

TCC/UNICAMP

M151a

3391/IE



1290003391

CEDOC/IE



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

Ajuste fiscal, estabilidade e crescimento:

**Uma discussão sobre a evolução e os rumos da política fiscal brasileira
(1994-2007)**

CEDOC/IE

Professor responsável: Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro Lopreato (I.E.- UNICAMP)

Aluno: Thiago de Moraes Moreira (I.E.- UNICAMP)

Política Fiscal Brasil

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

THIAGO DE MORAES MOREIRA

Ajuste fiscal, estabilidade e crescimento:

**Uma discussão sobre a evolução e os rumos da política fiscal brasileira
(1994-2007)**

*Trabalho de Monografia apresentado
como exigência para a conclusão do Curso
de Ciências Econômicas do Instituto de
Economia da UNICAMP, sob a orientação
do Prof. Dr. Francisco Luiz Cazeiro
Lopreato.*

Depositar, Francisco Luiz Cazeiro

CAMPINAS

2007

Agradecimentos

Inicialmente devo fazer um agradecimento especial à principal responsável por este momento, à Noemia Maria Pereira de Moraes, minha amada mãe, que com muita luta e sacrifício me proporcionou, sempre, todas as condições necessárias para chegar onde estou, sejam elas emocionais ou financeiras.

À minhas queridas irmãs Ana Paula e Clarissa, que juntamente com minha mãe, formam um "time" de grande valor na minha vida e que espero que se fortaleça cada vez mais.

À meu amado pai, José Pontes Moreira, que mesmo distante, tem uma imensa representação na minha vida. Uma pessoa que me faz pensar e repensar o sentido da vida constantemente.

À minha parceira, companheira, amiga Ana Karina, com a qual ao longo dos meus cinco anos universitários, compartilhei os melhores anos de minha existência!

Aos professores do Instituto de Economia da Unicamp, que me proporcionaram uma excelente formação e que me estimularam e ainda estimulam a buscar incessantemente o conhecimento.

Um agradecimento especial ao meu professor e orientador Lopreato, que dentre outras várias contribuições, teve grande importância no ensinamento de como se deve estruturar e organizar um trabalho.

Aos meus amigos de São Paulo e da Unicamp que em todos estes anos foram imprescindíveis para o meu amadurecimento profissional e pessoal.

E um último agradecimento ao destino e à Deus, que por linhas tortas, colocou no meu caminho este lugar magnífico, inspirador, fantástico que me proporcionou muito mais do que a simples a profissão de economista, que se chama UNICAMP!!!

Muito Obrigado!

Resumo

Com a advento do novo modelo macroeconômico no início de 1999, após a eclosão da crise cambial, as políticas de ajuste fiscal, com o objetivo do controle e redução da relação dívida líquida do setor público/PIB, passaram a ser consideradas, definitivamente, pedra angular para reconquista da estabilidade e retomada do crescimento.

O presente trabalho propõe-se a analisar o comportamento do ajuste fiscal desde então, bem como as formas pelas quais estes foram executados. O acompanhamento do cenário macroeconômico neste período nos permite concluir que os objetivos colocados para a política fiscal ficaram fortemente sujeitos ao comportamento volátil do câmbio e dos juros, dada a dinâmica de funcionamento do modelo macroeconômico. No entanto, a interpretação predominante (ortodoxa) sobre o comportamento dos indicadores fiscais e da conjuntura macroeconômica busca reforçar a necessidade de ajustes ainda maiores, atentando para uma suposta relação causal entre estrutura fiscal (elevados níveis da relação dívida/PIB) e os elevados juros. Dessa forma, uma austeridade fiscal ainda maior, que deveria ser alcançada através de cortes profundos nos gastos públicos correntes (previdência, pessoal, custeio, programas sociais) seria a receita para reduzir, em ritmo mais acelerado, a taxa de juros, de forma a garantir um ciclo virtuoso de crescimento.

Já na perspectiva alternativa, heterodoxa, tal relação levantada pelos ortodoxos não possui fundamento algum, na medida em que a determinação da taxa de juros está mais fortemente relacionada a outras variáveis, mais especificamente à conjuntura externa, dado o elevado grau de abertura financeira, e o aprofundamento do ajuste fiscal estaria a serviço da manutenção da rentabilidade do capital financeiro (dos detentores dos títulos da dívida pública) e poderia contribuir para uma precarização ainda maior da participação estatal na vida econômica e social brasileira, o que colocaria em risco milhões de brasileiros que dependem da atuação do Estado para sobreviver.

No fim do trabalho, apresentamos os indicadores fiscais mais recentes, que sofreram importantes alterações após a revisão de cálculo do PIB feita pelo IBGE e em um caráter especulativo discutimos até que ponto tais mudanças provocaram alterações no tratamento dado à questão fiscal em 2007 e podem redefinir alguns pontos do debate acerca dos rumos da política fiscal brasileira.

Palavras-chaves: Ajuste fiscal - Estabilidade macroeconômica - Crescimento econômico

Sumário

Introdução.....	6
1.Estabilidade e vulnerabilidade (1994-99).....	9
1.1) O ajuste de 1999 e os novos rumos da política macroeconômica	16
1.2)Principais premissas teóricas do novo modelo.....	18
2.Avaliação do comportamento da política fiscal (1999-2006).....	23
2.1) O período 1999-2001	24
2.2) Os anos 2002/03	25
2.2.1) DLSP, superávit e câmbio.....	26
2.2.2) DLSP, superávit primário e juros.....	29
2.3) O período 2004- 2006	31
3.As diferentes interpretações do cenário macroeconômico	36
4. As propostas dominantes para a reformulação do regime fiscal.....	45
4.1) Outras críticas à proposta de Delfim	49
5. O ano de 2007 e comentários finais	53
Referências Bibliográficas	

Introdução

O presente trabalho pretende abordar a evolução da política fiscal na última década sob três aspectos principais: as condições nas quais as políticas de austeridade fiscal ganham, definitivamente, enorme espaço na condução da política macroeconômica brasileira no fim da década de 90, as formas de interação entre a política fiscal e as outras políticas macro(monetária e cambial) nos formatos assumidos pelo modelo macroeconômico, ou seja, de que forma a condução destas políticas condicionaram tantos os resultados como os objetivos colocados para a política fiscal e, por fim, discutir o papel desempenhado pelo aprofundamento do ajuste nas contas públicas para a retomada da estabilidade macroeconômica e de um ciclo virtuoso de crescimento .

Iniciaremos nossa análise a partir da estabilização de preços e da conclusão do Plano Real, ocorrida em meados de 1994, apresentando brevemente as características do modelo macro deste período, que vigorou até o início de 1999 e resultou numa profunda deterioração das contas públicas. Em seguida, abordaremos as transformações macroeconômicas ocorridas nesta época, destacando os novos formatos dado para as políticas fiscal, - comprometida com a geração de superávits primários) – monetária, - que passou a ser guiada segundo o regime de metas de inflação - e cambial, que passa a adotar uma taxa flutuante. Atentaremos para importantes mudanças das concepções teóricas das funções e atributos das políticas macro, fundamentais para a compreensão do novo desenho macroeconômico.

Na seqüência nos concentraremos na análise dos principais resultados obtidos pela política fiscal neste novo modelo, de 1999 até 2006. À grosso modo, podemos dizer que até fins de 2001 havia uma grande crença de que aquele modelo, apoiada no forte arrocho fiscal e num rígido regime de metas de inflação estaria conduzindo a economia brasileira para a estabilidade e para o caminho do crescimento sustentado. Abordaremos, no entanto, de que forma as turbulências políticas de 2002 e seus desdobramentos permitiram “revelar” a existência de sérios problemas e inconsistências daquele modelo, dada a elevada vulnerabilidade a que os indicadores fiscais mostraram estar sujeitos em relação aos movimentos do câmbio e dos juros.

Entretanto, veremos de que forma os argumentos utilizados pelas principais análises macroeconômicas e pelos formuladores de política na explicação do comportamento das variáveis macroeconômicas no período de maior instabilidade apontam para uma centralidade ainda maior da política fiscal em relação à construção de um ambiente de estabilidade

macroeconômica. Dessa forma observamos um aprofundamento do modelo, com ampliação dos ajustes fiscais e manutenção de um rígido combate a qualquer foco inflacionário.

A melhoria da situação fiscal e de alguns indicadores macroeconômicos, acompanhada da retomada de um ambiente de suposta estabilidade macroeconômica, verificadas após as turbulências permitiu que boa parte dos economistas, representantes da ortodoxia, reforçasse seu posicionamento em relação à adequacidade das políticas macro, em especial à importância da ampliação do arrocho fiscal, como fator essencial para consolidação do ambiente de estabilidade.

No entanto, os ortodoxos acreditam que a continuidade e ampliação de resultados macroeconômicos favoráveis dependam de algumas importantes reformulações do modelo fiscal, no sentido de conter a expansão e até mesmo reduzir as despesas públicas correntes (pessoal, custeio, previdenciárias, programas sociais etc). A idéia básica seria a de que o necessário aprofundamento do ajuste fiscal para reduções mais expressivas da relação dívida/PIB, não teria condições de continuar sendo obtido via elevação da carga tributária e corte de investimentos públicos, método predominantemente utilizado na geração dos crescentes superávits primários, e, portanto, a redução das despesas correntes do governo foi colocada como ponto crucial para a manutenção e consolidação da estabilidade macroeconômica.

Apresentaremos algumas propostas surgidas a partir de meados de 2005 para a reformulação do modelo fiscal, de caráter ortodoxo, que defenderam um maior ajuste fiscal como solução para a manutenção da estabilidade e criação de condições para a retomada do crescimento. Será dado um maior enfoque na proposta do então deputado federal, Antônio Delfim Neto, que propôs a chamada “zeragem” do déficit nominal do setor público.

Em contraposição a estes argumentos, abordaremos uma interpretação não convencional ou heterodoxa, para os quais os determinantes da estabilidade macroeconômica e da melhoria dos indicadores fiscais estão diretamente vinculados a fatores da conjuntura externa, em especial à situação da economia americana, dado o elevado grau de abertura financeira. Dessa forma, de acordo com esta visão o aprofundamento do ajuste fiscal neste desenho macroeconômico não tornaria a economia brasileira menos vulnerável a eventuais choques externos, nem garantiria a retomada de um ciclo de crescimento econômico, garantindo apenas a rentabilidade do capital financeiro, além de restringir a já fragilizada participação do Estado na vida econômica e social brasileira.

Vale ressaltar que os dados fiscais utilizados neste trabalho, sobretudo os relacionados com PIB não estão levando em consideração a nova metodologia de cálculo para o PIB do IBGE, que revelou níveis de produto mais elevados do que os divulgados até então, o que provocou relevantes impactos em alguns indicadores, como por exemplo, na relação dívida/PIB. Por este motivo, o último capítulo será dedicado para a apresentação de alguns dos “novos” resultados fiscais para o ano de 2007 e com caráter um tanto quanto especulativo, abordar até que ponto estes novos números podem provocar uma mudança no tratamento dado à situação fiscal e macroeconômica brasileira e redefinir alguns pontos do debate.

1. Estabilidade e vulnerabilidade (1994-99)

Esta seção é dedicada para uma melhor compreensão do período de funcionamento da política macroeconômica brasileira implementada após a adoção da nova moeda (real), em meados de 1994, que, por sua vez, ficou marcada por conseguir finalmente a estabilização dos preços, depois de diversos planos de combate ao processo inflacionário ao longo dos anos 80 e também no início dos anos 90, todos sem sucesso. Abordaremos os principais resultados decorrentes da dinâmica deste modelo, enfatizando de que forma os impactos do modo de funcionamento do modelo macroeconômico sobre os resultados fiscais e sobre as contas externas foram determinantes para as transformações macroeconômicas ocorridas em 1999.

O modelo decorrente do Plano Real vigorou até a crise cambial de 1999; a idéia é mostrar que esta crise foi, em grande medida, fruto da forma pela qual o controle de preços era obtido, isto é, que as causas que levaram ao fim daquele modelo encontram-se na própria forma como a estabilização de preços foi atingida e era mantida e, assim, na própria dinâmica assumida pela economia brasileira com o programa de estabilização, que se apoiou na chamada âncora cambial, com forte valorização cambial e abertura comercial e financeira.

Como não é objeto do presente trabalho, não detalharemos as idéias prevalentes no debate acerca das causas da inflação no período, nem nas etapas de implementação do Plano Real. O que nos interessa, inicialmente, é compreender o comportamento das políticas macro (fiscal, monetária e cambial) neste modelo vigente até 1999¹.

O controle da inflação acabou sendo atingido com a utilização de um estrito controle sobre a taxa de câmbio, que deveria permanecer em níveis sobrevalorizados², caracterizando a chamada âncora cambial. Dessa forma, a política monetária tornou-se o pilar de sustentação daquele modelo, já que era necessário a atração de grande volume de capital externo a fim de sustentar o câmbio nos níveis compatíveis com o controle inflacionário, que deveria ser alcançada com a prática de elevadas taxas de juros³.

Com isso, criou-se uma relação de interdependência envolvendo a condução das políticas monetária e cambial. O regime cambial implementado inicialmente foi o chamado de “bandas

¹ Para um maior entedimentos dos diagnósticos e etapas de implementação do Plano Real, ver Ferrari Filho (2001).

² É importante ressaltar que tal política cambial só se tornou possível com a abertura da conta financeira e o retorno dos fluxos de capital internacional para os países emergentes, entre eles o Brasil, ocorridos no início da década de 90, permitindo um acúmulo de reservas suficientes para a implementação de um regime de ancoragem cambial.

³ Os elevados juros seriam também importantes para conter a demanda agregada e impedir qualquer foco inflacionário resultante de um certo aquecimento da economia após a estabilização.

cambiais assimétricas”, no qual haveria um teto para o câmbio, na relação de R\$ 1 por US\$ 1, e, com isso, a flutuação deveria ocorrer apenas no sentido da valorização do real frente ao dólar. Dessa forma, a manutenção do câmbio nestes patamares exigia um grande acúmulo de reservas por parte do Banco Central e, conseqüentemente, a prática de elevados juros a fim de atrair um expressivo volume de capital externo para o país⁴. Veremos mais adiante que após algumas crises externas deste período, algumas mudanças ocorreram no regime cambial, no entanto sem alteração das bases fundamentais de sustentação do modelo, apoiado na “dupla” câmbio valorizado e juros altos, que era sempre mantida.

Com relação à política fiscal, apesar do ajuste nas contas públicas ter sido colocado como umas das políticas necessárias do programa de estabilização do Plano Real, fatores externos positivos como ampla liquidez internacional ou ainda questões no âmbito interno como o encaminhamento das reformas tributária e previdenciária, além do reduzido nível em que se encontrava a relação dívida/PIB em 1994, cerca de 30%, possibilitaram expectativas favoráveis no que dizia respeito à solvência da dívida pública.

Dessa forma, as políticas de austeridade fiscal não foram consideradas como de primeira necessidade e ficaram relegadas a um segundo plano, na medida em que eventuais pioras dos indicadores fiscais não eram vistas como ameaça à estabilidade macroeconômica, o que permitiu uma política fiscal mais frouxa neste período, não comprometida, por exemplo, com a geração de resultados primários.

Antes de tratarmos das principais implicações desta dinâmica macroeconômica, é importante ressaltarmos que entre 1994 e 1999 a economia brasileira passou por fortes turbulências, decorrentes dos chamados efeitos-contágio provenientes de crises externas, com destaque para a crise do México, crise Asiática e crise Russa, que acarretavam desconfiças de credores em relação à capacidade de pagamento do país e, conseqüentemente, em movimentos de fuga de capital.

A crença de que a sustentabilidade daquela taxa de câmbio era de fundamental importância para a estabilidade macroeconômica, fez com que as autoridades econômicas resistissem fortemente às eventuais pressões de desvalorização e o máximo que permitiram foram “leves” relaxamentos na rigidez cambial, como acontecido em decorrência da crise mexicana, em

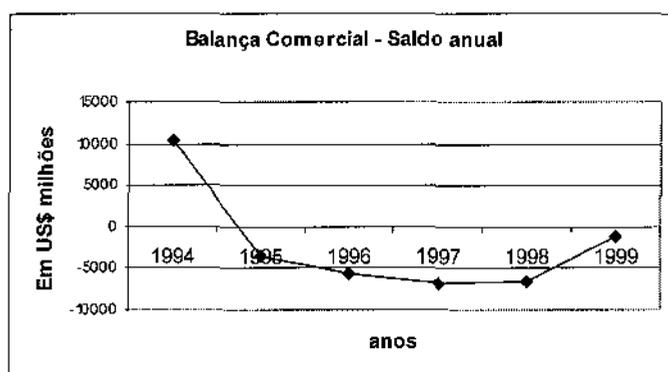
⁴ A atração de capital externo ocorre na medida em que torna-se rentável para os credores a aplicação no país. Assim, a idéia era manter os juros em níveis elevados, propiciando alta valorização para os capitais aplicados direcionados ao Brasil.

que foram abolidas as chamadas bandas cambiais assimétricas, o que permitia uma leve desvalorização do real; contudo a reação principal, verificada em todas as turbulências ocorridas no quadro externo, consistia em significativos aumentos na taxa de juros, a fim de impedir qualquer fuga de capital mais relevante; em outras palavras, uma maior desvalorização do real tinha de ser impedida a qualquer custo.

