

A Macroeconomia da Dívida Pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)

Jennifer Hermann

1. Introdução

A gestão da dívida pública no Brasil tem sido, recorrentemente, objeto de debate e inquietação, desde o início da década de 1980. O cenário de crônico desequilíbrio fiscal que tem caracterizado as contas públicas brasileiras desde então engendrou um perigoso círculo vicioso, no qual: a) as dificuldades de financiamento do governo alimentam estimativas de elevado risco de *default* da dívida pública (por parte de seus detentores ou potenciais compradores); b) estas, por sua vez, resultam em elevado custo de rolagem da dívida vincenda, bem como para a colocação de novos títulos no mercado, afetando negativamente a capacidade de financiamento do governo; c) tal deterioração, por fim, “confirma” o elevado risco estimado, realimentando todo o processo.

O rompimento desse círculo vicioso é o principal desafio a ser enfrentado pelo novo governo que se inicia em 2003 no campo fiscal, porque é condição essencial para a recuperação da própria capacidade do governo gerir as políticas fiscal e monetária de acordo com seus objetivos macroeconômicos, sejam eles quais forem.

A partir de fins de 1998, diante do agravamento do problema fiscal e da crise cambial que levou o país a um acordo de empréstimo com o FMI (Fundo Monetário Internacional), o governo Fernando Henrique Cardoso deu início a um programa de ajuste fiscal “ortodoxo”, em linha com o modelo recomendado pelo Fundo, cujas bases têm sido: a) o controle da relação dívida pública/PIB (doravante D/Y), como objetivo principal, a curto e médio prazo; b) a geração de superávits primários em níveis adequados (de acordo com hipóteses de evolução de Y e dos encargos financeiros de D), como objetivo intermediário, isto é, como meio de controle da relação D/Y.

A julgar pela evolução da relação D/Y no período 1999-2002, essa estratégia de ajuste fiscal tem sido, claramente, mal sucedida até o momento. Embora o setor público consolidado tenha cumprido a sua parte, gerando superávits primários significativos e crescentes desde 1999, a relação D/Y elevou-se continuamente desde então (Tabela 1). O que teria saído errado? A grande maioria dos analistas, mesmo reconhecendo a importância qualitativa e quantitativa do ajuste fiscal implementado até agora, tem alegado que os superávits não

teriam sido suficientemente elevados para permitir o controle de D/Y no cenário macroeconômico instável do período (1999-2002), marcado pela transição do mercado cambial brasileiro para o regime de flexibilidade e por choques externos (a crise financeira na Argentina e a recessão nos EUA e mais recentemente, a ameaça de guerra deste país com o Iraque), que converteram a flexibilidade em volatilidade. Com base nessa interpretação tem-se sugerido o aumento da meta de superávit primário para, no mínimo, 5% do PIB nos próximos anos.

Como análise aritmética e “ex post”, este argumento é, obviamente, irrefutável: basta comparar os superávits primários obtidos com as despesas relativas a juros nominais sobre a dívida pública para constatar o fato (Tabela 2). Mas, tal como um copo com líquido até a metade pode ser, corretamente, descrito como um copo “meio cheio” ou “meio vazio”, a comparação numérica entre os superávits e os juros nominais comporta também, do ponto de vista lógico e aritmético, uma interpretação oposta à atualmente dominante: não seriam os superávits que teriam se mostrado “pequenos” frente aos juros nominais, mas estes que se mostraram “muito grandes” frente aos superávits obtidos. Vale lembrar, quanto a este aspecto, que as metas iniciais de superávit primário estabelecidas pelo governo, no âmbito do acordo com o FMI – 2,6% do PIB em 1999 e 2,8% em 2000-01 – foram, por diversas vezes, revistas para maior (sendo de 3,88% do PIB a meta para 2002) e, ainda assim, foram sempre cumpridas com folga. Diante disso, o argumento da insuficiência mostra-se parcial e equivocado, não enxergando que a suficiência (ou não) de alguma coisa é sempre uma grandeza relativa e que, no caso em questão, a variável “rebelde” tem sido o montante das despesas financeiras do governo, que insiste em “fugir” às previsões e aos cálculos que orientam a fixação de metas para o superávit primário, bem como suas revisões periódicas.

O bom desempenho das contas públicas primárias sugere que o “erro” não está na gestão fiscal propriamente dita, isto é, no manejo do orçamento público, mas sim no modelo de ajuste ou na gestão da própria dívida. Este artigo visa subsidiar o debate sobre esse tema, com uma breve discussão sobre o modelo de gestão da política fiscal e da dívida pública adotado no Brasil no período 1998-2002. Este se inspira, em grande parte, no chamado “modelo da equivalência ricardiana”, de filiação novo-clássica, que condena a política de déficit público, alegando ser este, bem como a dívida pública que o financia, um fator de ineficiência alocativa.

Visando contextualizar histórica e teoricamente a discussão, as duas primeiras seções do artigo analisam, sumariamente, a evolução da dívida pública como instrumento de política

econômica (seção 2) e o “estado das artes” do debate teórico sobre o papel macroeconômico deste instrumento, hoje polarizado pelos enfoques keynesiano e “ricardiano” (seção 3). A seção 4 faz uma análise crítica do modelo de gestão fiscal predominante a partir dos anos 1990. Este, que define uma fase de transição para o modelo ricardiano, é o que vem sendo seguido no Brasil no período 1999-2002. A seção 5 discute a experiência brasileira nesse período. A seção 6 conclui o artigo com algumas considerações finais sobre o tema.

2. A Dívida Pública como Instrumento de Política Econômica

A dívida pública é uma “instituição” da vida econômica quase tão antiga quanto o próprio Estado, integrando o conjunto de instrumentos gradativamente criados para financiar suas atividades. A emissão de moeda (ou a cunhagem de metais, nos sistemas de moeda-mercadoria) é, historicamente, a primeira forma de dívida pública conhecida. A chamada “receita de senhoriagem” daí decorrente representa um débito do Estado para com a sociedade, porque, ao contrário da receita de impostos, lhe permite apropriar-se de uma parcela do produto gerado pelo esforço privado, sem qualquer contra-partida na forma de prestação de serviços. Trata-se de uma receita originada no simples fato do Estado ser, por excelência, o emissor da moeda oficial do país.

