

ipea

Instituto de Planejamento Econômico e Social

Série Fac-Símile

Nº 40

A CONTRIBUIÇÃO DA
DÍVIDA PÚBLICA AO FINANCIAMENTO
DO SETOR PÚBLICO

Alexandre Rodrigues D'Almeida
Carlos Augusto Dias de Carvalho

Junho de 1990

uição da dívida pública ao
nto do setor p

PROGRAMA NACIONAL DE PESQUISA ECONÔMICA

Série Faç-Símile

Nº 40

A CONTRIBUIÇÃO DA
DÍVIDA PÚBLICA AO FINANCIAMENTO
DO SETOR PÚBLICO

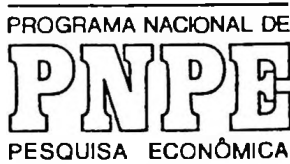
Alexandre Rodrigues D'Almeida
Carlos Augusto Dias de Carvalho

Junho de 1990

(Versão apresentada ao PNPE em dezembro/89)

RIO DE JANEIRO

Os trabalhos reproduzidos na Série Fac-Símile são produto de pesquisas financiadas pelo PNPE. Os textos não são submetidos a nova revisão dos autores e representam a cópia fiel dos originais datilográficos entregues ao IPEA-Rio por ocasião do término dos projetos.



As opiniões emitidas neste trabalho são da inteira e exclusiva responsabilidade de seu(s) autor(es), e não exprimem necessariamente o ponto de vista das entidades promotoras do PNPE.

A CONTRIBUIÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA AO
FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO

Alexandre Rodrigues D'Almeida
Carlos Augusto Dias de Carvalho

SUMÁRIO

	Página
INTRODUÇÃO	1
I. ASPECTOS GERAIS	4
1. As Relações Banco do Brasil/Banco Central/Tesouro	5
2. Evolução, Estrutura e Custo da Dívida Pública	9
II. A CONTROVÉRSIA DO DÉFICIT PÚBLICO E SEUS DESDOBRAMENTOS PARA A DÍVIDA PÚBLICA	17
III. A VINCULAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA COM A POLÍTICA MONETÁRIA	27
IV. O PAPEL DA DÍVIDA PÚBLICA COMO FONTE DE FINANCIAMENTO	33
V. CENÁRIOS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA	44
1. O Plano de Consistência Macroeconômica	44
2. O Plano de Metas	46
3. A Visão do BNDES	50
VI. ALTERNATIVAS PRELIMINARES PARA A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA	55
VII. ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA E CONDICIONANTES DE MERCADO	70
1. A Estrutura Financeira	70
2. O Componente Financeiro como uma Restrição de Curto Prazo	73
3. A Maturidade dos Títulos Federais	77
VIII. CONCLUSÃO	80
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS BÁSICAS	82
TABELAS COMPLEMENTARES	85

INTRODUÇÃO

No momento em que a crise econômica brasileira se aproxima quase que de um ponto de ruptura, as análises que se sucedem convergem para eleger a crise das finanças públicas como a principal restrição, ao lado da dívida externa, para o controle da inflação e à retomada do crescimento econômico.

Como parte dos diagnósticos divulgados a questão da dívida interna tem sido enfatizada. Neste contexto, as relações entre as dívidas interna e externa, entre a dívida interna e as dificuldades no gerenciamento das finanças públicas e, conseqüentemente, entre a dívida interna e a estagnação e risco do processo de intermediação financeira - via concentração da poupança financeira em mãos do Estado e instabilidade das taxas de juros - nos parece ser destacada.

A partir de propostas que vão desde a moratória da dívida interna e o alongamento compulsório de seu prazo médio, percebemos que o país corre o risco de perder, por longo prazo, um mecanismo de financiamento cujo custo historicamente se revelou baixo em relação às fontes alternativas.

Em função desta reflexão propusemo-nos à tarefa de mostrar que há espaço para resgatar o endividamento via títulos federais como instrumento de alavancagem do processo de desenvolvimento, defendendo a posição de que a evolução da dívida pública não é necessariamente explosiva, caso seja condicionada a parâmetros que tenham coerência entre si.

Como forma de defender esta posição estruturamos este trabalho reunindo a bibliografia básica em torno do tema, o que nos permitiu o embasamento teórico necessário. Além disso, convém registrar como objetivo secundário incrementar a discussão do tema, o qual ainda não entendemos como razoavelmente conhecido, haja vista a imprecisão seja quanto a conceitos seja quanto aos dados pertinentes.

Na primeira parte do trabalho registramos um histórico sobre a evolução do endividamento público a partir das reformas introduzidas a partir de 1964. Nesta seção procuramos mostrar de que modo foi institucionalizado o desenvolvimento da dívida pública, chamando a atenção para o fato da questão dos encargos da dívida já ter sido, em 1971, causa da edição da Lei Complementar nº 12, um marco na história da dívida pública no Brasil. Por esse instrumento, o Banco Central foi autorizado a fazer a rolagem da dívida pública, automaticamente, flexibilizando demasiadamente a restrição orçamentária do governo.

Ademais, abordamos as controvérsias sobre o déficit público e seus desdobramentos sobre a dívida pública e a vinculação desta com a política monetária.

Em seguida, em consonância com os objetivos deste trabalho, fizemos a abordagem teórica da dívida pública como fonte de financiamento do governo, incorporando uma visão mais atualizada do que as presentes nos livros textos, ou seja, a análise de William Silber sobre as repercussões advindas da percepção dos agentes econômicos a respeito da variação do estoque de dívida como um aumento patrimonial. Por essa análise é possível perceber, entre outras coisas, que as considerações de Silber podem tornar indefinidas as variações da taxa de juros e de renda, tal como mostradas através do esquema IS-LM

Como forma de obter subsídios para as estimativas que realizamos introduzimos alguns cenários prováveis para a economia brasileira. Neles foi buscado o suporte para a taxa de crescimento da economia além da comprovação da necessidade de recuperação da taxa de investimento, a nosso juízo dependente, também, da capacidade de mobilização de recursos públicos, a despeito da recente tendência de privatização, entendida por alguns como capaz de solucionar nossas carências de investimentos.

Na penúltima parte do trabalho buscamos a base teórica e empírica necessária à defesa de nossa proposição de que o crescimento da dívida, e daí da capacidade de mobilização de recursos pelo setor público, pode se dar sem que se desenvolva segundo uma trajetória explosiva.

Finalmente, a fim de que nossa proposição não se desarticule dos problemas de curto prazo que envolvem a administração da dívida pública, reunimos três aspectos que entendemos podem afetar de modo profundo o futuro da dívida pública a saber:

- a) a estrutura financeira vigente;
- b) o componente financeiro da dívida e
- c) a maturidade dos títulos federais. Vale dizer que neles concentramos nossos esforços, em razão dos mesmos serem os mais polêmicos.

introduz/sm

I - ASPECTOS GERAIS

(1) No período que se estendeu até o ano de 1963 a dívida pública se apoiava nas colocações de Apólices e Obrigações Federais, lançadas sempre de modo compulsório, a exemplo das Obrigações do Reaparelhamento Econômico (Leis 1474, de 26.11.51; 1628, de 20.06.52 e 2973, de 26.11.56) e Obrigações Restituíveis (Lei 4069, de 11.06.62).

Sem a necessária liquidez para a indispensável formação do mercado secundário para seus papéis e na ausência de mecanismos que evitassem os rendimentos negativos auferidos pelos tomadores - consequência da aceleração do processo inflacionário - o governo se viu privado de um poderoso instrumento de captação de recursos não inflacionários, ficando dependente, assim, da arrecadação de tributos e emissões de moeda para sustentação de seus gastos.

Com o advento das reformas institucionais ocorridas a partir de 1964 deu-se início à recuperação do crédito público com a criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional e a instituição da correção monetária (Lei 4357, de 16.07.64), visando resguardar o tomador do título da variação sofrida pelo poder aquisitivo da moeda nacional.

Essas obrigações do Tesouro, subscritas inicialmente sob a forma compulsória ou alternativa ao pagamento de tributos, foram gradativamente ganhando a adesão voluntária do público, à medida que ofereciam uma taxa de rentabilidade atrativa face aos outros ativos de renda fixa em circulação em nosso incipiente mercado financeiro. Além disso, a aceitação desses títulos pelo público permitiu que se ampliassem os seus prazos de resgate, com o consequente alongamento do perfil da dívida pública.

A dívida pública passou a apresentar maior incremento a partir da criação das Letras do Tesouro Nacional (Decreto-Lei 1079, de 21.01.70), destinadas basicamente a serem utilizadas no desenvolvimento das operações de mercado aberto, que vieram a se constituir no mais flexível e ágil instrumento à disposição do Banco Central para regular a liquidez do sistema financeiro.

(1) Ao longo do texto usaremos o termo dívida pública.

Vale observar que a partir da criação de uma política para a dívida pública pelo governo federal foi possível aos estados e alguns municípios ampliar seus gastos via colocação de títulos de sua emissão.

Entre as polêmicas em torno da evolução da dívida pública no Brasil pode ser destacada a que envolveu as fontes de seu crescimento, já que se para alguns ela se originava no déficit público para outros decorria da necessidade de se acomodar a expansão da base monetária, por sua vez bastante influenciada pelas questões que envolveram nossas contas externas.

Em razão dessas polêmicas serem de fundamental importância para a montagem das políticas fiscal e monetária, entendemos que deveríamos dedicar uma seção para o assunto, limitando-nos, aqui, a apresentar os números da dívida pública relevantes para nossos objetivos e, de modo preliminar, as causas de sua evolução.

Antes de serem colocadas as observações quanto à evolução da dívida pública convém registrar alguns aspectos institucionais que de modo mais expressivo foram responsáveis pelo crescimento e perfil do endividamento da União em títulos.

1.-As=Relações=Banco=do=Brasil/Banco=Central/Tesouro=(2)

Os modelos de desenvolvimento adotado no Brasil, nas últimas décadas, tiveram seu padrão de financiamento dependentes do crédito governamental e do sistema financeiro internacional, este último se caracterizando pela crescente participação dos bancos privados nos créditos concedidos a partir do fim da década de 60.

No que diz respeito aos créditos concedidos pelas autoridades monetárias cabe um retrospecto sobre a evolução do esquema que vigiu até 1987.

Até 1945 as funções de autoridade monetária eram exercidas pelo Banco do Brasil, que não tinha sob seu controle as decisões que influíam nas variações da Base Monetária, como por exemplo a política cambial e a programação orçamentária.

(2) O detalhamento dessa questão pode ser visto em: Ferreira, Edésio F. - "O Controle da Base Monetária no Brasil", Rev. de Fin. Públicas, nº 358/1984 e Silva, Maria C. - "A Dívida do Setor Público Brasileiro" IPEA - INPES, 1976.

A criação da SUMOC, em 1945, não rompeu o esquema monetário em vigor, pois este órgão tinha caráter consultivo e o Banco do Brasil continuava a financiar os desequilíbrios de caixa gerados pelos déficits do Tesouro.

Com o advento da Reforma Bancária, Lei 4595/64, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, além da institucionalização do mercado de capitais, Lei 4728/65, foi possível a criação e o desenvolvimento de um sistema financeiro adequado às inovações recém criadas, entre elas a instituição da correção monetária.

A partir daí, as propostas de orçamento monetário elaboradas pelo Banco Central passaram a ser submetidas ao Conselho Monetário Nacional, o que, no entanto, pouco efeito produziu, uma vez que através da "Conta-Movimento" do Banco Central no Banco do Brasil continuavam a se produzir as distorções derivadas do fato de os déficits do Tesouro continuarem a ser automaticamente cobertos pelo Banco do Brasil. Entretanto, a partir de alguma transparência na programação monetária se deu início a um novo esquema de condução da política monetária, que proporcionou a oportunidade de se introduzir, no Brasil, as operações de mercado aberto como um dos instrumentos de controle dos desvios constatados na trajetória programada para os agregados monetários.

Através do acompanhamento do Orçamento Monetário é possível verificar quão difícil tem sido a administração da política monetária quando as Autoridades Monetárias são obrigadas a honrar, automaticamente, compromissos caracterizados como do Tesouro Nacional, a exemplo da formação de estoques reguladores e política de preços mínimos.

Ademais, inúmeras vezes as operações de mercado aberto não são capazes de corrigir os desvios das metas programadas, uma vez que, em determinados momentos, o mercado de títulos públicos não tem condições de neutralizar integralmente os fatores de expansão de base monetária, seja em razão da estrutura da carteira do Banco Central seja em virtude da magnitude desses fatores de expansão, como por exemplo os decorrentes do financiamento das atividades agrícolas e da geração de saldos positivos de balança comercial, este último uma imposição dos programas de reajuste da economia brasileira elaborados a partir da crise do balanço de pagamento. Também, a ocorrência de eventos aleatórios, à semelhança de quebras ou excessos de safra, várias vezes contribuíram para que a ação do Banco Central perdessem a esperada

eficiência.

Outrossim, ao longo do tempo, inúmeras fontes de recursos não monetárias foram utilizados para o financiamento das aplicações das autoridades monetárias, entre elas os depósitos registrados em moeda estrangeira e os recursos de fundos e programas.

Apesar disso, coube às operações com títulos públicos federais, conduzidas pelo Banco Central, o papel de acomodar a expansão da base monetária, política que deveria ser considerada normal não fosse o fato de gerar um crescimento errático e não programado da dívida pública.

Uma evidência da crescente dificuldade em se conduzir a política monetária no Brasil nos é dada por Ferreira, Edésio F.⁽³⁾ ao estimar que no ano de 1965 o acréscimo de 1% nas aplicações das autoridades monetárias corresponderia a um aumento 1,4% na Base Monetária enquanto no período janeiro-julho de 1984 a repercussão sobre a base seria de 6%. No mesmo trabalho é registrado que a instabilidade da base monetária é gerada também do lado do passivo não-monetário.

Como consequência, até 1987 não foi possível desenhar uma política para a dívida pública, que de modo transparente definisse o seu papel no financiamento dos déficits do governo federal.

Segundo estimativas realizadas em 1969, a inclusão dos resgates e pagamento de juros da dívida pública, que havia se elevado substancialmente no período 1964-1968, no orçamento da União elevaria em demasia o déficit do Tesouro. Além disso, era necessário prover as condições para a criação de um mercado secundário para os títulos federais, o que foi feito dotando o Banco Central das operações de mercado aberto, o instrumento de política monetária mais ágil entre os demais.

Em 8.11.71, foi assinada a Lei Complementar nº 12, instrumento pelo qual se ampliava a liberdade de ação que até então os formuladores e executores da política monetária possuíam para financiar déficits, a qual já havia sido concedida pela constituição de 1967.

(3) Ver "O Controle da Base Monetária no Brasil", Rev. de Fin. Públicas, nº 358/1984.

Através de tal Lei-Complementar as operações de crédito referentes à colocação e resgate de títulos do Tesouro Nacional decorrentes do giro da dívida pública podiam ser realizadas independentemente de estimativa e fixação das respectivas receitas e despesas no orçamento anual da União.

Ao longo dos anos um grande número de desembolsos caracterizadamente de origem fiscal foram efetuados via Autoridades Monetárias, burlando desse modo o esquema natural de decisão quanto à alocação de recursos públicos, isto é, fazendo com que o Congresso Nacional fosse colocado à margem de tais decisões.

Evidência de tal distorção são as liberações de recursos, através do Banco Central e Banco do Brasil, vinculados à formação de estoques reguladores, preços mínimos, subsídios a áreas e atividades prioritárias, comercialização de trigo, açúcar e álcool, entre outros.

Com isso, a ação do Banco Central se dava de modo a neutralizar fontes de expansão da base monetária originárias não apenas de sua atuação como órgão executor da política monetária mas também daquelas resultantes do aumento das aplicações do Banco do Brasil, por ordem e conta do Tesouro Nacional.

Logo, à medida que as variações dos ativos das autoridades monetárias não eram compensadas pelas do passivo não monetário tais desembolsos eram efetivados a partir da expansão da base monetária, que resultava, em seguida, em colocação de títulos por parte do Banco Central, liberdade permitida pela Lei-Complementar nº 12, a fim de neutralizar os efeitos de tal expansão.

Em se considerando que a colocação de títulos para financiar gastos se dava após o governo ter incorrido nos mesmos e tendo esse esquema se ampliado, a partir da década de 70, de modo errático, até por que a expansão da base monetária não se dava de modo exógeno, exclusivamente, a evolução da dívida pública se dava de modo aleatório, fato que levou às providências implantadas a partir de 1987, entre elas a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e a legislação que atribuiu ao Congresso Nacional a competência para estabelecer limites para o crescimento da dívida pública a cada exercício financeiro.

Como dado relevante para ilustrar como era desorganizada a administração da dívida pública, com a liberdade que a Lei Complementar

tar nº 12 permitia, registramos a prática do Banco Central em fazer "Hedge" de seu passivo em moeda estrangeira, por sua vez decorrente da "estatização" da dívida externa proporcionada pela Resolução nº 432, mecanismo que de modo muito claro mostrava de que modo a evolução da dívida ficava dependente de fatores sobre os quais a política monetária no Brasil tinha pouca influência, como por exemplo a taxa de câmbio e a taxa de juros internacional.

2. Evolução, Estrutura e Custo da Dívida Pública

As análises recentemente procedidas em torno da dívida pública têm privilegiado a verificação da viabilidade de o governo continuar administrando-a de maneira racional, isto é, se compatível com sua capacidade de endividamento e de pagamento.

Uma vez que o objetivo deste trabalho é verificar de que modo o endividamento em títulos pode contribuir para o financiamento do governo no futuro, principalmente a partir de o gerenciamento da dívida pública ter passado para a Secretaria do Tesouro Nacional, entendemos que um histórico sobre o passado da dívida é importante para a sustentação das propostas e análises que pretendemos fazer, pois com isso será possível evitar incorporar as distorções que já foram apontadas nesse gerenciamento, no passado.

Assim, o que se segue deve ser entendido como o registro de aspectos relevantes no desenvolvimento do endividamento em títulos e não um detalhamento deste processo.

Em 1964 o endividamento do governo era praticamente nulo, seja pela falta de credibilidade nos títulos como reserva de valor seja pela ausência de um mercado financeiro que permitisse sua negociabilidade. Ademais, vale enfatizar que também o setor privado, pelas mesmas razões, carecia de opções de colocação da dívida de longo prazo.

O período 1964/1970 se caracterizou como o da recuperação do endividamento em títulos como forma de financiar o Tesouro, a qual se sustentou nas reformas pós-64 e, de certa forma, na compulsoriedade das colocações efetuadas. Evidência disso é a evolução da participação dos títulos da dívida pública federal no total da haveres financeiros, conforme mostra o Quadro I.

Outro aspecto relevante quanto à evolução da dívida pública no período foi o seu crescimento real médio de cerca de 80% a.a., influenciado que foi pelo reduzido saldo em 1963, mas ainda significativo se tomarmos o período 67/70, como se vê no Quadro II.

A relação entre a dívida pública e o PIB nos mostra que seu crescimento se deu de forma compatível com a reformulação do mercado financeiro a partir de 1964, valendo aduzir que tal crescimento ocorreu em consonância com o dos demais ativos financeiros não monetários e com a elevação da taxa de poupança interna (Quadros III), além de situá-la em um percentual relativamente baixo se confrontado com o de alguns países relacionados, a nosso juízo relevante, mesmo se respeitadas as críticas que esta comparação merece.

No que diz respeito ao prazo médio da dívida pública, o período 1964/1970 se caracterizou por uma constante redução do mesmo (Quadro IV). Isto se deu em razão da natureza compulsória e dos incentivos fiscais concedidos quando das primeiras colocações. Posteriormente, com a criação de um setor vinculado à administração da dívida no Banco Central, a GEDIP, e com a concorrência de outros ativos financeiros surgidos após as reformas de 1964, os prazos médios se reduziram, à medida que as colocações voluntárias passaram a superar as de caráter compulsório e as operações de mercado aberto se expandiram, após sua criação no 4º trimestre de 1968.

O custo da dívida pública no período 1964/1970 foi fundamentalmente influenciado pela necessidade da criação de um mercado para os títulos públicos federais. Como consequência, neste período, o custo real da dívida foi elevado pelos incentivos fiscais concedidos a seus subscritores e pela remuneração que se pagava aos depósitos compulsórios no Banco Central, transformados parcialmente em aplicações em ORTN, o único título existente, cuja taxa nominal máxima chegou a 10% a.a.

Como já mencionado, esta fase do endividamento público fez com que o seu custo para o Tesouro conduzisse a decretação da Lei Complementar nº 12, instrumento que delegou ao Banco Central a administração do giro da dívida pública, num momento em que a absorção de seu custo já se tornava relevante para o Tesouro.

No período compreendido entre 1971 e 1979, o crescimento real da dívida pública se deu de modo consistente - taxa média de cerca de 15,5% a.a. - favorecido que foi pela consolidação das operações de

mercado aberto, que permitiram uma colocação crescente de títulos junto a instituições financeiras. Vale dizer que tal estratégia foi viabilizada pelas transformações de prazos, de riscos e de montantes de capital promovidas por tais empresas ao captar recursos junto ao público para o financiamento de suas carteiras, operação que se dá sob a regulamentação das operações de acordo de recompra a preço fixo.