Em contra-partida a todo este esforço em manter o câmbio valorizado, devemos enfatizar os efeitos extremamente perversos que incidiram tanto sobre as contas externas quanto sobre as contas públicas.

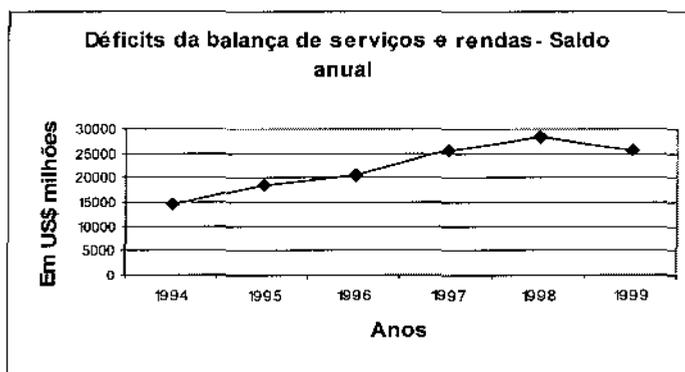
Com relação às contas externas, a manutenção da taxa de câmbio em níveis sobrevalorizados, conjugado a um processo de abertura comercial, estimularam fortemente a expansão das importações, em detrimento das exportações, resultando em crescentes déficits da balança comercial. Além disso, verifica-se um expressivo crescimento dos gastos com juros da conta de serviços e rendas do balanço de pagamentos, resultado da prática dos elevados juros pela política monetária que, como já colocado, permitiu a entrada maciça de capital estrangeiro, sobretudo os de curto prazo, garantindo uma alta rentabilidade para os credores externos. Os gráficos abaixo mostram a evolução de alguns números relativos às contas externas:

Gráfico 1



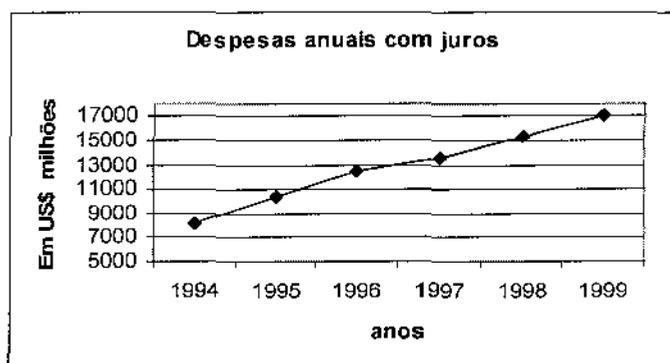
Fonte: Banco Central. Elaboração própria

Gráfico 2



Fonte: Banco Central. Elaboração própria

Gráfico 3



Fonte: Banco Central. Elaboração própria

Devemos agora nos concentrar nos impactos fiscais resultantes da dinâmica macroeconômica, ou seja, nos principais fatores que levaram a uma profunda deterioração das contas públicas no período.

Inicialmente chamamos a atenção para alguns importantes acontecimentos do período no âmbito fiscal, como a forte expansão da dívida mobiliária de estados e municípios, que desembocou na renegociação destas dívidas por parte do governo federal em 1997, que, por sua vez, assumiu os compromissos das entidades subnacionais (dívidas mobiliária, contratual e outras obrigações junto a bancos) através da emissão de títulos federais, o reconhecimento e contabilização de dívidas latentes ou os chamados “esqueletos” e o programa de fortalecimento

dos bancos federais (PROEF)⁵. Em linhas bem gerais, tais fatos contribuíram para uma expressiva elevação do endividamento público e, mais especificamente, do governo federal.

Apesar dos significativos impactos dos fatores mencionados, cabe agora destacarmos os efeitos decorrentes da própria dinâmica macroeconômica, ou seja, do modo como o funcionamento do modelo constituiu em um importante elemento explicativo da profunda deterioração nas condições fiscais⁶.

O grande volume de recursos de recursos externos, atraídos pelos altíssimos juros praticados pela política monetária, provocariam, *ceteris paribus*, um significativo aumento da base monetária. No entanto, a preocupação das autoridades monetárias com pressões inflacionárias decorrentes do crescimento do excesso de liquidez fez com que o Banco Central adotasse as chamadas políticas de esterilização, nas quais eram emitidos títulos internos da dívida pública, com o objetivo de “enxugar” este excesso. Em princípio o governo tinha como meta emitir uma quantidade considerável de títulos pré-fixados com prazos mais extensos para o financiamento da dívida pública. No entanto, as sucessivas crises externas, que elevavam a percepção de risco dos agentes credores, que por sua vez exigiam rentabilidades mais elevadas para continuar aplicando seus recursos no país, foram respondidas com a escalada da taxa básica de juros, levando os detentores dos títulos da dívida interna à crescente rejeição dos pré-fixados e à preferência pelos títulos internos pós-fixados e indexados à taxa básica de juros Selic. Este movimento, que se intensificou após a crise asiática em 1997 provocou um forte crescimento da dívida pública, resultado dos enormes dispêndios com o pagamento dos serviços da dívida (juros) decorrentes do perfil assumido pela dívida mobiliária federal interna⁷.

Um outro aspecto relevante que compete à questão fiscal e que devemos chamar a atenção diz respeito ao fato de que apesar das diversas privatizações de empresas estatais neste período, sobretudo as de serviços públicos, que em tese poderia proporcionar uma situação fiscal mais confortável, os recursos provenientes destas acabaram sendo “queimados”, novamente, em grande parte, conseqüência dos altíssimos juros praticados, não impediram o crescimento da dívida pública.

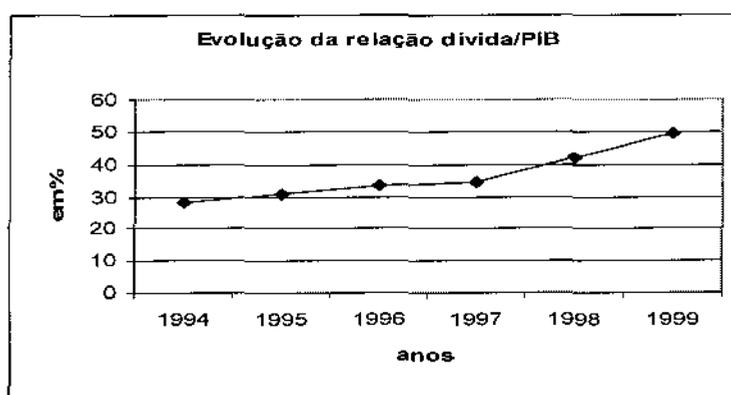
⁵ Para mais informações a respeito dos efeitos destes acontecimentos sobre a estrutura fiscal, ver Versiani (2003)

⁶ Os economistas de orientação mais ortodoxa procuram minimizar os constrangimentos causados pela política monetária à estrutura fiscal, dando maior ênfase justamente para a questão dos “esqueletos”, para a renegociação da dívida dos estados e municípios etc.

⁷ À título de exemplo, no final de 1998 os títulos pós-fixados e indexados à taxa de juros Selic passaram a representar cerca de 64% da dívida mobiliária federal. Para mais detalhes ver Saboya Pinheiro (2000).

Dado todos estes fatores, somados a inexistência de metas de superávit primário, nem mesmo o considerável crescimento da carga tributária, que em 1993 registrava algo próximo a 25 % do PIB e em 1997 já atingia 29,5% do produto, foi suficiente para impedir a elevação do déficit público no seu conceito nominal⁸ e, conseqüentemente da dívida líquida do setor público, bem como da relação desta sobre o PIB.

Gráfico 4



Fonte: Banco Central. Elaboração própria.

Esta dinâmica macroeconômica, que apresentava crescentes déficits em transações correntes (déficit comercial somado ao déficit na conta de serviços e rendas) e crescente deterioração das contas do setor público, com significativo aumento da relação dívida/PIB já apontava para a insustentabilidade deste modelo. Do lado externo, criou-se uma grande dependência dos capitais externos, sobretudo daqueles de curto prazo, grande volatilidade e que “exigiam” juros cada vez mais elevados, para continuarem financiando os desequilíbrios da balança de pagamentos e permitindo o controle da taxa de câmbio e a manutenção do modelo como um todo. No âmbito interno, os enormes incrementos da dívida pública interna já provocavam desconfianças quanto ao pagamento aos credores, trazendo a situação fiscal à tona do debate macroeconômico.

Depois das sucessivas crises externas, a principal forma de resistência à flutuação cambial através de acréscimos na taxa de juros já não conseguia convencer os credores quanto à

⁸ Se analisarmos o período como um todo, podemos colocar que houve, sob o conceito primário das contas públicas (que exclui os gastos com juros) um certo equilíbrio, isto é, observamos ao longo do período um resultado primário próximo de zero. No entanto, no conceito nominal, que inclui os serviços da dívida, observamos um vertiginoso crescimento, que refletiu na forte elevação da dívida pública.

capacidade de pagamento do governo, dada a forte deterioração das contas externa e do setor público, tornando a possibilidade de desvalorização do real cada vez mais concreta. Sendo assim, no início de 1999, sem mais condições de o governo sustentar aquele desenho macroeconômico, o real acabou sendo fortemente desvalorizado, indicando que a condução das políticas macro (monetária, fiscal e cambial) deveriam passar por reformulações.

Neste momento, o foco das principais análises macroeconômicas se voltavam para a questão fiscal, podendo ser considerado um marco da evolução recente da macroeconomia brasileira, no qual as política de austeridade fiscal, que se propunham a garantir a sustentabilidade da dívida pública, ganham um enorme espaço na política econômica.

Vale mencionar que mesmo antes da eclosão da crise, muitos economistas já viam a estrutura fiscal como ponto-chave para a sustentação daquele formato macroeconômico e, assim, criticavam a falta de disciplina fiscal, alertando que a austeridade fiscal era de extrema importância caso se pretendesse transformar o sucesso de curto prazo no combate à inflação em sucesso a longo prazo. Estes acreditavam que para a estabilidade de preços persistisse no longo prazo, era necessário alcançar o equilíbrio externo, frear o movimento já mencionado de deterioração das contas externas do país. Apostavam que este equilíbrio poderia ser atingido com a redução dos déficits comerciais que, por sua vez, poderia ser alcançado através da austeridade fiscal, na medida em que reduziria a demanda agregada doméstica. Em outras palavras, uma queda da absorção doméstica relativamente ao produto possibilitaria a geração de saldos positivos na balança comercial, criando condições para a obtenção do equilíbrio externo.

Dentre estes economistas podemos citar Affonso Pastore (1996), que defendia a tese de que uma política fiscal contracionista seria muito mais eficiente no que diz respeito à redução da demanda doméstica do que uma política monetária restritiva com a prática de altíssimas taxas de juros. Acrescentavam ainda que não seriam necessários os efeitos nocivos decorrentes dos aumentos da taxa de juros, como um aprofundamento da valorização cambial ou ainda o aumento das despesas financeiras com pagamento de juros. Segundo Pastore:

“...neste momento é preciso uma austeridade fiscal muito maior do que a que simplesmente produza o equilíbrio orçamentário. Uma queda significativa da absorção doméstica, que reduzisse o peso do ajuste externo que fatalmente recairá sobre a política cambial, terá que ser produzida pela política fiscal, que tem um efeito neutro sobre a taxa de juros e, portanto neutro sobre a taxa de câmbio.” (Pastore, 1996, pág. 56).

Em síntese, a forte deterioração tanto das contas públicas, consubstanciadas tanto na “explosão” da relação dívida/PIB, quanto das contas externas, traduzidas nos sucessivos e crescentes déficits em transações correntes, resultaram na crise cambial de 99 e foram determinantes para uma profunda mudança no funcionamento da política econômica. A idéia da austeridade fiscal, que na verdade já era bem conhecida pela economia brasileira, e que, como já mencionado, esteve também presente na implementação do Plano Real, porém não conseguiu ser plenamente executada, ganhava “corpo”, força e passava a ser assunto obrigatório.

1.1) O ajuste de 1999 e os novos rumos da política macroeconômica

Com a desvalorização do real não havia mais a possibilidade da utilização da âncora cambial para o controle do nível de preços; assim fez-se necessário a utilização de outros mecanismos para garantir a estabilidade macroeconômica. Com o câmbio flutuante, as autoridades optaram pela utilização do chamado regime de metas de inflação, que passaria, então a orientar a política monetária brasileira, com o objetivo de conter os processos inflacionários, com a definição de metas anuais de inflação (a cada ano mais baixas) a serem perseguidas.

A forte queima de reservas internacionais ocorridas em 1998 havia feito as autoridades brasileiras entrarem em negociação com o FMI já neste ano, antes mesmo da crise cambial. Com a persistência da forte redução do nível de reservas e a subsequente crise no início de 99, houve uma necessidade ainda maior de se recorrer à ajuda financeira do FMI, a fim de recompor o baixo nível de divisas externas. Como parte das condicionalidades do fundo para o recebimento dos recursos (cerca de 40 bilhões de dólares) destaca-se a imposição de um forte arrocho fiscal através da estipulação de metas para o chamado superávit primário⁹, que basicamente consiste na obtenção de saldos positivos nas contas públicas, deduzindo da arrecadação tributária o pagamento dos serviços da dívida (juros). Sem a possibilidade de utilização da âncora cambial, o controle de preços dependia não apenas da austeridade monetária; seguindo a doutrina do órgão, as autoridades da economia brasileira “abraçavam” definitivamente a idéia de que a

⁹Em 1999, o fundo exigiu a realização de um superávit primário de 3,1% do PIB e o governo já neste primeiro ano fez mais: 3,2%. Desde então, o superávit alcançado pelo setor público apresentou valores superiores às metas impostas pelo FMI. Houve uma renovação do contrato em meados de 2001 e outra no fim de 2003; nesta a meta exigida pelo fundo já estava em 4,25% do PIB e mais uma vez tal meta foi superada. Vale lembrar que no início de 2005 o governo Lula não renovou o acordo com o FMI, no entanto, continuou com a mesma dinâmica de aprofundamento do ajuste fiscal.

disciplina fiscal deveria cumprir papel de extrema importância para a criação e manutenção de um ambiente de estabilidade macroeconômica.

Devemos também chamar a atenção para as transformações ocorridas da utilização das variáveis câmbio e juros neste período. Em substituição ao uso da taxa de câmbio para o combate à inflação, é instituído o regime de metas, que passou a ter a taxa de juros como seu instrumento de ajuste, e assim, a guiar a política monetária, conforme explicaremos a seguir. O câmbio flutuante passaria a ser utilizado para equilibrar as contas externas.

Podemos, com isso, dizer que a partir de 1999 houve uma troca de funções entre os principais instrumentos da política econômica: a função de controle dos preços exercida principalmente pelo controle da taxa de câmbio passaria, em tese, a ser desempenhada fundamentalmente pela taxa de juros; já o financiamento dos desequilíbrios externos não mais seria função a ser desempenhada pelas elevadíssimas taxas de juros, sendo executado pela taxa de câmbio no novo modelo, que se torna flutuante, o que permitiria o ajuste dos desequilíbrios externos via aumento do saldo comercial.

Ao contrário do que acontecia no período anterior (1994/99) em que não havia uma clara sintonia entre as formas de condução das políticas monetária e fiscal, neste momento as relações entre estas políticas se “estreitam”, uma vez que ganha projeção a idéia de que a política fiscal cumpria um papel complementar à política monetária, ou seja, um regime de metas de inflação encontraria imensas dificuldades de ser executado com sucesso com a presença de déficits públicos, isto é, sem a adequada disciplina fiscal, que, conforme os defensores das novas políticas, poderia gerar focos inflacionários¹⁰.

Durante a fase de implementação do novo modelo, amadurece a idéia de que, tanto o equilíbrio interno de preços e, até mesmo o equilíbrio externo do balanço de pagamentos, ou seja, a própria estabilidade macroeconômica dependeria de uma rígida disciplina fiscal. Difundi-se a idéia de que não era possível manter a trajetória de expansão da dívida pública nos mesmos moldes ocorridos no período anterior sem que se colocasse em risco a estabilidade, ou seja, a política fiscal ganha *status* de novo pilar de sustentação do modelo macroeconômico.

Com isso, devemos ressaltar a grande importância que passou a receber o indicador “sustentabilidade da dívida”, ou ainda, solvência da situação fiscal, nas análises macroeconômicas, em detrimento do uso de indicadores como a NFSP (necessidade de

¹⁰ As bases teóricas que deram suporte a esta tese será explorada na próxima seção.

financiamento do setor público). A política fiscal ganha significativa responsabilidade neste momento, na medida em que ganha projeção a idéia de que as expectativas dos credores, tanto internos quanto externos, em relação aos movimentos futuros do câmbio, dos juros e da valorização da riqueza estariam em alguma medida baseadas na solvência da situação fiscal.

A partir de então, o controle e a redução de tais indicadores de sustentabilidade da dívida, como destaque para a relação dívida/PIB¹¹, através de políticas de ajuste fiscal que visassem a geração de expressivos superávits primários, passaram a ser perseguidos como importância de primeira ordem, sendo tratados como indispensáveis para a criação de um ambiente de estabilidade, que, segundo os defensores destas políticas, geraria condições para realização de novos investimentos produtivos, com crescimento da renda e do emprego.