Gradativamente, o endividamento formal do Estado junto a bancos privados, por meio de contratos de empréstimo ou da emissão de dívida mobiliária (em títulos), foi se tornando uma prática comum nos países capitalistas. Essa forma de financiamento desenvolveu-se especialmente a partir do século XVIII, à medida que a própria atividade bancária se expandia rapidamente (Goodhart, 1987; Kregel, 1998).¹

Até meados dos anos 1940, o endividamento junto ao setor privado constituía uma fonte excepcional de financiamento do Estado, que visava, basicamente, atender a despesas governamentais extraordinárias (em tempos de guerra, por exemplo) e, portanto, imprevistas e temporárias. Após o término da segunda guerra mundial, a dívida pública tornou-se uma instituição regular das economias capitalistas, como parte integrante dos instrumentos de política econômica utilizados desde então.

¹ Em alguns países europeus, os bancos privados que atuavam mais freqüentemente como financiadores do Estado, adquirindo por isso o direito à exclusividade da emissão de notas bancárias, foram os predecessores dos bancos centrais, constituídos ao longo do século XIX (Goodhart, 1987).

A expansão e importância econômica da dívida pública no pós-guerra, tanto nos países mais desenvolvidos quanto naqueles em desenvolvimento, refletiu, de um lado, o aumento extraordinário de gastos públicos associado ao esforço de recuperação econômica e física (das plantas produtivas e da infra-estrutura) dos países diretamente envolvidos no conflito. De outro, explica-se como contrapartida do modelo de política econômica que se tornou hegemônico à época, inspirado na teoria macroeconômica formulada por J. M. Keynes em sua obra mais conhecida – *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* (Keynes, 1985). Embora esta tenha tido grande repercussão no meio acadêmico desde sua publicação, em 1936, somente após a segunda guerra mundial ela passa a influenciar, decisivamente, a atuação do Estado na economia.

A obra de Keynes e as experiências concretas de política econômica keynesiana no pós-guerra inauguraram um debate sobre política fiscal e dívida pública que até, hoje, divide opiniões. No plano teórico, a questão é polarizada pelos enfoques keynesiano e novo-clássico. O primeiro aponta o déficit fiscal planejado e, portanto, a dívida pública como instrumentos capazes de contribuir para o crescimento econômico. O segundo, sintetizado no modelo da “equivalência ricardiana”, surge nos anos 1970 e aponta a dívida pública como fator de ineficiência alocativa, capaz de reduzir a capacidade de crescimento da economia. Recomenda-se, então, a busca de permanente equilíbrio orçamentário pelo governo. Os principais argumentos que sustentam essas diferentes abordagens são sumariados a seguir.

3. Dois Enfoques Paradigmáticos sobre a Dívida Pública

3.1. O enfoque keynesiano

O ponto de partida da teoria macroeconômica de Keynes é o “princípio da demanda efetiva”, segundo o qual são as decisões de *gasto*, em especial de gastos privados em investimentos, que determinam o ritmo da atividade econômica. Reconhecendo a natureza inerentemente instável das expectativas de longo prazo que orientam essas decisões de investimento, Keynes concluiu, em primeiro lugar, que o nível corrente de produção e emprego em economias de mercado era, também inerentemente, sujeito a oscilações, que caracterizam períodos de super-emprego e, mais frequentemente, de desemprego involuntário. Em segundo lugar, observou que, quando as expectativas se tornavam desfavoráveis ao investimento, gerando desemprego, não havia qualquer tendência endógena à sua recuperação. Ao contrário, como o gasto determina a renda agregada, a retração dos

investimentos tende a penalizar a renda das próprias empresas, realimentando o pessimismo das expectativas. Essa tendência era ainda reforçada pelo efeito multiplicador da queda dos investimentos sobre a renda agregada, através da retração induzida no consumo.

Com base nessa análise, a teoria keynesiana atribui ao Estado um papel anticíclico, de caráter permanente, nas economias de mercado. O gasto e, principalmente, o déficit do governo são identificados como instrumentos anticíclicos potentes que, aliados a uma política monetária adequada, de juros baixos, são capazes de reverter situações de desemprego, comuns às economias de mercado. A administração da dívida pública é, portanto, parte integrante deste modelo.

Mais especificamente, nos períodos de recessão da atividade econômica, cabe ao governo ampliar seus gastos em investimento, de modo a expandir a demanda agregada no curto prazo e, no médio prazo, contribuir para a melhora das expectativas de lucro das empresas, motivando, assim, a recuperação dos investimentos privados (Carvalho, 1995). Neste modelo, portanto, as recessões implicam a ocorrência ou o aumento de déficits fiscais através de dois canais distintos: endogenamente, devido à queda da arrecadação de impostos sobre a atividade econômica, e, exogenamente, devido ao emprego de políticas fiscais anticíclicas, apoiadas em aumento dos gastos públicos. Os déficits, por sua vez, têm como contrapartida a expansão da dívida pública, seja sob a forma de emissão de moeda, de dívida contratual (bancária) ou de dívida mobiliária.

Cabe, então, à autoridade monetária administrar o “mix” de emissão de moeda e de títulos de diferentes maturidades, de modo a manter o mais baixo possível o custo do financiamento do governo, sem prejuízo da estabilidade monetária da economia. A coordenação entre as políticas fiscal e monetária torna-se fundamental, já que há um óbvio *trade off* envolvido neste processo. Admitindo-se uma “yield curve” (curva de rendimentos) normal, ascendente – taxas de juros crescentes em relação ao prazo dos títulos – o esquema ideal de financiamento do governo seria, em princípio, baseado na emissão de moeda ou de títulos de curto prazo. Isto, no entanto, envolve o risco de inflação, não só pela monetização direta do déficit, mas pelas pressões por monetização que uma dívida concentrada no curto prazo implica. O “mix” ideal exige, assim, uma atuação contínua do banco central no mercado, visando adequar a estrutura de juros e a composição da dívida às preferências dos investidores em termos de títulos de curto e de longo prazo (Okun, 1967). Para tanto, é necessária a criação de condições institucionais adequadas no mercado financeiro, ou seja, a organização de um mercado de dívida pública, capaz de absorver os títulos emitidos pelo

governo, bem como as operações de troca de títulos “curtos” por “longos” pelo banco central. Essa condição explica a tendência mundial à padronização da dívida pública sob a forma de dívida mobiliária, isto é, em títulos renegociáveis em mercados secundários.