Aqui, vale enfatizar a importância destas operações, pois antes delas a base para colocação de títulos eram os recursos poupados pelos agentes econômicos. Já após a sua consolidação e regulamentação um volume crescente de recursos originários do descasamento de prazos de recebimentos e pagamentos das empresas e pessoas físicas, isto é, recursos com reduzida disponibilidade de prazo para aplicação, passaram a sustentar as colocações realizadas pelo Banco Central.

Também, de grande importância foi a dinamização do mercado de títulos públicos e privados, que por ampliar o grau de liquidez destes ativos, tornou viável sua absorção nos portfólios dos agentes econômicos.

Ademais, o crescimento deste mercado foi fundamental para a própria condução das operações de mercado aberto, uma vez que os crescentes impactos monetários exigidos pela execução da política monetária, resultado do crescente trânsito de desembolsos de caráter fiscal pelo orçamento monetário, puderam ser operados. Como consequência do maior dinamismo do mercado financeiro com a criação das LTN e do excesso de liquidez decorrente do afluxo de recursos de origem externa, o prazo médio da dívida oscilou entre o mínimo de 12 meses e 15 dias em 1971 e 24 meses e 22 dias em 1975.

Entre os aspectos relevantes neste período, a estabilidade da relação dívida pública média/PIB, tanto no que diz respeito ao total da dívida quanto à parcela em poder do público se destacou. Vale registrar que o crescimento da dívida na segunda metade da década de 70 foi significativamente determinado pela ação do Banco Central, que atuou através da elevação da taxa de juros com o objetivo de estimular a captação dos recursos externos necessários ao equilíbrio do balanço e pagamentos, gerando, assim, a necessidade de neutralizar via colocação de títulos a expansão monetária que se seguia. Isto é importante enfatizar, pois mostra que nem sempre a expansão da dívida pública se dá em consonância com o crescimento do déficit do governo, como descreve a visão tradicional.

No que tange à composição da dívida, isto é, sua distribuição entre ORTN e LTN, este período se caracterizou pelo aumento da participação das LTN, um papel cujas características melhor se prestam às operações de curto prazo. Ademais, vale registrar que foi importante para isso o comportamento da inflação - baixa em relação ao período seguinte - o qual torna mais fácil as operações com títulos pré-fixados.

Ainda como dado relevante convém lembrar que a má desvalorização cambial em dezembro/79 inaugurou uma fase bastante discutida, no que se refere a administração da dívida, que foi a da utilização das ORTN com cláusula de resgate pela correção cambial, que se por um lado permitiu o alongamento da dívida pública por outro gerou um processo especulativo perverso, uma vez que atrelava as expectativas de desvalorização cambial às taxas do mercado financeiro e provocava, com isso, fortes oscilações nos preços das ORTN cambiais. Tal processo, tornou bastante polêmica a administração da dívida pública já que as duas "maxis" - de 1979 e 1983 - elevaram o custo da dívida, mesmo em se considerando os ágios verificados em alguns leilões, e provocaram seguidas intervenções do Banco Central a fim de evitar a degeneração do mercado em momentos em que o grau de risco das instituições se elevava.

No período 1980/1987 o crescimento da dívida pública foi fortemente influenciado pelas condições das contas externas do Brasil, após o "calote" promovido pela pré-fixação do câmbio e da correção monetária em níveis inferiores à inflação em 1980.

Com o segundo choque do petróleo em 1979 e, posteriormente, com a elevação das taxas de juros internacionais, todo o esforço de política econômica se voltou para o ajuste do setor externo, ocasionando um substancial aumento da dívida pública nos anos de 1981 e 1982. Tal situação se reverte ao final do ano de 1982, e por todo o ano de 1983, a partir da crise aberta com a situação de inadimplência do México e Argentina, a qual paralizou todo o fluxo de recursos para os países devedores, e que ao atingir o Brasil resultou na perda de nossas reservas internacionais e, daí, numa fonte de contração da liquidez interna das mais expressivas. Para neutralizar tal situação o Banco Central promoveu um resgate substancial de dívida em mercado.

Por outro lado, vale lembrar que a crise do setor externo conduziu ao alongamento da dívida, pois que permitiu ao governo colo-

car títulos com correção cambial e cinco anos de prazo, avidamente disputados pelo mercado financeiro e pelas empresas não financeiras, endividadas em moeda estrangeira, para fins de "Hedge".

Com a assinatura da 1a. carta de intenções com o FMI no início de 1983, diluiu-se a expectativa de maxidesvalorização. Como resultado registrou-se uma substancial depreciação das carteiras das instituições financeiras, fortemente concentradas em ORTN cambial, obrigando o Banco Central a intervir de modo intenso no mercado de modo a evitar que se desencadeasse uma crise por todo o sistema de financeiro e não financeiro.

Nesta oportunidade, inaugurou-se uma nova fase na administração da dívida pública, que se sustentou amplamente nas ORTN com cláusula de resgate pela correção monetária. Em decorrência seguiu-se um encurtamento dos prazos médio da dívida e elevação do seu custo para o Tesouro, já que a mudança de patamar da inflação criava uma expectativa de aperto na política monetária e, daí, de elevação dos custos de carregamento de tais títulos.

Entre março/83 e março/85, o Banco Central operou de modo que as taxas de financiamento se situassem em torno de 1% acima dos índices de inflação mensais, situação que gerou colocações junto ao mercado a um custo real para o Tesouro próximo a 15% a.a. Ademais, neste período o Banco Central não obteve sucesso na utilização das LTN como lastro de suas operações, como já dissemos em razão da inadequabilidade da operação com um título pré-fixado em ambiente inflacionário e instável.

A partir de março de 1985, com a mudança da equipe econômica, amplia-se o debate em torno da dívida pública, pois diante de uma política fiscal frouxa os condutores da política monetária elevam sucessivamente as taxas de financiamento "overnight" e como consequência as taxas de rentabilidade aceitas nos leilões de ORTN.

Aqui, vale observar que, ao contrário do que concluíram muitos analistas, a elevação das taxas naquele momento não se deu, apenas, em razão de uma dificuldade em se colocar títulos junto ao público, mas como única maneira de se neutralizar os efeitos do excesso de liquidez que se verificava, a qual decorria da política fiscal folgada

Prova disso foram as taxas de rentabilidade reais das ORTN verificadas no período setembro/85- fevereiro/86, que se situaram em torno de 15% a.a. sob a administração do Ministro Dilson Funaro, após se elevarem de 14% a.a. para 23% a.a. na gestão do Ministro Francisco Dornelles. Outrossim, convém lembrar que durante a primeira parte da gestão do Sr. Funaro, enquanto sua equipe no Banco Central não aceitava forçar as taxas dos leilões níveis inferiores a 15% a.a., outros elementos de sua assessoria advogavam a possibilidade de reduzi-las para algo próximo a 12% a.a., o custo do dinheiro disponível no mercado financeiro internacional para domiciliados no Brasil.

O que registramos no parágrafo anterior tem o objetivo de chamar a atenção para o fato de que as taxas de juros que envolvem as negociações com títulos públicos federais não podem ser vista apenas como a taxa que define o custo da dívida para o Tesouro mas sobretudo como uma variável macroeconômica de fundamental importância nas políticas de administração da demanda agregada.

No período que se seguiu ao "Plano Cruzado", uma excepcional remonetização da economia brasileira abriu caminho para a substancial redução do custo da dívida pública, consolidada a partir de junho de 1986 com a criação das Letras do Banco Central, cuja rentabilidade ao ser definida pela taxa de financiamento das carteiras das instituições, e determinada a partir da ação da mesa de operações do Banco Central, se estabilizou ao longo do tempo próxima aos índices de inflação verificados mensalmente.

Ao final de 1987, com o processo inflacionário se mostrando descontrolado, surgem críticas à política monetária, em razão de a utilização das Letras do Banco Central (LBC) dificultarem a definição de uma política restritiva. Segundo os críticos o ponto vulnerável da condução da política monetária pelo Banco Central residia na vinculação da taxa de rentabilidade de tais títulos aos índices de inflação, não permitindo, assim, a definição de juros reais positivos para a taxa que é básica na economia. Dessa posição discordamos pois que a fi-

ação de juros reais positivos pelo Banco Central em suas operações é possível com operações lastreadas em LBC. Como na seção final deste trabalho discutiremos os condicionantes da evolução da dívida pública deixamos, neste momento, de qualificar nossa posição.

Importante neste debate foi a posição da secretaria do Tesouro Nacional, órgão que a partir de janeiro/88 passou a determinar a condução da administração da dívida pública, por definição legal, e que rejeitava a operação com outros papéis que não as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos com as mesmas características das LBC, argumentando que com isto evitava uma evolução indesejada dos custos da dívida pública, um dos principais itens das despesas do Tesouro Nacional. Vale dizer que esta questão também será abordada posteriormente, quando forem projetados cenários para a dívida pública.

Quanto ao prazo médio da dívida em LTN e ORTN registrou-se uma sucessiva queda do mesmo ao longo do período 1980/1987, decorrência, principalmente, da rejeição de títulos de longo prazo pelos tomadores. Convém mencionar que as ORTN colocadas em mercado, no período 1984/1986, possuíam prazos inferiores a seis meses, já que o Banco Central lançava títulos de sua carteira ou de emissões com prazo decorrido, diga-se de passagem uma grosseira distorção para o funcionamento do mercado. Isto fez com que no final de 1986 tal prazo médio se situasse em 8 meses e 12 dias, alterando-se em 1987 por conta da utilização das LBC de 182 e 273 dias de prazo.

No que diz respeito ao custo da dívida para o Tesouro, uma questão de grande relevância para o nosso tema, há que se registrar o conflito entre o desejo de financiar o Tesouro a custos baixo por parte da Secretaria do Tesouro Nacional e a preocupação do Banco Central em elevar as taxas de juros. Aqui também nos limitamos ao registro do fato, uma vez que, necessariamente, discutiremos a questão quando da projeção dos cenários para a dívida pública, adiantando porém que vemos com entusiasmo a mudança institucional havida recentemente, a qual transfere para a STN e o Congresso Nacional a definição dos parâmetros principais do endividamento, que evitará as tentativas "heróicas" e isoladas do Banco Central para corrigir, através da elevação exagerada das taxas de juros, as distorções provocadas pelo descontrolo da política fiscal através da racionalização de sua elaboração e condução, aí incluindo a recomposição da carga tributária.

Aqui, registramos, novamente, nossa concordância com os que chamaram a atenção para a natureza financeira do déficit público, e sua repercussão sobre a evolução da dívida pública, discordando, porém dos que não atribuem significado aos desembolsos de caráter fiscal que transitaram ou transitam pelo orçamento monetário, inclusive os promissos gerados pela "estatização" da dívida externa honrados pelo Banco Central, os quais são os principais responsáveis pela evolução do estoque de dívida pública no período mais recente (4).

Finalmente, chamamos a atenção para o fato de que os dados sobre a dívida pública devem ser analisados de forma desagregada, separando-se a parcela colocada junto ao público, sujeita à competição com os demais ativos no mercado financeiro, e a colocada na carteira do Banco Central, que a partir de 1981 apresentou um volume superior às necessidades da política monetária, através das operações de mercado aberto. Tal situação é facilmente explicada pela ação do Banco Central ao fazer "Hedge" para os encargos vinculados aos "Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira" e outros itens de mesma natureza em seu passivo. No quadro anexo é possível constatar que a relação dívida pública federal/PIB perde sua estabilidade a partir de 1981, quando salta de 7,2 para 26,9 influenciada pelo substancial aumento da carteira do Banco Central, enquanto a relação dívida pública federal em poder do público/PIB estável até 1984 apresenta elevação pouco significativa nos anos seguintes.

(4) Como referência recomendamos o trabalho "Notas Sobre Alguns Problemas do Financiamento da Economia Brasileira" - BNDES, 1985, mimeografado.

II - A CONTROVÉRSIA DO DÉFICIT PÚBLICO E SEUS DESDOBRAMENTOS PARA A DÍVIDA PÚBLICA

O desequilíbrio financeiro do setor público constitui hoje uma realidade para todas as correntes do pensamento econômico, não significando dizer, contudo, que tenha havido ausência de divergência sobre a questão. Em realidade o debate em torno do tema surgiu no final dos anos 70 e se intensificou por toda a década seguinte, com a discussão, que inicialmente recaiu sobre o déficit público, deslocando-se, em período recente, para o seu aspecto financeiro. Resgatar a sua história torna-se importante para o presente trabalho, em função das repercussões que terá sobre a questão da dívida pública.

No início dos anos setenta o governo brasileiro promoveu o II Plano Nacional de Desenvolvimento com o objetivo explícito de arrancar o país do subdesenvolvimento até o final da década. O ambicioso programa tinha como estratégia básica completar o processo de substituição de importação na área de matérias primas e de bens de capital.

Alegando falta de recursos internos o suficiente para a promoção do referido programa, o governo induziu suas empresas a realizarem grandes investimentos, financiados com poupança externa. Na realidade, as empresas do governo também fizeram parte de uma estratégia que, via restrição ao crédito interno, as conduziu a demandar recursos no exterior, como forma de viabilizar os déficits do balanço de pagamentos. Desta forma foi definido o padrão de financiamento do investimento que prevaleceu durante a década de setenta, baseado no endividamento externo e na poupança do Estado. Outrossim, além de investir diretamente ou através das empresas estatais, o governo subsidiou intensamente o setor privado.

Na medida em que o empreendimento tinha sido projetado em bloco, não seria possível ao governo contar com o retorno de capital para o financiamento de seus próprios investimentos. Neste sentido, tornava-se clara a estratégia das autoridades econômicas de procurar alavancar os investimentos com recursos externos. Por outro lado, logo após o programa desenvolvimentista foi lançada uma campanha política contra o intervencionismo estatal, que tinha como um dos objetivos implícitos não permitir elevações substanciais de preços.

Beneficiado por estas medidas, não é de se estranhar que os investimentos privados tenham seguido inicialmente os investimentos públicos. A citada campanha perde parcialmente seu fôlego em 1976, exatamente quando se registra uma queda acentuada dos investimentos privados na economia brasileira, que se prolongou por todo o período dos anos setenta. Em contrapartida, o governo implementou esforços no sentido de manter o patamar de investimentos até então prevalescentes no país.

Tendo em vista o modelo adotado para o financiamento dos investimentos, a queda de receita tributária bruta foi gradativa por todo o período compreendido entre 1970/1980. Subjacente ao modelo, se verificou, no mesmo intervalo de tempo, um aumento das transferências do governo mais do que proporcional as suas receitas. Não obstante ter havido também uma queda das despesas governamentais, isto não foi suficiente para manter a poupança do governo, que se reduziu de 5,4% do PIB, em 1970, para 1,2% , em 1980.

TABELA-1
POUPANÇA DO GOVERNO EM CONTA CORRENTE
(Conceito Contas Nacionais)

DISCRIMINAÇÃO	Em % do PIB			
	1970	1975	1980	1985
A. RECEITA TRIBUTÁRIA	26,0	26,3	24,2	22,2
B. TRANSFERÊNCIAS	9,3	11,8	14,0	20,5
Juros da Dívida Interna	1,4	1,2	1,9	10,9
Assistência e Previdência	8,2	7,0	7,6	7,1
Subsídios	0,8	2,8	3,6	1,6
Outras 1/	-1,1	0,8	0,9	0,9
C. RECEITA LÍQUIDA DO GOVERNO (A-B)	16,7	14,5	10,2	1,7
D. DESPESA CORRENTE DO GOVERNO	11,3	10,7	9,0	9,7
Salários e Encargos	8,3	7,5	6,2	6,8
Compras de Bens e Serviços	3,0	3,2	2,8	2,9
E. POUPANÇA EM CONTA CORRENTE (C-D)	5,4	3,8	1,2	-8,0

FONTE: IBGE

1/ Resultado líquido de transferências diversas menos outras receitas.

As repercussões sobre a inflação se revelaram de uma forma inequívoca na economia brasileira. Enquanto no início dos anos 70 seu nível se situava em 20%, ao começar a década seguinte o patamar de 100% já tinha sido alcançado.

Na medida em que o processo inflacionário intensificava seu ímpeto, no final da década de 70, as autoridades econômicas passaram a atribuir sua causa ao déficit público. A partir desta época inaugurar-se-á um intenso debate sobre o tema entre os economistas, que se estenderá por toda a década seguinte. As divergências não se restringiram somente ao aspecto metodológico, mas se estenderam também ao campo da política econômica.

Outrossim, passou a existir uma corrente de pensamento que alimentava a idéia de que o excesso de gastos governamentais, em seu conceito tradicional era o responsável direto pelo descontrole da base monetária. Por conseguinte os meios de pagamento na economia eram igualmente afetados, exercendo, deste modo, pressão sobre a inflação.

Entre as despesas em que se concentravam maior atenção estavam os subsídios creditícios concedidos pelo governo. Secundariamente se mencionava a dívida pública, cujos encargos não estavam sendo cobertos pela União. De fato, durante os anos 70 houve uma generalização de subsídios na economia brasileira. Ao lado do tradicional mecanismo de incentivo creditício, ocorreu uma multiplicação de incentivos fiscais para setores industriais e regiões favorecidas, subsídios para exportação e preços artificialmente baixos de bens e serviços provenientes das empresas estatais. Enquanto os subsídios representavam 0,8% do PIB em 1970, no início da década seguinte seu montante já representava 3,6% do PIB.

Na medida em que o Estado foi perdendo capacidade de realizar poupança, o montante dos incentivos concedidos ao setor privado foi diminuindo, havendo nos anos 80 uma mudança de trajetória no montante destes subsídios, que, em 1985, já tinha sido reduzido para 1,6% do PIB.

Um dos primeiros economistas a procurar fazer uma estimativa do déficit foi Doellinger. Na sua projeção o autor considerou somente o governo federal e restringiu-se ao "conceito operacional". Foram incluídas, também, as contas alocadas no orçamento monetário, a exemplo da conta petróleo, encargos de dívida e principalmente os subsídios creditícios.

Uma vez evidenciado o déficit, a política econômica, que vinha se pautando pelo caminho do crescimento, muda de trajetória ao tomar como meta a redução do processo inflacionário. Simonsen, que procurou adotar a redução do déficit como forma de controle de inflação, acabou sendo substituído, na medida em que não houve sustentação para uma política contracionista.

A volta de Delfim, em meados de 1979, representou a retomada de uma política de crescimento. Nesta época, contudo, tornava-se evidente o desequilíbrio financeiro das estatais. Com isso, era importante criar instrumentos que permitissem avaliar a situação financeira destas empresas. Em sua gestão cria-se a SEST, a partir da qual elabora-se o orçamento das estatais, que passa a representar um dado novo na avaliação do déficit do setor público.

A política desenvolvimentista tentada por Delfim teve curta duração, pois o padrão de investimento baseado no financiamento externo e estatal deteriorava-se drasticamente durante a década de 80.

Dois fatores preponderantes concorreram para o esgotamento daquele modelo: a perda, por parte do estado, de realização de poupança e a interrupção do fluxo de recursos externos.

A poupança do governo torna-se negativa a partir de 1982 e atingiu o nível de - 0,8% do PIB em 1985. Por outro lado, a inflação que começa a década no patamar de 100% eleva-se para 200% em 1984.

A política econômica altera-se profundamente e passa a ter um cunho contracionista. O Brasil opta inicialmente por um ajustamento voluntário em 1981, para finalmente acabar fazendo acordos com o FMI em 1983. O reflexo em seu crescimento é inequívoco. Após o produto interno bruto apresentar crescimento médio de 8,7% no período 1971/80, sua taxa torna-se negativa de 3,4% em 1981. Em seguida, após ocorrer um pequeno crescimento de 0,9%, volta a cair em 1983 com uma redução de 2,5% .

Após um longo período de tentativa de ajuste na economia, compreendido entre 1981 e 1983 o agravamento do desequilíbrio financeiro do setor público tornava-se patente. Acirra-se o debate interno em relação a questão do déficit público.

A metodologia adotada pelo FMI e aceita pelo governo para aferição do déficit público baseava-se nas necessidades globais de financiamento do setor público, apuradas por intermédio do crescimento do endividamento público interno e externo.

Entre os economistas que procuraram fazer uma crítica contundente ao referido critério destaca-se Munhoz (5). O autor apontou equívocos como a não distinção entre variáveis fluxos e estoques na incorporação de diversas contas na composição do déficit público. À seu ver, o Fundo cometeu erros na definição da metodologia, propositadamente, para magnificar os déficits públicos internos. Em seu estudo sobre critérios alternativos para avaliação do déficit brasileiro, exemplificou o caso dos empréstimos de terceiros por parte das estatais que eram contabilizados como tal. Desta forma, segundo o autor identificava-se déficit operacional como déficit público. O respectivo procedimento, justificou, visava a redução do nível da atividade na economia para via desemprego forçar a aceitação de perdas salariais, contribuindo para a criação de excedentes exportáveis.

Os críticos do conceito da necessidade de financiamento do setor público acabaram representando uma reação à tendência de se exagerar a dimensão do déficit e a identificá-lo como principal fonte de distorções e desequilíbrios da economia brasileira.

Segundo Nogueira Batista (6), pelo referido conceito, o aumento do déficit podia ser perfeitamente entendido como sendo efeito e não causa da inflação. Bastava para tal a ocorrência de uma taxa ascendente de inflação. Dado que as correções monetárias e cambial aplicadas ao saldo da dívida mobiliária tendiam a superar o aumento do deflator implícito do produto, uma vez que o PIB é medido pela média dos preços, a relação NFSP/PIB certamente elevava-se, sem que fosse fruto de uma política fiscal expansionista.