1.2) Principais premissas teóricas do novo modelo

Passaremos agora para um entendimento um pouco mais apurado do novo rumo assumido pelas políticas monetária e fiscal, destacando o modo de funcionamento e suas bases teóricas. Como já colocado anteriormente, a política monetária passou a ser guiada pelo chamado regime de metas de inflação. Julgo necessárias algumas observações com relação às bases teóricas que fundamentam este regime. Primeiramente, como já mencionado, este sistema surge no Brasil após a crise cambial de 99, em substituição à âncora cambial, com o objetivo de controle dos preços.

Podemos encontrar algumas similaridades entre as idéias que deram suporte ao novo modelo macroeconômico e as concepções teóricas fundadas nas chamadas expectativas racionais¹². De acordo com grande parte daqueles que se utilizam desta tese em suas análises, a política monetária (no que diz respeito a movimentos de contração e expansão monetária) não teria efeitos sobre as variáveis reais da economia, apenas impactos nominais, desde que o

¹¹ Vale lembrar que muitos países desenvolvidos apresentam o indicador dívida/PIB muito superior ao brasileiro, e em muitos casos superior, inclusive, a 1, ou seja, uma dívida que ultrapassa o valor do produto. No entanto, há de se levar em conta que o perfil da dívida destes países é bastante distinto do brasileiro, assim como o prazo de maturidade, onde prevalece o endividamento de mais longo prazo, ao contrário do que ocorre no Brasil.

¹² Podemos identificar algumas escolas de pensamento econômico que utilizam as expectativas racionais, como a novo-clássica e a novo-keynesiana. Apesar desta abordagem em comum, há importantes diferenças entre estas correntes. A principal delas relaciona à flexibilidade de preços e salários. Enquanto os novo-clássicos trabalham com preços e salários totalmente flexíveis, os novos-keynesianos admitem a existência de fatores que dão certa rigidez aos movimentos de preços e salários.

governo se comprometesse com determinadas políticas e que estas sejam pré- anunciadas a todos os agentes.

Com a devida transparência na política monetária adotada, não haveria impactos diretos desta sobre o lado real da economia, como no nível de renda, no nível de emprego etc. Tais impactos só aconteceriam caso houvesse ações inesperadas, não previstas do governo em relação à política monetária; os efeitos decorrentes destas atitudes imprevistas possibilitariam alterações em algumas variáveis reais da economia, mas que seriam dissipados rapidamente, dada a racionalidade dos agentes¹³.

Uma das principais premissas utilizadas na análise sob a ótica das “expectativas racionais” seria a existência de um nível natural de desemprego e do produto¹⁴ e qualquer oscilação em torno destes níveis, decorrentes de eventuais erros nas expectativas dos agentes, provocados pelos efeitos-surpresa da ação governamental ou ainda algum erro de previsibilidade, estes não seriam sistemáticos, mas sim aleatórios, temporários e rapidamente percebidos, diferentemente do que diziam, por exemplo, os chamados monetaristas, que liderados por Milton Friedman¹⁵, também acreditavam nos níveis naturais de desemprego e produto, no entanto, defendiam que os efeitos provocados pela política monetária (por exemplo, uma política monetária expansionista, devido à chamada “ ilusão monetária”, acarretaria um aumento do nível de atividade para além do nível natural e conseqüentemente uma queda do nível natural de desemprego) seriam mais duradouros, isto é, existiriam efeitos reais no curto prazo, que poderiam levar décadas para serem dissipados; contudo, eliminada a “ ilusão monetária”, a economia voltaria para seu nível natural e o resultado disto seria apenas inflação, ou seja, voltar-se-iam aos níveis naturais de produto e desemprego, no entanto, a um nível de preços maior que o verificado anteriormente à adoção de uma política monetária expansionista.

¹³ Esta idéia está muito mais alinhada à perspectiva novo-clássica do que a novo-keynesiana. Esta última relativiza a idéia de neutralidade da política monetária sobre as variáveis reais devido principalmente aos fatores que impedem o livre movimento de preços e salários, como os chamados custo de menu, salário-eficiência etc.

¹⁴ A idéia de níveis naturais de desemprego e produto está relacionada à concepção de pleno emprego, ou seja, na idéia de que não haveria desemprego involuntário. O desemprego existente seria ou o voluntário ou o chamado friccional.

¹⁵ Os monetaristas se utilizam das chamadas expectativas adaptativas. Apesar de também utilizarem o conceito de nível natural de produto e emprego, onde a economia se situaria no longo prazo, as expectativas adaptativas consideram que os efeitos reais provocados por uma política monetária ou fiscal expansionista, por exemplo, seriam mais duradouros.

Dado isto, partindo de premissas como as utilizadas pelos adeptos das expectativas racionais, a moeda é neutra até mesmo no curto prazo e, assim, a política monetária não deve ter objetivos que não seja a estabilidade de preços.

Podemos, com isso, identificar alguns pontos em comum entre as concepções no âmbito das expectativas racionais e as idéias utilizadas pelos formuladores do regime de metas de inflação adotado pela economia brasileira após a crise cambial. Ambos acreditam na importância da transparência e no comprometimento em relação à condução da política econômica, fornecendo informações críveis para os agentes formularem adequadamente (ou racionalmente) suas expectativas. Neste sentido a imposição e o compromisso com o cumprimento de metas para o índice de preços ou ainda para os resultados primários das contas públicas dariam maior segurança em relação ao futuro, maior previsibilidade aos agentes.

Além disso, podemos colocar como ponto de congruência entre o formato dado à política monetária no novo modelo e as “expectativas racionais” a idéia de que o Banco Central deveria ter como exclusiva função o controle do nível de preços, conduzindo a política monetária de forma independente, isto é, sem levar em conta eventuais problemas fiscais ou ainda relacionados ao nível de atividade, emprego etc. Assim, a política monetária brasileira estaria se comprometendo com determinada meta e a partir da transparência desta, que daria maior credibilidade à condução da política econômica, criar-se-ia um ambiente de estabilidade, onde, sem surpresas, os agentes formulariam suas expectativas de preços.

Nesta lógica, toda vez que houvesse maiores pressões sobre os preços, que superasse um determinado nível de inflação previsto e que pudesse dificultar o alcance da meta anual de inflação, o Banco Central reagiria com o aumento da taxa de juros, provocando um maior desaquecimento da economia e, portanto, queda na demanda nominal¹⁶, “segurando” aumentos mais expressivos no nível de preços e sinalizando junto aos agentes de que o compromisso com a meta seria mantido. É neste sentido que se tornaram importantes os compromissos do Banco Central com o cumprimento das metas de inflação, de modo a fortalecer a credibilidade nas regras monetárias adotadas e garantir que o objetivo da política seja a estabilidade de preços, mesmo que com o custo de sacrificar outros objetivos.

¹⁶ Os impactos dos juros provocados na demanda agregada nominal não contrariam a hipótese dos adeptos das expectativas racionais de neutralidade da política monetária sobre o nível de produto, que está relacionado à demanda agregada real.

Mais especificamente acerca das questões que envolvem a política fiscal, podemos também identificar semelhanças entre algumas concepções teóricas utilizadas por algumas escolas de pensamento econômico, em especial pela novo-clássica, e alguns argumentos utilizados na defesa das políticas de austeridade fiscal. Um dos pontos em comum, presentes na argumentação de defesa dos superávits primários na fase de implementação do novo regime fiscal relaciona-se à idéia da chamada *dominância fiscal*. De forma bastante simplificada, de acordo com esta tese, em uma situação de descontrole das contas públicas, de elevada dívida pública, condições essas que pareciam já ou próximas de serem encontradas no caso brasileiro principalmente se não fosse adotada uma maior austeridade fiscal, o controle inflacionário não dependeria apenas de uma política monetária restritiva. Nesta situação a política monetária perderia grande parte de sua eficácia no combate à inflação, ficando dependente de uma melhor situação fiscal.

A idéia principal é a de que uma política monetária restritiva que adotasse uma taxa de juros superior à taxa de crescimento da economia poderia falhar no combate à inflação. Nesta situação, a dívida e os déficits públicos seriam crescentes e o refinanciamento da crescente dívida, que demandaria uma maior expansão da base monetária, seria antecipado pelos agentes “racionalistas”, gerando pressões inflacionárias mesmo no período corrente. De acordo com Wallace e Sargent (1981)¹⁷:

“If the demand for money depends on the expected rate of inflation, then it turns out that the current price level depends on the current level and all anticipated future levels of the money supply. This set ups a force whereby high rates of money creation anticipated in the future tend to raise the current rate of inflation. (...) this force can limit the power of tighter monetary policy to deliver even a temporarily lower inflation rate.” (Wallace e Sargent, 1981, pág.9).

Com isso, ganha força a idéia de que a política fiscal, e mais especificamente o arrocho fiscal, deveria ser complementar à condução da política monetária no combate à inflação na configuração o novo modelo macroeconômico.

Além desta concepção, podemos ainda ressaltar a presença de um outro conceito na fase de implementação do novo regime fiscal, que embora não seja parte do escopo principal trabalhado no âmbito das expectativas racionalistas, está sempre presente nos debates sobre o gasto

¹⁷ Para um melhor entendimento do conceito de dominância fiscal, ver Wallace e Sargent (1981)

público e que se refere ao chamado *crowding out*¹⁸. Este fenômeno está baseado na idéia de que uma política fiscal expansionista, de elevação dos gastos públicos, deveria ocorrer em detrimento do gasto privado. Em linhas bem gerais, o circuito seria o seguinte: a elevação dos gastos públicos provocaria um aumento da demanda agregada, pressionando a demanda por moeda. Dado uma oferta monetária fixa, ocorria a elevação da taxa de juros a fim de manter o equilíbrio no mercado de ativos. Os juros mais elevados reduziram gastos privados, sobretudo os relacionados a investimentos, considerados, nesta perspectiva, mais eficientes e mais produtivos que a despesa pública.

Dessa maneira, a condução política fiscal deveria ser ditada pela austeridade fiscal, isto é, pelo controle das despesas públicas, que “liberaria” um maior volume de recursos nas mãos do setor privado que, por sua vez, deveria liderar o processo de retomada do crescimento econômico.

Identificamos, dessa forma, uma série de argumentos que trouxeram a discussão fiscal para um primeiro plano, colocando as políticas de austeridade fiscal como extremamente necessárias na configuração do novo modelo macroeconômico. No plano das idéias prevaleciam as teses que consideravam a expansão do gasto público como prejudicial ao crescimento econômico, além daquelas que ressaltavam a complementaridade entre a condução da política fiscal em relação à política monetária, no sentido de que o controle do nível de preços através de um regime de metas de inflação, função delegada à política monetária, não seria plenamente executado sem a “ajuda” da política fiscal, isto é, sem o proposto arrocho nas contas públicas.

Já num plano mais concreto, a dinâmica macroeconômica do período anterior provocou, como já explicado, uma profunda expansão da dívida pública que, se continuasse no mesmo ritmo, criaria sérios problemas para seu financiamento, gerando fortes instabilidades macroeconômicas. Assim, também sob este prisma, as políticas de ajuste fiscal, que garantissem a sustentabilidade da dívida pública ganhavam definitivamente espaço na condução da política macroeconômica brasileira.

Por detrás das transformações dos formatos dados às políticas fiscal e monetária, a discussão sobre a importância da “demanda agregada” (que está diretamente relacionada ao lado produtivo da economia brasileira) perde espaço dentro do debate econômico brasileiro e, em compensação, ganham projeção os conceitos relacionados à sustentabilidade da dívida, à

¹⁸ O mecanismo do *crowding out* foi bastante abordado principalmente por monetaristas e pela chamada síntese neo-clássica, correntes de pensamento anteriores aos novos-clássicos e aos novos-keynesianos.

capacidade de pagamento de governo, à solvência, ao risco-país e aos fundamentos macroeconômicos (todos relacionados às questões financeiras que envolvem a economia brasileira). Sendo assim, dados os rumos tomados pela política macroeconômica, veremos a partir dos dados apresentados a seguir, que se o modelo não favoreceu taxas de crescimento elevadas nos anos posteriores, garantiu “ao menos” a rentabilidade daqueles que aplicaram seus capitais no país, no financiamento do setor público.

Veremos também a seguir de que forma o estreitamento da relação entre as políticas não se caracterizou pela complementaridade, como sugerido pelos formuladores do modelo, mas sim por uma crescente contradição entre os objetivos perseguidos pelas políticas macro, sobretudo fiscal e monetária, que acabaram por diversas vezes entrando em conflito. Abordaremos como o modo de funcionamento da política monetária, e também cambial, criaram enormes dificuldades para o alcance dos objetivos propostos para a política fiscal, ou seja, as metas de superávit primário que, por sua vez, só foram atingidas como resultado de crescentes sacrifícios fiscais, mostraram-se por diversas vezes insuficientes na contenção de elevados incrementos da dívida pública brasileira.

2.Avaliação do comportamento da política fiscal (1999-2006)

Este capítulo é dedicado para a apresentação e análise da situação fiscal e macroeconômica brasileira desde a vigência do novo modelo macroeconômico, em 1999 até o ano de 2006. Para isso dividiremos o período em três partes. A primeira discutirá os resultados obtidos do imediato pós-crise cambial até 2001, quando pareciam apontar para a construção de um ambiente de estabilidade macroeconômica. O segundo abordará os anos 2002/03, com destaque para turbulências decorrentes do período eleitoral e as respostas dadas pelo modelo. A partir da análise conjuntura deste período abordamos de que forma o desenho macroeconômico vigente se mostrou altamente perverso para a condução da política fiscal, uma que vez que os resultados desta política ficaram fortemente vulneráveis ao comportamento volátil do câmbio e dos juros. Por fim, discutiremos o período de 2004 a 2006, ressaltando as melhoras efetivas da situação fiscal se comparadas ao período anterior.

Os principais indicadores fiscais utilizados como base para a análise neste capítulo são as relações dívida líquida do setor público (DLSP) sobre o PIB e o superávit primário do setor público sobre o PIB, enfatizando os principais determinantes de suas evoluções.

Tabela 1

Anos	DLSP/PIB	Sup.primário/PIB
1999	49,40%	3,20%
2000	49,40%	3,50%
2001	52,60%	3,60%
2002	56,50%	3,90%
2003	57,20%	4,40%
2004	51,70%	4,60%
2005	51,50%	4,80%
2006	50,60%	4,35%

Fonte: Banco Central

2.1) O período 1999-2001

Podemos dizer que a impressão deixada nos dois primeiros anos era de que a política macroeconômica brasileira estava no rumo certo, já que mesmo após a forte desvalorização do real em 1999, alguns indicadores apresentaram resultados bastante satisfatórios, com destaque para duas das principais preocupações na época, a inflação, que medida pela IPCA, o índice utilizado pelo regime de metas, fechou 1999 e 2000 em 8,94% e 5,97% ao ano, respectivamente e a relação dívida/PIB, que permaneceu estável em torno de 49%. A geração dos superávits primários, sempre superior à meta estipulada no acordo com o FMI, conjugada ao controle verificado do indicador dívida/PIB pareciam indicar o sucesso das políticas do novo modelo quanto à retomada da estabilidade. Além disso, os desequilíbrios externos, traduzidos nos enormes déficits em transações correntes do período anterior foram bruscamente reduzidos, já que a desvalorização cambial permitiu um crescimento significativo das exportações.

Quanto à obtenção dos resultados primários por parte do setor público, verifica-se que desde 1999, primeiro ano de vigência das metas de superávit primário, a política fiscal assumiu uma dinâmica que se repetiu e se intensificou ao longo de todo o período em análise, que por sua vez, consistiu em elevações da carga tributária, cortes dos investimentos públicos e expansão de algumas despesas públicas correntes, sobretudo as relacionadas ao pagamento dos benefícios previdenciários.

Alguns acontecimentos de 2001, no entanto, com destaque para a crise argentina e os atentados de 11 de setembro, que provocou uma brusca desvalorização do câmbio brasileiro, já davam os primeiros indícios dos problemas a serem enfrentados pelo novo modelo

macroeconômico, mais especificamente das fragilidades a que os objetivos fiscais estavam sujeitos, o que pode ser verificado na elevação do indicador dívida/PIB ao mesmo tempo em que se aumentava o resultado primário, como indicado na tabela 1, para o ano de 2001.

A recuperação do câmbio no fim de 2001 e no início de 2002 poderia levar à interpretação de que a estabilidade não estava ameaçada e as instabilidades haviam sido apenas conjunturais. Entretanto, sobretudo a partir de meados de 2002, as inconsistências daquele desenho macroeconômico tornavam-se cada vez mais evidentes.

2.2) Os anos 2002/03

A análise deste período é de fundamental importância para compreendermos os sérios problemas decorrentes dos formatos dados às políticas macro. Os resultados verificados nestes anos evidenciaram fortes vulnerabilidades da situação fiscal em relação ao comportamento de outras variáveis macroeconômicas, em especial do câmbio e dos juros. Abordamos também nesta seção de que forma as autoridades econômicas utilizaram os acontecimentos deste período não para revisar o modelo, tornando-o menos perverso para a condução da política fiscal, mas sim para criar os argumentos em defesa de seu aprofundamento, na medida em que o ajuste fiscal e o aperto nas contas públicas ganharam centralidade ainda maior quando os assuntos eram a garantia da estabilidade e a retomada do crescimento, enquanto a política monetária continuou perseguindo exclusivamente o controle rigoroso da inflação.