Por fim, admite-se que a solvência do governo e, portanto, a garantia de pagamento da dívida seriam preservadas, num horizonte de médio prazo, pela própria recuperação da atividade econômica, que permite ampliar a receita tributária e, assim, sustentar os encargos da dívida assumida no período recessivo.

O receituário keynesiano de política econômica foi amplamente aplicado, entre países desenvolvidos e em desenvolvimento, do pós-guerra até fins dos anos 1960 – ou até a década de 1970, em alguns casos, como no Brasil. Tal período caracterizou-se, na maior parte desses países, por elevadas taxas de crescimento econômico e baixas taxas de inflação, o que parecia atestar o acerto do modelo.

Na década de 1970, o cenário econômico mundial de instabilidade, caracterizado pela presença simultânea de inflação e desemprego, desafiou a hegemonia keynesiana, abrindo espaço para o desenvolvimento de enfoques teóricos críticos, de inspiração neoclássica. No plano da política fiscal, a mais difundida crítica à abordagem keynesiana é o modelo da “equivalência ricardiana”, proposto por R. Barro (1974), em linha com a escola novo-clássica. Ancorado no modelo de expectativas racionais, este enfoque aponta o aumento do estoque da dívida pública como um fator de ineficiência alocativa e como uma das razões para a ineficácia anticíclica da política fiscal baseada na geração de déficits orçamentários. Este modelo é descrito a seguir.

3.2. O modelo da equivalência ricardiana

O argumento central do enfoque da equivalência ricardiana é o de que o financiamento do gasto público com a emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que seu financiamento através de impostos. A equivalência macroeconômica entre a dívida e os impostos é justificada com base em duas hipóteses básicas de comportamento dos agentes privados:

- a) Vale o modelo de expectativas racionais (Muth, 1961; Lucas e Sargent, 1978). Neste, admite-se que os agentes formulam suas expectativas com relação a variáveis econômicas utilizando todas as informações disponíveis e interpretando essas informações de acordo

com modelos teóricos, em geral, “corretos” – o erro sistemático de interpretação é visto como um sinal de irracionalidade.²

- b) Vale o modelo do ciclo da vida (Modigliani e Brumberg, 1954), segundo o qual os agentes definem a distribuição de sua renda entre consumo (C) e poupança (S) visando manter um padrão estável de consumo ao longo da vida, apesar das variações correntes da renda disponível.

Diante da informação sobre a ocorrência de déficits governamentais e, portanto, do aumento da dívida pública, agentes racionais antecipariam a necessidade de aumento futuro nos impostos, de modo a capacitar o governo a cumprir os encargos financeiros da dívida. Admite-se, implicitamente, que, em suas decisões econômicas, os contribuintes levam em conta as condições de solvência financeira do setor público, bem como seus efeitos sobre a renda disponível. Espera-se, assim que o aumento da renda disponível e da capacidade de consumo no presente seja compensado por uma redução futura. Nessas condições, agentes racionais tenderiam a reter o aumento atual da renda sob a forma de poupança, que financiará o aumento futuro nas despesas com impostos: $dS = dG$ (dG = variação nos gastos públicos). Não haveria, assim, qualquer efeito multiplicador dos gastos governamentais sobre o consumo ($dC = 0$), ao contrário do que previa o modelo keynesiano, restando apenas o efeito expansivo direto destes gastos sobre a renda agregada (Y): $dY = dG$. Ou seja, o efeito macroeconômico seria exatamente o mesmo de uma política fiscal de orçamento equilibrado, em que $dG = dT$ (dT = variação na arrecadação de impostos), cujo multiplicador é igual a 1:

$$dY = dG + dC, \text{ sendo } dC = c \cdot dYD$$

(c = propensão marginal a consumir; YD = renda disponível).

$$dYD = dY - dT, \text{ sendo, de imediato, } dY = dG$$

Se $dT = dG$, então: $dYD = 0 \therefore dC = 0$ e $dY = dG$.

O déficit público não traria, portanto, qualquer benefício em termos de crescimento econômico, tendo, ao contrário, um impacto negativo sobre o bem estar da sociedade, representado pelo ônus da dívida a ser paga pelas gerações futuras. Daí a recomendação de uma política fiscal de permanente equilíbrio orçamentário.

² Essa corresponde à chamada versão forte do modelo de expectativas racionais, na qual admite-se que a única fonte de erro possível, por parte de agentes racionais, é a insuficiência de informação sobre as ações de política econômica – um problema exógeno, causado pelo governo.

4. Política Fiscal e Dívida Pública Pós-Anos 1990: uma análise crítica

No que tange às experiências concretas de política fiscal e gestão da dívida pública, pode-se identificar, grosso modo, três períodos distintos, de acordo com o modelo teórico dominante:

- a) Do pós-guerra até fins dos anos 1970: neste período, de dominância keynesiana, o objetivo central da gestão da dívida pública era o de obter uma “boa administração” da dívida – e não sua eliminação – de modo a manter baixo o custo de financiamento do governo.
- b) Década de 1980: caracteriza-se, em diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento, por um esforço de ajuste fiscal de caráter *conjuntural*, visando à redução do déficit orçamentário no curto prazo, por meio de cortes nos gastos públicos e/ou de aumentos nas alíquotas de impostos. Em termos de dívida pública, isto implica a redução de seu ritmo de crescimento, em geral medido em relação ao PIB (ou seja, pela relação D/Y).
- c) Da década de 1990 em diante: período de clara dominância do enfoque novo-clássico, marcado pela busca (nem sempre bem sucedida) de orçamentos fiscais equilibrados “ex ante”, visando à eliminação do déficit público de forma *estrutural* e, portanto, permanente. Quanto à dívida pública, o objetivo passa a ser, inicialmente, o de estabilização da relação D/Y (ou seja, crescimento nulo) e, posteriormente, dependendo do ponto de partida, o de gradual redução.