(5) Munhoz, Dércio G., "Os Déficits do Setor Público Brasileiro: uma avaliação: Texto para discussão nº 123 - UNB. 1985, Cap. 3, Pg. 6-18.

(6) Batista Jr., Paulo Nogueira, "Dois Diagnósticos Equivocados da Gestão Fiscal do Brasil". Revista de Economia Política - Abril/Junho - 1985.

Na medida em que se deterioravam as finanças do governo com sucessivos declínios de sua poupança em conta corrente, as pressões sobre o setor privado aumentavam consideravelmente. Enquanto a carga tributária situava-se em 24,2% do PIB e as transferências alcançavam 14,0%, em 1980, no quinquênio seguinte a receita declinou para 22,2% do PIB e as transferências atingiram o percentual absurdo de 20,5%, com a metade dos valores transferidos pelo governo estando representados pelos juros de dívida interna. A receita líquida federal viu-se reduzida em 5 anos de 10,2% para 1,7% do PIB.

O desequilíbrio das finanças do setor público passa a ser entendido por muitos analistas da economia brasileira, como proveniente de um déficit predominantemente financeiro. Lundberg (7) foi um dos autores brasileiros a fazer este tipo de consideração.

Em sua análise, o setor público não-financeiro viu-se obrigado a recorrer às autoridades monetárias devido à necessidade de serem adotadas medidas para o ajuste do balanço de pagamentos. Desta forma, além de prover os créditos necessários aos pagamentos de juros externos das empresas públicas, o Banco Central teve que buscar os recursos para atender aos encargos externos dos depósitos e obrigações em moeda estrangeira de sua responsabilidade, com o impacto desses pagamentos ao exterior exercendo forte pressão sobre a execução do orçamento monetário. Como forma de neutralizar essas operações, as autoridades monetárias foram induzidas a aumentar a colocação líquida de títulos junto ao mercado interno.

Outros autores, contudo, embora admitissem a trajetória explosiva da dívida pública, continuavam advogando a redução do déficit público. Podemos eleger Lara Rezende (8) como um representante deste grupo.

(7) Lundberg, Eduardo L. e Castro, Antonio L. Parkinson "Desequilíbrio Financeiro do Setor Público e seu Impacto sobre o Orçamento Monetário" In Lozardo, Ernesto, Déficit Público Brasileiro. Política Econômica e Ajuste Estrutural, Ed. Paz e Terra, 1987

(8) Resende, André L. e Neto, Armínio F., "Déficit, dívida e Ajustamento: Uma nota sobre o caso Brasileiro". Texto para Discussão - PUC/RJ, 1985

No seu trabalho teórico sobre a relação entre déficit e dívida, Rezende coloca que após a interrupção dos fluxos externos em 1982, a economia brasileira foi submetida a um ajuste sem precedentes em sua história. Dado a política recessiva acertada com o FMI, o setor privado foi obrigado a reduzir investimentos e redirecionar-se para as exportações, cuja consequência foram os saldos comerciais, de US\$ 6 e US\$ 13 bilhões, obtidos em 1983 e 1984.

Por outro lado, existia um setor público que detinha 75% do estoque da dívida externa. Considerando a reversão da situação da balança comercial, os credores externos limitaram-se ao refinanciamento das amortizações. Sem a presença de dinheiro novo, a economia ficou condicionada ao pagamento de juros e encargos sobre o estoque da dívida externa através do superávit da balança comercial. Tendo em vista que os respectivos saldos estavam sendo gerados somente pelo setor privado, o setor público passou a acumular passivos financeiros junto ao setor privado de forma crescente.

Este processo, segundo o autor, representava troca de dívidas externa por dívida interna, intermediadas pelas autoridades monetárias. O mecanismo de ajuste, acima referido, implicava uma interface entre duas restrições macroeconômicas, a saber: a restrição do balanço de pagamento, onde se colocava a questão da transferência de recursos para o exterior, e a restrição orçamentária doméstica, que diz respeito ao financiamento interno referente a esta transferência.

Ocorre que a restrição externa estava sendo resolvida em função da restrição interna, advindo da necessidade de enorme emissão de títulos públicos na economia. Considerando que as duas restrições tinham que ser equacionadas simultaneamente, equivalia dizer que o setor público teria que ser capaz também de gerar recursos internos para fazer face ao pagamento de juros da dívida externa. Seguindo este ponto de vista o autor sentenciava a redução do déficit público como medida adequada para obtenção dos recursos necessários.

Frente aos que postulavam esta terapia, Castro (9) se bateu firmemente. Não acreditava na tentativa de se combater o déficit

(9) Castro, Antonio Barros, "A Economia em Marcha Forçada". Ed. Paz e Terra, 1985, Parte III, Cap. 2 e 3 Pag. 203/212.

público, complementada com política monetária restritiva como forma de se enfrentar um processo recessivo na economia. Pelo contrário, acreditava que a prática de atacar o déficit público nestas circunstâncias tendia a reforçar a sua própria magnitude. Por outro lado, o aumento das taxas de juros em virtude da contenção monetária representava fator impeditivo para que o incremento do déficit desempenhasse o seu papel anticíclico.

Coerente com sua análise, o autor recomendava uma política de crescimento econômico. A adoção de uma política monetária restritiva em meio a um processo inflacionário intenso teve por efeito uma redução drástica na base monetária, inviabilizando o expediente de emissão de moeda como fonte de financiamento do setor público. Vedadas as fontes externas, a alternativa ficou por conta da massiva emissão dos títulos públicos, repercutindo na explosão das taxas de juros. Por conseguinte, Castro advogava a redução das taxas de juros não somente para efeito da retomada dos investimentos na economia, mas também como forma de atenuar os desequilíbrios financeiros do setor público ao estancar o crescimento da dívida mobiliária.

A ótica seguida por Castro foi aprofundada por Bresser⁽¹⁰⁾. Sua premissa básica baseava-se na idéia de que o impacto da política fiscal sobre a demanda agregada depende dos componentes financeiro e não financeiro do déficit público. Considerando que a política recessiva adotada entre 1981 e 1983 consistiu na redução dos gastos públicos e do aumento da receita tributária, ponderou, conseqüentemente, que o déficit não financeiro tinha se tornado praticamente nulo. Por outro lado, afirmava que o déficit financeiro se ampliava em virtude da elevação das taxas de juros, assumindo, assim, que o déficit continha uma natureza eminentemente financeira. Uma vez que o gasto real fora consumado no ato do financiamento inicial não havia motivos para se acreditar que a política fiscal pudesse exercer impacto sobre a demanda agregada.

Nestas condições, o autor considerava um contra-senso, frente a uma recessão, reduzir o déficit público. Tornava-se impres-

(10) Pereira, Luiz Bresser e Dall'Água, Fernando Maida "A Composição Financeira do Setor Público", Revista de Economia Política - Abril/junho, 1987.

cindível aumentar o déficit não financeiro para estimular o crescimento econômico. Por outro lado, reduzir o déficit financeiro para viabilizar a retomada dos investimentos, a um patamar menor das taxas de juros, era necessário.

Não obstante a concordância entre Resende e Castro quanto ao caráter explosivo da dívida pública, a divergência ficava por conta da terapia a ser adotada. Deve-se registrar que para Resende, tratava-se de reduzir o déficit público não por meio de política anti-inflacionária conforme apregoavam as autoridades econômicas na administração Simonsen e posteriormente no governo Figueiredo. A proporção que considerava que as transferências de recursos ao exterior estava sendo feito às custas do desequilíbrio do setor público, tornava-se imperiosa a redução do déficit público como forma de equacionar este desajuste. Diferentemente, Castro acreditava que a questão do déficit tinha sido deslocada para as taxas de juros na medida em que o mesmo vinha sendo financiado massivamente pela dívida mobiliária. A forma de enfrentar o problema deveria ser pela via do crescimento. A queda nas taxas de juros permitiria a retomada dos investimentos, que via alteração dos portfólios das empresas acarretaria a redução no estoque da dívida mobiliária.

Frente a visão de que a gestão da dívida pública teria perdido controle destaca-se Doellinger (11). De acordo com sua análise, o volume de títulos públicos na economia tem sido factível com o estágio de desenvolvimento do país. Levando-se em conta a ocorrência de dois surtos de crescimento real da dívida mobiliária em 1981 e 1984 este tem se mantido em torno de 5% e 7% do PIB. Ademais, a participação da dívida em poder público no total dos haveres não-monetários tem estado estabilizado em 25%.

Em outro artigo (12) o autor centrou sua análise na necessidade de novos investimentos ao encerrar-se um ciclo de recuperação do nível de atividade econômica no final de 1986. Estimando uma necessidade de crescimento na ordem de 6 a 7% ao ano, os investimentos

(11) Doellinger, Carlos V. e Rezende, Fernando, "Financiamento do Setor Público: As Reformas Fiscal e Financeira" In "Perspectivas de Longo Prazo da Economia Brasileira", IPEA, 1985.

(12) Bonelli, Regis e Doellinger, Carlos V., "O Problema do Financiamento" IN "Perspectiva da Economia Brasileira", IPEA, 1987.

requeridos teriam que ser financiados completamente com poupança interna, dado a limitação dos recursos externos. Como não acreditava que os recursos internos pudessem ser obtidos por poupança compulsória, conforme tinha sido tentado no Plano Cruzado com o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), a viabilização desta fonte de financiamento significava uma maior transferência de recursos do setor privado para o setor público.

O autor acaba por concluir pela necessidade de maior esforço de geração de poupança por parte do setor público. Para tanto, acreditava ser imprescindível uma reforma fiscal capaz de ampliar recursos de forma não inflacionária à disposição do setor público.

Assim, procuramos delinear os principais pontos de vista apresentados pelo pensamento econômico brasileiro sobre o desequilíbrio financeiro do setor público. Não obstante acharmos valiosas as observações dos referidos autores sobre o tema, acreditamos ser possível agregar argumentos para a compreensão do novo padrão de financiamento que deve ser gestado na economia, para que o país possa encontrar o seu caminho de desenvolvimento.

III--A_VINCULAÇÃO_DA_DÍVIDA_PÚBLICA_COM_A_POLÍTICA_MONETÁRIA

Uma retrospectiva da resenha feita no capítulo anterior nos leva a concluir pela lacuna decorrente da desconsideração da hipótese da utilização da dívida pública como uma forma que o governo dispõe para poder financiar seus investimentos, fundamentais para a retomada do crescimento da economia. Para isso objetivamos resgatar a dívida pública como instrumento de política fiscal. Por motivo de exposição pretendemos desenvolver este tema adiante.

No presente momento, torna-se conveniente fazer uma avaliação histórica, sucinta, sobre a política monetária. Procedendo desta forma pode-se melhor colocar o motivo pelo qual acreditamos que a dívida pública não tem sido percebida como uma fonte alternativa disponível de financiamento.

A dívida pública tanto pode servir como instrumento de política fiscal quanto sustentação à política monetária. Entretanto, a introdução da Lei Complementar nº 12 ao não estabelecer normas bem definidas no relacionamento do Banco Central com o Tesouro, aliada à forma como o déficit foi financiado, em grande parte proveniente de recursos externos, propiciou sua utilização na política econômica de forma a dificultar a diferenciação entre seus aspectos fiscal e monetário. As pressões sobre os meios de pagamento exercidas pelas contas externas e as contas fiscais alocadas no orçamento monetário constituem fenômenos representativos deste fato.

Outrossim, a gestão da dívida pública acabou sendo extremamente penalizada. O seu crescimento estável durante a década de 70 pode ser em grande parte atribuída a intensa utilização de política cambial. Os mecanismos de depósito registrado em moeda estrangeira auxiliaram a dívida pública na tarefa de regularizar a liquidez da economia. O acúmulo do desequilíbrio financeiro do setor público não permitiu que o mesmo ocorresse na década seguinte. O seu crescimento errático durante os anos 80 reflete esta situação. Deste modo, acreditamos ser esta a razão pela qual a dívida pública tem sido colocada em plano secundário pela literatura econômica na atual década. Normalmente a política monetária vem associada a idéia de emissão de moeda por parte das autoridades monetárias. Evidentemente que isto ganhou dinamismo após a criação da dívida pública, pois através da compra e venda de títulos no mercado o governo passou a possuir a capacidade de

injetar e contrair moeda na economia.

Na falta de uma intermediação financeira desenvolvida a política monetária até os anos 50 não possibilitava esta condição de regular a liquidez. Praticamente reinava absoluta a moeda como ativo financeiro na economia. Frequentemente este instrumento financeiro era utilizado como meio de financiamento. O Plano de Metas constitui um grande exemplo neste sentido. Através de maciça emissão Juscelino Kubitschek conseguiu financiar seu grande projeto. Ao agir desta forma, a política monetária perdia sua nitidez em relação a política fiscal.

As reformas financeiras implementadas a partir de 64 vieram no sentido de sanar aquelas distorções. A introdução das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, pela Lei 4357, que inclusive institucionalizou a correção monetária, dentro de um contexto inflacionário, garantiu a consolidação dos títulos públicos no mercado financeiro, ao longo dos anos sessenta. Fazendo parte da reforma, novos ativos financeiros foram criados. Neste sentido, verificou-se uma intensa transferência interna de ativos financeiros, da posição de ativos monetários para os não-monetários.

HAVER FINANCEIRO/PIB

%

ANOS	HFM/PIB	HFNM/PIB	HF/PIB
1960	27,1	2,3	29,4
1965	21,3	3,2	24,5
1970	17,3	13,6	30,8
1975	17,0	27,2	44,2
1980	10,9	22,2	33,1
1985	7,7	62,2	69,9

Fonte: RELATÓRIOS DO BANCO CENTRAL

Em 1970, as Letras do Tesouro Nacional são criadas pelo Decreto-Lei 1079. Devido a sua facilidade operacional, na medida em que seu cálculo financeiro era feito por intermédio de descontos, o título tornava-se, em potencial, um excelente instrumento de política monetária. Desta forma, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional po-

diam ser liberadas com exclusividade para o financiamento de longo prazo. Com este procedimento, poder-se-ia tornar a política econômica mais consistente.

Por motivos expostos anteriormente, o relacionamento imposto por lei entre a autoridade monetária e o Tesouro Nacional não permitiu que a dívida pública fosse administrada daquela forma. Logo, a falta de nitidez tão sentida na condução das políticas fiscal e monetária até as Reformas Financeiras, somente puderam ser equacionadas parcialmente. Contudo, inovações recentemente introduzidas na forma de o Tesouro financiar seu déficit representam possibilidades reais de se poder definir claramente uma política fiscal e monetária. Mais adiante dedicaremos uma seção referente ao tema.

Somente no início dos anos 70 se iniciam efetivamente as operações de mercado aberto, inseridas quando das reformas financeiras promovidas no período 1964/67. Não obstante ela ter permitido a colocação dos títulos públicos no mercado através de medidas de caráter fiscal, e até compulsória, não foram suficientes para sedimentar o mercado secundário. A prova deste fato pode ser encontrada na Resolução nº 366, que instituiu o acordo de recompra, em 1976, após seis anos da criação das Letras do Tesouro Nacional. Através deste mecanismo o governo conseguiu gerar, de forma segura, a liquidez necessária aos títulos para fazer frente ao processo inflacionário verificado durante todo o período. Por outro lado, àquela época, os títulos privados foram proibidos, ou limitados, de lastrear acordo de recompra com pessoas físicas e jurídicas não-financeiras em conformidade com a citada resolução.

A consolidação dos títulos públicos no mercado financeiro representou graus de liberdade na atuação da política monetária. Através da gestão da dívida pública o Banco Central passou a ter a capacidade de administrar a taxa básica de juros na economia, dado pela overnight, que corresponde às operações de recompra por um dia.

Segundo a análise de Castro, o bloqueio das fontes financeiras externas aliada à explosão das necessidades de financiamento público interno e ao recrudescimento das medidas de controle monetário teria levado a economia brasileira a uma posição insustentável no primeiro semestre de 1985. As repercussões refletiram no crescimento desordenado da dívida pública e na elevação do patamar dos juros dos tí-

tulos públicos para a taxa de 23%.

Neste sentido, o autor propôs um relaxamento na política monetária permitindo a redução do nível de juros básicos da economia como forma de desbloquear os investimentos e promover a retomada de crescimento na economia.

A influência que a política monetária exerce no mercado monetário não é mesma em relação ao mercado de crédito, levando-se em conta o seu segmento livre. Não obstante ser verdadeiro afirmar que um aperto ou expansão da liquidez promovida pela política monetária possui a capacidade de restringir ou ampliar a oferta de crédito na economia não é válido dizer o mesmo para a demanda de crédito.

A afirmativa acima requer um tratamento teórico que desenvolveremos em seguida. Pela análise tradicional das curvas IS-LM, uma injeção de moeda na economia implicaria em redução das taxas de juros, induzindo os empresários a realizarem investimentos que, via efeito multiplicador, elevaria a renda da economia. Face ao aumento de oferta de moeda haveria um incremento da demanda por moeda transacional e especulativa, de modo a equilibrar o mercado monetário.

Para que uma redução da taxa de juros ocorra concomitantemente com elevação da renda é fundamental que uma condição seja satisfeita. A expectativa dos empresários quanto ao futuro da economia tem que ser positiva o suficiente para que os façam investirem mais, considerando uma determinada taxa de juros.

Se esta condição não for satisfeita, o equilíbrio do mercado monetário se dará somente por incremento de moeda especulativa. Neste caso, haveria a redução de taxa de juro sem haver correspondência incremental da renda.

A política monetária não possui o mesmo grau de influência sobre a renda que a política fiscal. Deste modo, é perfeitamente compreensível entender porque Keynes privilegiou a política fiscal sobre a política monetária.

A determinação primeira da demanda por crédito é função das incertezas admitidas pelos agentes econômicos. Esta incerteza está intimamente vinculada com as expectativas que os investidores fazem quanto a sua taxa de retorno, denominado por Keynes de Eficiência Marginal do Capital. Neste sentido, os empresários procuram defrontar as suas curvas de eficiência marginal do capital com as taxas de juros vigentes. Caso esta relação não sofra modificações substanciais não há

motivo para se acreditar em alteração profunda na demanda por crédito.

Conclusão, uma contração da liquidez promovida pela política monetária não necessariamente afeta as taxas de juros de empréstimo da economia. Portanto, teoricamente pode ocorrer um incremento na taxa básica de juros concomitantemente com taxa de juros estáveis para empréstimo. Neste caso, haveria redução de "spreads", implicando em redução de lucro para as atividades bancárias.

Com o advento da Nova República em 1985, o crescimento econômico tornou-se a tônica principal do discurso das autoridades econômicas, após o país ter passado por um longo período de ajuste recessivo, compreendido entre 1981 à 1983 e de crescimento marginal comandado pelo setor externo no ano seguinte. Naquele ano, havia uma grande divergência quanto a forma de se promover o crescimento auto-sustentado na economia, representado por dois ministros: Por um lado, estava Francisco Dornelles, que comandava o Ministério da Fazenda; por outro, João Sayad na pasta do Planejamento. Enquanto para o primeiro tornava-se fundamental debelar a inflação para que a retomada dos investimentos se viabilizasse, o segundo advogava a redução das taxas de juros.

Na medida que prevaleceu a ortodoxia, o ministro da fazenda administrou a dívida pública no sentido de elevar a taxa de juros sistematicamente, tendo seu nível atingido o patamar de 23%a.a. A estratégia baseava-se na utilização da política monetária para arrefecer o consumo e conseqüentemente reduzir a inflação. As dificuldades para sustentar esta política implicou na substituição de Dornelles por Dilson Funaro, configurando-se uma mudança no enfoque da política monetária. Uma das primeiras medidas tomadas pelo novo titular foi a redução da taxa de juros para o patamar de 15%.

A Nova República até o presente momento não conseguiu realizar um crescimento auto-sustentado na economia. As incertezas que reinaram no país quanto ao seu futuro não permitiram que se deslanhasse os investimentos em ampliação da capacidade. Nem tão pouco acreditamos que a política monetária possa desempenhar este papel. As incertezas são de diversas naturezas, tanto de ordem econômica quanto política.

Em consonância com o presente trabalho, achamos importante mencionar o desequilíbrio financeiro do setor público que não está permitindo ao estado fazer investimentos em infra-estrutura, deixando deste modo de sinalizar para o setor privado. Neste sentido, o equacionamento do financiamento torna-se fator fundamental. Por isso, trataremos de abordar a contribuição que a dívida pública tem a oferecer, enquanto instrumento de política fiscal.

IV-0 PAPEL DA DÍVIDA PÚBLICA COMO FONTE DE FINANCIAMENTO

Em um país que só possua famílias e empresas, enquanto agentes econômicos, a demanda agregada é composta somente de consumo e investimento. Nesta economia a equação da renda pode ser descrita da seguinte forma:

$$Y = C + I \quad (I)$$

Partindo-se da hipótese de que o consumo é função da renda e de que os investimentos induzem o incremento do consumo via elevação do produto, esta proposição permite a construção do multiplicador. Para tanto, basta definir a variável consumo. Admitindo-a como uma função linear, conforme abaixo, onde "C" representa a propensão marginal a consumir, temos:

$$C = C_0 + cY \quad (II)$$

Em termos de variação fazendo (II) em (I), chega-se à expressão do multiplicador:

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c} \cdot \Delta I \quad (III)$$

A equação relaciona o impacto que a renda recebe em função de um incremento nos investimentos. Constata-se que numa economia deste tipo o investimento representa a componente dinâmica da demanda efetiva.