Tratamos a questão da vulnerabilidade das condições fiscais, sintetizadas basicamente nas simultâneas elevações dos indicadores dívida/PIB e superávit primário/PIB, em relação aos movimentos da taxa de câmbio e da taxa de juros e em seguida, as repercussões destes resultados nas análises macroeconômicas e das respostas dados pelo modelo às turbulências vivida no período em questão.

A possível eleição de um candidato de esquerda em 2002, Luiz Inácio Lula da Silva, à Presidência da República gerou uma ampla crise de confiança nos credores brasileiros, tanto internos quanto externos, em relação ao compromisso do governo quanto ao pagamento da dívida e a alterações mais profundas na condução da política macroeconômica, levando a intensa fuga de capitais (sobretudo a partir de meados de 2002) . Este movimento acabou levando a moeda brasileira para níveis de alta desvalorização, com a cotação chegando a valores próximos de R\$4

por US\$1. Cabe agora explorarmos os efeitos provocados por este cenário de instabilidade sobre os resultados fiscais.

2.2.1) DLSP, superávit e câmbio

Como podemos observar na tabela 1 nos anos de 2002/03 houve um elevado e crescente esforço fiscal, que resultaram em expressivos superávits primários. Entretanto estes resultados do setor público foram insuficientes para conter o avanço da dívida pública. Para entendermos esta relação aparentemente contraditória, é necessário compreender a posição assumida pela política fiscal frente ao comportamento do câmbio e dos juros.

Existem algumas formas dos movimentos cambiais influenciarem os indicadores fiscais. A primeira delas decorre da existência de dívidas em moeda estrangeira, que compõe a chamada dívida pública externa, ou ainda da existência de títulos de dívida interna, cujo indexador está referenciado no câmbio. Dessa forma uma valorização cambial reduz automaticamente o valor em moeda doméstica da parcela da dívida que está denominada em moeda estrangeira, ao contrário do que acontece com uma desvalorização, que provoca um aumento do valor em moeda doméstica da parcela da dívida contratada em outras moedas.

Podemos também destacar a existência de um efeito indireto do câmbio sobre a dívida pública, que está relacionado ao fenômeno conhecido como *pass-through*, que trata dos impactos das oscilações da taxa de câmbio sobre o nível de preços. Em síntese, uma depreciação cambial tende a gerar processos inflacionários que, se combatido com elevações da taxa de juros, pode criar dificuldades para o controle da dívida pública, conforme veremos a seguir.

No período 2002/03 ambos efeitos tiveram importantes impactos sobre as contas públicas, bem como sobre a relação dívida/PIB. De acordo com a fonte de dados do IPEA (Instituto de Pesquisa de Economia Aplicada), no início de 2002, a dívida externa do conjunto do setor público, considerando Governo Federal, estados e municípios, Banco Central e empresas estatais, registrava aproximadamente R\$ 138 bilhões, e no fim deste mesmo ano alcançou valores em torno de R\$ 230 bilhões. A explicação predominante para tamanha elevação deste tipo de dívida não está no crescimento da dívida em moeda estrangeira, que permaneceu em um nível próximo de US\$ 60 bilhões, mas sim na forte desvalorização observada na taxa de câmbio em 2002 que,

por sua vez, havia iniciado o ano em torno de R\$ 2,35 por US\$ 1 e chegou a patamares muito próximos a R\$4,00 ao fim de 2002.

Com relação aos títulos públicos indexados ao câmbio, os números divulgados pelo Banco Central¹⁹, mostram que ainda havia uma parcela significativa, em torno de 30% da dívida mobiliária federal interna²⁰ ao longo de todo o ano de 2002 que se enquadrava nesta modalidade. Dessa forma, a intensa desvalorização da moeda nacional causou grandes desembolsos dos cofres públicos para o pagamento dos serviços da dívida através deste efeito, que a despeito da elevação do esforço fiscal, traduzido no aumento do superávit primário/PIB, foram determinantes para o crescimento da dívida pública.

Quanto ao efeito cambial que denominamos de indireto, torna-se necessário voltarmos às características do modelo utilizado pela política monetária na determinação da taxa de juros. Como dito anteriormente, a política monetária passou a ser guiada pelo regime de metas de inflação, no qual o índice escolhido para as metas de nível de preços foi o IPCA e a variável de ajuste para o alcance da meta, passou a ser a taxa básica de juros (Selic), conforme explicado no capítulo anterior.

Através do mecanismo de transmissão dos movimentos cambiais para o nível de preços, a forte desvalorização do real em 2002 provocou impactos sobre o IPCA, devido principalmente ao aumento de preços dos produtos importados. Contudo, ao longo da maior parte deste ano, mesmo nos meses de acentuada depreciação da moeda nacional, o Banco Central não elevou a taxa básica de juros, fazendo-o apenas no fim deste ano, em outubro, quando aumentou os juros em três pontos percentuais. Dessa forma, podemos dizer que este efeito não foi predominante em 2002, sendo, portanto, os efeitos cambiais denominados diretos o principal responsável por tamanha elevação da relação dívida/PIB. As causas para tal comportamento da autoridade monetária será abordada em linhas gerais na próxima seção, quando discutiremos os efeitos dos juros sobre a dívida pública.

No entanto, em 2003 tal efeito pôde ser observado com bastante clareza. Apesar da desaceleração do processo de desvalorização do real, o IPCA sofreu fortes pressões no início deste ano, devido, em grande medida, a forma de reajuste dos chamados preços administrados ou monitorados, baseado em um outro índice IGP-DI. Este, por sua vez, apresenta uma grande

¹⁹ Os números são apresentados na Tabela 2, pág.34 do presente trabalho.

²⁰ Vale destacar que a dívida mobiliária federal interna representa parcela muito expressiva da dívida líquida total do setor público, cerca de 90%.

aderência aos movimentos do câmbio. Sendo assim, em 2002 O IGP-DI registrou um valor significativo, de 26,4%, enquanto em 2000 e 2001 apresentaram 9,8% e 10,4% respectivamente, quando a taxa de câmbio se encontrava em patamares mais valorizados.

O elevado reajuste dos preços monitorados, que em sua maioria correspondem a serviços de utilidade pública privatizados, como telefonia e energia elétrica, refletiram em fortes pressões inflacionárias consubstanciadas em valores expressivos do IPCA, a despeito da recuperação da moeda brasileira frente ao dólar já no início de 2003. Para se ter uma idéia, nos três primeiros meses de 2003 este índice já superava os 5%, enquanto em 2002, por exemplo, neste mesmo período o IPCA registrava 1,45%. Dessa forma, a forte ameaça de não cumprimento da “sagrada” meta de inflação em 2003, conjugada a uma situação externa bastante favorável, de ampla liquidez internacional e baixa aversão aos riscos dos agentes credores²¹, levou o BC a praticar uma política monetária fortemente restritiva neste ano, elevando a taxa básica para níveis estratosféricos, chegando a 26,5% ao ano em meados de 2003, o que casou enormes prejuízos aos cofres públicos, conforme discutiremos a seguir.

Em síntese, é neste período que os objetivos impostos para a política fiscal mostraram-se bastante frágeis em relação aos movimentos do câmbio, tornando os crescentes esforços fiscais mensurados nos elevados superávits primários insuficientes ou incapazes de conter a escalada vertiginosa da relação dívida/PIB. Veremos na análise do período seguinte que algumas medidas importantes foram tomadas para a redução de tais vulnerabilidades fiscais após tais turbulências, sobretudo no que diz respeito aos efeitos diretos da taxa de câmbio sobre as condições fiscais.

Compreendido a forma pela qual a alta volatilidade cambial provocou severas respostas da política monetária cabe agora analisarmos com um pouco mais de detalhes o comportamento desta política propriamente dita e seus impactos sobre a condução da política fiscal.

²¹ Vale ressaltar que 2002 já foi um ano bastante favorável no que diz respeito à conjuntura externa. De qualquer forma, muito provavelmente um dos motivos pelos quais o BC não tenha adotado uma política monetária mais rígida já em 2002 esteve na incerteza em relação à continuidade daquele cenário externo, que por sua vez em 2003 mostrou-se bastante robusta. A importância dos movimentos externos na condução da política macro brasileira será ainda por diversas vezes discutida neste trabalho.

2.2.2) DLSP, superávit primário e juros

Da mesma forma que fizemos quando analisamos os efeitos cambiais, podemos separar os obstáculos impostos pela taxa de juros ao alcance dos objetivos fiscais (leia-se controle e redução da relação dívida/PIB) em direto e indireto.

O efeito indireto corresponde basicamente ao efeito da taxa de juros sobre o nível de produto. A permanência da taxa de juros em níveis extremamente elevados, uma característica marcante do modelo macroeconômico pós-99, se tornou um enorme obstáculo ao crescimento do PIB. Este efeito decorre do fato de a arrecadação do setor público ser uma variável pró-cíclica em relação ao crescimento do produto, isto é, elevações no nível de atividade econômica são acompanhadas de incrementos da arrecadação tributária.

Sendo assim, o alto nível da taxa de juros observado no período referido, principalmente em 2003, quando o crescimento do PIB foi muito próximo de zero, obrigou o setor público a realizar enormes esforços fiscais, refletidos fundamentalmente em elevação da carga tributária e severos cortes nos investimentos públicos, com o objetivo de cumprir a meta de superávit primário estipulada com o FMI. Certamente este efeito não se restringiu aos anos analisados nesta seção e está presente ao longo de todo o período em questão neste trabalho, uma vez que os juros brasileiros ainda se encontram entre os mais elevados do mundo. Entretanto, o comentário neste momento torna-se bastante adequado, já que o crescimento econômico nestes anos foram os mais pífios desde a vigência do novo modelo.

Em relação aos efeitos mais diretos da taxa de juros sobre a deterioração das contas públicas, referem-se ao fato de grande parte dos títulos públicos estarem indexados à taxa básica de juros (Selic). Estes títulos são pós-fixados e, dessa forma, elevações nesta taxa proporcionam aumento na remuneração dos detentores destes ativos e acarretam maiores gastos públicos com o pagamento dos serviços da dívida. De acordo com os números divulgados pelo Banco Central e Tesouro Nacional, os títulos com este indexador no período em análise se situavam próximos a 50% do total da DPMFi²² nestes anos, o que coloca os movimentos da taxa básica de juros dentre os principais fatores condicionantes da evolução da dívida pública.

Conforme colocado anteriormente, em 2003 devido à forte transmissão dos movimentos do câmbio de 2002 para o nível de preços, o BC adotou um forte aperto monetário, que sem

²² A tabela 2 da pág.34 apresenta a evolução do perfil da dívida mobiliária federal interna.

dúvida alguma, foi o principal determinante para levar a relação dívida/PIB a um patamar ainda maior do que o verificado em 2002, quando a principal causa da elevação deste indicador se encontra na desvalorização cambial.

De qualquer forma, a análise do comportamento da taxa de juros ao longo de boa parte de 2002 pode suscitar algumas dúvidas importantes, cujas explicações são de grande valia para entendermos as respostas da política macroeconômica, em especial da política fiscal nos anos subseqüentes. Por que as pressões inflacionárias verificadas ao longo de 2002 (traduzidas na elevação do IPCA²³) dada a forte depreciação cambial não foram atacadas com o habitual esforço anti-inflacionário do BC, isto é, com a escalada da taxa de juros a fim de reduzir ainda mais o nível de atividade econômica e impedir maiores pressões inflacionárias?

A explicação mais aceita na época para tal procedimento do BC foi dado por economistas que passaram a enfatizar a existência de estreita relação entre o nível de dívida pública e a percepção de risco dos agentes. Com isso, para estes, aumentos na taxa de juros (Selic) visando conter a desvalorização cambial e, portanto, contribuir para “segurar” o aumento do nível de preços poderiam surtir efeitos contrários à este pretendido, isto é, o aumento da Selic que, por sua vez, correspondia também a um importante indexador dos títulos públicos elevaria a dívida, acarretaria o aumento das despesas financeiras (serviços da dívida), elevando assim o risco de calote da dívida pública.

De acordo com o economista Olivier Blanchard (2003), que escreveu à luz deste período vivido pela economia brasileira:

“When fiscal conditions are wrong- i.e. when debt is high, when a high proportion of debt is denominated in foreign currency, when the risk aversion of investors is high - an increase in the interest rate is more likely to lead to a depreciation than to an appreciation. And fiscal conditions were indeed probably wrong, in this specific sense in Brazil in 2002.”(Blanchard, 2003, pág.32).

Tal percepção de risco poderia, então, acarretar numa fuga de capitais ainda mais intensa e, portanto, numa desvalorização em amplitude ainda maior do que a que já estava ocorrendo e, conseqüentemente, em maiores pressões inflacionárias.

²³A meta para 2002 estipulada no início do ano era de 3,5%, com variação de 2 pontos percentuais pra cima ou pra baixo. No fim deste mesmo ano o IPCA foi bem superior à meta e registrou 12,53%

Com isso, queremos destacar com esta consideração que neste período praticamente a análise macroeconômica desloca-se, de forma ainda mais contundente, para a questão da estrutura fiscal, mais especificamente para o “problema” da suposta elevada dívida pública. O desempenho das contas públicas, em especial o indicador dívida/PIB, ganhou poder explicativo ainda maior em relação a determinação de outras variáveis macroeconômicas, como taxa de juros, câmbio e inflação na maioria das análises de conjuntura do período.

Dessa forma, a maior centralidade dada à questão fiscal neste momento contribuiu para que os esforços do setor público fossem canalizados para a realização de maiores ajustes fiscais, isto é, para a geração de crescentes superávits primários, que foram considerados fundamentais para a necessária queda da dívida pública, que deveria reconduzir a economia brasileira a um ambiente de estabilidade macroeconômica.

Esta interpretação foi levada adianta pelos formuladores de política econômica e, assim, podemos dizer que neste momento o modelo que vigorava desde 1999 é aprofundado, na medida em que a necessidade de um combate implacável da inflação, através de um rígido regime de metas de inflação e a importância da ampliação do ajuste fiscal para a reconquista da estabilidade são reforçados.

2.3) O período 2004- 2006

O grande desafio considerado para este período passa a ser novamente o da retomada da estabilidade macroeconômica, considerada como fundamental para um novo ciclo de crescimento econômico. Como discutido na seção anterior, as respostas do modelo vigente, após os anos conturbados do período anterior, apontaram para a necessidade de uma política fiscal ainda mais rigorosa, colocando a redução do indicador dívida pública/PIB definitivamente como variável chave para alcançar os objetivos desejados.

A idéia mais geral, que deu sustentação às análises que predominaram nos anos anteriores e que ressaltavam os supostos estrangimentos da deterioração fiscal para uma atuação mais “independente” da política monetária, parece ter “contaminado” as abordagens macroeconômicas do referido período, na medida em que a relação feita entre o alto nível da taxa de juros como conseqüência do elevado patamar do indicador dívida/PIB tornou-se cada vez mais freqüente.

A vulnerabilidade fiscal ao comportamento da taxa de juros, que fica evidente em 2002/2003 é crescentemente desconsiderada pelos analistas e formuladores da política

econômica, o que permitia deixar de lado a discussão sobre possíveis reformulações do modelo macroeconômico como um todo, dados os problemas verificados no período anterior. Assim, com este sentido dado às análises macroeconômicas dominantes, tornou-se possível a conclusão de que não havia problemas relacionados à condução da política monetária e cambial, com isso, voltar todos os esforços para a questão fiscal. Em outras palavras, a vulnerabilidade dos objetivos fiscais ao comportamento volátil dos juros e à forma de condução rigorosa da política monetária não foi o que prevaleceu nas análises predominantes, sendo enfatizada a relação justamente inversa, isto é, dos supostos obstáculos impostos pela “elevada” relação dívida/PIB a uma “melhor” condução da política monetária. Tais idéias ficarão mais claras quando discutirmos as diferentes interpretações do cenário macroeconômico.

Ao mesmo tempo em que as análises macroeconômicas se concentravam na importância do ajuste fiscal, do lado monetário e cambial um fator no período que merece atenção especial, cumprindo importante papel na determinação tanto da taxa e câmbio quanto dos juros, é a manutenção de um cenário externo bastante favorável, com elevado nível de liquidez internacional.

Esta conjuntura foi decisiva para que o comportamento das vulnerabilidades fiscais tratadas no capítulo anterior fossem amenizadas, principalmente os efeitos diretos da taxa de câmbio sobre a situação fiscal, uma vez que a dívida pública externa e a parcela de títulos públicos indexados ao câmbio foram bruscamente reduzidas, sendo estes últimos praticamente eliminados da estrutura da dívida mobiliária federal interna em 2006.