A transição para o modelo da equivalência ricardiana tem se dado de forma lenta quanto aos seus resultados em diversos países³ e, em especial, nos países em desenvolvimento, como o Brasil, egressos de longo período de déficits fiscais. Nestes casos, o ajuste fiscal tem envolvido a implementação de programas de reforma patrimonial e institucional do Estado (privatização e definição de regras fixas e padronizadas de gestão fiscal, por exemplo). Enquanto o ajuste não se completa, isto é, não se materializa em efetivo equilíbrio orçamentário (no conceito nominal, mais abrangente), a gestão fiscal de curto prazo tem se pautado por metas de superávit primário, que visam, inicialmente, ao controle da relação D/Y e posteriormente à sua redução – e não mais aos tradicionais objetivos macroeconômicos da política fiscal, definidos em termos de taxas de crescimento do PIB e de

³ Na zona do euro, por exemplo, a transição para o modelo de equilíbrio fiscal é ainda incompleta, embora tenha se iniciado em 1992, com o Tratado de Maastrich que definiu o programa de reformas preparatórias para a adoção da moeda comum.

taxas de inflação. Esses objetivos, supõe-se, seriam alcançados indiretamente, à medida que o controle da relação D/Y sinalize ao “mercado” – os detentores ou potenciais compradores de títulos públicos – a garantia de solvência do setor público. Isto permitiria à economia operar com taxas de juros mais baixas, favorecendo o crescimento do produto agregado.

Em suma, no atual modelo de gestão fiscal há uma inversão da causalidade entre dívida pública e taxa de juros proposta no modelo keynesiano: neste, a política de juros condiciona a evolução do estoque (D) e a composição da dívida pública, enquanto no modelo atual, D torna-se a variável exógena cujo comportamento, ditado pelos níveis de superávit primário, condiciona a taxa de juros (r).

Embora a solvência do setor público seja, inegavelmente, uma condição essencial ao bom funcionamento do mercado de ativos financeiros e, por conseguinte, à própria sustentação da capacidade de crescimento da economia, o atual modelo de gestão fiscal não parece ser o mais adequado para atingir estes objetivos. O modelo padece de dois erros de diagnóstico do problema:

- a) identifica o superávit primário do governo (em relação ao PIB, $s = SP/Y$) como um potente instrumento de controle da relação D/Y , através do controle de D , negligenciando seus efeitos sobre Y , bem como os efeitos da política de juros sobre D – equívoco decorrente da mencionada inversão de causalidade entre D e r ;
- b) identifica o *estoque* da dívida (em relação ao PIB) como indicador do grau de solvência do governo, quando, em verdade, o que “mede” esta condição, para o governo ou qualquer outro devedor, é a relação entre seus *fluxos* de receita e despesa financeira, que não necessariamente acompanha a relação D/Y .

Essas questões são comentadas, separadamente, a seguir.

4.1. O superávit primário como instrumento de ajuste da dívida pública

A restrição orçamentária do governo define-se por:

$$[1] \quad G = T + NB, \text{ onde:}$$

T = receita de impostos: $T = t.Y$, onde t = carga tributária média da economia;

NB = emissão de novos títulos pelo governo.

$$[2] \quad G = GP + GF, \text{ onde:}$$

GP = gastos primários (não-financeiros) do governo (despesas de consumo e investimento);

GF = despesas financeiras do governo:

$$[3] \quad GF = A + J, \text{ onde:}$$

A = amortizações da dívida pública em títulos (B): $A = a.B$, $0 < a < 1$;

J = despesas com juros sobre B: $J = r.B$, onde r = taxa básica de juros do mercado, utilizada como “proxy” da taxa média de juros incidente sobre B. Portanto:

$$[4] \quad GF = (a + r).B$$

$$[5] \quad NB = NBm + NBbc, \text{ onde:}$$

NBm = títulos adquiridos pelo mercado (setor privado);

NBbc = títulos adquiridos pelo banco central: $NBbc = dH$ = variação da base monetária.

Dessas definições, tem-se:

$$GP + A + J = T + NBm + dH \therefore (GP - T) + J = (NBm - A) + dH.$$

$(GP - T) + J$ = déficit nominal do governo (DN);

$(GP - T)$ = déficit primário do governo: $DP = - SP$;

$(NBm - A) = dB$ = variação líquida no estoque da dívida pública em títulos.

Então:

$$[6] \quad DN = J - SP = dB + dH = dD = \text{variação líquida na dívida total do governo.}$$

Estabilizar a relação D/Y em um nível k qualquer ($k = D_0/Y_0$) requer $dD/D_0 = dY/Y_0$.

De acordo com as condições acima:

$$dD/D_0 = DN/D_0 = (J - SP)/(kY_0) = (1/k).(j - s), \text{ onde:}$$

$$j = J/Y_0 \text{ e } s = SP/Y_0.$$

Fazendo-se $dY/Y_0 = g$ (taxa de crescimento nominal do PIB), a condição de estabilidade de k se cumpre quando:

$$[7] \quad (1/k).(j - s) = g \therefore k = (j - s)/g$$

Na expressão [7], de acordo com o enfoque convencional, tem-se: k = constante que define o objetivo principal da gestão da dívida; j e g são variáveis exógenas; s é a variável de ajuste – define o objetivo intermediário da política. Para que k seja mantido constante, s deve ser elevado para compensar, proporcionalmente, qualquer aumento em j ou redução em g . Sendo $j = r.(B/Y)$, aumentos em j podem ocorrer em função de aumentos em r ou em B , ou de

queda em Y . Sendo B a dívida já em mercado, sua magnitude reflete decisões passadas, relativas às políticas fiscal e monetária. A primeira determina o déficit DN , da expressão [6], a ser financiado por dB ou dH . A segunda determina a distribuição de DN entre dB e dH e, através desta, determina o custo r , que será maior, quanto maior for a parcela dB – leia-se, quanto mais restritiva for a política monetária no período – o que torna B também maior, no futuro próximo. Assim, na fase de ajuste fiscal, em que DN ainda é positivo e deve ser financiado no mercado monetário, a magnitude necessária de s para estabilizar a relação k depende da forma como vem sendo gerida a política monetária: s será tanto maior, quanto mais restritiva for esta política. Quanto à Y e g , a taxa s requerida será maior, quanto mais recessivo for o ambiente macroeconômico.