O advento da teoria keynesiana permitiu ao Estado intervir diretamente na atividade econômica por intermédio da política fiscal. Keynes advogava que a incorporação dos gastos governamentais à demanda agregada possuía a capacidade de igualmente afetar a renda e, consequentemente, o produto e emprego de um país.

A nova formulação exige a ampliação do conceito de demanda efetiva para:

$$Y = C + I + G \quad (IV)$$

Dado que os gastos públicos constituem despesas autônomas não há motivo para se alterar a função consumo. Portanto, ao introduzir (III) em (IV) de forma incremental obtemos#

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c} (\Delta I + \Delta G)$$

Nota-se que embora não se verifique alteração na expressão do multiplicador, a renda é ampliada na medida em que os dispêndios do governo se agregam aos investimentos, conforme atesta a equação acima.

A concepção teórica da demanda efetiva, desenvolvida principalmente na teoria geral, revestia-se implicitamente da preocupação de reduzir o grau da capacidade ociosa de uma economia, por intervenção de políticas fiscais. A obra circunscrevia-se aos problemas das economias européias e americanas na década de trinta, que, em função da crise de 29, apresentavam a utilização de seus recursos bem aquém da plena capacidade.

O arcabouço teórico de keynes permitia ao Estado não mais ficar na dependência da realização de investimentos por parte dos empresários. Caso uma economia sofresse de insuficiência de demanda efetiva, os dispêndios públicos possuíam a capacidade de substituí-los na tarefa de alavancar a atividade econômica de uma nação.

Após a segunda guerra mundial a política fiscal se consolidou nos principais países industrializados. Contudo, somente na década de sessenta as autoridades econômicas passam a utilizá-la intensivamente.

Não se trata mais de o governo dividir com o empresariado a responsabilidade da manutenção da atividade econômica. O dispêndio público se reveste da condição de ser a única variável autônoma da demanda agregada. Para os "police-makers" da época, levando em consideração que os investimentos dependem da taxa de juros, estes viriam a reboque dos gastos do governo.

Dentro deste universo aparecem neste período estudos procurando enfatizar a questão do financiamento dos gastos públicos, tomado então como a principal componente da demanda efetiva.

Cabe salientar que estas obras se inscreveram dentro do modelo IS-LM, desenvolvido por Hicks em 1937, de inspiração eminentemente keynesiana. Coube a Christ (13) ser o primeiro a fazer este tipo de consideração, ao introduzir a restrição orçamentaria para dentro do arcabouço teórico da IS-LM, conforme veremos em seguida.

Abaixo descrevemos as equações dos mercados de produto e monetário que em equilíbrio determinam um nível de renda e taxa de juros, sujeito à limitação imposta pela equação orçamentária.

$$Y = C + I + G \quad (\text{mercado de produto}) \quad (\text{VI})$$

$$M/P = eY - fr + \phi \quad (\text{mercado de moeda}) \quad (\text{VII})$$

$$G - T = M/P + \Delta B \quad (\text{restrição orçamentária}) \quad (\text{VIII})$$

Considerando o governo como uma entidade que realiza gastos e os financia via tributação, este fato nos obriga a redefinir a função consumo para:

$$C = C_0 + c(Y - T)$$

Por outro lado, fazendo os investimentos estarem correlacionados negativamente com a taxa de juros temos:

$$I = I_0 - \theta I$$

Importa esclarecer as seguintes notações:

e = elasticidade-renda por demanda de moeda

f = elasticidade-juros por demanda de moeda

θ = sensibilidade dos investimentos ao incremento dos juros

M = moeda no conceito primário (base monetária)

B = títulos públicos

T = tributação

A equação (VIII) define que o total dos gastos do governo deve ser igual ao total do fluxo de todas as fontes de recursos disponíveis, a saber: 1) tributação; 2) emissão de moeda e 3) emissão de títulos.

(13) CHRIST, CARL, "A Simple Macroeconomic Model With a Government Budget Restraint", Journal of Political Economic, fevereiro 1968.

Não obstante os dispêndios públicos estarem sujeitos a uma restrição orçamentária, Christ observa que sua limitação torna-se menos severa do que a imposta aos indivíduos e firmas, uma vez que o Estado possui a capacidade de emitir moeda.

É aceito, de modo geral, que o Estado recorra à dívida pública, vis à vis a emissão de moeda por dois motivos. Primeiro, por que se constitui numa fonte alternativa de recursos não inflacionária. Por outro lado, o lançamento de títulos públicos no mercado apresenta uma nítida vantagem sobre a dívida de crédito, na medida que seu custo é determinado no contexto das taxas de captação enquanto a dívida assumida pelas famílias e empresas junto ao sistema financeiro representa custo definido na ponta de aplicação.

Conclui-se que a dívida pública ao possibilitar ao Estado carrear recursos de forma mais barata e acessível do que aos demais agentes econômicos, permite ao mesmo se transformar em polo dinamizador da economia.

Uma importante observação feita por Christ refere-se ao fato de que o efeito multiplicador proveniente das compras governamentais depende de como os seus gastos são financiados.

Levando-se em conta a restrição orçamentária, o Estado pode financiar seus gastos exclusivamente através da arrecadação de impostos, ou alternativamente com recurso à emissão de moeda e/ou emissão de dívida.

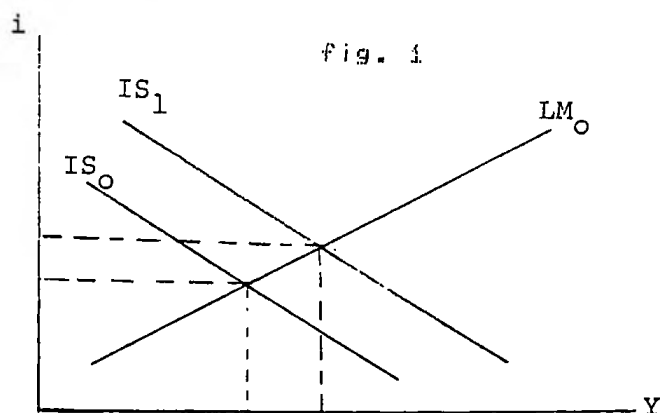
Analisando-se primeiramente o caso do orçamento equilibrado, no qual os gastos são financiados inteiramente por impostos, este fato permite fazer $\Delta G = \Delta T$. Deriva-se que o multiplicador assume a expressão.

$$Y = \frac{1 - c}{1 - c \theta_{e/f}} \Delta G \quad (14)$$

Nota-se que se por ventura o termo " e/f " for nulo o multiplicador assume valor unitário. Dado que o respectivo termo é positivo, pode-se dizer que os valores do multiplicador se situem entre zero e a unidade.

(14) idem

A análise gráfica do multiplicador, em termos de estrutura IS-LM, pode ser vista pela figura I.

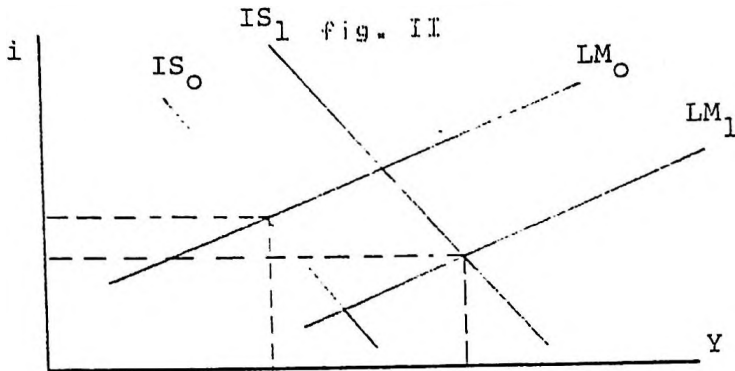


A utilização de uma política fiscal expansionista por parte das autoridades monetárias implica em deslocar para a direita a curva IS, de IS_0 para IS_1 . No primeiro momento, dado a taxa de juros " r_0 " a renda passa de y_0 para y_1 . Como estamos trabalhando em condições de orçamento equilibrado, não se verifica nenhum incremento no estoque de moeda, o que significa dizer que a curva LM não se altera. O incremento dos gastos do governo tendem a pressionar o crédito fazendo com que haja elevação das taxas de juros da economia. Este movimento produz o chamado efeito "crowding-out", ou seja, a expulsão de parte dos investimentos privados em função do incremento das taxas de juros no mercado de crédito, compensando parcialmente o efeito positivo dos gastos do governo sobre a renda.

Consequentemente, a renda de equilíbrio recua para y^* . Contudo, no movimento final pode-se afirmar que se verifica uma elevação da renda concomitantemente com o aumento das taxas de juros na economia.

Voltando-se agora para o caso do Orçamento financiado por emissão de moeda, temos que $\Delta G = \Delta M/P$. Consequentemente o multiplicador incorpora uma nova expressão, abaixo relacionada.

$$\Delta Y = \frac{1 + \theta/e}{1 - c_1 \theta e/f} \cdot \Delta G^{(15)} \quad (XII)$$



Uma política fiscal expansiva inteiramente financiada por emissão de moeda possui a capacidade de deslocar a curva IS para a direita, de forma mais acentuada do que no caso do orçamento equilibrado. A razão se deve ao fato de que a política fiscal está sendo operada conjuntamente por uma política monetária frouxa. Na medida em que os gastos estão sendo financiados por moeda, a curva LM também se desloca para a direita. Neste caso, o crédito disponível da economia além de não estar sendo pressionado pelos dispêndios governamentais ainda recebe a injeção de recursos. Este movimento propicia a diminuição das taxas de juros na economia, podendo estimular os investimentos privados e ampliar o efeito dos gastos sobre a renda.

O resultado final da conjugação de uma política fiscal e monetária expansiva pode conduzir a uma elevação da renda em paralelo com redução das taxas de juros.

Por último, resta-nos comentar a política fiscal financiada com base na dívida pública. Neste caso, a curva IS se desloca para a direita de forma mais acentuada do que no caso do orçamento equilibrado, porém, com menor intensidade do que ocorre quando se opta pelo financiamento via emissão de moeda. Não havendo alteração no estoque de moeda não há motivos para a curva LM se deslocar, comportando-se da mesma forma que na situação do orçamento equilibrado. Neste sentido, os gastos governamentais acabam igualmente pressionando o mercado de crédito. Portanto, a curva IS não sofre um deslocamento de igual magnitude como no caso do financiamento via emissão de moeda, uma vez que os investimentos privados não usufruem do estímulo de uma redução nas taxas de juros.

Além disso, a IS não sofre uma retração tão acentuada como no caso do orçamento equilibrado, em razão de não se verificar elevação de impostos.

Em consonância com o exposto acima, pode-se aferir que uma política fiscal baseada em dívida pública, gera impacto macroeconômico intermediário entre uma política de orçamento equilibrado vis à vis expansão de gastos financiados por emissão de moeda.

Observa-se que pela análise tradicional das curvas IS-LM chega-se a uma expressão do multiplicador. A introdução da restrição orçamentária para dentro do modelo possui o mérito de determinar várias expressões para o mesmo. Significa dizer que a forma como os gastos são financiados gera impactos macroeconômicos diferenciados na economia.

Quando Keynes formulou sua teoria da demanda efetiva, evidenciou uma preocupação básica que estava centrada no ciclo econômico. Os gastos do governo tinham o caráter de reverter a fase descendente do ciclo. Quanto maior a capacidade ociosa apresentada por uma economia tanto maior deveriam ser os dispêndios realizados pelo Estado.

A consideração do financiamento no modelo permitiu mudar qualitativamente o tratamento para a questão da "insuficiência" da demanda efetiva. Uma vez definido o nível de gastos necessários a ser realizado pelo Estado, dependendo do grau de capacidade ociosa do país, as autoridades econômicas poderiam dispor de um leque de alternativas de política fiscal.

Não obstante a apreciação da restrição orçamentária na análise da IS-LM, deve-se reconhecer que o modelo continua estático. De fato, após um país incorrer em gastos, levando-se em conta o seu impacto sobre a renda e o conseqüente aumento da arrecadação, o déficit original tende a ser zerado, implicando na redução do crescimento da atividade econômica.

Este diagnóstico foi focado pela primeira vez na gestão Kennedy⁽¹⁶⁾ face ao processo recessivo vivenciado pela economia americana no início da década de sessenta. A equipe econômica do presidente passou então a advogar a antecipação dos dispêndios públicos antes que o incremento da renda anulasse o déficit inicial.

(16) Para melhores esclarecimentos, ver "David P. Calleo, "The Imperial Economy". Harvard University Press, England, 1982."

Na prática esta concepção impunha a manutenção do déficit de forma permanente. A administração Kennedy popularizou a política de "pleno emprego". Os anos sessenta representaram a mudança no enfoque da administração fiscal, que deixou de ser vista meramente como uma política de estabilização para passar a ter um caráter "desenvolvimentista".

Embuido do espírito desta nova filosofia, Silber⁽¹⁷⁾ fará uma crítica contundente à análise anteriormente desenvolvida, referente à estrutura IS-LM. Parte da premissa de que o equilíbrio de longo prazo requer que toda mudança de variável ou fluxo seja zerada. Esta condição lhe permite argumentar que no longo prazo, tendo em vista a equação de restrição orçamentária, todo gasto acaba sendo financiado por impostos, ou seja, voltar-se-ia para o caso do orçamento equilibrado. Portanto, o autor não impõe nenhuma condição de equilíbrio ao modelo, na medida em que para se manter uma política fiscal de maneira efetiva deve-se manter inalterado o déficit.

A colocação acima obrigou o autor a desenvolver uma outra crítica, desta vez de caráter mais restrito, envolvendo somente a administração fiscal com base na dívida pública. Considerando que neste modelo a receita de imposto é dada e a oferta monetária fixa, dever-se-ia supor, então que a venda adicional de títulos públicos explicitava a forma de como o déficit estava sendo financiado. Em sua obra citada, ele comprovou na realidade que este fato fora ignorado pela análise convencional da IS-LM.

Partindo-se do fato de que o déficit possibilita elevar renda, que por sua vez implicano aumento de demanda de moeda por motivo transacional; mantida fixa a oferta monetária a subida das taxas de juros diz respeito à condição para o estabelecimento do equilíbrio no mercado monetário, ao fazer reduzir a demanda de moeda pelo motivo especulativo. Quer dizer, o modelo não explica a subida das taxas de juros pela mudança de portfólio na economia, proveniente do aumento da oferta de títulos vis à vis a oferta monetária constante.

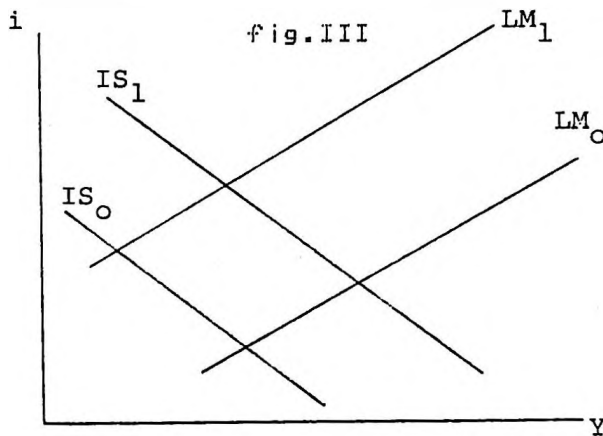
(17) Silber, William, "Fiscal Policy in Analysis: A Correction". Journal of Money, Credit and Banking, Nov/1970

A questão colocada pelo autor é agravada quando se mantém permanente o déficit porque haveria lançamento contínuo de títulos públicos no mercado. Portanto, Silberr concluiu pela impossibilidade de a taxa de juros, e por conseguinte a renda, se manter em equilíbrio ao longo do tempo.

A fim de contornar a deficiência apresentada na análise convencional, Silber introduz uma nova variável no modelo, denominada riqueza, por entender que a variação no estoque de títulos públicos na economia é percebida pelos agentes econômicos como aumento patrimonial. Sendo a variável definida conforme abaixo:

$$W = K + M + B \quad (\text{XII})$$

A partir desta equação duas hipóteses seriam acrescentadas ao seu modelo. O aumento de riqueza induziria os indivíduos a demandar mais moeda e consumo, a exemplo do que ocorre com a elevação da renda, vejamos como o autor altera a análise tradicional ao introduzir estas duas hipóteses.



O incremento da demanda de moeda proporcionado pelo efeito riqueza produz um deslocamento de LM para sua esquerda. Na medida que a oferta de moeda é mantida fixa, o aumento da demanda por moeda requer queda da renda ou elevação dos juros para que a condição de equilíbrio no mercado monetário seja satisfeita. Por outro lado, o aumento do consumo devido ao efeito riqueza implica no deslocamento da curva IS para a direita.

Resulta que o efeito riqueza movimenta as curvas IS e LM em sentido contrário de modo a criar incertezas quanto ao crescimento da renda, quando a política fiscal é financiada por dívida pública. Segundo o autor, tudo dependerá dos deslocamentos das curvas IS-LM e de suas respectivas inclinações. O mesmo não ocorre quando o financiamento é feito via expansão da moeda, na medida em que as curvas IS-LM deslocar-se-iam na mesma direção, reforçando o movimento ascendente da renda.

Admitindo-se válida as hipóteses mencionadas, pode-se argumentar que, por um lado, a curva IS possui dois fortes motivos para deslocar-se para a direita: a influência que os gastos exercem sobre a renda e o efeito riqueza sobre o consumo que representa fator de expansão da demanda agregada.

Por outro lado, considerando que estamos diante de um modelo de longo prazo, impõe-se que o incremento da oferta de moeda igual a taxa de crescimento da economia, de modo a possibilitar o equilíbrio do mercado de produto e monetário. Desse modo, o possível deslocamento da LM para a esquerda devido ao efeito riqueza sobre a demanda de moeda seria amenizado.

Acreditamos, pois, que a administração fiscal com base em endividamento público reúne um saldo positivo a favor do crescimento econômico, viabilizando-a enquanto política de longo prazo.

Inicialmente, descartamos a possibilidade deste papel ser desempenhado pela tributação. Primeiramente por que, caso mantidas constantes as alíquotas, esta hipótese diz respeito a uma política de curto prazo. O aumento da arrecadação pela expansão da renda anula o déficit original, recaindo no caso do orçamento equilibrado.

Outrossim, a manutenção do déficit exigiria o aumento das alíquotas, impossível de ser sustentada no longo prazo, principalmente pelos países que apresentam elevada carga tributária. Esta prática representaria elevação de custos para as empresas e famílias que não poderiam absorvê-las indefinidamente.

Aparentemente, a emissão de moeda seria a melhor forma de financiamento para sustentar uma política fiscal de longo prazo. No entanto, acreditamos que a opção pela dívida representa a opção mais adequada para desempenhar este papel. A razão se deve ao fato de não se constituir em fonte de financiamento inflacionário.

Levando-se em conta a restrição orçamentária, o lado esquerdo da equação, dado pelos gastos, requerem um determinado prazo de maturação, enquanto investimentos públicos. No lado direito, referente ao financiamento, a criação de moeda é gerada instantaneamente. Esta incompatibilização entre prazos torna a administração da política monetária extremamente vulnerável. O mesmo não ocorre com os títulos públicos por constituírem-se, em geral, de papéis de longo prazo de maturação.

Adicionalmente, o financiamento pela dívida pública gera um menor impacto macroeconômico, permitindo uma melhor compatibilização entre aumento da capacidade de produção e incremento da demanda agregada. Portanto, a natureza dos gastos públicos importa, na medida em que os mesmos devem ser colocados em capital social básico, insumos básicos e bens de capital, no caso brasileiro, para evitar entraves aos investimentos privados.

Ademais, torna-se condição fundamental que a trajetória da dívida pública não seja explosiva, sob pena de impactar fortemente a taxa de juros, transformando-se em fator de bloqueio do crescimento econômico. Existem fortes razões para se acreditar que tal fato não ocorra, conforme pretendemos demonstrar no capítulo final deste trabalho.

Evidencia-se então que a dívida pública pode representar uma forma eficiente e segura de financiar uma política fiscal de longo prazo, além de permitir ao Estado uma fonte estável de recursos não inflacionários.

V- CENÁRIOS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA

O modelo de desenvolvimento econômico adotado na década de setenta gestou a crise financeira na década seguinte, forçando o país a fazer ajustes na economia, medida que tinha procurado evitar.

Com o advento do segundo choque do petróleo, em 1979, as autoridades econômicas tentaram em vão optar por uma política de crescimento, a exemplo do que acontecera em 1974, quando foi implementado o II PND.

A diferença está no fato de que o plano desenvolvimentista foi deslanchado em meio a uma conjuntura extremamente favorável em termos de liquidez da economia mundial, situação que se modificou substancialmente no final dos anos 70, já que, com o substancial crescimento do endividamento externo dos países do terceiro mundo, as nações desenvolvidas começaram a reduzir gradativamente a carteira de empréstimos em tal segmento.

Observando-se as taxas de crescimento após o país ter feito a opção de continuar a utilizar uma política fiscal expansionista, constataremos um incremento substancial do produto interno bruto em 1979/80; No período 1981/1983 verifica-se a maior recessão experimentada pelo Brasil no pós-guerra, ao qual se segue a obtenção de taxas de crescimento positivas até o ano de 1987, a partir do crescimento das exportações, agricultura e da crescente utilização de capacidade ociosa.