Ao longo destes anos, foram liquidadas as dívidas do governo brasileiro com o FMI, quando foram pagos US\$ 15,5 bilhões em dezembro de 2005 e com o Clube de Paris, para o qual foi desembolsado US\$ 1,8 bilhão. Além disso, foram pagos mais de US\$ 6,6 bi pelo resgate antecipado de títulos “Bradies²⁴”. Já para a redução dos títulos da dívida interna indexados ao câmbio um dos principais mecanismos utilizados foram os chamados “swaps cambiais reversos²⁵”, que consistem basicamente na troca de indexadores para alguns títulos da dívida interna, isto é, estes deixam de ser corrigidos pelo câmbio, ficando atrelados aos juros pós-fixados (taxa Selic). Muitos economistas atentaram para alguns problemas decorrentes destas

²⁴Estes títulos surgiram com a reestruturação da dívida externa de alguns países em desenvolvimento iniciado no fim dos anos 80. No caso brasileiro a emissão dos bônus foi iniciada apenas em 1994.

²⁵Estes swaps são derivativos, isto é, são operações de mercado futuro. São chamados de reversos porque os swaps cambiais originalmente consiste na troca de juros por câmbio, ao contrário do que ocorreu neste caso

medidas, uma vez que os juros pagos pelo governo brasileiro nestas operações são muito elevados, deixando o governo de se beneficiar da intensa valorização do real frente ao dólar ocorrida nestes anos e favorecendo os credores, sobretudo os estrangeiros, que, além da rentabilidade dos juros, ganham também com a variação cambial²⁶.

Apesar das operações de swap cambial reverso terem sido bastante utilizadas no período em questão, a quantidade de títulos atrelados a taxa Selic também foi reduzida, muito embora tenha permanecido como um importante indexador da dívida pública, conforme indicado na tabela 2, o que nos permite dizer que a vulnerabilidade fiscal ao comportamento dos juros foi mantida. O baixo nível de crescimento nestes anos, principalmente se comparado com outros emergentes pode ser também utilizado como argumento para explicar a persistência dos efeitos negativos dos juros sobre as condições fiscais, como explicado anteriormente.

De qualquer forma, os prejuízos potenciais decorrentes das vulnerabilidades fiscais ainda existentes realmente não se manifestaram de forma mais relevante nestes anos, na medida em que o câmbio e os juros assumiram trajetórias opostas àquelas observadas nos anos anteriores, isto é, a moeda nacional sofreu forte apreciação e a taxa de juros foi reduzida²⁷, ainda que esta tenha permanecido em patamares elevados.

Como já se pode perceber, neste período ocorreu uma efetiva “melhora” da situação fiscal. A ampliação do ajuste conjugada a conjuntura externa favorável e seus desdobramentos permitiram uma expressiva redução do indicador dívida/PIB, que de valores próximos a 58% do PIB ficou situada em um patamar próximo a 51%. Além da estabilidade do déficit público nominal, devemos destacar os baixos níveis de inflação verificados, a redução da dívida externa com forte ampliação do nível de reservas internacionais, bem como a melhoria do perfil, com crescimento da parcela de títulos pré-fixados e redução da dívida pública interna de curto prazo, principalmente em 2006.

²⁶ Para mais detalhes sobre os eventuais benefícios e prejuízos das medidas relativas à redução da dívida externa e interna indexada ao câmbio ver Ávila (2006)

²⁷ É bem verdade que a taxa de juros em boa parte de 2005 foi elevada com vistas ao combate à inflação, mas a partir de então sofreu contínuas reduções.

Tabela 2***Indicadores do perfil da dívida pública (%)
Participação da dívida mobiliária federal interna**

Mês/ano	Curto prazo(vencimento inferior a 1 ano)	Câmbio	Selic	Pré-fixada
dez/02	40,6	37	46,2	2,2
dez/03	35,3	22,1	50,1	12,5
dez/04	46,2	9,9	52,4	20,1
dez/05	41,6	1,1	53,3	27,9
dez/06	35,7	-1,1	38,1	34,3

Fonte: Banco Central e Tesouro Nacional

* O número negativo para os títulos indexados ao câmbio decorre principalmente da participação do Tesouro Nacional no mercado futuro de câmbio, no qual adquiriu derivativos em posição comprada, ou seja, uma desvalorização do real provocaria um ganho para as contas do Tesouro. O intuito destas medidas estão na tentativa de amenizar a forte valorização da moeda brasileira e, como já mencionado, na redução da dívida interna atrelada ao câmbio.

Tabela 3**Necessidade de Financiamento do setor público
Fluxo em 12 meses (% PIB)**

	2002	2003	2004	2005	2006
Nominal	4,61	5,22	2,67	3,29	3,25
Juros nominais	8,52	9,59	7,26	8,13	7,6
Primário	-3,91	-4,32	-4,59	-4,84	-4,5

Fonte: Banco Central

Tabela 4

Inflação

Anos	IPCA(% a.a)
2002	12,53
2003	9,3
2004	7,6
2005	5,69
2006	3,14

Fonte: Ipeadata

Mês/ano	Taxa Selic (% aa)
set/02	18
out/02	21
mai/03	26,5
jun/03	26
ago/04	16
set/04	16,25
ago/05	19,75
set/05	19,5
dez/05	18
abr/06	15,75
jul/06	14,75
dez/06	13,25

Fonte: Banco Central

Tais resultados fizeram com que a confiança no modelo macroeconômico inaugurado em 1999 fosse recuperada nestes anos, criando expectativas bastante favoráveis à retomada de um ciclo sustentável de crescimento.

Cabe agora discutirmos sob que condições estas melhorias foram alcançadas e como as diferentes interpretações sobre o cenário macroeconômico vigente neste período apontam para a adoção de medidas bastante distintas. De um lado se encontram os ortodoxos que acreditam que o principal responsável por tais resultados se encontra na adequada condução das políticas macroeconômicas e, assim, defenderam a continuidade de ampliação do ajuste fiscal para reduções ainda maiores do indicador dívida/PIB. No entanto, viram a necessidade de algumas alterações do modelo fiscal, uma vez que acreditavam que o método até então utilizado (elevação da carga tributária e corte nos investimentos públicos) tinha chegado a um limite.

Do outro lado estão os heterodoxos que criticam duramente o modelo macroeconômico, ressaltando que os resultados obtidos são fruto de uma conjuntura externa amplamente favorável e não compartilham da idéia de que a sustentação da estabilidade macroeconômica e retomada de taxas de crescimento mais expressivas dependiam da ampliação do ajuste fiscal.

3.As diferentes interpretações do cenário macroeconômico

Esta seção será dedicada à análise acerca das divergências na argumentação utilizado por economistas ortodoxos e heterodoxos na explicação dos determinantes principais para a melhoria dos indicadores macroeconômicos, entre eles os fiscais, explorada acima.

A ortodoxia²⁸, de forma geral, defende a idéia de que os resultados satisfatórios observados na economia brasileira e, mais particularmente, na política fiscal são frutos que passaram a ser colhidos após alguns anos de execução adequada da política macroeconômica brasileira, que depois das turbulências enfrentada em 2002 conseguiu retomar o caminho da consolidação dos fundamentos macroeconômicos, reinstaurando na economia um ambiente de estabilidade, estabelecendo as condições necessárias para taxas de crescimento mais expressivas e contínuas da economia brasileira. Ou seja, para a ortodoxia o “sucesso” verificado seria o reflexo do “bom trabalho” executado pela equipe econômica nos anos anteriores, sobretudo pós 2002.

Se adentrarmos ao modelo macroeconômico, alguns elogios são tecidos pela ortodoxia à forma de condução das políticas, dentre os quais devemos destacar aqueles relacionados ao sucesso da política monetária, conduzida pelo Banco Central (BC), na execução daquilo que o pensamento ortodoxo considera como sua exclusiva função, o controle da inflação. Além disso, realçam também o bom trabalho fiscal conduzido pelo Tesouro Nacional, que com a crescente austeridade fiscal, além de contribuir para esforço anti-inflacionário do BC, conseguiu reduzir a relação dívida/PIB, garantindo a solvência da dívida pública brasileira.

Como nosso foco principal neste trabalho é a questão do ajuste fiscal, enfatizaremos a relação que a análise ortodoxa estabeleceu entre os crescentes ajustes e os resultados macroeconômicos supostamente satisfatórios. Tal relação provém da idéia de que um dos principais determinantes do nível taxa de juros estaria na estrutura fiscal, mais especificamente na evolução dos ajustes fiscais, de modo que a contínua e crescente austeridade nas contas públicas observada ao longo dos últimos anos, responsável, em grande medida, pela queda da relação dívida/PIB, reduziu também a percepção de risco dos agentes credores quanto à capacidade de pagamento do setor público brasileiro, traduzida também nas sucessivas quedas do chamado risco-país.

²⁸ Ver, entre outros, WERNECK(2005) e GIAMBIAGI(2005,2006) e ARIDA,BACHA E RESENDE(2005)

Esta dinâmica, por sua vez, teria contribuído para criar as condições favoráveis à queda na taxa básica de juros brasileira (Selic), que teria desencadeado a série dos resultados tidos como bastante satisfatórios, dentre os quais destacam-se a melhoria do perfil do perfil da dívida pública e a retomada de taxas de crescimento do produto um pouco maiores, ainda que bastante tímidas se comparadas com outros países emergentes.

Outro aspecto levantado pelos ortodoxos diz respeito à suposta relação entre a redução da dívida pública e a melhoria de seu perfil, e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A explicação para esta associação estaria também relacionada com a melhoria do perfil da dívida, isto é, a redução dos títulos pós-fixados, indexados à Selic e ao câmbio e o aumento da parcela pré-fixada. A maior participação da parcela pré-fixada na dívida pública, conforme observado na tabela 2, significaria uma redução da percepção de risco e de incerteza dos agentes, consubstanciadas nas quedas da taxa de juros.

Segundo muitos ortodoxos este movimento decorrente dos avanços na consolidação dos fundamentos macroeconômicos reduz a preferência por títulos de indexação financeira diária, como são os indexados à Selic²⁹, e permite, além de uma maior previsibilidade para a condução da política fiscal com o alongamento do prazo dos títulos pré-fixados, uma maior alocação da poupança nacional em papéis do setor privado. Sendo assim, segundo os economistas ortodoxos, em um ambiente de maior incerteza e elevados déficits públicos, a poupança nacional seria em sua maior parte absorvida para o financiamento da dívida pública através de títulos como os corrigidos pela Selic, em detrimento do direcionamento de recursos para a compra de papéis privados, como por exemplo, para a aquisição de ações de empresas. De acordo com Gustavo Franco(2006):

“As LFTs (títulos corrigidos pela Selic) não parecem ser o problema, especialmente quando vistas do ponto de vista de aplicadores individuais. Exatamente como a indexação, todavia, produzem uma externalidade negativa: o travamento do mercado de capitais ou um reforço ao processo de expulsar o setor privado da competição pela poupança nacional. Em boa medida, as LFTs oferecem uma espécie de anestesia para o problema do crédito público que atendeu o imperativo de preservar a vida financeira

²⁹As aplicações nestes títulos são diárias e são feitas repetidamente (overnight). Por isso os títulos indexados à Selic podem ser considerados uma espécie de depósito à vista remunerado diariamente, funcionando como uma quase-moeda que rende juros, praticamente livre de risco em razão da periodicidade da aplicação.

inteligente durante o vendaval hiperinflacionário, mas ocultou a verdadeira natureza do problema fiscal que enfrentamos.” (Franco G., 2006, pág. 296).

Com isso, os avanços na consolidação dos fundamentos macroeconômicas ao reduzir as incertezas e as necessidades de financiamento do setor público permite diminuir a participação dos títulos corrigidos pela Selic, “liberando” um maior volume de recursos para os projetos da iniciativa privada e dinamizando o mercado de capitais brasileiro.

No entanto, a ortodoxia chamou a atenção para o fato de que a manutenção e ampliação dos resultados favoráveis obtidos, bem como a consolidação de um ambiente de estabilidade macroeconômica condizente com maiores taxas de crescimento econômico só seriam alcançadas se o aperto nas contas públicas continuasse, de modo a criar novas condições para quedas mais acentuadas na taxa de juros. Para os ortodoxos quanto maior o ajuste fiscal, maior a redução dos juros, sendo os ajustes, nesta visão, fundamentais para a retomada de um ciclo virtuoso de crescimento econômico. Além disso, tais ajustes que permitiriam a economia brasileira ingressar em um novo ciclo de crescimento, fortaleceria nossa economia, sendo base para a formação de uma espécie de “blindagem” frente a oscilações da conjuntura externa.

Entretanto, apesar de reconhecer como muito importante o bom trabalho executado pela política fiscal dos últimos anos na reconquista da estabilidade macroeconômica, a ortodoxia fez fortes objeções ao método predominante utilizado pelo regime fiscal para alcançar os resultados primários, baseado na elevação da carga tributária (que em 2006 atingia valores próximos a 40 % do PIB) e no corte dos investimentos públicos. Consideraram que tal método tivesse atingido um limite, isto é, que a sociedade brasileira não admitiria novos aumentos nos tributos, além das grandes necessidades de se ampliar o nível dos investimentos governamentais, sobretudo aqueles relacionados à infra-estrutura, que conforme indicado na tabela abaixo foi pouco expressivo no período.

Tabela 5

Investimentos públicos	2002	2003	2004	2005	2006
(% do PIB)	0,75	0,41	0,51	0,52	0,76

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

Gráfico 5



Fonte: STN/Ministerio da Fazenda

Dessa forma, para que a atual política macroeconômica continuasse adequada, conduzindo o país a uma “definitiva” consolidação dos fundamentos macroeconômicos, que segundo esta visão é o caminho para a retomada de taxas mais elevadas de crescimento econômico, os ortodoxos defenderam reformas na condução do atual regime fiscal, para que, assim, o movimento de compatibilidade do modelo macroeconômico³⁰ com o crescimento econômico não fosse interrompido, ou seja, para que os ajustes fiscais pudessem ser mantidos e aprofundados. Segundo passagem de artigo de Garcia (2005):

“A literatura econômica demonstra que os ajustes fiscais mais bem sucedidos e duradouros são aqueles oriundos de cortes de gastos, e não de aumentos de impostos. Portanto, se a experiência internacional serve de guia, o ajuste fiscal que fizemos não prometeria durar muito.” (Garcia, 2005, pág.2).

Com isso, a visão ortodoxa se valeu da idéia de que o eventual ciclo de crescimento virtuoso do país dependia de mudanças na condução do regime fiscal. Tais mudanças reivindicadas por esta análise deveriam se traduzir em expressivas reduções dos gastos primários do governo, com destaque para os gastos com pessoal e encargos sociais, benefícios

³⁰Neste ponto é interessante observar como a ortodoxia realmente vê a política fiscal como central dentro do modelo macroeconômico. Nesta visão as políticas monetária e cambial seriam apenas um reflexo da situação fiscal. Por isso a ênfase na necessidade de reformular o regime fiscal.

previdenciários e custeio da máquina pública que, segundo esta orientação, encontram-se em um patamar bastante elevado³¹.

Tabela 6

(% do PIB)	2002	2003	2004	2005	2006
Pagamentos previdenciários	6,54	6,88	7,12	7,54	7,93
Pessoal e encargos sociais	5,28	4,87	4,74	4,76	5,03
Custeio	3,52	3,03	3,15	3,62	3,81

Fonte:STN/Ministério da Fazenda

Os economistas ortodoxos, de maneira geral, também atacaram o que eles classificaram de “excessiva” vinculação das receitas orçamentárias e a expansão das chamadas despesas públicas obrigatórias. Retomaremos estas questões na seção em que discutiremos as propostas mais recentes que dominaram o debate sobre a reforma do modelo fiscal.

Já na visão heterodoxa, a “reconquista” da estabilidade macroeconômica pós 2002 não encontra nos crescentes ajustes fiscais seus principais determinantes. Nesta visão o fator principal para explicar este cenário e resultados está na conjuntura externa, mais especificamente no movimento, sobretudo a partir de 2003, de ampliação dos mercados financeiros e da liquidez internacional. Tal movimento, por seu turno, aliada a uma política monetária fortemente restritiva, sobretudo em 2003 e 2005, possibilitou um processo de revalorização do real, amenizando significativamente as instabilidades decorrentes da intensa desvalorização da moeda brasileira em 2002 e permitindo um ambiente de relativa estabilidade.³²

Sendo assim, os avanços na consolidação dos fundamentos macroeconômicos, que, segundo a ortodoxia, fortaleceria a economia brasileira protegendo-a contra eventuais choques externos e que, supostamente, encontraria nos crescentes ajustes fiscais seu principal impulsionador, segundo os heterodoxos, não impediria de forma alguma as instabilidades macroeconômicas proporcionadas por uma eventual reversão do atual cenário externo de ampla liquidez internacional. O que estes ressaltam é a persistência e até mesmo a ampliação da vulnerabilidade dos resultados obtidos frente a movimentos oscilatórios da conjuntura externa.