Em suma, o modelo requer uma atuação *pró-cíclica* da política fiscal, que aprofunda as tendências recessivas ou expansivas da economia. Além disto ser a antítese do papel estabilizador que, normalmente, se espera da atuação do governo na economia, sua eficácia pode ser nula em relação ao objetivo que persegue, especialmente em ambientes econômicos recessivos: lembrando que s depende da arrecadação T ; que T acompanha os movimentos em Y , já que $T = tY$; que, nas fases recessivas, a única forma de aumentar T é elevando t ; e que Y responde negativamente a aumentos em s , a medida pode tornar-se rapidamente inócua para reduzir D/Y , já que a redução inicial em D tende a ser rapidamente acompanhada de redução em Y e, portanto, em s :

$$[8] \quad s = SP/Y = (T - GP)/Y = t - GP/Y$$

O problema reside no fato de que, em [7], Y não é independente de t e GP : tanto aumentos em t , quanto cortes em GP implicam, *ceteris paribus*, redução em Y , eliminando o efeito inicial sobre s . O mesmo ocorre em relação a k , na expressão [6]: g não é independente de s ; o aumento inicial em s pode implicar queda em g , anulando o esforço inicial de redução em k . Além disso, se a política monetária não estiver coordenada com o esforço de ajuste fiscal, este pode tornar-se uma luta inglória: como $j = r.(B/Y)$, o aumento em s será inócua diante de uma política monetária restritiva que eleve r e/ou B .

Essa análise demonstra que o caminho virtuoso para o controle ou mesmo a redução da relação k não é o aumento “ex ante” do superávit primário do governo, mas sim seu aumento “ex post”, promovido pelo crescimento econômico. Isto, por sua vez, requer uma política de juros baixos ou, pelo menos, descendentes, que também contribui, diretamente, para o controle de k .

4.2. A relação Dívida/PIB como indicador de solvência do governo

Como demonstrou Minsky (1982) em seu conhecido modelo de fragilidade financeira, inspirado na análise de Keynes sobre as condições de financiamento de investimentos (Keynes, 1937a e 1937b), a solvência financeira de qualquer devedor depende de duas condições básicas: a) da relação entre o fluxo de despesas financeiras assumidas e seu fluxo de receita líquida (após os gastos não financeiros); b) de sua capacidade de refinanciamento no mercado, isto é, de obtenção de novos créditos, em complemento ou em substituição à receita líquida, que lhe permitam manter os pagamentos devidos. Em outros termos, em economias com sistemas de crédito bem organizados e desenvolvidos, o equilíbrio financeiro de um devedor não se define por sua capacidade de liquidar totalmente suas dívidas, mas sim de honrar, sistematicamente, os compromissos financeiros assumidos, dentro dos prazos previstos. Isto pode ser alcançado com recursos próprios ou de terceiros. Ou seja, a condição requerida é:

$$[9] \quad GF \leq (T - GP) + dD \therefore A + J \leq SP + dB + dH$$

$$[10] \quad (a + r).B \leq SP + dB + dH$$

É interessante notar que, na expressão [10], apenas um dos condicionantes da solvência do setor público depende da gestão da política fiscal: o termo SP. Todos os demais são determinados pela política monetária, em geral (determinando dB, dH e r), e pela forma de administração da dívida pública, em particular (que afeta r e a). Mesmo numa situação limite, de total incapacidade de refinanciamento do governo junto ao mercado privado ou ao banco central, que torne $dB + dH = 0$, a influência da política monetária continua sendo crucial. Neste caso, a condição de solvência fica:

$$[11] \quad (a + r).B \leq SP, \text{ ou, medido em proporção ao PIB,}$$

$$[12] \quad (a + r).b \leq s, \text{ onde } b = B/Y.$$

Em [12], os termos a, r e b são determinados pela política monetária e apenas s pela política fiscal. Tal como observado anteriormente, isto demonstra que a coordenação entre a política monetária e a fiscal é condição necessária à boa administração da dívida pública: na presença de juros ascendentes, por exemplo, o esforço de aumento em s pode tornar-se inócuo.

Essa abordagem “de fluxos” para a solvência do governo traz vantagens analíticas em relação à “de estoque”, que enfatiza a relação D/Y:

- a) é mais realista, avaliando a questão a partir das variáveis que realmente definem a capacidade de pagamento da dívida pública a cada período – entre estas, vale notar, o estoque total D é substituído pela parcela B, de dívida remunerada;
- b) explicita mais claramente a influência da política monetária neste processo;
- c) permite estabelecer uma condição de solvência sem ambigüidades, porque não requer a escolha arbitrária de um “valor ótimo” para as variáveis envolvidas – como é o caso no enfoque da relação D/Y: todas as variáveis de [12] são passíveis de quantificação, permitindo uma avaliação técnica da situação financeira do governo;
- d) explicita uma variável crucial, que é omitida na relação D/Y: trata-se do prazo médio da dívida, inversamente relacionado ao coeficiente de amortização a.
- e) essa variável traz (de volta) à tona a importância da *administração* cotidiana da dívida, enfatizada no modelo keynesiano, cuja função é administrar o *trade off* entre alongamento do prazo, que reduz o coeficiente a, e aumento do custo da dívida, medido por r. Levando-se em conta esse aspecto, conclui-se que a relação D/Y informa muito pouco sobre a real capacidade de pagamento do governo, já que, dependendo do “mix” de títulos de diferentes prazos que compõem o estoque B, um mesmo estoque total D pode representar graus distintos de solvência do governo.