Constata-se, desta forma, que nos anos oitenta a economia brasileira não foi capaz de sustentar uma política de crescimento.

Por esta razão, os formuladores da política econômica da Nova República trataram de fazer planos macroeconômicos de modo a privilegiar o crescimento auto-sustentado da economia. Sabidamente foram formulados dois planos, a saber: "Plano de Metas", idealizados na administração do ministro Funaro em meados de 1986, e o "Plano de Consistência Macroeconômica" preparado, em julho de 1987, na gestão de Bresser Pereira.

1. Plano de Consistência Macroeconômica

Pela ótica do Plano de Consistência Macroeconômico (PCM), o ajuste que a economia brasileira seria forçado a se submeter implicaria em acerto de contas com o setor externo, recaindo sobre o setor

público a maior parte do ônus do ajustamento. Os impactos sobre as finanças públicas seriam incontestáveis, já que a poupança em conta corrente do governo equivaleria a 2,4% do produto interno bruto em 1988, e se trabalhava com uma perspectiva de saldo nulo para 1987.

Segundo o enfoque adotado, a gravidade deste processo teria sido em parte contornado até em 1982 em função da disponibilidade das linhas de financiamento internacional. Desta forma, não obstante a queda do PIB ter sido menor em 1983 vis à vis 1981, o esforço que a economia brasileira teve que dispender para se ajustar foi significativamente maior.

Neste sentido, o redirecionamento da produção para as exportações não permitiu a realização de investimento interno, principalmente em função da inexistência de poupança por parte do Estado. Assim sendo, seus elaboradores foram forçados a concluir que a poupança adicional requerida para a promoção do crescimento almejado teria que ser gerado pelo setor público.

A fim de que aquele objetivo fosse atingido tornava-se necessário, para tanto a redução do déficit público. A estratégia evidenciava uma austeridade por parte do setor público como forma de liberar a poupança do governo para o financiamento do setor privado.

Cabe ressaltar, entretanto, que a redução do déficit público era admitido pelo plano com uma meta instrumental, podendo ser revisto caso a economia apresentasse sinais recessivos. Neste sentido, a elevação da poupança do governo era vista mais pela ótica da receita--via aumento real dos preços públicos, elevação da carga tributária líquida e redução dos gastos de custeio.

Em consonância com o objetivo de assegurar uma taxa razoável de crescimento foram estabelecidas as metas abaixo discriminadas, em que destacamos a relação capital/produto implicitamente estabelecida.

	% DO PIB				
DISCRIMINAÇÃO	1987	1988	1989	1990	1991
CAPITAL/PRODUTO	3,90	3,62	3,30	3,49	3,54
PRODUÇÃO	5%	6%	7%	7%	7%
INVESTIMENTO	19,5%	21,7%	23,1%	24,4%	24,8%
INVESTIMENTO GOVERNO	7,3%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
INVESTIMENTO PRIVADO	12,2%	14,2%	15,6%	16,9%	17,3%

Partindo da premissa de que a flexibilização da política fiscal e monetária em meio a restrição externa torna-se totalmente inócua, o PCM acabou por fazer uma crítica ao Plano de Metas.

Acreditava que a política fiscal tinha sido expansionista em 1986, considerando principalmente que o grau de utilização da capacidade que a economia operava na época estava perto de seu limite máximo.

Por outro lado, a política monetária teria correspondido ao caráter expansionista da política fiscal, contribuindo ambos para o incremento da demanda agregada.

Segundo a ótica do PCM, esta contradição foi levada ao extremo por ter sido implementada em conjugação com uma política rígida de congelamento de preços. Desta forma, a economia não teve condições de adequar os seus mercados às pressões de demanda por intermédio dos preços, provocando um forte movimento de desalinhamento de preços na sua estrutura industrial.

O documento enfatizou também o fato de que o estímulo ao crescimento interno, além de ter gerado o processo de deslocamento de grande parte de produção antes exportada para o mercado doméstico, acabou pressionando as importações. As consequências se refletiram negativamente nos saldos da balança comercial, agravando sobremaneira a conta de reservas internacionais do país.

Neste sentido, o documento procurou conciliar um crescimento econômico interno moderado com continuação de uma política de promoção das exportações via taxa de câmbio real.

Prevendo o impacto da redução do déficit público sobre a demanda agregada, as exportações juntamente com os investimentos privados foram programados com o intuito de amortecer seu efeito recessivo.

2. O Plano de Metas

O Plano de Metas tinha como maior aspiração situar o Brasil entre as nações desenvolvidas no século XXI.

Sob o prisma de que a independência de um país é proveniente da autonomia científica, o plano abordava a necessidade de se

acompanhar a revolução tecnológica que está sendo gestada nas economias desenvolvidas como forma de inserir a nação na tendência de progresso projetada.

A questão social envolvia a erradicação da miséria absoluta e dos bolsões de pobreza existentes, procurando, conseqüentemente, resgatar a dívida social engendrada nos modelos econômicos anteriores.

A construção da nova sociedade pretendida exigia a manutenção do crescimento em níveis elevados, por representar a única forma de incorporar significativa parcela populacional que se situa fora do circuito capitalista.

Desta forma, foi estipulada uma meta de crescimento médio do PIB em 7% para o período 1986/89, esperando-se com isso um aumento de 20% na renda per capita ao final do período. O compromisso com a elevação do poder de compra do salário era visto como instrumento de redução do nível de pobreza.

Apresentamos em seguida as projeções contida no Plano, referentes ao financiamento dos investimentos necessários para a concretização das taxas de crescimento consideradas.

	% DO PIB			
	1986	1987	1988	1989
A CRESCIMENTO DO PIB	6,0	7,0	7,0	7,0
B RELAÇÃO INCREMENTAL CAPITAL/PRODUTO	2,5	2,7	2,9	3,0
C NECESSIDADE DE INVESTIMENTO	17,6	18,9	20,3	21,2
C ₁ SETOR PÚBLICO	4,1	4,4	4,7	5,0
C ₂ SETOR PRIVADO	13,3	14,7	15,7	16,2

Considerando os objetivos traçados no plano o documento priorizou sua atuação nas áreas de infraestrutura econômica, no incentivo à renovação tecnológica na indústria e agricultura e na promoção do desenvolvimento social.

O requisito para a transformação do país em uma economia moderna implicava na reversão do processo inflacionário, na medida em que este representava um fator inibidor do planejamento de longo prazo, além de comprometer as metas sociais. Neste sentido, o Plano Cruzado foi tomado como condição "sine qua non" para a realização do Plano de Metas.

Baseando-se na estrutura da economia brasileira na década de setenta, que apontava um coeficiente de três na relação capital/produto, argumentava-se que o investimento requerido para a sustentação do crescimento deveria situar-se em 21% do PIB.

Na medida em que a taxa de poupança da economia encontra-se no patamar de 17,5% do PIB, implicava dizer que o país teria de gerar uma poupança adicional de 3% do PIB. O "gap" dos investimentos requeridos sobre a poupança privada impunha para a sociedade brasileira a necessidade de financiamento referente ao diferencial.

O Plano de Metas ao confrontar historicamente a forma de financiamento da economia em seus períodos de maior crescimento, constatou a sua realização por dois mecanismos básicos, a emissão de moeda e o endividamento externo.

Descartando-se de ambos; já que o primeiro representaria um financiamento inflacionário, rebatendo diretamente sobre os salários, e o segundo em função de seu esgotamento, o documento concluiu pela necessidade da poupança adicional ser viabilizada internamente.

Entretanto, o plano constatou que a poupança interna agregada em relação ao produto vêm declinando no Brasil nos últimos dez anos. Segundo sua avaliação, a origem deste fato provem do papel reservado ao Estado no ajustamento da economia ao choque externo, a partir de 1974.

Visando o financiamento do déficit público sistemático, o governo optou inicialmente por uma captação de recursos externos via empresas públicas. Posteriormente, se utilizou do expediente de socializar o risco cambial envolvido nos empréstimos.

A estratégia da estatização da dívida não teria comprometido as finanças do setor público, caso houvesse uma compensação na elevação da arrecadação tributária bruta da economia. Entretanto, ocorreu um esquema inverso, ou seja, a carga tributária sofreu continuamente um processo de redução desde 1973, passando de 26,5% para 21,8% do PIB em 1985, segundo o documento.

A alternativa encontrada para contornar o problema foi conseguida por intermédio da utilização de emissão de títulos públicos, que se revelou, mais tarde, fator de redução da renda disponível do setor público.

Na exposição final o documento advoga que somente através da poupança privada será possível sustentar o crescimento econômico, uma vez que os crescentes encargos financeiros a que o Estado foi submetido, principalmente a partir de 1983, não permitiram a geração de poupança pelo Estado.

Entretanto, o plano rejeitava a idéia da obtenção de poupança por "geração espontânea" quer dizer, pelo incremento de seu montante via elevação das taxas de juros, uma vez que comprometeria ainda mais a situação financeira do setor público.

Ademais, o aumento do nível dos juros era visto como uma forma de privilegiar os mais ricos além de afetar os custos de produção e inibir a formação de novos investimentos.

Pretendia-se, pois, criar formas alternativas de sua viabilização sem afetar a renda real dos assalariados e, concomitantemente, não criar pressões adicionais sobre o déficit público. Neste sentido foi legado ao Estado, enquanto "expressão do interesse coletivo", o papel de articulador da mobilização compulsória do esforço adicional de poupança.

O financiamento seria viabilizado por um Fundo Nacional de Desenvolvimento, que ao extrair recursos vinculados à despesa de consumo não essenciais não provocaria tensões sobre o déficit público e por representar um empréstimo também não implicaria em redução da renda real dos assalariados, uma vez que a sua devolução futura seria compatível com os demais rendimentos financeiros da economia.

3.1. A Visão do BNDES

O cenário projetado para a economia brasileira pela área de planejamento do BNDE, referente ao período 1987/2.000, fornece uma sólida base para as críticas que entendemos pertinentes aos planos macroeconômico citados anteriormente, ao descrever a natureza do provável próximo ciclo de desenvolvimento do país.

Cabe esclarecer inicialmente que estas críticas serão fundamentais para a elaboração dos parâmetros necessários à montagem das projeções que faremos em seguida.

O novo ciclo, denominado "Integração Competitiva" pelo referido documento, deverá ser distinto dos anteriores (1948-1961 e 1967-1980), na medida em que ao invés de basear-se na substituição de importação, deverá ser comandado pelo crescimento do mercado interno, juntamente com a rápida expansão das exportações.

O pressuposto deste ciclo é o de que o processo de desenvolvimento anterior, no qual os incentivos fiscais dado à indústria nacional e o modelo de substituição de importações, propiciou a consolidação do mercado interno.

Segue que a indústria brasileira neste sentido teria ultrapassado sua fase "infante" para inserir-se no início de uma nova etapa, na qual a sua estrutura industrial já lhe permite lançar-se competitivamente no mercado internacional.

Em realidade, o ensaio deste novo ciclo já vem ocorrendo desde 1984, quando o país começou a apresentar saldos comerciais bastante significativos. Embora inicialmente isto tenha sido reflexo do ajustamento a que a economia brasileira foi submetida no período 1981/1983, recentemente vem se firmando na conquista e preservação de certa fatia do mercado externo.

Partindo deste premissa o BNDES constata que tanto o Plano de Metas quanto o Plano de Consistência Macroeconômico não perceberam

a natureza deste novo ciclo de crescimento em gestação na economia brasileira.

Segundo o documento, a recuperação dos salários via saldo das exportações, a partir de 1984, vem sendo sistematicamente barrada pelo desequilíbrio fiscal do governo e o endividamento externo do país.

O Plano Cruzado ao privilegiar o crescimento doméstico desrespeitou o modelo de "Integração Competitiva", gerando uma demanda adicional interna que rebateu na aceleração da inflação e provocou, conseqüentemente, a queda dos salários em 1987.

Na realidade, a economia brasileira está vivenciando ciclos de expansão cada vez menores em função tanto da restrição externa quanto interna. Neste sentido, a fase inicial do novo ciclo não pode apresentar taxas de crescimento muito elevadas. O plano de Metas ao procurar perseguir a taxa de crescimento histórica da economia brasileira, por volta de 7%, acabou incorrendo neste erro.

O Plano de Consistência Macroeconômica, por outro lado, mostrou possuir maior consciência deste fato, tanto que projetou inicialmente taxas de crescimento menores, para gradativamente alcançar a taxa histórica.

Os assessores do ministro Funaro sabiam perfeitamente da dificuldade de se administrar a economia do país diante da inexistência de poupança, tanto ao nível interno quanto externo. Por outro lado, percebiam que o Brasil não poderia continuar transferindo recursos para o exterior na magnitude que vinha sendo feita, considerando principalmente o não recebimento de "dinheiro novo" desde 1982. Portanto, a moratória foi implementada com o intuito de reverter este quadro.

Esta postura, entretanto, colocava implicitamente a hipótese de que a renegociação da dívida externa teria uma solução satisfatória, e em curto espaço de tempo. Se não vejamos. Sem ter havido nenhuma adoção de ajuste fiscal na economia e, por outro lado, ter sido imposto o congelamento de preços, a política monetária ficou extremamente vulnerável diante da aceleração do aquecimento da demanda, e não poderia perdurar por muito tempo, conforme acabou ocorrendo.

Tendo passado pela experiência da equipe anterior, quando ficou claro que a questão da dívida externa teria uma solução somente de longo prazo, provavelmente passando pela aceitação de um desconto por parte dos credores, Bresser procurou resolver a equação externa de

forma diferente. Procurou conciliar o crescimento interno de forma a não impedir a realização de saldos comerciais, aproximando-se, por conseguinte, da tese do modelo de "Integração Competitiva".

Partindo da hipótese de que a maior parcela do déficit é constituída pela componente financeira, a equipe do Bresser não se preocupou em fazer nenhum tipo de ajuste fiscal. A economia ao voltar a recuperar os saldos comerciais anteriores ao Plano Cruzado propiciou uma menor demanda que, entretanto, não foi suficiente para evitar novamente a aceleração inflacionária na economia, mesmo sob o regime de congelamento temporário.

A explicação do fato deriva de que no período de flexibilização do plano os agentes econômicos criaram um "colchão amortecedor" nos preços de seus produtos de forma a se prevenir de qualquer adoção de outro "pacote" semelhante, promovendo, mais uma vez, queda dos salários reais.

Considerada o principal fator restritivo para o uso efetivo de políticas econômicas por parte das autoridades monetárias, tanto os formuladores do Plano de Metas quanto os do de Consistência Macroeconômica procuraram, de forma distinta, equacionar o lado externo da economia. Na ausência de poupança interna e externa, a desconsideração do lado interno da economia acabou se transformando em um grave erro estratégico por parte dos dois planos.

As consequências destes equívocos podem ser sentidas no maior encurtamento dos ciclos na economia brasileira, adiando sobremaneira a fase ascensional do modelo de "Integração Competitiva".

Levando-se em consideração o exposto acima, fazemos uma primeira observação, no sentido de que ambos os planos acabaram trabalhando com taxas de crescimento extremamente elevadas para a atual condição da economia brasileira.

Cabe colocar que a taxa de crescimento do produto de um país depende da taxa de investimento e da relação incremental capital/produto. Reportando-nos às projeções constante no Plano de Metas, observaremos que a relação capital/produto utilizada é de três unidades. Conforme argumentação do referido documento, o valor escolhido representa uma relação incremental da matriz industrial da década de setenta.

A revolução tecnológica que está sendo gestada na economia atual muito provavelmente dividirá o mundo em três grandes blocos de

nações quanto ao estágio de desenvolvimento: Os países mais avançados industrialmente que deterão a nova tecnologia de ponta, os países em "desenvolvimento" possuidores de tecnologia já disseminadas e os restantes que estarão fora destes dois circuitos.

O substrato desta nova divisão internacional do trabalho vem da constatação de que será requerido dos países adiantados vultosas somas de dinheiro para a formação desta nova tecnologia. Este movimento permitirá aos países que já alcançaram um significativo grau de industrialização participar de uma maior fatia do mercado mundial, a partir daqueles produtos cuja tecnologia já se encontra dominada.

Em virtude da transformação tecnológica por que passa o mundo, é factível supor que os países que pretendem se inserir no segundo bloco serão forçados também a absorver maior componente tecnológico. Neste sentido, o Brasil se quiser fazer parte deste seletivo grupo, terá que incorporar maior tecnologia nos seus produtos de exportação. Portanto, não acreditamos que seja razoável se trabalhar com a matriz industrial da década de setenta, porque esta terá que sofrer modificações qualitativas em sua estrutura.

Conclui-se que para efeito de planejamento econômico deve-se considerar uma relação capital/produto maior do que três unidades. Esta segunda importante observação reforça a primeira. Uma vez que para uma dada taxa de crescimento implica no aumento do investimento necessário para a sua sustentação. Logo, o montante a ser financiado teria que crescer proporcionalmente.

Partindo-se da ótica de que a questão do financiamento representa o principal entrave para o desenvolvimento da economia brasileira, principalmente após a interrupção dos fluxos externos em 1982, caso fossem observadas as taxas de crescimento do PIB conforme consta no Plano de Metas, a dificuldade de seu financiamento acabaria se transformando em mais um fator restritivo para a sua sustentação. Embora a projeção das taxas de crescimento do produto tenha sido menor no Plano de Consistência Macroeconômico, a relação incremental capital/produto implicitamente considerada foi extremamente superior. A média da projeção situou-se aproximadamente em torno de 3,6 sendo que para os primeiros dois anos os valores considerados foram respectivamente 3,9 e 3,6.

Desta maneira, a maior relação incremental compensaria a menor taxa de crescimento, de forma que apresentaria o mesmo problema

de financiamento conforme o argumentado no caso do Plano de Metas. Importa ressaltar que os valores apresentados para a relação incremental no Plano de Consistência Macroeconômico se aproximam mais da realidade dos países situados no primeiro bloco, cuja necessidade de capital é bem maior, em função da incorporação de tecnologia de ponta.

Significa dizer que o país estaria absorvendo tecnologia altamente avançada, demandando recursos consideráveis e não acessíveis à realidade da nação.

A crítica que acabamos de registrar em relação as taxas de crescimento e a relação incremental capital/produto relativo aos dois planos nos fornecerão importante subsídios para a elaboração dos cenários que projetaremos em seguida.

VI-ALTERNATIVAS PRELIMINARES PARA A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

À medida que as relações financeiras externas da economia brasileira se deterioravam diversos analistas passaram a se preocupar com um novo padrão de financiamento que permita situar as taxas de crescimento do PIB próximas de sua tendência histórica. Uma vez que a questão externa repercutiu de modo significativo sobre as finanças públicas, o poder que o governo dispõe para afetar as taxas de crescimento do produto, através dos instrumentos clássicos de política fiscal, foi bastante restringido, fazendo com que o financiamento do setor público por meio do endividamento em títulos não fosse recomendado. Entre os argumentos utilizados para limitar o crescimento da dívida mobiliária federal têm sido citados: o elevado peso do seu serviço no orçamento da União, o seu caráter explosivo e o deslocamento dos ativos financeiros privados no total da poupança financeira.

A partir destas restrições, o governo tem perseguido um ajuste nas finanças públicas, que segundo o Plano de Consistência Macroeconômica permitiria recuperar a capacidade de poupança do governo e que pelo orçamento de 1990 aponta para um déficit expressivo.

No que diz respeito à dívida mobiliária, alternativas têm sido propostas, no passado recente, e vão desde a decretação da moratória interna até seu resgate por meio de expansão monetária.

Por entendermos que as análises já realizadas podem ser complementadas, exploramos nesta parte do trabalho uma outra alternativa, tentando mostrar que há base teórica para o uso da dívida como meio de financiar o governo a partir da hipótese de que seu nível atual não conduz, necessariamente, a uma trajetória explosiva, caso alguns parâmetros sejam respeitados.

Para isso, iniciamos registrando o trabalho de Braga, Welch e de André⁽¹⁸⁾, no qual a dívida líquida global representada pelas somas das dívidas interna (inclusive com fornecedores), externa e base monetária, em relação ao PIB cresce monotonicamente a partir de cenários alternativos, segundo um modelo discreto.

(18) André, Paulo T. A., Braga, C. A. P. e Welch J., "O Desequilíbrio do Setor Público Brasileiro: Cenários Alternativos", Revista de Economia Política - Julho/Setembro, 1987.