³¹ É curioso como muitos dos economistas ortodoxos quando analisam a evolução do gasto público não ressaltam o elevado pagamento com os serviços da dívida pública, que apesar de uma queda verificada nos últimos anos permanece superior a 7,5% do PIB, conforme indicado na tabela 3

³² Ver, entre outros, CARNEIRO(2006), LOPREATO(20005,2006),FARHI E PRATES(2005),SERRANO E MELIN(2005)

Eles chamam a atenção para o fato de muitas das medidas que favoreceram a obtenção, por exemplo, da já discutida melhoria do perfil da dívida pública interna e até mesmo da redução da dívida pública mobiliária externa, ampliaram o já elevado grau de abertura financeira da economia brasileira. Apesar dos efeitos positivos no sentido de redução da vulnerabilidade externa decorrente da recompra, por parte do governo, de títulos públicos externos e liquidação das dívidas com FMI e Clube de Paris, outras medidas governamentais, como a concessão de incentivos fiscais aos investidores estrangeiros, sobretudo de Imposto de Renda, para a aquisição de títulos da dívida pública interna³³ ampliaram a articulação com o mercado financeiro internacional e criaram efeitos potencialmente perversos num eventual momento de reversão do ciclo de liquidez. Segundo Carneiro (2006):

“Durante o governo Lula, do ponto de vista da abertura financeira, há duas medidas centrais a serem discutidas. O primeiro conjunto de medidas refere-se ampliação da abertura no âmbito dos residentes (outward transactions) ou a facilitação para os residentes manterem depósitos ou investimentos no exterior. A segunda diz respeito aos incentivos fiscais para investidores estrangeiros adquirirem títulos da dívida pública (inward transactions). Ambas as medidas ampliam a oferta e demanda potencial de divisas. Na conjuntura recente de alta liquidez tem contribuído para a internalização de recursos e apreciação da taxa de câmbio. Mas, numa conjuntura adversa podem exacerbar as desvalorizações cambiais e portanto ampliar a volatilidade da taxa de câmbio.” (Carneiro, R., 2006, págs. 11 e 12).

Na análise heterodoxa, a questão da volatilidade da taxa de câmbio é ponto fundamental para se discutir tanto estabilidade macroeconômica quanto condições adequadas para a retomada do crescimento econômico. Considerando os formatos assumidos pelas políticas macroeconômicas e o elevado grau de abertura e mobilidade para os capitais, as oscilações cambiais teriam um enorme peso na determinação da taxa de juros. O elevado nível do chamado *pass-through* e o forte potencial inflacionário dos preços administrados, que possuem grande

³³ Esta medida foi importante para impulsionar o movimento recente de compra de títulos pré-fixados por parte dos investidores estrangeiros, um dos fatores principais para o processo de melhora do perfil da dívida pública.

participação na composição do IPCA (índice utilizado como meta)³⁴, criaria uma forte relação de subordinação da taxa de juros em relação ao câmbio.

Carneiro (2006) utiliza o termo dominância cambial na determinação da inflação, ressaltando ainda os elevadíssimos custos fiscais que a configuração deste modelo pode proporcionar. Por exemplo, uma eventual reversão do atual ciclo de liquidez causaria uma brusca desvalorização da taxa de câmbio, o que provocaria pressões inflacionárias e conseqüentemente severas reações do BC traduzidas na elevação da taxa básica de juros, que, por sua vez, causaria enormes prejuízos fiscais, dado um perfil de dívida com parcela significativa ainda atrelada à Selic.

Assim, em um cenário de reversão da conjuntura externa, todo o “sucesso” alcançado com tanto “sacrifício” iria por água abaixo! Portanto, segundo a análise não convencional algumas medidas adotadas, sobretudo aquelas relacionadas à melhoria de perfil da dívida pública, ao mesmo tempo em que permitiram a obtenção de resultados macroeconômicos mais “satisfatórios”, aumentaram o grau de abertura financeira da economia, subordinando cada vez mais a dinâmica econômica do país aos “humores” dos credores externos.

Em outras palavras, este aumento da vulnerabilidade externa, dado o funcionamento do modelo macroeconômico, mais especificamente da política monetária guiada por um rígido regime de metas de inflação no qual a variável de ajuste é a taxa de juros, acarretou também um aumento da vulnerabilidade fiscal. Movimentos oscilatórios da conjuntura externa e dos fluxos de capitais, com um alto grau de abertura financeira, tende a refletir diretamente no comportamento do câmbio e da inflação através dos mecanismos de transmissão para os preços internos, provocando o movimento ascendente da taxa de juros, que por sua vez, aumentaria as despesas públicas com pagamento dos serviços da dívida.

Um aumento nas despesas financeiras poderia comprometer seriamente o objetivo maior da política fiscal neste modelo, o de garantir a sustentabilidade da dívida. Além disso, mudanças no cenário externo acabariam com as expectativas de queda na taxa de juros brasileira (Selic), o que interromperia o processo de melhora do perfil da dívida pública, uma vez que os agentes voltariam a preferir títulos indexados à Selic.

³⁴ Este tema foi tratado neste trabalho na seção 2.2.1, em que discutimos os impactos cambiais indiretos sobre as contas públicas.

As fragilidades e vulnerabilidades dos resultados fiscais alcançados frente às oscilações da conjuntura externa já mostraram indícios de realmente existir. Um primeiro momento de maior incerteza dos credores ocorrido por exemplo em maio de 2006, sobretudo dos estrangeiros, decorrente de uma eventual possibilidade de um aumento mais significativo da taxa de juros americana, supostamente cogitado em um dos discursos do presidente do Banco Central norte-americano, Ben Bernanke, já foi suficiente para a formação de barreiras ao movimento de venda de títulos pré-fixados, uma vez que em momentos de maior turbulência os agentes acabam exigindo taxas muitíssimo elevadas para adquirirem tais papéis³⁵, o que, nas atuais condições, praticamente inviabiliza o prosseguimento do processo.

Maiores incertezas em relação à evolução da situação externa impedem maiores expectativas de queda na taxa Selic, constituindo também em grandes dificuldades para a melhoria do perfil da dívida pública³⁶ e para a própria redução da taxa de juros.

Enfim, a heterodoxia não acredita no “poder” absoluto que supostamente os crescentes ajustes fiscais teriam para fortalecer a economia brasileira e impedir que os choques externos revertessem o ambiente de estabilidade macroeconômico.

Depois dos argumentos apresentados fica claro que esta forma de interpretação do cenário macroeconômico não considera como verdadeira a relação direta existente, defendida pela ortodoxia, entre elevação dos ajustes fiscais e queda na taxa de juros e, conseqüentemente, aumento do crescimento econômico. Conforme ironizado por Maria da Conceição Tavares, em artigo publicado na Folha de São Paulo³⁷:

“O ministro da Fazenda (apoiado por notórios economistas conservadores) volta à carga com a lógica invertida de aumentar ainda mais o superávit fiscal para poder baixar os juros. Trata-se de uma “nova teoria”: o ajuste fiscal permanente e crescente!”.

³⁵ Nestes momentos de maior turbulência no fim de maio o Tesouro Nacional teve ainda de recomprar os títulos pré-fixados vendidos para os investidores estrangeiros.

³⁶ Esta incerteza gerada no mês de maio levou a moeda brasileira a uma desvalorização relativamente forte em poucos dias, de níveis em torno de R\$2,05 por dólar para outros em torno R\$ 2,35 por dólar. Felizmente ou infelizmente tudo não passou de um susto; os dados divulgados da economia norte-americana acabaram “acalmado” os mercados e o real voltou a se valorizar. No entanto caso o Banco Central americano precisasse realmente elevar significativamente sua taxa de juros, viveríamos novamente um outro momento de intensas instabilidades, e neste caso, elevados ajustes fiscais não impediriam o fim do período de estabilidade macroeconômica. Em outras palavras, a economia brasileira, dado seu alto grau de abertura fica fortemente vulnerável à política monetária norte-americana

³⁷ Artigo veiculado no caderno Dinheiro da Folha de São Paulo, dia 19 de setembro de 2004.

Dessa forma, poderíamos até colocar que na visão heterodoxa os efeitos proporcionados pelos crescentes superávits primários teriam sido negativos tanto para a economia quanto para a sociedade brasileira, na medida em que reduziram o nível de demanda agregada da economia dados os contingenciamentos de gastos públicos, principalmente dos investimentos públicos, que deveriam desempenhar a função de induzir, incentivar a expansão de outros investimentos privados na economia. Outras importantes considerações acerca da importância da política fiscal e do gasto público na análise heterodoxa abordaremos a seguir, quando discutirmos as críticas às propostas dominantes que defendem mudanças no formato da política fiscal brasileira.

4. As propostas dominantes para a reformulação do regime fiscal

A partir de meados de 2005, algumas propostas para reformar o regime fiscal passaram a surgir. Dentre elas podemos citar a de Raul Velloso que propôs o estabelecimento de metas para a relação dívida/PIB³⁸, a de Delfim Neto³⁹ que defendeu a zeragem do déficit público nominal, a qual será melhor abordada neste trabalho, ou ainda algumas propostas mais simplificadas que sugeriram “apenas” a elevação da meta de superávit primário dos atuais 4,25% para 5 % do PIB. Embora existam algumas diferenças quanto à metodologia a ser utilizada na condução da política fiscal, podemos afirmar que o sentido dado às propostas foi o mesmo, o de aprofundamento do ajuste fiscal.

De forma geral, a idéia implícita e que é comum a todas as propostas era a de que o atual nível em que a relação dívida/PIB se encontrava não seria ainda compatível com quedas mais significativas da taxa de juros brasileira e, portanto, com a retomada do crescimento econômico a taxas mais elevadas e que as reduções necessárias no indicador dívida/PIB não seriam mais factíveis através de ajustes nos moldes em que foi realizado nos últimos anos. De acordo com as propostas, para a geração de maiores superávits fiscais se tornava necessário reduzir os gastos primários do governo, sobretudo as despesas com pessoal, benefícios previdenciários e custeio da máquina pública. Além disso, algumas das propostas, como veremos a seguir, defenderam também um maior nível de desvinculação das receitas no orçamento federal, além de cortes nas chamadas despesas obrigatórias.

O que estas propostas sugeriam é que o maior ajuste fiscal, que conduziria a substanciais reduções da relação dívida/PIB, diminuiria a percepção de risco dos agentes, reduzindo também, os *spreads* exigidos pelos credores e, conseqüentemente, criaria condições para uma queda mais acentuada da taxa de juros, idéia esta que, conforme discutido na seção anterior está bastante alinhada com a visão ortodoxa.

³⁸ Esta proposta aparece em um artigo escrito por Velloso chamado “Metas de redução de dívida com gatilho temporário” que faz parte de uma coletânea organizada por João Paulo de Reis Velloso e Roberto Cavalcanti de Albuquerque que recebeu o nome de “Crise política e reformas das instituições do Estado brasileiro”, publicado em setembro de 2005.

³⁹ Um dos textos que podemos cita, no qual a proposta de Delfim é explicitada se encontra numa coletânea de textos que recebeu o nome de “A qualidade da política fiscal de longo prazo”, de agosto de 2005, trabalho decorrente de um debate promovido pelo IPEA e PNUD em comemoração ao aniversário de um ano da revista “Desafios do Desenvolvimento”.

Além disso, as vantagens de um maior ajuste fiscal viriam também na contribuição para o controle da inflação, uma vez que o aumento da demanda agregada via aumento dos investimentos e consumo decorrentes da queda dos juros seria compensado pela queda do componente gastos do governo da demanda agregada, o que, segundo estas análises impediria maiores pressões inflacionárias.

A proposta com mais repercussão e que conseguiu maior apoio de setores do governo foi a do então deputado Antônio Delfim Neto, que, de forma geral, esteve bem enquadrada nos moldes correspondentes às idéias acima exploradas. O método proposto foi a de obtenção em um prazo de cinco/seis anos de um déficit nominal zero, ou seja, um resultado primário que conseguisse cobrir todo o pagamento com serviços da dívida (juros), em substituição a um regime fiscal voltado apenas para a obtenção dos superávits primários. O que se propunha, na verdade, era a continuidade da geração de crescentes resultados primários, mas que estes funcionassem com meio para se eliminar o déficit nominal.

O que se pretendia com tal proposta era a redução drástica da relação dívida/PIB que, de acordo com o processo já mencionado, permitiria queda acentuada da taxa de juros. A própria queda nos juros, que estimulariam os investimentos e, conseqüentemente, o crescimento do produto proporcionaria uma maior arrecadação tributária, que conjugada a menores despesas financeiras, teoricamente, facilitaria a obtenção de crescentes superávits primários sem excessivos esforços fiscais e, dessa forma, uma nova redução da relação dívida/PIB daria início a um novo ciclo. Isto é, segundo a proposta, com a meta de zeragem do déficit nominal aumentariam as chances de o país ingressar em um ciclo virtuoso de investimento, ganhos de produtividade e crescimento acelerado⁴⁰.

Entretanto, devemos discutir, ainda que brevemente, quais os principais mecanismos propostos para alcance desta meta. Os pontos principais estiveram relacionados à questão da credibilidade intertemporal e das vinculações.

Primeiramente, Delfim considerou de fundamental importância o estabelecimento de compromissos para com o cumprimento das metas, o que daria uma maior garantia, segurança para os agentes de que as metas estipuladas seriam realmente honradas. O que fica claro,

⁴⁰De acordo com a proposta de Delfim, o ajuste fiscal nos moldes propostos possibilitaria um maior nível de investimentos públicos. Além disso, vale mencionar que a queda dos juros sugerida como decorrente dos maiores ajustes fiscais provocaria uma desvalorização da moeda brasileira, o que estimularia o crescimento do setor exportador e contribuiria para o crescimento do produto.

portanto, na proposta é a necessidade da condução da política econômica pretendida pela proposta obter a chamada credibilidade intertemporal perante os agentes econômicos.

Além disso, a concretização de um déficit nominal zero, segundo Delfim, dependeria também de uma elevação do percentual das chamadas desvinculações das receitas governamentais. As vinculações obrigatórias contidas no orçamento federal podem ser subdivididas em três, mas que, na verdade, acabam sendo complementares entre si: a vinculação de receitas da União (DRU), a aplicação mínima de recursos e os gastos em despesas obrigatórias.

Em linhas bem gerais, a vinculação de receitas da União é aquela que relaciona, por exemplo, a receita das contribuições previdenciárias com o pagamento das aposentadorias dos inativos ou a arrecadação de outras contribuições sociais com outros gastos sociais.

Durante a implementação do Plano Real foi criado este mecanismo fiscal, na época denominado de Fundo Social de Emergência, que estabelecia a desvinculação de 20% do produto da arrecadação todos os impostos e contribuições da União e que em princípio deveria ser transitório. No entanto este mecanismo acabou se tornando essencial para a condução da política fiscal sobretudo a partir de 1999, já que permitiu utilizar os recursos inicialmente “carimbados” para “engordar” o superávit primário, contribuindo para a garantia da solvência da dívida pública. Com isso, depois de 4 emendas constitucionais a DRU foi sendo prorrogada e o prazo estipulado pela última emenda aprovada em 2003 no governo Lula se expira no fim de 2007⁴¹.

Com relação à aplicação mínima de recursos, podemos mencionar as normas que regulam a aplicação em saúde, relacionando o gasto presente com o gasto do ano anterior acrescido da variação nominal do PIB e a aplicação mínima em educação de 18% da arrecadação de todos os impostos federais, líquida de transferências.

Já dentre as chamadas despesas obrigatórias⁴² destacam-se as destinadas ao pagamento de pessoal, benefícios da previdência, transferência a estados e municípios, abono e seguro-desemprego, sentenças judiciais e da lei orgânica de assistência social (LOAS), isto é, despesas de natureza, predominantemente, social.

⁴¹ A discussão sobre uma eventual quinta emenda para prorrogação da DRU tem sido motivo de intenso debate no Congresso Nacional, assim como na questão da prorrogação da CPMF, cujo prazo também se expira no fim de 2007. Dada a importância de ambos para a condução da política fiscal nos últimos anos, o governo tem se empenhado bastante para aprovar as prorrogações.

⁴² No que refere-se às despesas obrigatórias, o Executivo não tem a discricionariedade para postergar o pagamento e o montante a ser pago.

Na proposta de Delfim Neto, o enfoque maior parece ser dado na questão das vinculações de receitas da União e nos mínimos exigidos constitucionalmente para a saúde e educação, e aparece de forma menos incisiva, na necessidade de profundos cortes nas despesas obrigatórias⁴³, que como vimos são compostas, predominantemente, por gastos sociais. Talvez, tal procedimento deve ter sido adotado de forma proposital pelo autor, a fim de a proposta obter uma maior índice de aceitação. Nas palavras de Delfim (2005): *“Na forma atual, as vinculações são a mãe do desperdício, da acomodação e perpetuação da ineficiência. É um grave erro pensar que reduzir as vinculações é reduzir a quantidade e a qualidade dos serviços de educação e saúde”* (Delfim, 2005, pág 12). É baseado nesta idéia que o autor da proposta sugeriu um aumento dos atuais 20 % de desvinculação das receitas da União para 40%.

Os cortes colocados explicitamente como necessários nesta proposta para o alcance de um déficit nominal zero seriam, essencialmente, dos gastos públicos destinados ao custeio da máquina pública.

Em síntese, Delfim acredita que uma maior redução da razão dívida/PIB permitiria importantes avanços na consolidação dos fundamentos macroeconômicos. No entanto, critica os aumentos da carga tributária ou cortes nos já tão reduzidos investimentos públicos para alcançar este fim. Por isso, o “alvo” a ser atacado pela proposta se encontrava nas despesas públicas correntes, sobretudo nos gastos com custeio e nas “excessivas” vinculações.