5. Notas sobre a Gestão Fiscal e a Dívida Pública no Brasil: 1998-2002

A gestão fiscal no Brasil, grosso modo, seguiu aquela tendência internacional rumo ao modelo ricardiano, embora com algum “atraso” com relação à terceira fase, de ajuste estrutural. O período de ajuste conjuntural no Brasil teve início em 1992, na gestão do Ministro Marcílio Marques Moreira à frente do então Ministério da Economia, e se estendeu até fins de 1993.

Em janeiro de 1994, já como preparação para a implementação do Plano Real, foi criado o Fundo Social de Emergência (FSE).⁴ O FSE foi formado, entre outras fontes de menor importância, pela retenção de 20% do orçamento federal previsto em diversas rubricas componentes da chamada “despesa vinculada” – gastos constitucionalmente vinculados à receita da União em proporções pré-estabelecidas. O objetivo dessa medida era dar início a uma ampla reforma estrutural do setor público, que passaria, no curto prazo, pelo

⁴ Para uma discussão sobre o papel do ajuste fiscal no Plano Real vide Castro (1999) e Carvalho (2001).

“desengessamento” de parte do orçamento da União e, no longo prazo, pela reforma patrimonial (privatização), administrativa (interna ao setor público), previdenciária (incluindo a previdência social, do funcionalismo público e a previdência complementar) e tributária.

Devido à lentidão nas negociações dessas reformas entre o executivo e o Congresso – todas ainda em curso, à exceção da privatização, que foi praticamente completada na esfera federal – o FSE, que tinha prazo de vigência inicialmente previsto apenas para o biênio 1994-95, foi prorrogado por diversas vezes. Com algumas modificações pontuais, o Fundo permanece em vigor até hoje (fins de 2002), sob o nome de Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) a partir de outubro de 1998.

Embora sem sucesso prático até 1999, o fato é que a política fiscal do Plano Real foi, desde o início, desenhada de modo a promover um ajuste estrutural das contas públicas, visando à geração de superávits primários que permitissem a gradual eliminação do déficit nominal do setor público consolidado. A partir de fins de 1998, diante do agravamento da situação fiscal, expresso no visível aumento do déficit público em 1997 nos conceitos nominal, operacional e primário (Tabela 2); de seus efeitos desfavoráveis sobre as expectativas dos investidores (domésticos e estrangeiros) com relação à estabilidade macroeconômica do país; e das negociações com o FMI, que resultaram na assinatura de um acordo de empréstimo em dezembro do mesmo ano, o governo assumiu uma postura firme no sentido de avançar no ajuste fiscal primário, lançando mão de medidas emergenciais e estruturais – entre estas, vale ressaltar a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada pelo Congresso em maio de 2000.⁵ Esse conjunto de medidas e, como observa Giambiagi (2002), a mudança de atitude do governo na questão fiscal, surtiram efeito rapidamente sobre o saldo primário do governo. Este passou de um déficit de 0,9% do PIB em 1997 para um superávit de 3,2% do PIB já em 1999 (Tabela 2), apesar da estagnação econômica do período (com crescimento médio anual de 0,5% no biênio 1998-99).

No período 1999-2002, os superávits primários foram mantidos, inclusive em níveis crescentes, a ponto de permitir a redução do déficit nominal do governo (Tabela 2). A despeito disso, a relação dívida/PIB (no conceito de dívida líquida) cresceu 15 pontos percentuais ao longo do período, passando de 43,3% do PIB em 1998 para 58,3% em agosto de 2002 (Tabela 1). Esse aumento, vale notar, foi quase que uniformemente distribuído entre a

⁵ Para um resumo das medidas de ajuste fiscal no Brasil após 1998 vide Hermann (2002: Cap. 8, Quadros 8.10 a 8.12). Para uma análise detalhada da política fiscal nos dois mandatos do Presidente Fernando Henrique Cardoso, vide Giambiagi (2002). Para uma análise crítica do mesmo tema, vide Carvalho (2001).

dívida interna (mais 7,6 pontos percentuais) e externa (mais 7,4 pontos) e deve-se exclusivamente à parcela remunerada da dívida, já que a participação da base monetária na dívida total até se reduziu no período. Em suma, a dívida cresceu em função dos elevados custos de rolagem da própria dívida, e não de desequilíbrios fiscais.

Esses dados, aliados às visíveis dificuldades de financiamento enfrentadas pelo governo ao longo de todo o ano de 2002, atestam, sem ambigüidades, o fracasso da estratégia de ajuste fiscal “convencional” adotada a partir de 1998 no Brasil. As razões para este fracasso, como já observado, não podem ser debitadas à gestão da política fiscal, mas sim à falta de coordenação entre o esforço de ajuste fiscal, de um lado, e a política monetária e a administração da dívida pública, de outro.

Diante de uma política prolongada de juros altos, ditada pelas pressões externas sobre a taxa de câmbio, o esforço de geração de superávits primários crescentes tornou-se inócuo como instrumento de controle da relação k , que até elevou-se no período (Tabela 1). Mais que isso, o problema foi agravado pela ineficácia dessa política no sentido de reduzir a taxa de risco atribuída aos ativos brasileiros, em geral, e à dívida pública, em particular. É sabido que uma política *prolongada* de juros altos tende, a partir de certo tempo, a atuar de forma perversa, *umentando o risco* percebido pelos investidores (Bresser-Pereira e Nakano, 2002), devido à possibilidade de inadimplência dos novos devedores e às dificuldades de refinanciamento por parte dos antigos. Nesse contexto, eleva-se a preferência dos agentes por liquidez, mantendo a pressão sobre a taxa de juros.