O modelo utilizado pelos autores parte das seguintes equações:

a) Restrição orçamentária do setor público

$$(G_t - T_t) + i_t^* E_t D_{t-1} + i_t^p B_t = E_t \Delta D_t^G + \Delta B_t \quad (1)$$

b) Restrição das autoridades monetárias

$$E_t (\Delta R_t) + \Delta (B_t^p - B_t^b) = \Delta M_t \quad (2)$$

c) Comportamento das contas externas

$$E_t \Delta R_t = E_t (X - N) - i^* E_t D_{t-1} + E_t \Delta D_t + E_t \Delta I_t \quad (3)$$

Onde:

G = dispêndios não-financeiros do setor público

T = receitas líquidas não financeiras do setor público

i^* = taxa de juros nominal média que incide sobre a dívida externa

i = taxa de juros nominal média que incide sobre a dívida interna

E = taxa de câmbio média

D^G = estoque líquido de dívida externa de responsabilidade do setor público

- B = estoque de dívida interna líquida do governo
- B^p = estoque de dívida interna líquida nas mãos do público
- R = reservas internacionais líquidas
- $B_t - B_t^p$ = parcela da dívida interna líquida em mãos do próprio setor público
- M^b = Base monetária
- $X - N$ = diferença entre exportação e importação de bens e serviços não-fatores
- $i^*E_t D_{t-1}$ = proxy para o montante de dispêndios líquidos na conta corrente vinculados à conta de capital
- D = estoque líquido da dívida externa brasileira
- I = investimento externo líquido

A utilização do modelo foi precedida das seguintes hipóteses:

a) o saldo da balança de bens e serviços não-fatores somado aos investimentos externos líquidos produzirá os recursos para o pagamento dos juros da dívida externa.

$$E_t (X_t - N_t) + E_t \Delta I_t = i^* E_t D_{t-1} \quad (4)$$

b) ao longo do período 1986/1990 o Brasil "rolará" integralmente a sua dívida externa

$$D_t = 0 \quad (5)$$

Com as hipóteses acima é possível traduzir o equilíbrio da economia brasileira em:

$$E_t \Delta R_t = 0 \quad (6)$$

A partir das equações (1), (2) e (6) a variação do estoque de dívida interna líquida nas mãos do público pode ser escrito como:

$$\Delta B_t^p = (G_t - T_t) + i_t^* E_{t-1} D_{t-1}^G + i_t B_{t-1}^p - \Delta M_t^b \quad (7)$$

Ademais, os autores admitem que no período de análise a política cambial continuará a guardar relação com a inflação (P_t) e que a taxa de juros sobre a dívida interna se ajustará às condições do mercado de crédito, isto é:

$$E_t = (1 + \hat{P}_t) E_{t-1} \quad (8)$$

$$i_t = \hat{P}_t + r_t (1 + \hat{P}_t) \quad (9)$$

onde r_t é a taxa real média de juros que incide sobre a dívida interna. Utilizando as equações (8) e (9) na equação (7) obtém-se:

$$(B_t^p - B_{t-1}^p) = (G_t - T_t) + i_t^* (1 + \hat{P}_t) E_{t-1} D_{t-1}^G + [(1 + \hat{P}_t) + r_t (1 + \hat{P}_t)] B_{t-1}^p - \Delta M_t^b \quad (10)$$

Rearrajando os termos da equação anterior tem-se:

$$B_t^p = (G_t - T_t) + i_t^* (1 + \hat{P}_t) E_{t-1} D_{t-1}^G + [(1 + r_t)(1 + \hat{P}_t)] B_{t-1}^p - \Delta M_t^b \quad (11)$$

A fim de expressar a equação (11) como percentagem do PIB, divide-se a mesma por:

$$P_t y_t = P_{t-1} y_{t-1} (1 + \hat{P}_t)(1 + \hat{y}_t) \quad (12)$$

onde y_t é o PIB em termos reais e as variáveis em letras minúsculas com barra representa-na como uma proporção do PIB.

$$\frac{\bar{P}}{b_t} = (\bar{g}_t - \bar{t}_t) + \frac{i^* \bar{d}_{t-1}}{(1 + \hat{y}_t)} + \frac{i + r_t}{(1 + \hat{y}_t)} \frac{\bar{P}}{b_{t-1}} - \frac{\bar{b}_{t-1}}{\hat{P}_t (1 + \hat{y}_t)} \quad (13)$$

Partindo da premissa que o déficit não-financeiro do setor público consolidado permanecerá zerado e que a política monetária seja passiva, com a velocidade-renda da base monetária crescendo a mesma taxa que a renda, tem-se:

$$\bar{g}_t - \bar{t}_t = 0 \quad (14)$$

$$\frac{\bar{b}}{\hat{M}_t} = \hat{P}_t \quad (15)$$

permitindo, com as equações (13), (14) e (15), escrever:

$$\frac{\bar{P}}{b_t} = \frac{i^* \bar{G}}{(1 + \hat{y}_t)} + \frac{(i + r_t) \bar{P}}{(1 + \hat{y}_t)} \frac{1}{b_{t-1}} - \frac{\hat{P}_t \bar{b}}{(1 + \hat{P}_t)(1 + \hat{y}_t)} \quad (16)$$

que mostra que, salvo um imposto inflacionário substancial, o estoque de dívida interna nas mãos do setor privado como porcentagem do PIB tende a crescer caso $r_t > y_t$.

As equações abaixo completam a estrutura dinâmica do modelo:

$$\frac{\bar{G}}{d_t} = \frac{\bar{d}_{t-1}}{(1 + \hat{y}_t)} \quad (17)$$

(18)

$$\frac{_b}{m_t} = \frac{_b}{m_{t-1} (1 + \hat{g}_t)}$$

A partir de dados divulgados pelo Banco Central para BP, D9 e Mb, além projeções de 12%a.a. para i^* e r^* , em um caso, e 16% para r^* , mantendo-se i^* igual a 12% a.a., em outro, são feitas projeções para a relação dívida líquida global/PIB (q_t) em dois cenários. No primeiro, no qual se supõe que a inflação tem caráter inercial, q_t cresce monotonicamente ao longo do período, havendo troca da dívida externa por interna.

Cenário A.1 - Inflação Inercial sem Plano Cruzado - Modelo Discreto. Hipóteses: $\hat{p}_t = 350\%a.a.$,
 $\hat{g}_t = 7\%a.a.$,
 $i_t = r_t = 12\%a.a.$

Ano	G d_t	p b_t	b m_t	\bar{q}_t
1985	28,1	16,7	2,1	46,9
1986	26,3	19,1	2,0	47,4
1987	24,5	21,5	1,8	47,8
1988	22,9	23,9	1,7	48,5
1989	21,4	26,4	1,6	49,4
1990	20,0	28,9	1,5	50,4

Cenário_A.2 - Inflação Inercial sem Plano Cruzado - Modelo Discreto. Hipóteses: $\hat{p}_t = 350\%a.a.$,

$$\hat{y}_t = 7\%a.a.,$$

$$i_t = 12\%a.a.,$$

$$r_t = 16\%a.a..$$

Ano	G d _t	p b _t	b m _t	\bar{q}_t
1985	28,1	16,7	2,1	46,9
1986	26,3	19,7	2,0	48,0
1987	24,5	22,9	1,8	49,2
1988	22,9	26,2	1,7	50,8
1989	21,4	29,8	1,6	52,8
1990	20,0	33,5	1,5	55,0

No segundo, as projeções são feitas incorporando-se a hipótese de que livre de seu comportamento inercial a inflação é mantida ao nível de $p = 20\%a.a.$, concluindo-se que q_t cresce mais rapidamente, em virtude do menor imposto inflacionário.

A propósito, é observado que se o objetivo fosse estabilizar q_t neste cenário, duas alternativas se apresentavam. A primeira se daria com uma redução do valor de r para $1,6\%a.a.$ e a segunda, através do processo de remonetização da economia, com o Banco Central recomprando 36% da dívida interna líquida média prevalescente em 1985, implicando em expansão da base monetária da ordem de 290% que os autores consideravam incompatível com um patamar inflacionário de $20\%a.a.$

Cenário_B.1 - Modelo Discreto na Era do Cruzado. (Hipóteses:

$$\hat{P}_t = 20\% \text{ a.a.}$$

$$\hat{U}_t = 7\% \text{ a.a.}$$

$$* \\ i_t = r = 12\% \text{ a.a.}$$

ANO	_G d _t	_P b _t	_b m _t	_r q _t
1985	28,1	16,7	2,1	46,9
1986	26,3	20,3	2,0	48,6
1987	24,5	23,9	1,8	50,2
1988	22,9	27,5	1,7	52,1
1989	21,4	31,1	1,6	54,1
1990	20,0	34,7	1,5	56,2

Cenário_B.2 - modelo discreto na Era do Cruzado. (Hipóteses:

$$\hat{P}_t = 20\% \text{ a.a.}$$

$$\hat{U}_t = 7\% \text{ a.a.}$$

$$* \\ I_t = 12\% \text{ a.a.}).$$

$$r_t = 16\% \text{ a.a.}$$

ANO	_G d _t	p b _t	_b m _t	_r q _t
1985	28,1	16,7	2,1	46,9
1986	26,3	20,9	2,0	49,2
1987	24,5	25,3	1,8	51,6
1988	22,9	29,9	1,7	54,5
1989	21,4	34,7	1,6	57,7
1990	20,0	39,8	1,5	61,3

Uma vez que críticas ao uso de modelos discretos na análise de processos de desequilíbrios se apresentaram, um modelo contínuo foi utilizado objetivando avaliar as consequências da arrecadação do imposto inflacionário sobre a relação dívida interna líquida global do setor público/PIB (q_t)⁽¹⁹⁾.

As conclusões são de que embora a arrecadação do imposto inflacionário mostre uma queda de 3,5% em q_t de 1985 para 1986, no modelo contínuo, e uma alta de 1,07%, no modelo discreto, em ambas as especificações os resultados pós-cruzado sugerem que q_t cresce no tempo. Assim, foi possível concluir que as necessidades de financiamento do setor público crescerão nos próximos anos.

Como decorrência do estudo anteriormente apresentado, e seguindo o objetivo desta pesquisa, fazemos a seguir a apresentação da visão teórica de Branson⁽²⁰⁾, na qual se conclui que a relação Dívida/PIB se estabiliza desde que os déficits se situem persistentemente como razão fixa do PIB, aduzindo, ainda, que tal proposição tem condições de absorver qualquer teoria que se defenda quanto aos custos da dívida pública.

A visão teórica de Branson toma como referência o comportamento da economia ao longo da tendência de longo prazo do produto potencial onde:

- a) as taxas de crescimento da produtividade (y/L) e da força de trabalho (L) determinam a taxa de crescimento do produto potencial.

$$\dot{y} = \frac{\dot{y}}{L} + \dot{L}$$

(19) Lerda, Juan C., "A Dinâmica da Dívida Pública: De Domar-Lerner a Tobin Simonsen", Departamento de Economia - UNB, 1986.

(20) Branson, William A. e Litvack, J., "Macroeconomics", Ed. Harper and Row - New York, 1976.

- b) a curva de Phillips dá a taxa de crescimento dos salários (\dot{W}), e esta, juntamente com a hipótese da constância das participações relativas dos fatores, fornece a taxa de crescimento do nível de preços (\dot{P}).

$$\dot{P} = \dot{W} - \frac{\dot{Y}}{L}$$

- c) o equilíbrio do mercado monetário impõe que, a qualquer nível de taxa de juros, a oferta nominal de moeda (\dot{M}) cresça a mesma taxa do PNB nominal.

$$\dot{M} = \dot{Y} = \dot{y} + \dot{P}$$

- d) os valores dos gastos do governo (g) e do déficit ($g - t$), que mantêm a economia próxima ao seu crescimento potencial são dados pela condição de equilíbrio $\frac{g-t}{y} = \frac{s-i}{y}$, com a taxa de juros determinando a razão $\frac{i}{y}$ e a estrutura tributária determinando $\frac{t}{y}$ e $\frac{s}{y}$.

Com isso, se (s) , (t) e (i) forem proporções da renda aproximadamente constante, então g/y também será, fazendo com que haja equilíbrio no mercado de produto.

Outrossim, Branson chama a atenção para o fato de que ao longo da tendência de longo prazo deve ser evitada a ocorrência de uma "drenagem fiscal", função do crescimento do produto, seja por meio da constante elevação dos gastos ou por meio da redução das alíquotas do imposto de renda.

Com base na condição de equilíbrio do mercado de produto assinalada, é também possível constatar o resultado de um déficit persistente sobre a relação Dívida/PIB, bem como a tendência desta relação.

Para isso, a relação déficit (d)/renda (y) é representada por (δ), de forma que:

$$d_t = (\delta)y_t$$

Outrossim, partindo de uma relação dívida (D_t)/PIB(y_t), no período t, têm-se a seguinte expressão para a relação dívida/renda, no período t + 1:

$$\frac{D_{t+1}}{y_{t+1}} = \frac{D_t + d_t}{y_{t+1}} = \frac{D_t + (\delta)y_t}{y_{t+1}}$$

e uma variação da relação dívida/renda dada por:

$$\frac{D_{t+1}}{y_{t+1}} - \frac{D_t}{y_t} = \frac{D_t + (\delta)y_t}{y_{t+1}} - \frac{D_t}{y_t} = \frac{D_t y_t + (\delta)y_t^2 - D_t y_{t+1}}{y_{t+1} \cdot y_t}$$

Fatorando o termo D_t do numerador e aceitando que y_t é aproximadamente igual a y_{t+1} . y (para pequenas variações de y), é possível escrever:

$$\frac{D_{t+1}}{y_{t+1}} - \frac{D_t}{y_t} = (\delta) - \frac{D_t + \Delta y_t}{y_{t+1} \cdot y_t} = (\delta) - \frac{D_t}{y_t} \cdot \frac{1}{1 + \frac{\Delta y_t}{y_t}}$$

Logo para que a variação da relação dívida/PIB ($\Delta D_t / \Delta y_t$) seja negativa é necessário que a relação dívida/PIB (D_t / y_t) seja maior que $(\delta) / \dot{y}$, e menor para que a variação da relação seja positiva. Consequentemente, à medida que o tempo passa D/y cresce e tende a $(\delta) / \dot{y}$ quando t tende ao infinito.

Com o objetivo de verificar a pertinência das proposições de Branson para a economia brasileira, utilizamos os dados da dívida pública em poder do público ao final de 1988. Aqui, convém registrar que trabalhamos com dados de fim de ano, já que o uso dos dados em termos médios ou avaliados pela soma dos valores atuais dificultaria a análise da participação da dívida no total dos ativos financeiros não monetários, que faremos em seguida.

Ademais, as projeções que serão feitas assumem que o crescimento do PIB se dará em consonância com o que extraímos de alguns cenários adrede apresentados e que a contribuição da dívida pública para o financiamento do déficit público (δ), tomada como proporção do PIB, se repetirá persistentemente ao longo do período de análise.

Quanto à taxa de juros incidente sobre a dívida interna no período de análise, estimamo-la como se situando em torno das taxas de juros média paga aos investidores no mercado internacional, acrescida de um prêmio de risco suficiente para evitar a fuga de capitais do país e deduzida a arrecadação de imposto decorrente das operações com títulos públicos.

É importante advertir que o conceito de déficit que estamos adotando engloba os encargos financeiros gerados pelas dívidas interna e externa, procedimento utilizado na aferição do resultado de caixa do Tesouro em 1988 e no orçamento da União de 1989. Outrossim, as projeções feitas consideram que os déficits futuros serão financiados também pela arrecadação do imposto inflacionário e a expansão da oferta de moeda necessária à sustentação do crescimento do PIB.

Finalmente, chamamos a atenção para o fato de que a partir da promulgação da nova Constituição do Brasil, foi possível resgatar as técnicas orçamentárias universais, o que conduziu a uma mudança radical na elaboração, discussão, execução e fiscalização do orçamento. Com isso, acreditamos que as projeções a serem apresentadas terão maior consistência, pois entendemos estarem minimizados os riscos de mensurações incorretas do déficit público, que, de tão imperfeitos que eram, permitiram análises equivocadas quanto ao seu comportamento, inclusive quando da formulação dos recentes planos de estabilização.

Com base nas qualificações acima foi possível projetar a evolução da relação D/y em duas situações. Na primeira é suposto que os juros e encargos da dívida serão pagos integralmente com recursos do orçamento da União, implicando que:

$$D_t = D_{t-1} + \delta Y_t$$

onde D_t = Dívida Pública ao final do período
 δ = Déficit da União financiado por emissão da dívida, como proporção do PIB.

$$Y_t = \text{PIB}$$

Na segunda, toma-se a relação Juros/PIB no início do período de análise e assume-se que os Juros pagos ao longo do período observam esta relação, com o restante sendo incorporado à dívida a ser rolada. Assim temos que:

$$D'_t = D'_{t-1} + \delta Y_t + J''$$

onde D'_t , δ e Y_t são tais como definidos anteriormente e $J'' = J_t - J'_t$, sendo J_t = Juros devidos no período ou iD_{t-1} e $J' = 0,02916D_{t-1}$, isto é, Juros pagos no período, o qual obedece à relação com o PIB estimado de 1989.

Evolução da Relação Dívida/PIB - 1988/2018

($\Delta Y = 6\%$ a.a. $\delta = 0,02$, $i = 10\%$ a.a.)

Ano	Y_t	δ	D_t	J	J'	J''	D'_t	D_t/Y_t	D'_t/Y_t
1988	98.000	-	30.290	-	-	-	30.290	30,91	30,91
1989	103.880	2.078	32.368	3.029	3.029	-0-	32.368	31,16	31,16
1994	139.015	2.780	44.781	4.231	4.053	178	45.264	32,21	32,56
1999	186.033	3.721	61.394	5.974	5.424	523	63.188	33,00	33,97
2004	248.954	8.341	83.626	8.341	7.259	1.082	89.471	33,59	35,94
2009	333.157	6.663	113.378	11.881	9.714	2.167	127.643	34,03	38,13
2014	445.840	8.917	153.193	17.058	13.000	4.058	183.554	34,36	41,17
2015	472.590	9.452	162.645	18.355	13.780	4.575	197.581	34,42	41,81
2016	500.946	10.019	172.664	19.758	14.607	5.151	212.751	34,47	42,47
2017	531.003	10.620	183.284	21.275	15.483	5.792	229.163	34,52	43,16
2018	562.863	11.257	194.541	22.916	16.412	6.504	246.924	34,56	43,87

O quadro acima permite comprovar que a proposição de Branson suportaria a formulação de uma política para a dívida pública que defina parâmetros perfeitamente administráveis ao longo do tempo, isto é, desde que a relação entre o déficit público (financiado por emissão de dívida) como fração do PIB e a taxa de crescimento do PIB seja estável, a relação dívida/PIB também se estabilizará. Em nossas projeções constatamos que a relação D_t/Y_t se estabilizará em torno de 0,35, após 30 anos, tal como previsto.

Ademais, podemos constatar que por essa alternativa o total de juros pagos como proporção do PIB passaria de 2,92% para 3,26%.

Caso se adote a constância da relação juros pagos/PIB, prevaiente em 1988 (0,2916), ao longo do período de análise, constatamos que a relação dívida/PIB (D'_t/Y_t) se situaria em níveis próximos a 0,44. Esta alternativa conduz a uma relação juros devidos/PIB da ordem de 0,0407, a qual se revela capaz de ser absorvida, caso haja a recuperação da receita tributária, em termos bruto e líquido, aos níveis ocorridos na década de 70, ou seja 25% do PIB.

Assim, segundo a trajetória projetada para a dívida pública, tanto o seu nível quanto o dos juros devidos como proporções do PIB não se caracterizariam como inadmissíveis.

A título de comparação registramos que o déficit de 2% do PIB a ser financiado por emissão de dívida representaria, no ano de 1988, cerca de 7,7 bilhões de dólares ou cerca de 1,5 vezes o orçamento do BNDES. Outra qualificação é que, mantidas as demais premissas que orientaram a construção da tabela anterior, níveis superiores de taxas de juros, digamos 15% a.a, não invalidariam as conclusões que registramos, pois, como acima mencionado, a expansão do PIB implica em aumento da receita do governo, de modo suficiente para absorver a elevação dos encargos financeiros.

Um outro aspecto que se impõe abordar é o que diz respeito à capacidade de os crescentes volumes de títulos mencionados na tabela serem absorvidos pela sociedade.

HAVERES FINANCEIROS EM PAÍSES SELECIONADOS(1) - 1987

País	Meios de Pagamento (A)	Dívida Interna (B)	Dep. Poupança e a Prazo (C)	PIB (D)	B/D	B + C / D
Alemanha	365,7	300,2	847,1	2.012,6	0,15	0,57
Canadá	85,1	241,6	156,3	549,7	0,44	0,72
EUA	765,9	1.967,7	2.041,0	4.484,3	0,44	0,89
Itália	368,3	800,0(3)	225,0	982,6	0,81	1,04
Japão	103.000,0	-	583.400,0	350.000,0(4)	-	1,67
Brasil	1.036,0	2.267,0	3.023,0	12.789,0	0,18	0,41
França	1.318,0	1.200,0(4)	1.141,0	5.279,0	0,23	0,50

Fonte: IFS/FMI - out/88

(01) Em bilhões de unidades monetárias do País

(02) Dados de dezembro/87

(03) Em liras e moeda estrangeira

(04) Dados aproximados

A partir da tabela acima e do quadro III é possível sustentar o argumento de que a dívida pública projetada tem condições de se expandir do modo como apresentamos. A relação Haveres Financeiros Não Monetários/PIB (HFNM/PIB) ao se situar em torno de 0,30 ao final da década de 70 tem condições de evoluir para níveis mais elevados no futuro. Isto ocorreria já que o processo de intermediação financeira tende a se desenvolver graças às inovações financeiras e tecnológicas que sucessivamente são incorporadas pelo Sistema Financeiro.

Logo, se admitirmos tais hipóteses, é possível imaginar uma participação dos títulos do governo em torno de 50% do total dos HFNM, que por sua vez se relacionarão de maneira crescente como proporção do PIB. Usando tais parâmetros para verificar a consistência de nossas projeções, constatamos que a relação HFNM/PIB deveria crescer de 0,62 em 1989 para 0,69 em 2018, final do período analisado. A propósito, convém registrar que ao final de 1988 tal relação atingiu 0,70, fato que é explicado pelo crescimento dos títulos federais e dos depósitos de poupança, por sua vez resultantes do ajustamento do setor privado ao longo da década e de sua posterior opção por aplicações financeiras de curto prazo na composição de seus portfólios.