Alguns economistas mais ortodoxos, como Raul Velloso chegaram a fazer algumas ressalvas à proposta de Delfim, destacando que para a obtenção de um déficit nominal zero era crucial não apenas desvinculações das receitas, mas também cortes significativos nas despesas obrigatórias⁴⁴, uma vez que a Constituição não permite nenhum tipo de contingenciamento destes gastos. Apenas à título de comparação, em 2005, ano em que surgiram a maioria das propostas para reformulação do regime fiscal, as maiores despesas obrigatórias foram com os benefícios previdenciários (R\$ 142 bilhões), pessoal e encargos sociais (R\$ 94 bilhões) e transferências a estados e municípios (R\$ 117 bilhões), nenhuma delas superior aos gastos com o pagamento de juros nominais da dívida pública, que registraram a quantia de R\$ 157 bilhões.

Alguns estudos de economistas de orientação mais heterodoxa revelaram que a suposta separação existente entre desvinculações de receita e corte nos gastos sociais parece não existir.

⁴³ Delfim tenta fazer uma separação entre cortes e desvinculações. Entretanto, se instituída uma desvinculação de 40% por exemplo, como foi proposto, os gastos sociais obrigatórios certamente seriam fortemente reduzidos.

⁴⁴ Ver Velloso (2005).

Um estudo do professor da Unicamp e atual presidente IPEA, Márcio Pochmann, mostrou que caso a desvinculação subisse de 20 para 40 % em 2005, a redução dos gastos sociais seria de R\$ 42,5 bilhões⁴⁵ (cerca de 2,4% do PIB do ano em questão), certamente uma redução muito superior aos aumentos observados das despesas obrigatórias. Segundo Pochman (2005):

“Com a desvinculação de 40% da arrecadação fiscal federal, estima-se que o conjunto da despesas social federal deva sofrer uma redução estimada em 17,8% em relação à verificada em 2004, o que permitira gerar uma contenção de 42,5 bilhões de reais (equivalente a 2,4% do PIB). Dessa forma, o superávit primário social federal passaria de 34% do total de gastos com juros no ano de 2004 para alcançar 61% das despesas com juros estimadas para 2005.” (Pochman, 2005, pág.9).

Enfim, independentemente de quais seriam os alvos principais para a implantação de um novo modelo fiscal, a visão dominante tem “empobrecido” a discussão sobre as finanças públicas, reduzindo o debate sobre a política fiscal brasileira a estas questões, isto é, sobre quais gastos os cortes devem ser mais ou menos acentuados, deixando em segundo plano questões inerentes à política fiscal e de extrema importância para a sociedade como por exemplo uma reforma tributária que redistribuísse de forma mais equânime a carga dos tributos entre as camadas da sociedade, isto é, que tornasse a estrutura tributária efetivamente progressiva ou ainda a importância do gasto público para uma melhoria dos índices de desigualdade social, de pobreza etc.

4.1) Outras críticas à proposta de Delfim

Muitos economistas vêm com bastante cautela a construção deste cenário tão favorável, defendido pelos adeptos da proposta. Além das já esperadas críticas heterodoxas, há também ataques que partem de dentro da própria ortodoxia⁴⁶.

As críticas vindas dos economistas mais ortodoxos de forma alguma atacou o maior ajuste fiscal sugerido pela proposta. No entanto, estes chamaram a atenção para alguns aspectos que deveriam ser levado em consideração e que poderiam tornar a argumentação dos adeptos da proposta de Delfim pouco consistente.

⁴⁵ Para mais detalhes ver Pochman (2005)-“ Déficit Público Nominal Zero e custos sociais”.

⁴⁶ Ver NAKANO(2005) e VELLOSO(2005)

A principal crítica da ortodoxia feita se referia à possibilidade dos mercados interpretarem a medida governamental de estipular uma meta de déficit nominal como uma forma de cercear a atuação do Banco Central na determinação da taxa básica de juros, Selic, o que poderia comprometer o habitual esforço anti-inflacionário do BC. O que estes economistas querem dizer é que, na busca da meta estipulada, podem ocorrer cortes “inoportunos” na taxa de juros, o que, segundo a ortodoxia, deve ser evitado a todo custo.

Esta argumentação, muito embora esteja “recheada” de interesses rentistas daqueles para os quais a queda na taxa de juros não é nada interessante, levanta algumas questões interessantes: como aceitar uma reforma do regime fiscal nos moldes da proposta de Delfim sem realizar reformas no modo de condução da política monetária? Isto é, mesmo que aceitemos o argumento de que a queda na relação dívida/PIB acarrete em redução da taxa de juros, como conciliá-lo com a determinação dos juros através de um regime de metas de inflação? Como deveria se comportar a política monetária frente a eventuais pressões inflacionárias, mesmo considerando a existência de um crescente ajuste fiscal em direção à zeragem do déficit nominal?

Uma outra crítica importante feita por economistas que, apesar de estarem de acordo com a “essência” da proposta, ou seja, com a idéia de maiores reduções da relação dívida/PIB resultaria em queda dos juros, destacaram a presença de uma “anomalia” na economia brasileira que diz respeito à “confusão” existente entre o sistema monetário e a estrutura de mercado de dívida pública, que constitui em grandes dificuldades para a queda na taxa de juros. Para o economista Nakano⁴⁷(2005) tais anomalias seriam decorrentes de uma *“elevada remuneração de aplicações financeiras de curtíssimo prazo e ao fato de que a maior parte da dívida pública está atrelada à taxa de juros de curtíssimo prazo (over-Selic), determinada pelo BC⁴⁸”*. Dessa forma, *“uma vez que o BC impõe ao mercado de moeda de curtíssimo prazo a mesma taxa que remunera títulos da dívida pública, é óbvio que todos têm total preferência por aplicações em juros pós-fixados e de curtíssimo prazo.”*. Apesar de acreditar que um déficit nominal zero levaria taxa de juros brasileira para níveis bem inferiores ao atual, Nakano acredita que no caso brasileiro tais anomalias tornam a zeragem deste déficit insuficiente para a redução da taxa de juros.

⁴⁷ Coluna do jornal Valor Econômico veiculada dia 2 de agosto de 2005

⁴⁸Ver NAKANO (2005)

Para corrigir estes problemas Nakano propôs uma reforma não apenas no regime fiscal, mas também no formato conferido à política monetária, de forma a estabelecer uma separação nítida entre o mercado de moeda e o de dívida pública. Para este fim, em síntese, defendeu a segmentação da taxa Selic em duas: uma monitorada pelo Tesouro, com foco na remuneração de títulos públicos, de longo prazo. E outra taxa aplicada pelo Banco Central, com alvo na demanda, na inflação e na moeda a ser praticada no curto prazo.

Já a crítica da heterodoxia além de também notar o quão perversa é a atual política monetária para a economia e sociedade brasileira, dado o perfil da dívida pública e a forma rígida através da qual ela é conduzida, não acredita, como já colocado anteriormente, que a queda da relação dívida/PIB venha acompanhada de quedas na taxa de juros. Dessa forma, na análise dos economistas heterodoxos não existe nenhuma evidência, nem teórica nem empírica, de que maiores cortes nos gastos públicos conduziria a economia brasileira ao crescimento, ou seja, criticam o que a literatura costuma denominar de contração fiscal expansionista⁴⁹. Na visão heterodoxa a real relação existente é exatamente a oposta ao que é sugerido pela proposta de Delfim, isto é, o tamanho da dívida pública é basicamente um problema de taxa de juros, e não o inverso como querem sugerir outros economistas.

Sendo assim, os reais objetivos de uma política fiscal voltada para a geração de um déficit nominal seriam outros, dentre os quais destacam-se a garantia de continuidade da destinação de recursos fiscais para o pagamento de juros ao sistema financeiro em um montante compatível com o atualmente é pago (cerca de 8% do PIB), sem com isso provocar elevações na relação dívida/PIB. Esta idéia foi de alguma forma colocada até mesmo pelo ex-ministro Bresser Pereira⁵⁰:

“Para os rentistas, é atrativa a política de déficit público nominal zero sem outra condicionante a não ser a da redução da despesa pública corrente, porque torna mais seguros seus créditos no Estado. Por isso a proposta está sendo discutida.”

Um outro objetivo, colocado pelo economista Serrano (2005) seria o de *“promover uma concentração ainda maior de poder político na Fazenda (especificamente na Secretaria do*

⁴⁹Ver Braga e Serrano (2005)

⁵⁰ Citação extraída de coluna publicada no caderno Dinheiro da Folha de São Paulo, dia 4 de julho de 2005.

Tesouro) que, diante do aumento das restrições fiscais, ganha ainda mais discricionariedade para decidir quais gastos públicos de fato ocorrem.” (Serrano, 2005, pág. 3).

Dessa forma, nesta análise os determinantes principais da taxa de juros brasileira seriam outros, que não a política fiscal. Com isso, uma reforma do modelo macroeconômico deveria estar mais focada em uma revisão do formato dado à política monetária e que não coloque a política fiscal como sendo um obstáculo para a redução dos juros, responsabilizando a estrutura fiscal por não permitir uma atuação independente do Banco Central na formulação da política monetária. Conforme colocado por Lopreato (2006):

“O fundamental é chamar a atenção ao fato de que a blindagem da política monetária, marcada pela intolerância em rever o modelo de metas de inflação e em discutir os limites atribuídos ao produto potencial brasileiro, bem como o pensamento único em defesa da idéia de que o controle fiscal é condição necessária e prévia à redução dos juros e à retomada do crescimento inibiram a discussão de alternativas de política econômica.” (Lopreato, 2006, pág. 15).

Conforme pudemos perceber ao longo do capítulo, a tendência verificada para os rumos da política fiscal brasileira em 2007 apontavam para a sobreposição da interpretação ortodoxa do cenário macroeconômico e, assim, para a continuidade e aprofundamento do ajuste fiscal, com a diferença de que este deveria ser feito via corte dos gastos correntes do governo. Os ataques às “excessivas” despesas correntes apareciam diariamente nas seções de economia dos principais veículos de comunicação e a idéia de que a retomada do crescimento dependia de um maior arrocho nas contas públicas parecia ganhar cada vez mais adeptos.

Entretanto, a revisão feita pelo IBGE para o cálculo do PIB divulgada em março de 2007, na qual se descobriu que o produto brasileiro estava sendo subestimado acabou surgindo como um componente importante na definição dos rumos do debate fiscal.

Primeiramente, devemos esclarecer, ainda que de forma bem simplificada, no que consistiu esta revisão; em seguida apresentamos as alterações sofridas em importantes indicadores fiscais que utilizam o PIB como referência e, por fim, em um caráter ainda especulativo discutimos a possibilidade de caminhos alternativos para a política fiscal.

5. O ano de 2007 e comentários finais

No fim do mês de março, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), divulgou nova metodologia de apuração do Produto Interno Bruto, decorrente do aprimoramento técnico no Sistema de Contas Nacionais. Sem adentrarmos nos detalhes da revisão, devemos destacar entre as mudanças na metodologia o uso de informações anuais da Declaração de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica, que serão repassadas ao instituto pela Receita Federal. Outra novidade será o uso de informações das quatro pesquisas anuais setoriais realizadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE): indústria, comércio, serviços e construção civil. Além disso, o IBGE aumentou o número de atividades econômicas analisadas, que passaram de 43 para 149 e o número de produtos avaliados, que foi ampliado de 80 para 293.

O que realmente interessa para a presente análise foi a descoberta de que o produto brasileiro se encontra em um patamar mais elevado do que se imaginava. Com tais alterações, os valores nominais do PIB, dos anos de 1990 a 2006, foram revistos, sofrendo em média, aumento próximo de 10% a.a. Sendo assim, em 2004, por exemplo, a nova metodologia detectou um crescimento de 5,7% e não 4,9% conforme registrado pelo antigo método. Em 2005, os números passaram de 2,3% para 2,9%. Já para 2006, houve um crescimento anual do PIB de 3,7%, acima dos 2,9% divulgados anteriormente.

Tal revisão, por sua vez, proporcionou o recálculo de diversos indicadores fiscais, muitos deles utilizados no presente trabalho, como o superávit primário, pagamento de juros e a relação dívida líquida do setor público/PIB. A tabela abaixo apresenta as importantes modificações sofridas pelos indicadores fiscais.

Tabela 7

Resultado Nominal (% PIB)								
Séries IBGE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Antiga	-5,78	-3,61	-3,57	-4,61	-5,22	-2,67	-3,29	-3,25
Nova	-5,28	-3,37	-3,29	-4,17	-4,65	-2,43	-2,96	-3,01

Juros nominais (% PIB)								
Séries IBGE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Antiga	8,97	7,08	7,21	8,52	9,59	7,26	8,13	7,66
Nova	8,2	6,61	6,64	7,71	8,54	6,61	7,32	6,89

Resultado primário (% PIB)								
Séries IBGE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Antiga	3,19	3,46	3,64	3,91	4,32	4,59	4,84	4,35
Nova	2,92	3,24	3,35	3,55	3,89	4,18	4,35	3,88

Dívida Pública Líquida/PIB								
Séries IBGE	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Antiga	49,4	49,4	52,6	56,5	57,2	51,7	51,5	50,6
Nova	44,53	45,54	48,44	50,46	52,36	46,99	46,45	44,91

Fonte: Banco Central

Como podemos perceber, a relação dívida/PIB sofreu uma queda de praticamente seis pontos percentuais entre o fim de 2006 e o início de 2007, ao mesmo tempo em que se descobriu que os superávits primários durante boa parte do período em análise estava abaixo da meta estipulada pelo FMI, de 4,25% do PIB. Estas alterações repentinas suscitaram algumas dúvidas em relação aos rumos a serem tomados pela política fiscal. Entre elas, como deveria se comportar a política fiscal sabendo que as metas não vinham sendo cumpridas? A meta de 4,25% seria mantida? E qual deveria ser o comportamento do Banco Central frente aos novos dados?

Logo após a anúncio dos novos indicadores, muitos economistas ortodoxos viram a oportunidade de ampliação do ajuste fiscal, já que para o cumprimento da meta de 4,25% do PIB, após a revisão do IBGE, seria necessário um aumento do arrocho fiscal da ordem de 10 bilhões de reais. Muitos ortodoxos argumentavam que a redução da meta poderia anular todo o esforço fiscal realizado nos anos anteriores. Além disso diziam o mecanismo existente na LDO, que possibilita descontar os gastos com o chamado Projeto Piloto de Investimento⁵¹ em até 0,5% do PIB, o que já levaria a meta de superávit primário para 3,75% do PIB.

⁵¹O Projeto-Piloto de Investimentos (PPI) foi um mecanismo criado pelo governo brasileiro para viabilizar recursos para infra-estrutura. Apesar de ter recebido a chancela informal do Fundo Monetário Internacional (FMI) quando sua metodologia foi criada, em 2004, até agora tem sido pouco usado. O mecanismo prevê que recursos destinados à

No entanto, alguns setores do governo, liderados pelo ministro da fazenda Guido Mantega intervieram e logo se opuseram às tentativas de aprofundamento do arrocho fiscal. De acordo com Mantega⁵²: “Esse superávit é satisfatório, uma vez que houve uma queda da dívida em proporção do PIB. A essa altura do campeonato, depois de nós já termos definido as dotações orçamentárias dos ministérios, seria muito difícil promover um corte grande de gastos. Teríamos que eliminar projetos e reduzir as dotações”.

Dessa forma, foi aprovada no dia 29 de maio de 2007 a Lei nº 11.477, que permitiu a redução da meta de superávit primário para 3,8% do PIB, sendo mantida na LDO a possibilidade de desconto de até 0,5% do PIB, isto é, a meta efetiva seria de 3,3%⁵³. Na realidade, a meta estipulada para o resultado primário do conjunto do setor público continuou sendo a mesma, em termos nominais, de R\$ 95,89 bilhões, que com base nos novos números para o produto brasileiro, representam 3,8%. De qualquer forma, podemos dizer que a aprovação desta lei possui um grande significado para as questões fiscais, uma vez que desde que a meta foi estabelecida pelo acordo com o FMI em 1999, pela primeira vez ocorreu uma redução da mesma. Este movimento torna-se ainda mais relevante pelo momento vigente, em que predominava no debate sobre o futuro fiscal a defesa de aumentos do superávit primário ou a zeragem do déficit nominal, como vimos anteriormente.

Outro aspecto que merece destaque e que, em alguma medida, redefiniu o tratamento que vinha sendo dado à política fiscal, diz respeito à atuação do Banco Central na condução da política monetária frente aos novos números. Como mostrado, de acordo com grande parte das análises macroeconômicas, a relação dívida/PIB seria o principal fator determinante da taxa de juros. Diversos estudos de cunho ortodoxo fizeram, a partir de diversos cenários para os resultados primários do setor público, projeções para diversas variáveis macroeconômicas, em especial para a relação dívida/PIB e taxa de juros. Um estudo do IPEA feito em meados de 2005⁵⁴, por exemplo, concluiu que se o superávit primário fosse elevado para um nível de 5 % do PIB em 2006 e fosse mantido até 2008, tornaria possível, levar a relação dívida/PIB para algo

infra-estrutura não sejam contabilizados como gastos nos resultados fiscais do governo. A idéia é que estes recursos representem investimentos, e não despesas.

⁵² Ver notícia veiculada no jornal Correio Braziliense “ Governo reduz meta de superávit primário”, em 30 de março de 2007.