Finalmente, o próprio modelo de gestão da dívida pública adotado no período, baseado na sua indexação às variáveis-foco de maior incerteza – a taxa de juros e a taxa de câmbio – atuou também como fator de deterioração das condições de solvência financeira do governo. A indexação de grande parte da dívida pública à taxa de juros básica da economia (a taxa Selic) criou uma armadilha para o Banco Central, agravando aquela tendência ao aumento do risco atribuído ao país e ao setor público diante de uma política de juros altos. Diante do elevado peso da dívida indexada à taxa Selic (Tabela 3), mesmo um aumento temporário desta taxa pode elevar de forma significativa as despesas financeiras do governo. Este efeito pode ser visto, claramente, no biênio 1998-99, quando, a despeito do aumento surpreendente do superávit primário, de um déficit de 0,9% do PIB em 1997 para um saldo positivo de 3,2% em 1999, o déficit nominal do governo saltou de 6,0% para 10,0% do PIB no mesmo período, puxado pelo aumento das despesas com juros reais e nominais (Tabela 2).

A indexação de parcela crescente da dívida pública à taxa de câmbio (Tabela 3) impõe também um risco elevado de dificuldades financeiras para o governo. Em regime de flexibilidade cambial e sob elevado grau de abertura financeira, amplia-se a volatilidade potencial da conta de capital e, por conseguinte, da própria taxa de câmbio. Além disso, nessas condições, a indexação cambial da dívida torna-se um “cheque em branco” para o mercado, que pode forçar uma desvalorização cambial “excessiva” (frente às reais necessidades de divisas) com operações especulativas, como se tem visto no mercado brasileiro no segundo semestre de 2002. Para evitar um agravamento ainda maior da situação fiscal nesse período, o Banco Central passou a intervir de forma sistemática no mercado cambial, “queimando” reservas internacionais para conter a tendência à desvalorização do real. Com isto, a flexibilização cambial no Brasil perdeu boa parte de sua função estabilizadora do balanço de pagamentos, que, quanto à conta de capital, se dá justamente pela preservação das reservas internacionais do país. Nessas condições, a exigência de superávits comerciais para equilibrar o balanço e o próprio mercado cambial torna-se maior. Como esses superávits são parte da transferência líquida de recursos reais do país ao exterior, o resultado macroeconômico dessa estratégia de indexação cambial da dívida pública implica um grau de empobrecimento da população local que, certamente, seria menor na ausência desta opção.

6. Considerações Finais

Como advertiu Keynes em antigo debate com B. Ohlin sobre as condições requeridas para o financiamento de investimentos (Keynes, 1937a e 1937b), bem como Minsky (1982) em seu modelo de fragilidade financeira, o financiamento de qualquer agente deficitário, seja ele do setor privado ou público, é, sempre, um problema monetário, que depende de disponibilidade de liquidez, e não um problema “real”, dependente da distribuição do produto agregado entre formas alternativas de alocação. Compromissos financeiros não são pagos com parcelas do produto, mas sim com liquidez. Mais especificamente, a solvência de um devedor é determinada por seu grau de acesso a liquidez, comparado a sua demanda por recursos para saldar compromissos financeiros. Essa liquidez pode ser gerada por recursos próprios do devedor ou por recursos de terceiros – SP e dD, respectivamente, no caso do governo. A abordagem hoje dominante, que privilegia a relação k (estoque da dívida pública/PIB) como indicador de solvência do setor público e a relação s (superávit primário do governo/PIB) como variável de ajuste peca por negligenciar o papel da política monetária e do perfil que ela

impõe à dívida pública (em termos de prazos e custos) na definição das condições financeiras do governo a cada período.

O superávit primário é, certamente, parte da solução do problema, como mostra a expressão [10]. Mas o contexto monetário com que se defronta o governo é o fator decisivo para a definição de seu grau de solvência financeira. Um mesmo nível de superávit primário pode mostrar-se suficiente ou não para cobrir as necessidades de financiamento do governo, dependendo da forma como é gerida, a cada período, a política monetária e a própria dívida pública.

A experiência brasileira no período 1998-2002 ilustra bem a situação aqui descrita. A análise desse período sugere que o resultado da estratégia de ajuste fiscal, certamente, teria sido melhor em todos os sentidos – para a solvência do governo, para a relação dívida/PIB e para o crescimento econômico – se o “mix” de políticas adotado tivesse sido outro, qual seja, uma combinação de metas fiscais e monetárias que envolvesse:

- a) níveis de juros menores que os praticados desde 1995;
- b) níveis de superávit primário menores que os obtidos no período 1999-2002 – estas duas condições teriam favorecido em alguma medida o crescimento e, indiretamente, as contas públicas;
- c) um regime cambial mais flexível que o adotado desde 1998 (e mesmo depois da flexibilização), que “segurou” a taxa de câmbio às custas da manutenção de uma política prolongada de juros altos e da perigosa indexação da dívida pública a estes dois indicadores;
- d) um modelo de gestão da dívida pública menos “criativo”, que evitasse a indexação, especialmente a variáveis tão sujeitas à instabilidade como as taxas de juros e câmbio, ainda que isto implicasse um grau de risco maior, ou mesmo eventuais perdas para os investidores em períodos de grande incerteza quanto aos juros e ao câmbio. Não há qualquer razão econômica ou política plausível que justifique o uso da dívida pública como instrumento privilegiado (porque sem risco) de *hedge* para as incertezas comuns ao mercado financeiro, como se tem feito no Brasil nos últimos anos.

Tabela 1
Dívida Líquida do Setor Público - % do PIB
1994-2002 (até agosto)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dívida Total	29,2	30,5	33,3	34,5	43,3	49,4	49,4	53,3	58,3
- Gov. Fed. e Bacen	12,6	13,2	15,9	18,8	21,5	25,7	26,8	28,9	33,4
Dív. Remunerada	9,2	10,0	13,5	15,2	17,1	21,1	22,6	24,6	29,3
Base Monetária	3,4	3,2	2,4	3,6	4,4	4,6	4,2	4,3	4,1
- Estados e Municípios	9,7	10,6	11,5	13,0	14,7	16,4	16,2	18,5	18,8
- Empresas Estatais	6,9	6,7	5,9	2,8	2,7	2,7	2,2	1,6	2,0
Dívida Interna	20,8	24,9	29,4	30,2	32,5	34,4	35,5	38,4	40,4
- Gov. Fed. e Bacen	6,4	9,8	14,3	16,8	21,6	22,3	23,5	24,8	25,9
- Estados e Municípios	9,4	10,3	11,2	12,5	14,0	15,5	15,3	17,5	17,5
- Empresas Estatais	5,0	4,9	3,9	0,9	1,3	1,2	0,9	0,4	1,1
Dívida Externa	8,5	5,6	3,9	4,3	6,4	10,4	9,7	10,6	13,8
- Gov. Fed. e Bacen	6,2	3,5	1,6	2,0	4,3	8,0	7,5	8,4	11,6
- Estados e Municípios	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	0,9	1,0	1,3
- Empresas Estatais	1,9	1,8	2,0	1,9	1,4	1,5	1,3	1,2	0,9

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Mensal e Notas para Imprensa (vários n°).