Se comparado às relações verificadas em outros países, os números acima registrados se revelam, a médio e longo prazos, compatíveis com a tendência do grau de intermediação financeira atingido no Brasil, embora a curto prazo não se possa tomar a relação 0,70 como normal, como se pode observar no quadro acima.

Outrossim, chamamos a atenção para o fato de a projeção da dívida pública apresentada registrar uma taxa de crescimento real de 6,40% a.a.. Esta taxa é inferior à verificada no período 1971/1988(12,32%), a qual apresentou, em vários anos, crescimento real superior aos 17,44% registrado em 1988, ano em que a polêmica quanto ao seu tamanho se revelou mais intensamente.

Finalmente, cumpre observar que a taxa de crescimento da dívida resultante de nossa projeção- substancialmente inferior a sua taxa histórica- pode ser entendida como viável, a partir do fato de que o crescimento econômico, pela taxa projetada, por si só justifica o crescimento da dívida pública, seja como fonte de financiamento do setor público seja como lastro para a intermediação de recursos disponíveis a curto prazo, não excluindo aí o papel que pode ser desempenhado pelos títulos privados.

VII-ADMINISTRAÇÃO DA DÍVIDA E CONDICIONANTES DE MERCADO

1 - A ESTRUTURA FINANCEIRA

A partir da reforma financeira de 1964, o Sistema Financeiro Nacional ganhou uma estrutura que permitiu o surgimento de instituições capazes de disseminar inovações financeiras desenvolvidas nas economias mais dinâmicas, cabendo destacar entre elas, as operações com acordo de recompra.

Através dessas operações, é possível canalizar recursos originários de fluxos de caixa das empresas e famílias para a sustentação de crescentes colocações de títulos públicos e privados, alavancando, como já mencionado, o poder de os emissores de tais títulos ampliarem suas operações ativas.

No Brasil, já foi possível, a partir delas, a introdução das operações de mercado aberto, o mais ágil instrumento de política monetária, o qual é reconhecido como fator responsável pela contenção de um processo hiperinflacionário, já que tem condições de evitar que recursos monetários de grande expressão sejam canalizadas para o fluxo de bens e serviços.

A fim de ilustrar o poder que estas operações possuem, registramos, a seguir, em que dimensão os diversos haveres financeiros eram utilizados como lastro em contrapartida ao fluxo de recursos ofertados pelos agentes econômicos.

=====
 =====
 CARTA-CIRCULAR Nº 1376 - ELABORADO EM 25.09.89
 OPERAÇÕES COMPROMISSADAS - FINANCIADORES
 SEMANA DE 24.07.89 a 28.07.89 - MÉDIAS DAS POSIÇÕES DIÁRIAS

						NCZ
MILHÕES						
TÍTULOS	MERCADO	OPJF	PJNF	PF	TOTAL	
FEDERAIS	9000	1391	46008	17617	74896	
EST.MUN.	168	631	5654	6002	12455	
PRIVADOS	393	162	9181	7960	16910	
T O T A L	9575	2184	60923	31579	104261	

 MERCADO: Bancos Comerciais e de Investimento, Corretoras e Distribuidoras
 OPJF: Outras Pessoas Jurídicas Financeiras
 PJNF: Pessoas Jurídicas não Financeiras
 PF: Pessoas Físicas

 Obs.: 342 instituições informantes
 Fonte: BACEN/DEMAB
 =====

Os dados apresentados permitem fixar com razoável precisão que o percentual da dívida pública (OTN e LFT) financiado com recursos disponíveis a curtíssimo prazo era de 70% da dívida registrada ao final de junho/89. Tais dados permitem, também, constatar que essas

operações beneficiam, do mesmo modo, a colocação de títulos estaduais e privados.

Um aspecto polêmico que tem envolvido este mecanismo de funcionamento do mercado financeiro diz respeito à responsabilidade a ele atribuída pela constante redução do prazo médio da dívida pública.

A propósito, vale registrar que mesmo nos EUA, onde entre os ativos financeiros se incluem títulos com prazos de 30 anos, as operações com acordo de recompra têm sido a sustentação de expressivos volumes de emissões.

No Brasil, onde elas datam do início dos anos 70, a redução do prazo médio da dívida pública resulta da impossibilidade de se emitirem títulos de prazos mais longos em um ambiente de incerteza acentuada, provocado, entre outras coisas, por um processo inflacionário persistente. Como evidência disso, temos os prazos dos títulos privados, que ao longo dos anos vem se reduzindo a níveis substancialmente inferiores aos dos títulos públicos. Vale ressaltar que a incompreensão desse aspecto pode ser danosa para a administração da dívida, a exemplo do que ocorreu ao final de 1984, quando quase resultou na colocação de títulos com até cinco anos de prazo e juros reais de 20% a.a., um absurdo que, com algum desgaste para o Banco Central e o mercado financeiro, foi evitado.

Outrossim, é necessário compreender que a evolução da dívida pública, até hoje, não deve ser tomada como referência para projetá-la, pois, como já mencionado, sua formação se deu em um ambiente político-institucional atípico, como ficou evidenciado pelos dispositivos incorporados ao novo texto constitucional, ao proibir que desvios orçamentários sejam financiados pelo Banco Central e/ou pela emissão de títulos superiores ao limite aprovado pelo Congresso Nacional.

Com isso, é de se esperar que fique eliminada uma das fontes de incerteza que tanto prejudicou a negociação dos títulos, ou seja, o caráter errático dos volumes de dívida até hoje colocados. Como consequência, é possível criar a expectativa de que as alterações a serem geradas no Sistema Financeiro a partir da Lei Complementar, co-

mo determina a nova Constituição, permitam produzir alterações estruturais, que se refletirão no prazo médio dos diversos ativos transacionados no mercado financeiro e na definição de uma estrutura de taxas de juros, fundamental para a melhoria da eficiência operacional do sistema.

Os segmentos do mercado financeiro voltados para a negociação dos títulos públicos se ressentem, atualmente, de condições que favoreçam a ampliação de suas atividades. Até o ano de 1986, mesmo em um ambiente inflacionário, havia um certo dinamismo na negociação dos títulos públicos, tendo surgido um grande número de instituições especializadas.

Com a criação das Letras do Banco Central (LBC) e, posteriormente, das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos que possibilitam ganhos reduzidos se comparados às OTN e LTN, os negócios passaram a se concentrar nas grandes instituições, já que os custos de transação envolvidos são diluídos por toda estrutura, o que não ocorre com as instituições menores, que, além disso, não possui condições de captação semelhante aos bancos comerciais.

Apesar disso, há que se concordar que o Sistema Financeiro Nacional atingiu um estágio que permite defini-lo como dotado de todas as condições necessárias à sustentação e ampliação do mercado de títulos públicos, com os fundos de curto prazo e as contas remuneradas sendo uma evidência dessa expectativa. A propósito, são evidências disso os dados sobre a participação das operações envolvendo os títulos públicos, que, ao longo do primeiro semestre do ano de 1989, superaram significativamente as operações de crédito conduzidas pelos bancos comerciais.

2- O Componente Financeiro como uma Restrição de Curto Prazo

Os dados mais recentes divulgados pela Secretaria do Tesouro Nacional têm sido interpretados como evidência de que os encar-

gos da dívida pública são uma das restrições para o ajuste das finanças públicas. Como consequência, têm surgido análises que apontam soluções drásticas para esta questão e que vão desde o "calote" disfarçado ou não da dívida pública ao alongamento compulsório de seus prazos.

Por outro lado, em razão de os agentes econômicos ao longo do tempo acreditarem nas aplicações lastreadas em títulos públicos, tem sido razoavelmente fácil para o Banco Central e o Tesouro Nacional fazer o giro da dívida nesse ambiente adverso, o que exige uma reflexão maior sobre este fato.

A propósito, convém registrar que muitas afirmações sobre o peso dos encargos financeiros da dívida pública têm sido colocadas a partir de projeções vinculadas ao nível atual das taxas de juros praticadas pela mesa de operações do Banco Central. Isto pode ser enganoso já que, no passado, as taxas de juros reais definidas nos leilões primários e "go-arounds" não se concretizaram totalmente, seja em função de distorções nos indexadores utilizados, seja nos "calotes" promovidos quando da implantação dos diversos planos de estabilização econômica.

A curto prazo, torna-se cada vez mais evidente que a administração das taxas de juros tem se revelado como o único instrumento disponível que o governo possui para evitar o total descontrole da economia.

Isto se dá graças à influência que as taxas de juros têm sobre o comportamento dos fluxos financeiros, inclusive dos vinculados ao setor externo, e da rapidez com que essa influência se concretiza. Vale mencionar, como exemplo, o ocorrido nos dois primeiros quadrimestres de 1989, quando a oscilação das taxas, de positivas para negativas, e posteriormente para positivas, produziu incertezas de grande monta.

Um aspecto que gostaríamos de ressaltar diz respeito à espetacular queda da receita tributária, bruta e líquida, principalmente, a partir do final da década de 70, como já mencionado, caracte-

fixada pela substancial transferência de recursos para o setor privado, via incentivos fiscais e transferências.

Como consequência, a perda de receita e sua depreciação ao longo dos anos impôs cortes cada vez mais frequentes nos investimentos e, até, custeio do governo, criando o ambiente de estagnação e deterioração dos serviços públicos.

A nível da dívida pública em poder do público, a repercussão foi o crescimento a uma taxa real de 14,70% a.a. no período 80/88 contra uma taxa de 14,85% a.a. verificada na década de 70.

Como era de se esperar, nestas circunstâncias, parte dos agentes econômicos reagem, não no sentido de que a dívida de hoje pode representar mais imposto amanhã, mas que o governo pode se ver compelido a adotar mecanismos compulsórios para viabilizar seu giro.

Na parte II deste trabalho, foi defendida a hipótese de que a relação dívida/PIB, numa perspectiva de longo prazo, não é necessariamente explosiva. Ademais, acrescentamos que a questão dos encargos seria superada através da recuperação da receita tributária aos níveis verificados na década de 70, isto é, cerca de 25% do PIB, e pela redução do processo inflacionário.

A partir dessas considerações, é nossa opinião que a questão dos encargos é necessariamente um problema circunstancial. Por quê?

Se, na década de 80, as causas primárias da evolução da dívida pública em termos reais são os déficits públicos continuados e não planejados, incluindo aí as repercussões da dívida externa sobre a componente financeira do déficit e o esforço em "enxugar" a liquidez gerada pelos substanciais saldos comerciais, também vinculado à questão externa, fica caracterizado, a nosso juízo, um problema estrutural.

Outrossim, entendemos que a política monetária, dada as características da economia brasileira, não tem condições de promover

ajustes de dimensões tão intensas como os que julgamos necessários. Logo, somos conduzidos a concluir que é preciso o equacionamento dos problemas estruturais, a fim de que a dívida pública volte a ser uma fonte de financiamento, estável e não inflacionária, do governo, na medida em que será disputada em mercado, a poupança da sociedade.

Com isso, percebemos o nível de taxas de juros como um instrumento de curto prazo com a função de impedir a desorganização dos diversos segmentos da economia, portanto sem condições de ser utilizado por um prazo mais longo. Isto é, a curto prazo os encargos financeiros são uma restrição, enquanto cria nos agentes econômicos a idéia de dificuldades no gerenciamento futuro da dívida pública, mas a longo prazo tendem a se situar em níveis substancialmente inferiores, influenciados que são pelo baixo risco dos títulos de Tesouro e pela possibilidade de a dívida ser sustentada pela recuperação da carga tributária que decorria da volta da economia ao seu padrão de crescimento histórico ou mesmo abaixo dele.

3 - A MATURIDADE DOS TÍTULOS FEDERAIS

À medida que a crise econômica se desenvolvia, a repercussão sobre a dívida pública se deu, principalmente, através da redução dos prazos (maturidade) dos títulos.

Apesar disso, durante algum tempo foi possível, até, alongar o prazo da dívida, uma vez que o BACEN se utilizou de ORTN com cláusula de resgate pela correção cambial nas colocações primárias. Entretanto, a partir do momento em que o movimento especulativo com tais títulos - de cinco anos de prazo - impôs significativas perdas aos seus detentores, no final de 1983, o Banco Central passou a utilizar títulos com correção monetária, cujos prazos se reduziram necessariamente, até a colocação das Letras do Banco Central, em junho de 1986.

Este retrospecto nos permite relembrar que após o plano cruzado, em sua fase bem sucedida, foi possível monetizar a dívida pública, em razão da ampla aceitação dessa outra forma de dívida, ou seja a Base Monetária, por parte dos agentes econômicos.

Naquela época, como ficou provado, a aceitação de títulos com maturidade longa - a base monetária nem mesmo tem prazo - e de juros mais baixos - a base monetária nem mesmo paga juros - é função da credibilidade que o governo possa ter.

Com o insucesso do Plano Cruzado, e os que se sucederam, a dívida pública passou a ser conduzida através das LBC/LFT, cujos prazos de 182 e 273 dias consolidaram um prazo médio pequeno, tendência que já se verificava nas colocações de ORTN/OTN, que eram lançadas com prazos inferiores a um ano, a partir de lançamentos com prazo decorrido.

Desse modo, a maturidade dos títulos do governo é uma restrição que entendemos deve ser superada a fim de que nossa proposta de utilização da dívida como forma de financiar o Tesouro se torne possível.

Entendemos que, tal como a questão dos juros, a questão dos prazos dos títulos federais é condicionada pelo descalabro que tem sido a condução das finanças públicas no Brasil, e que se caracterizou, entre outras coisas, pela absorção de recursos de origem tributária e de endividamento por outras unidades que não as diretamente vinculadas ao Tesouro, tal como as empresas estatais e o sistema previdenciário.

A fim de não ficarmos apenas no aspecto crítico, convém registrar algumas reflexões que possam contribuir para a reestruturação da dívida, desde que superadas as questões estruturais já mencionadas.

Em primeiro lugar, é preciso ter presente que, por se tratar de um ativo que concorre com outros na captação da poupança, devem se apresentar aos poupadores com os três aspectos que envolvem suas decisões - risco, liquidez e rentabilidades - sem as distorções que os tem envolvido recentemente.

Com relação ao risco, esse nos parece um dos aspectos mais favoráveis que os títulos públicos possuem, já que o seu resgate via emissão de moeda ou mesmo a sua troca por títulos com outras características - a exemplo da troca das ORTN cambiais pelas ORTN monetárias em FEV/84 - garantem um excelente "hedge" na disputa da poupança privada.

No que diz respeito à liquidez, dissemos na parte 1 desta seção que o sistema financeiro e a própria sociedade já absorveram as inovações financeiras necessárias às operações com ativos financeiros, incluindo aí a capacitação técnica do Banco Central do Brasil, fazendo com que as funções básicas de transformação de prazos, riscos e montantes de capital se realizem com a eficiência requerida até por uma economia em crise.

No que tange à rentabilidade, é óbvio que deve ser favorecida ou prejudicada pelos fatores acima mencionados. Entretanto, há que se registrar que a possibilidade de o Tesouro usufruir das vantagens de emitir um ativo com menor risco e maior liquidez que os de-

mais, não nos permite concordar com os que defendem a captação a taxas de juros negativas, pois sendo o mercado de títulos públicos a base para a formação da estrutura das taxas de juros da economia, distorções de toda ordem decorreriam desta prática.

Uma vez observados os aspectos acima mencionados, é de se prever que a colocação de títulos públicos se faça dentro de um quadro institucional diferente do que ocorreu no passado. Com isso, os agentes econômicos verão reduzidas as possibilidades de a dívida pública absorver e/ou escamotear os problemas gerados em outras esferas do Governo, que determinou o seu crescimento de forma errática e, daí, se transformando em aumento do risco para seus detentores.

Em resumo, enfatizamos que a questão do prazo médio da dívida é consequência e não causa de um ambiente econômico incerto, pois como ficou demonstrado na fase de sucesso do Plano Cruzado, o público se dispõe a alterar seu portfólio pela absorção de títulos de prazos mais longos a semelhança do que ocorreu com a base monetária e o mercado acionário.

Finalmente, cumpre relembrar que medidas de caráter compulsório não devem envolver ativos transacionados em mercados já amadurecidos, cabendo, se entendidos como necessários, o recurso aos empréstimos compulsórios, até porque se revestem de previsão constitucional.

VIII- Conclusão

A questão da dívida pública dentro da discussão da crise econômica brasileira se desenvolve de modo tão intenso que ao longo deste trabalho tivemos oportunidade de ver comprovada a relevância de nossa preocupação com o tema. Evidenciam esta colocação as trocas dos responsáveis pelo gerenciamento da economia, todos centrando seus esforços no equacionamento do descontrole das finanças pública e a atual discussão envolvendo a dívida pública como uma restrição para a resolução da crise.

Entre as reflexões que pudemos fazer a partir deste trabalho, enfatizamos a de que estamos próximos de ter a dívida pública como uma fonte regular de recursos para o governo. Nossa conclusão se apóia no fato de que o entendimento desta questão se aprofundou e envolveu segmentos bem heterogêneos de analistas, além do que institucionalmente quase que se complementa um processo, iniciado com a criação da Secretaria do Tesouro Nacional, da revogação da Lei-Complementar nº 12 e das disposições pertinentes constantes da nova constituição Federal.

Quando dizemos quase completa, temos o intuito de chamar a atenção para uma questão a ser proximamente debatida - a reforma financeira - que entre outras coisas discutirá as funções do Banco Central do Brasil. A nosso juízo, o futuro da dívida pública no Brasil estará também condicionado por esta questão, pois, como registramos ao longo deste texto, sua evolução se deu de maneira errática, a partir da inexistência de regras orçamentárias definidas e mesmo da crença, hoje reduzida, de que o déficit público não importava.

Isto posto, fomos obrigados a defender a possibilidade de o processo de retomada do crescimento econômico incluir a ampliação do endividamento público. Para isso, é necessário ser entendido que este processo deve se fundamentar na disputa da equação da sociedade, via mercado.

Deste modo, procuramos mostrar que as relações entre a dívida pública e o PIB projetadas neste trabalho respeitariam os padrões já observados em outras economias e que a taxa de crescimento da dívida registrada para o período de análise se situaria abaixo de sua média histórica.

Ademais, é importante ressaltar que não se verificando as ocorrências do passado, entre elas a falta de controle das finanças públicas pelo Congresso, e com a ação do Banco Central se voltando fundamentalmente para o papel de dinamizar o mercado de títulos públicos e, também, o de títulos privados, é possível que as duas questões centrais do debate envolvendo a dívida pública - seu custo e sua maturidade - sejam mais facilmente equacionadas.

Assim, acreditando que estas páginas contenham uma contribuição para a discussão do tema, entendemos ter sido possível adicionar subsídios para o desenho de um novo padrão de financiamento do setor público, sem o que não vemos como viável a resolução da crise econômica e o ressarcimento da dívida social dela decorrente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS BÁSICAS

- Almeida, Júlio Sergio G. e Teixeira, Aluísio*, "O Nó Cego", Texto para Discussão nº 18 - UFRJ, 1983.
- André, Paulo T. A. ; Braga, C. A. P. e Welch J.*, "O Desequilíbrio do Setor Público Brasileiro: Cenários Alternativos", Revista de Economia Política - Julho/Setembro, 1987.
- Batista Jr., Paulo Nogueira*, "Mito e Realidade da Dívida Externa Brasileira", Ed. Paz e Terra, 1983.
- Batista Jr., Paulo Nogueira*, "Dois Diagnósticos Equivocados da Gestão Fiscal do Brasil", Revista de Economia Política - Abril/Junho, 1985.
- BNDE* - "Cenários para a Economia Brasileira: 1987 - 2001", DEPLAN, 1987.
- Bonelli, Regis e Doellinger, Carlos Von*, "O Problema do Financiamento "In" Perspectivas da Economia Brasileira", IPEA, 1987
- Braga, José Carlos S.*, "Os Orçamentos Estatais e a Política Econômica" In "Desenvolvimento Capitalista Brasileiro" Ed. Brasiliense, 1984.
- Branson, Willian A. e Litvack, J.*, "Macroeconomics", Ed. Harper and Row - New York, 1976
- Castro, Antonio Barros*, "A Economia em Marcha Forçada" - Ed. Paz e Terra, 1985
- Christ, Carl*, "A Simple Macroeconomic Model with a Government Budget Restraint", Journal of Political Economic, Fev/68
- Conjuntura Econômica*, "O Crescimento da Dívida Pública Federal: Efeitos da Lei Complementar nº 12" - FGV, Ago/69.
- Cruz, Paulo Davidoff*, "Dívida Externa e a Política Econômica: A Experiência Brasileira nos Anos Setenta", Ed. Brasiliense, 1984.
- Cunningham, Thomas J.*, "The Long-Term Outcome of a Permanent Deficit", Federal Reserve Bank of Atlanta - Economic Review, Maio/86.
- Dias, G. G.; DIB, M.F.S.P. e Silva, P.S.F.*, "Notas Sobre Alguns Problemas do Financiamento da Economia Brasileira", Documento Interno para Discussão - BNDE, 1985
- Doellinger, Carlos V. e Resende, Fernando*, "Financiamento do Setor Público: As Reformas Fiscal e Financeira" IPEA, 1985.

