.
- ROMER, D. *Advanced macroeconomics*. New York: MacGraw-Hill, 2001. (McGraw-Hill advanced series in economics).
- VELLOSO, R. Balanço da situação das contas públicas. In: VELLOSO, J. P. R. (Coord.). *A crise mundial e a nova agenda de crescimento*. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 1999.
- _____. O ajuste fiscal: reduzindo riscos para alcançar o crescimento. In: VELLOSO, J. P. R. (Coord.). *Brasil 500 anos: futuro, presente, passado*. Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2000.