Tabela 2
Necessidades de Financiamento e Dívida Líquida
do Setor Público - 1994-2002 (até agosto)

Ano	NFSP - Saldos em % do PIB				
	Nominal	Opera- cional	Primá- rio	Juros (1)	
				Nom.	Reais
1994	26,97	-1,14	-5,21	32,18	4,07
1995	7,28	5,00	-0,27	7,54	5,26
1996	5,87	3,40	0,09	5,78	3,30
1997	6,04	4,25	0,87	5,16	3,38
1998	7,93	7,41	-0,01	7,94	7,42
1999	10,01	3,42	-3,24	13,24	6,66
2000	4,52	1,17	-3,50	8,02	4,67
2001	3,61	nd	-3,68	7,30	nd
2002	2,80	nd	-4,48	7,28	nd

Fonte: Bacen, Boletim Mensal e Notas para Imprensa (vários n°).

NFSP = Necessidade de Financiamento do Setor Público Consolidado.

Sinais negativos indicam superávit.

(1) Juros nominais de 2001 e 2002 sem efeitos da desvalorização cambial sobre o estoque total da dívida, conforme metodologia adotada pelo Bacen

Tabela 3
Dívida Pública Mobiliária Federal (DPMF): R\$ milhões, % do PIB e
Composição % por Indexador - 1995-2002 (até agosto)

Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
DPMF no Mercado:								
R\$ milhões	108.473	176.211	255.509	323.860	414.901	510.698	624.084	622.794
% do PIB	15,9	21,8	28,5	35,0	39,7	44,8	50,3	46,3
Composição %								
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Pré-Fixada	42,7	61,0	40,9	1,7	9,2	14,8	7,8	7,8
Indexada	57,3	39,0	59,1	98,3	90,8	85,2	92,2	92,2
- Selic	37,8	18,6	34,8	71,0	61,1	52,2	52,8	55,8
- Câmbio	5,3	9,4	15,4	20,9	24,2	22,3	28,6	24,6
- Índices de Preços	5,3	1,8	0,3	0,4	2,4	5,9	7,0	9,9
- Outros	9,0	9,3	8,6	6,1	3,1	4,8	3,8	1,9

Fonte: Bacen, Nota para Imprensa (Fiscal), Agosto/2002.

Referências Bibliográficas

- BARRO, R. J. (1974). “Are Government Bonds Net Wealth?”. *Journal of Political Economy*, 81, pp. 1095-1117.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y. (2002). “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade”. Documento preparado por solicitação do Presidente do PSDB, Deputado Federal José Aníbal. Janeiro, 37 pp. .
- CARVALHO, C. E. (2001). “Finanças Públicas e Estabilização no Plano Real: Uma Reinterpretação”. São Paulo, PUCSP, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, Textos para Discussão 04/01, 2001, 20 p.
- CARVALHO, F. J. Cardim de (1995). “Economic Policies for Monetary Economies: Keynes’s economic policy proposals for an unemployment-free economy.” *Texto para Discussão IEI-UFRJ*, nº 331, Fevereiro.
- CASTRO, L. B. de (1999). *História Precoce das Idéias do Plano Real*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).
- GIAMBIAGI, F. (2002). “Do Déficit de Metas às Metas de Déficit: a Política Fiscal do Governo Fernando Henrique Cardoso – 1995/2002”. Pesquisa e Planejamento Econômico (PPE), volume 32, número 1. Brasília: IPEA, Abril.
- GOODHART, C. (1987). *The Evolution of Central Banks*. Cambridge, Massachusetts: Teh MIT Press.

- HERMANN, J. (2002). *Liberalização e Crises Financeiras: o Debate Teórico e a Experiência Brasileira nos Anos 1990*. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ).
- KEYNES, J. M. (1937a). “Alternative Theories of the Rate of Interest”. *Economic Journal*, June.
- _____ (1937b). “The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest”. *Economic Journal*, December.
- _____ (1985). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Abril Cultural. Publicação original: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: MacMillan, 1936.
- KREGEL, J. (1998). “The Past and Future of Banks”. Ente per gli Studi Monetari, Bancari e Finanziari Luigi Einaudi: *Quaderni di Ricerche* n° 21, March.
- LUCAS, R. E. Jr. e SARGENT, T. J. (1978). “After Keynesian Macroeconomics”, in *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment* (mesmos autores). Boston: Federal Reserve Bank of Boston.
- MINSKY, P. H. (1982). “The Financial Fragility Hypothesis: an Interpretation of Keynes and an Alternative to ‘Standard’ Theory”, in H. P. Minsky, *Can It Happen Again? Essays on Stability and Finance*. New York: M. E. Sharpe, Inc, pp. 59-70.
- MODIGLIANI, F. e BRUMBERG, R. (1954). “Utility Analysis and the Consumption Function: un Interpretation of Cross Section Data”, in K. Kurihara (org.), *Post-Keynesian Economics*. New Jersey: Rutgers University Press, pp. 388-436.
- MUTH, J. F. (1961). “Rational Expectations and the Theory of Price Movements”. *Econometrica*, n° 29, July, pp. 315-335.
- OKUN, A. (1967). “Monetary Policy, Debt Management, and Interest Rates: a Quantitative Appraisal”, in D. D. Hester e J. Tobin (eds.), *Financial Markets and Economic Activity*. New York: John Wiley & Sons, Inc. .