- Ferreira, Edésio F.*, "A Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil" - IBEMEC, 1974.
- Ferreira, Edésio F.*, "O Controle da Base Monetária do Brasil" Revista de Finanças Públicas - Abril/Julho, 1984.
- Hart, William R. e Meyer, Lawrence H.*, "On the Effects of Fiscal and Monetary Policy: Completing the Taxonomy" - American Economic Review, Vol. LXV, nº 4 - Set/75.
- Kiszstain, Samuel*, "Autoridades Monetárias, Dívida Externa e Haveres Financeiros: Brasil - Anos Setenta" - Tese (Doutorado) UNICAMP, 1984. (MIMEO.).
- Lerda, Joan C.*, "A Dinâmica da Dívida Pública: De Domar-Lerner A Tobin-Simonsen", Departamento de Economia - UNB, 1986.
- Lessa, Carlos*, "A Estratégia do Desenvolvimento 1974/76 - Sonho e Fracasso", Tese (Prof. Titular), UFRJ, 1978 (MIMEO.).
- Longo, Carlos A.*, "Dívida e Inflação", Revista de Economia Política - Abril/Junho, 1986.
- Meyer, Lawrence H.*, "The Balance Sheet Identity, The Government Financing Constraint, and the Crowding - Out Effect" Journal of Monetary Economics, nº 1, 1975.
- MINIFAZ* - Plano de Consistência Macroeconômica, 1987.
- Munhoz, Dércio G.*, "Os Déficits do Setor Público Brasileiro: Uma Avaliação", Texto para Discussão nº 123 - UNB/1985.
- Musgrave, R. A.*, "The Theory of Public Finance", New York: McGraw-Hill INC., 1959.
- Oliveira, Fabrício A.*, "A Crise do Sistema Fiscal Brasileiro: 1965/1983, Tese (Doutorado) - UNICAMP, 1985 (MIMEO.).
- Oliveira, Fabrício A.*, "A Questão do Déficit Público", Instituto de Economia da UNICAMP, 1986.
- Pereira, José Eduardo C.*, "Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil: 1966/1973", IPEA/INPES, 1974.
- Pereira, Luiz Bresser e Dall'Aqua, Fernando Major*, "A Composição Financeira do Déficit Público", Revista de Economia Política - Abril/Junho, 1987.
- Pereira, Luiz Bresser*, "Mudanças no Padrão de Financiamento do Investimento no Brasil", Revista de Economia Política - Outubro/Dezembro, 1987.

- Resende, André L. e Neto, Arminio F.*, "Déficit, Dívida e Ajustamento: Uma Nota Sobre o Caso Brasileiro", Texto para Discussão - PUC/RJ, 1985.
- Silber, William*, "Fiscal Policy In IS-LM Analysis: A Correction", *Journal of Money, Credit and Banking*, Novembro/1970.
- Silva, Adroaldo M.*, "Em Defesa da Desdolarização" In "Forum da Gazeta Mercantil: FMI x Brasil - A Armadilha da Recessão", *Gazeta Mercantil*, 1983.
- Silva, Maria C.*, "A Dívida do Setor Público Brasileiro", IPEA-INPES, 1976.
- Távares, Maria C.*, "O Sistema Financeiro Brasileiro e o Ciclo de Expansão Recente" In "Desenvolvimento Capitalista Brasileiro n.º 2", Ed. Brasiliense, 1984.
- Tobin, J.*, "An Essay on Principles of Débit Management" In "Fiscal and Debt Management Policies", Englewood Cliffs, NJ: Prentice - Hall, 1963.
- Tobin, J.*, "Budget Deficits, Federal Debt, and Inflation" In *Toward e Restructuring of Federal Rudgeting*, 1985. Abril/Junho, 1986.
- Toledo, Joaquim E.C.*, "Indexação da Dívida Pública e Reforma Monetária", *Revista de Economia Política* - Abril/Junho de 1986.
- Werneck, Rogério I. F.*, "A Questão do Controle da Necessidade de Financiamento das Empresas Estatais e o Orçamento de Dispêndios Globais da SEST, Texto para Discussão n.º 91.- PUC/RJ, 1985.

QUADRO I
EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS HAVERES FINANCEIROS

Cz\$ milhões

INSTRUMENTOS	1960		1964		1968		1972		1976		1980		1982	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Total	810	100,00	5.779	100,00	32.126	100,00	143.548	100,00	685.025	100,00	4.342.002	100,00	24.310.504	100,00
Haveres Monetários	747	92,20	5.337	92,30	21.624	67,30	65.329	45,50	248.345	36,30	1.428.234	32,90	4.272.993	17,60
Papel em Poder Público.	169	20,90	1.156	20,00	4.080	12,70	11.547	8,00	46.193	6,70	290.711	6,70	997.835	4,10
Depósito a Vista	578	71,30	4.181	72,30	17.544	51,60	53.782	37,50	202.152	29,50	1.137.523	26,20	3.275.158	13,50
Haveres Não Monetários.	63	7,80	442	7,70	10.502	32,70	78.219	54,50	436.680	63,70	2.913.768	67,10	20.037.511	82,40
Depósito de Poupança	-	-	-	-	330	1,00	7.777	5,30	107.539	15,70	984.777	22,70	5.767.752	23,70
Depósito a Prazo Fixo(1)	33	4,10	140	2,40	1.435	4,50	17.016	11,70	73.132	10,70	639.227	14,70	3.544.095	14,60
Aceites Cambiais	6	0,80	230	4,00	4.558	14,20	22.305	15,50	68.392	10,00	274.775	6,30	1.785.280	7,30
Letras Imobiliárias (2)	-	-	-	-	644	2,00	4.946	3,40	9.779	1,40	16.062	0,40	43.194	0,20
Letras de Imp e Exp. B.B	13	1,60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Títulos da Dívida Pública Federal*	11	1,40	73	1,30	3.535	11,0	26.175	18,20	154.661	22,60	848.385	19,50	7.863.351	32,30
OTN (3)	-	-	41	0,70	3.491	10,9	15.975	11,10	84.673	12,40	589.240	13,60	6.399.359	26,30
LTN (4)	-	-	-	-	-	-	10.200	7,10	69.900	10,20	258.761	5,90	1.462.578	6,00
Outros	11	1,40	32	0,60	44	0,1	-	-	88	0	384	-	1.414	-
Títulos da Dívida Pública Est./Munic.	-	-	-	-	-	-	-	-	23.177	3,4	150.542	3,50	1.033.839	4,30

* Inclui a Carteira do Bacen

Fonte: Introdução ao Mercado de Ações, Comissão Nacional de Bolsas de Valores, Rio de Janeiro, 1984

BANCO CENTRAL DO BRASIL
DEBAM/CONEP/SEPLAHAVERES FINANCEIROS
QUADRO I-A

Pag. 1

PERÍODO	Nº MONETÁRIOS								REIOS DE PAGAMENTO AMPLIADO				
	M 1	DEPÓSITOS A PRAZO	DEPÓSITOS DE POUPANCA	TÍT.PUBL. FEDERAIS FORA BACEN	DIV. MOB. ESTADUAL MUNICIPAL	LETRAS DE CAMBIO	LETRAS IMOBILIÁRIAS	TOTAL	TOTAL	MOISADO	PRELIMINAR	NO	NO
								3-1+2	3-1+2	MES	MES	ANO	MES
DEZ-86	29,5	18,9	21,4	23,3	4,0	3,0	0,0	70,5	1.544	1,7	92,1	92,1	
DEZ-87	14,9	13,8	31,7	32,9	5,7	1,1	0,0	85,1	6.972	21,5	351,5	351,5	
JAN-88	11,7	13,9	32,5	35,0	5,9	1,0	0,0	89,3	7.944	13,9	13,9	351,5	351,5
FEB	11,1	13,9	34,4	33,8	5,9	0,0	0,0	88,9	9.225	16,1	32,3	394,3	394,3
MAR	10,0	14,1	36,2	33,1	5,9	0,0	0,0	89,2	10.827	17,4	55,3	467,5	467,5
ABR	10,2	13,3	35,3	34,5	6,0	0,0	0,0	89,0	12.980	19,9	86,2	451,5	451,5
MAI	10,1	13,3	34,8	35,2	5,9	0,7	0,0	89,7	15.621	20,4	124,0	435,8	435,8
JUN	9,3	12,8	33,3	38,5	5,5	0,7	0,0	89,7	19.754	26,1	182,5	466,1	466,1
JUL	8,4	13,0	34,0	38,6	5,3	0,7	0,0	91,4	23.781	28,2	237,5	497,6	497,6
AGO	7,4	13,0	33,5	40,4	5,2	0,6	0,0	92,6	30.071	26,1	328,2	617,7	617,7
SET	7,9	12,9	34,1	37,4	5,2	0,6	0,0	92,1	36.530	22,0	422,4	704,5	704,5
OUT	8,1	12,9	34,4	33,8	5,2	0,6	0,0	91,9	45.648	22,6	540,6	789,3	789,3
NOV	7,9	12,8	34,4	39,2	5,2	0,5	0,0	92,2	58.834	27,5	716,6	891,9	891,9
DEZ	8,9	12,7	33,0	40,1	5,9	0,5	0,0	91,2	76.686	35,2	1003,8	1003,8	1003,8
JAN-89	8,6	9,8	33,4	49,2	6,6	0,4	0,0	91,4	94.673	22,4	122,4	1065,5	1065,5
FEB	7,6	7,4	35,6	42,1	6,5	0,3	0,5	92,4	112.556	18,5	45,0	1109,5	1109,5
MAR	7,2	6,6	35,7	43,4	6,6	0,3	0,3	92,8	134.691	18,7	72,1	1123,4	1123,4
ABR	8,6	6,2	36,2	41,9	6,3	0,2	1,5	91,4	153.425	15,4	97,7	1097,4	1097,4
MAI	8,4	8,1	35,6	49,4	6,5	0,3	0,8	91,6	167.261	7,4	112,8	978,7	978,7
JUN	7,9	9,7	32,6	41,8	6,8	0,3	0,8	92,1	201.640	20,6	156,5	920,7	920,7
JUL	6,9	8,5	32,3	44,0	7,1	0,2	1,0	93,1	255.231	26,6	224,7	964,3	964,3
AGO	6,1	7,9	31,5	46,1	7,3	0,2	1,0	93,9	336.027	32,0	328,5	-	-
SET													
OUT													
NOV													
DEZ													

FONTE: DEPEC
brcef-1.doc

QUADRO II

03

DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
(valores constantes - base 09/1989)

INFLATOR: IGP-DI (mar/86 = 100)

NCZ\$ mil

F I M I		L B C / L F T / O T N				
DE	BACEN ***	Δ %	PÚBLICO	Δ %	TOTAL	Δ %
PERÍODO:						
1968 12	177.965	-	11.544.221	-	11.722.186	-
1969 12	70.345	-60,5	16.477.610	42,7	16.547.955	41,2
1970 12	495.486	604,4	23.363.328	41,8	23.858.814	44,2
1971 12	3.609.646	628,5	26.888.702	15,1	30.498.348	27,8
1972 12	2.496.811	-30,8	42.181.263	56,9	44.678.075	46,5
1973 12	7.667.513	207,1	48.947.763	16,0	56.615.277	26,7
1974 12	500.476	-93,5	51.962.787	6,2	52.463.263	-7,3
1975 12**	15.376.296	2.972,3	67.396.561	29,7	82.772.857	57,8
1976 12	5.197.768	-66,2	84.084.441	24,8	89.282.209	7,9
1977 12	15.842.037	204,8	84.661.372	0,7	100.503.409	12,6
1978 12	14.550.318	-8,2	91.715.885	8,3	106.266.203	5,7
1979 12	21.543.666	48,1	65.808.811	-28,2	87.352.477	-17,8
1980 12	18.057.326	-16,2	49.532.466	-24,7	67.589.791	-22,6
1981 12	39.141.960	116,8	86.896.921	75,4	126.038.881	86,5
1982 12	64.882.684	65,8	95.819.485	10,3	160.702.169	27,5
1983 12	104.577.432	61,2	62.578.187	-34,7	167.155.619	4,0
1984 12	71.207.931	-31,9	111.998.931	79,0	183.206.862	9,6
1985 12	86.750.957	21,8	157.143.524	40,3	243.894.481	33,1
1986 12	274.585.802	216,5	131.817.904	-16,1	406.403.706	66,6
1987 12	230.784.814	-16,0	163.090.494	23,7	393.875.308	-3,1
1988 12	270.979.236	17,4	197.160.278	20,9	468.139.514	18,9
1989 01	248.908.080	-8,1	174.229.938	-11,6	423.138.018	-9,6
1989 02	218.643.583	-12,2	194.188.402	11,5	412.831.985	-2,4
1989 03	228.707.253	4,6	230.817.029	18,9	459.524.282	11,3
1989 04	241.796.081	5,7	243.600.849	5,5	485.396.930	5,6
1989 05	253.683.945	4,9	223.901.077	-8,1	477.585.022	-1,6
1989 06*	239.366.298	-5,6	220.554.650	-1,5	459.920.948	-3,7
1989 07*	226.492.674	-5,4	212.640.711	-3,6	439.133.386	-4,5
1989 08*	220.875.574	-2,5	215.527.228	1,4	436.402.801	-0,6
1989 09*	223.550.444	1,2	207.080.082	-3,9	430.634.526	-1,3

1 | 30.520,73 (X=77,26) | 299,38 (X=14,85) | 427,87 (X=18,10)

2 | 1.157,81 (X=32,49) | 199,60 (X=12,97) | 435,92 (X=20,51)

3 | 385.114,71 (X=54,43) | 1.096,53 (X=13,95) | 2.728,99 (X=19,23)

- 1 - Variação percentual entre 1969/12 e 1979/12
 2 - Variação percentual entre 1979/12 e 1988/12
 3 - Variação percentual entre 1969/12 e 1988/12

* Sujeito a alteração.

** O abrupto crescimento da carteira do BACEN em 75 deveu-se a compras de ORTN feitas ao mercado visto que, ao carregar grande volume de títulos que não LTN/ORTN, não apresentava condições de suportara tradicional redução de liquidez de final de ano.

*** Inclui LFT emitidas para fazer face ao DL2376.

Obs.: - A carteira do público inclui Letras do Banco Central (LBC).
 - A partir de dez/86, valores segundo o critério DEPEC que considera todas as aplicações do extra-mercado como sendo carteira do público.

DEMAB/CONEP
SEPLA

QUADRO II-A

DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA INTERNA FEDERAL
(valores nominais)

PERÍODO:	CARTEIRA DO BACEN (1)	CARTEIRA DO PÚBLICO	TOTAL
1968 12	53	3.438	3.491
1969 12	25	5.856	5.881
1970 12	210	9.902	10.112
1971 12	1.828	13.617	15.445
1972 12	1.463	24.716	26.179
1973 12	5.193	33.151	38.344
1974 12	456	47.345	47.801
1975 12(2)	18.121	79.427	97.548
1976 12	8.959	144.930	153.889
1977 12	37.908	202.584	240.492
1978 12	48.998	308.852	357.850
1979 12	128.624	392.904	521.528
1980 12	226.655	621.730	848.385
1981 12	958.971	2.128.959	3.087.930
1982 12	3.174.788	4.688.563	7.863.351
1983 12	15.913.971	9.522.776	25.436.747
1984 12	35.088.237	55.188.305	90.276.542
1985 12	143.248.187	259.484.458	402.732.645
1986 12	748.278.000	359.219.000	1.107.497.000
1987 12	3.244.159.000	2.292.575.000	5.536.734.000
1988 12	43.331.667.000	31.527.447.000	74.859.114.000
1989 01	54.352.778.000	38.045.696.000	92.398.474.000
1989 02	53.379.940.000	47.409.419.000	100.789.359.000
1989 03	58.197.543.000	58.734.403.000	116.931.946.000
1989 04	64.708.914.000	65.191.902.000	129.900.816.000
1989 05	76.551.922.000	67.564.614.000	144.116.536.000
1989 06*	91.563.929.000	84.367.977.000	175.931.906.000
1989 07*	119.460.000.000	112.154.000.000	231.614.000.000
1989 08*	158.997.000.000	155.147.000.000	314.144.000.000
1989 09*	223.554.444.000	207.080.082.000	430.634.526.000

(*) Sujeito a alteração.

(1) Inclui LFT emitidas para fazer face ao DL 2376.

(2) O abrupto crescimento da carteira do BACEN em 75 deveu-se a compras de ORTN feitas ao mercado visto que, ao carregar grande volume de títulos que não LTN/ORTN, não apresentava condições de suportar tradicional redução de liquidez de final de ano.

QUADRO III

CRESCIMENTO FINANCEIRO E CRESCIMENTO ECONÔMICO

1964/1982

ANOS	Real. Princ. Hav. Financeiro/PIB		% dos Ativos Nã- Monet. no PIB	% da Poup. Int. Real no PIB	Taxa % de Cresc. do PIB Real	Inflação Anual
	% dos Ativos Finan. Totais PIB	% dos Ativos Monet. no PIB				
1964	25,1	23,1	2,0	-	2,9	91,2
1965	24,5	21,3	3,2	-	2,7	55,4
1966	21,1	16,8	4,3	-	5,1	38,8
1967	24,5	17,9	4,7	-	4,8	24,3
1968	26,2	17,7	8,5	20,2	11,2	25,4
1969	27,8	17,7	10,1	24,1	9,9	20,2
1970	30,8	17,2	13,6	21,4	8,8	19,2
1971	33,3	16,7	16,6	21,8	11,3	19,8
1972	40,0	17,7	21,3	22,0	12,1	15,5
1973	42,3	18,4	23,9	24,5	14,0	15,5
1974	39,4	16,9	22,5	24,5	9,0	34,5
1975	44,2	17,0	27,2	22,1	5,2	29,4
1976	40,8	14,8	26,0	20,8	9,8	46,3
1977	40,3	13,6	26,7	20,5	4,6	38,8
1978	41,4	13,0	28,4	17,4	4,8	40,0
1979	41,3	13,4	27,9	15,2	7,2	77,2
1980	33,1	10,9	22,2	15,9	9,1	110,2
1981*	39,9	9,4	30,5	-	- 3,1	95,2
1982*	42,5	7,2	35,4	-	1,1	99,7

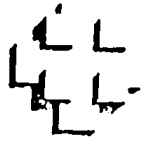
QUADRO-IV

PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA COM ORTN E LTN *
(1964/1987)

POSIÇÃO	O R T N	L T N	DÍVIDA TOTAL
1964	59 m e 21 d	-	59 m e 21 d
1965	47 m e 09 d	-	47 m e 09 d
1966	24 m e 12 d	-	24 m e 12 d
1967	24 m e 21 d	-	24 m e 21 d
1968	24 m e 12 d	-	24 m e 12 d
1969	20 m e 09 d	-	20 m e 09 d
1970	17 m e 05 d	20 d	16 m
1971	16 m e 11 d	01 m e 13 d	12 m e 15 d
1972	21 m e 23 d	02 m e 20 d	14 m e 05 d
1973	27 m e 22 d	03 m e 21 d	16 m e 20 d
1974	31 m e 02 d	03 m e 24 d	22 m e 14 d
1975	37 m e 29 d	03 m e 14 d	24 m e 22 d
1976	31 m e 28 d	03 m e 19 d	19 m e 04 d
1977	30 m e 27 d	03 m e 11 d	17 m e 01 d
1978	27 m e 12 d	03 m e 07 d	14 m e 08 d
1979	25 m e 09 d	03 m e 05 d	13 m e 27 d
1980	34 m e 02 d	03 m e 02 d	24 m e 21 d
1981	35 m e 22 d	04 m e 10 d	24 m e 16 d
1982	36 m e 01 d	03 m e 12 d	29 m e 20 d
1983	31 m e 17 d	02 m e 11 d	25 m e 29 d
1984	20 m e 06 d	01 m e 26 d	19 m e 01 d
1985	12 m e 04 d	27 d	10 m e 11 d
1986	12 m e 12 d	76 d	08 m e 12 d
1987	13 m e 13 d	41 d	11 m e 10 d

* Dívida total em poder do Banco Central e do público.

Fonte: Departamento de Operações com Títulos e Valores Mobiliários (DEMOB).


BANCO CENTRAL DO BRASIL
PRAZO MÉDIO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL
QUADRO IV-A

ANO	ORTN	LTN	LFT	TOTAL
1970	17M.05D.	20D.	--	--
1971	16M.11D.	01M.13D.	--	--
1972	21M.23D.	02M.20D.	--	--
1973	27M.22D.	03M.21D.	--	--
1974	31M.02D.	03M.24D.	--	--
1975	37M.29D.	03M.14D.	--	--
1976	31M.28D.	03M.19D.	--	--
1977	30M.27D.	03M.11D.	--	--
1978	27M.12D.	03M.07D.	--	14M.00D.
1979	25M.09D.	03M.05D.	--	13M.27D.
1980	34M.02D.	03M.02D.	--	24M.21D.
1981	35M.22D.	04M.10D.	--	24M.16D.
1982	36M.01D.	03M.12D.	--	29M.20D.
1983	31M.17D.	02M.11D.	--	25M.29D.
1984	20M.06D.	01M.26D.	--	19M.01D.
1985	12M.04D.	27D.	--	10M.11D.
1986	12M.12D.	76D.	--	00M.12D.
1987	13M.02D.	40D.	--	10M.27D.
1988	06M.01D.	--	03M.07D.	04M.23D.

FONTE BACEN/DEDIP