⁵³ O objetivo deste mecanismo, como mencionado, é possibilitar a recuperação dos investimentos públicos. No entanto apenas em 2006 este mecanismo foi utilizado pela primeira vez, quando uma pequena parte do PPI (0,14% do PIB) foi descontada dos gastos para o cumprimento da meta.

⁵⁴ Para mais detalhes, consultar no site do IPEA “Notas sobre a política de ajuste fiscal de longo prazo”, julho de 2005.

próximo a 45%, permitindo a redução da taxa de juros nominal (Selic) para 11,5% ao fim de 2008.

Ora, com a nova metodologia de cálculo do PIB, o indicador dívida/PIB foi levado, como num “passe de mágica”, para o nível projetado apenas para o fim de 2008, sem que fosse necessário o rigoroso ajuste fiscal proposto.

Com a manutenção da inflação em níveis bastante baixos, para os quais contribuiu a ampla liquidez internacional e o aprofundamento do movimento de valorização da moeda nacional, e uma relação dívida/PIB próxima a 44%, não havia argumentação consistente que condicionasse as reduções da taxa de juros ao aprofundamento do ajuste fiscal, como havia sido colocado insistentemente pelos ortodoxos nos anos anteriores⁵⁵. Sendo assim, verificamos ao longo de 2007 reduções sucessivas da taxa de juros, ainda que “parcimoniosas”.

Tabela 8

Mês/ano	Taxa Selic (% aa)
jan/07	13,00
mar/07	12,75
abr/07	12,50
jun/07	12,00
jul/07	11,50
set/07	11,25
out/07	11,25

Fonte: Banco Central

A tabela abaixo mostra a evolução do indicador dívida/PIB ao longo de 2007, considerando a nova metodologia para cálculo do PIB:

Tabela 9

Relação DLSP/PIB

Mês/ano	jan/07	fev/07	mar/07	abr/07	mai/07	jun/07	jul/07	ago/07	set/07	ou/07
(% do PIB)	44,60	44,70	45,00	44,20	44,70	44,10	44,00	43,00	43,50	43,70

Fonte: Ipeadata

Quanto à obtenção dos resultados primários, os últimos números divulgados pelo Banco Central, relativos ao período de janeiro a outubro de 2007, revelou a obtenção de um

⁵⁵ Além disso, podemos destacar a forte pressão de grande parte do setor exportador para a queda dos juros, já que são os principais prejudicados pela forte valorização do real frente ao dólar ocorrida, que foi aprofundada neste ano.

megasuperávit primário, de R\$106,6 bilhões, equivalente a 5,12% do PIB, ou seja, muito superior à meta estipulada para o ano de 3,8%⁵⁶. Mesmo no acumulado em 12 meses, o resultado primário registra valores bastante significativos (4,23% do PIB), mais que suficientes para garantir a solvência da dívida pública.

O principal responsável por estes resultados primários se encontra no expressivo crescimento da arrecadação tributária verificada neste ano. A descoberta de que a carga tributária não estava próxima dos 40% do PIB, mas registrava valores em torno de 34% permitiu ao setor público alguma elevação da carga tributária em 2007, sendo que as últimas projeções apontam pra um crescimento de um ponto percentual neste ano. Entretanto, este crescimento das receitas governamentais e do superávit primário tem como motivo principal o aquecimento da economia brasileira, certamente favorecido pela queda na taxa de juros ao longo de todo o ano, uma vez que a arrecadação tributária é uma variável pró-cíclica, isto é, quando há crescimento econômico, as receitas governamentais também se elevam.

Com estes resultados obtidos pela política fiscal, tornou-se possível a continuidade da expansão dos gastos primários do governo, com destaque para as despesas previdenciárias e de pessoal e encargos sociais, além do crescimento verificado nas despesas com abono e seguro desemprego e benefícios assistências (LOAS e RMV⁵⁷), ainda que estas representem parcela pequena do total de gastos. Vale lembrar que com a nova metodologia de cálculo do PIB, os valores apresentados a seguir não coincidem com aqueles mostrados anteriormente:

Tabela 10

(em % do PIB)	2002	2003	2004	2005	2006	2007(até set.)
Despesas primárias	15,71%	15,13%	15,59%	16,37%	17,30%	17,60%
Benefícios Previdenciários	5,96%	6,30%	6,48%	6,80%	7,13%	7,19%
Abono e Seguro Desemprego	0,48%	0,47%	0,49%	0,53%	0,63%	0,68%
Benefícios Assistenciais(LOAS e RMV)	0,00%	0,26%	0,39%	0,43%	0,5%	0,53%
Pessoal e Encargos	4,81%	4,46%	4,31%	4,29%	4,54%	4,62%

Fonte: Tesouro Nacional

⁵⁶ Isso sem levar em consideração a possibilidade, estipulada pela LDO de 2007, de descontar até 0,5% do meta para o Projeto Piloto de Investimento (PPI). Ou seja, a meta para superávit primário de 2007 seria efetivamente de 3,3%.

⁵⁷ LOAS refere às Lei Orgânica de Assistência Social e RMV significa Renda Mensal Vitalícia, programa destinado àqueles de baixa renda.

Neste sentido podemos considerar 2007 como um ano de mudanças no plano fiscal brasileiro. As insistentes e diárias críticas feitas por economistas conservadores e até mesmo jornalistas parecem ter perdido força neste ano. Os resultados observados que denotam a manutenção do superávit primário em níveis elevadíssimos com expansão dos gastos públicos correntes, além de uma relação dívida/PIB em um patamar muito inferior do que se imaginava parecem ter alterado o foco principal debate sobre os rumos fiscais para a questão da elevada carga tributária. Isto, certamente, não significa que a ortodoxia não deixe de evocar em seus artigos, papers ou declarações, que os gastos correntes são excessivos e necessitam ser reduzidos, ou seja, que os resultados poderiam ser ainda melhores.

O foco principal, no entanto, das críticas provenientes da ortodoxia neste último ano pareceu estar mesmo assentado na questão tributária. A discussão acerca da prorrogação da CPMF, cujo prazo será expirado em 31 de dezembro deste ano, parece ter também contribuído para projetar a questão da elevada carga tributária para um primeiro plano do debate fiscal⁵⁸.

Apesar destas aparentes mudanças é importante frisarmos que a lógica do ajuste fiscal é mantida, as idéias pertinentes à interpretação ortodoxa ainda são predominantes, isto é, a idéia de que a estabilidade macroeconômica é dependente de uma política fiscal com vistas à solvência da dívida pública é ainda bastante presente. Sendo assim, num cenário hipotético em que a CPMF não seja aprovada, por exemplo, a conseqüente perda de arrecadação do governo, que prejudicaria a geração dos elevados superávits primários, muito provavelmente teria como umas de suas conseqüências o retorno aos duros e insistentes ataques aos gastos correntes.

Já as explicações dadas pela heterodoxia continuam concluindo que os resultados positivos, entre eles a queda da taxa de juros, maior crescimento econômico, melhoria do perfil da dívida pública, que em 2007 são preservados e até mesmo ampliados, estão intimamente ligados à conjuntura externa favorável. A preservação de ampla liquidez no mercado financeiro internacional foi determinante para as quedas observadas na taxa de juros e, portanto, para os desdobramentos deste movimento, dentre os quais se destaca o maior aquecimento da economia. Apesar da queda dos juros, tal conjuntura proporcionou um amplo acúmulo de reservas internacionais por parte do Banco Central, que atingiu valores próximos a US\$ 170 bilhões no

⁵⁸ Pesquisas feitas em meados 2007 pela FGV/SP⁵⁸ junto à classe empresarial colocam a elevada carga tributária como o principal entrave ao crescimento econômico contribuem para dar maior consistência à nossa hipótese de que o lado da receita (leia-se carga tributária) passou a ser visto com maior preocupação em relação às despesas (leia-se gastos correntes) por parte daqueles que dominam o debate sobre os rumos fiscais (a ortodoxia).

fim de outubro deste ano, o que certamente proporciona uma maior proteção aos ataques especulativas contra a moeda brasileira, mas de forma alguma acaba com as vulnerabilidades a que nossa economia está sujeita, sobretudo em termos dos resultados macroeconômicos obtidos.

Os recentes temores em relação à evolução dos números da economia americana, além das desconfianças do “mercado” a respeito da formação de “bolhas” no setor imobiliário americano⁵⁹ já foram suficientes para provocar bruscas oscilações da taxa de câmbio brasileira, colocando em risco a continuidade dos resultados favoráveis, devido aos fatores já colocados na discussão da perspectiva heterodoxa. A resposta do Federal Reserve (Banco Central americano) a estes temores, traduzidas na redução da taxa de juros⁶⁰, permitiu amenizar as instabilidades e o ciclo de ampla liquidez internacional ganhou novo fôlego. As incertezas acerca do desempenho da economia americana, de eventuais pressões inflacionárias nos EUA decorrentes principalmente do crescimento dos preços das commodities, e do próprio comportamento do setor imobiliário americano⁶¹, tem provocado movimentos bastantes voláteis do câmbio, apesar do grande volume de reservas disponível no Banco Central, o que pode ser interpretado como um indício da fragilidade do “sucesso” macroeconômico alcançado. Como colocado por Belluzzo (2007), em entrevista publicada na edição de agosto da Agência Carta Maior:

“Se a recessão vier, será preciso mudar a atual política monetária, baixando juros e fazendo controle de capitais”, defende. “É uma situação diferente da que ocorreu entre 1998 e 1999, mas o país não está blindado.”

De qualquer forma, acreditamos que 2007 possa ser considerado um ano de alguns importantes acontecimentos na área fiscal. Apesar da preservação da lógica do ajuste verificada nos anos anteriores, nota-se a obtenção de volumosos superávits primários simultaneamente à expansão de gastos primários sem grandes elevações da carga tributária e com ampliação dos

⁵⁹ O segmento de maior instabilidade no mercado hipotecário americano é conhecido como “subprime”, que registrou aumento da inadimplência. Um dos motivos principais para o surgimento destas instabilidades ocorreu no mês de agosto, quando o banco francês BNP Paribas congelou os resgates em três fundos, alegando incertezas quanto à exposição dos investimentos dos fundos ao mercado hipotecário de risco.

⁶⁰ O FED decidiu reduzir sua taxa de juros de 5% para 4,75% a.a. Foi a primeira queda dos juros americanos desde 2003.

⁶¹ Alguns economistas, como Belluzzo, chamaram a atenção para o perigo de um suposto risco moral decorrente da redução dos juros americanos e dos volumosos aportes de recursos feitos pelo Fed e outros bancos centrais europeus no provimento de liquidez. Este risco, segundo Belluzzo, decorre da “sensação de que, não importa o que se faça, não há perdas, pois, em caso de crise, os bancos centrais vão dar um jeito”. Essas e outras impressões de Belluzzo sobre o problema do mercado imobiliário americano são encontrados na edição de agosto de 2007 da Agência Carta Maior.

investimentos públicos, para a qual teve grande importância a iniciativa do governo federal denominada de Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que consiste basicamente na tentativa de retomada dos investimentos governamentais, principalmente nas áreas social e urbana, logística de transporte e energia⁶².

Em outras palavras, este ano pode ser utilizado como exemplo ou como uma resposta às propostas provenientes da ortodoxia, de que a principal forma de obtenção de resultados primários expressivos não deva estar apoiada em profundos cortes nos gastos correntes, mas sim em uma política econômica que favoreça o crescimento econômico!

A conjuntura extremamente favorável, que já vem sendo observada pelo menos desde 2003, finalmente conseguiu ser melhor aproveitada que, somada à descoberta de que os níveis da relação dívida/PIB era bem inferiores do que se imaginava e à valorização cambial⁶³, não permitiu outra reação do Banco Central que não a de reduzir a taxa básica de juros, que certamente vem sendo fundamental para o aquecimento da economia.

Por outro lado, infelizmente parece não estar presente na pauta principal do debate fiscal alguns dos pontos principais levantados pela interpretação heterodoxa e que diz respeito à discussão sobre as fragilidades deste momento de estabilidade à uma possível reversão do ciclo de liquidez atual, sendo desconsiderados importantes temas como por exemplo a utilização de algum tipo de controle de capitais.

Esperamos também que alguns argumentos com grande conteúdo conservador, que parecem obcecados pela idéia de produto potencial a níveis bastante baixos (próximos a 3,5% a.a⁶⁴) e que apontam para os “perigos” inflacionários decorrentes do atual aquecimento da demanda, não prevaleçam e, assim, os juros brasileiros, que ainda se encontram em patamares bastante elevados quando comparados a outros países emergentes, possam continuar sendo reduzidos.

Além disso, acreditamos que o atual momento poderia ser utilizado para trazer à tona para o debate sobre os rumos fiscais brasileiros a idéia da política fiscal anti-cíclica. Certamente o tratamento deste tema demandaria no mínimo um outro trabalho como este, mas o que queremos

⁶² O Plano lançado em janeiro deste ano prevê um volume de investimentos na ordem de R\$503,9 bilhões até 2010. Para mais detalhes do PAC, ver site www.brasil.gov.br/pac

⁶³ A valorização do câmbio tem contribuído para preservar a inflação dentro do intervalo estipulado pelo Banco Central.

⁶⁴ O Banco Central na condução da política monetária trabalha com a idéia de produto potencial, ou seja, para os técnicos do BC caso a economia cresça a taxas superiores a do produto potencial haveria pressões inflacionárias de demanda e a variável de ajuste (os juros) deve ser utilizada, ou seja, a taxa de juros deve ser elevada.

rapidamente ressaltar desta idéia de inspiração keynesiana é a interessante defesa de um modelo fiscal não “amarrado” pelos compromissos de geração de superávit primário, mas que pudesse atuar de forma anti-cíclica, ou seja, realizando resultados primários mais expressivos em um momento de maior estabilidade e de crescimento econômico e que em momentos mais recessivos se tornaria mais expansivo, estimulando a demanda agregada e amenizando os efeitos da desaceleração econômica! Esta seria uma boa forma de tirar maior proveito de conjunturas como a que vivemos e, assim, criar melhores condições para enfrentarmos os efeitos de uma inversão do ciclo expansivo.

Infelizmente, parece que a discussão sobre política fiscal ainda está muito concentrada na questão do ajuste e da relação dívida/PIB. Enfim, só nos resta continuar acompanhando os próximos acontecimentos e torcer para que a condução da política fiscal não fique limitada à simples geração de recursos públicos destinadas ao pagamento de juros e à garantia de solvência da dívida pública!

Referências Bibliográficas:

- ARIDA, Persio; EDMAR Bacha, e LARA-RESENDE, André (2005), “Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil,” In Francesco Giavazzi, Ilan GOLDFAJN, and Santiago HERRERA, (orgs.), “Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003”. Cambridge, MA: MIT Press.
- ÁVILA, R.V.(2006) “Dívida interna: A nova face do endividamento externo”- Primer Simpósio Internacional sobre deuda pública, auditoria popular y alternativas de ahorro e inversión para los pueblos de América Latina- Caracas, Venezuela.
- BACHA, E. (1994). “O fisco e a Inflação”. Revista de Economía Política, Vol 14, nº 1.
- BARBOSA, N.(2007)- A evolução do Orçamento Primário do Governo Central 1997-2007. Disponível em www.seae.fazenda.gov.br/noticias/evolucao-do-orcamento-primario-do-governo-central.pdf
- BATISTA Jr., P.N.(2003) “Mais 1 ano de FMI”. www.agenciartamaimor.com.br
- BATISTA Jr., P.N.(2003) “Ortodoxia Caricata?”. www.agenciartamaimor.com.br
- BLANCHARD, O. (2004) “Fiscal Dominance and inflation targeting: lessons from Brazil”- Nber Working Paper Series- Working paper 10389.
- BRAGA, J. e Serrano, F.(2005) “O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o governo Clinton”.In: Encontro Nacional de Economia Política ,10, Campinas, 24 a 27 de maio.Sociedade Brasileira de Economia Política –SEP.
- BRESSER, P.(2005)- “Estratégia de baixa da Selic”- Folha de São Paulo, 4 de julho de 2005.

- EINCHENGREEN, B, Hausmann, R. e Panizza, U. (2003)- “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are Not the Same and Why it Matters”. NBER Working Paper N° 10036.
- FARHI, M. e PRATES, D. (2005) “A nova dimensão da vulnerabilidade externa” Suplemento de Política Econômica em Foco 6; CECOM- I.E/UNICAMP.
- FAVERO, C.A e Giavazzi, F. (2004) “ Inflation Targeting and Debt: lessons from Brazil”-NBER Working Paper Series N° 10390.
- FERRARI FILHO, F.(2001) “O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico”. Disponível em www.ufrgs.br/fce/rae/edicoes_antteriores/pdf_edicao35/artigo01.pdf
- FRANCO, G. (2005) “Notas sobre o crowding out, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro”. In: Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo, organizadores, “Mercado de Capitais e Dívida Pública, tributação, indexação, alugamento”.
- FURTADO, C. (2004) “Para onde caminhamos?” www.consciencia.net
- GIAMBIAGI, F.(2005) “Uma agenda fiscal para 2007-2010”-Texto para discussão n 1123-IPEA.
- GIAMBIAGI, F. (2005) “Uma agenda fiscal para 2007-2010” . IPEA- Texto para discussão n° 1123.
- GIAMBIAGI, F., PIANCASTELLI, M. e Levy, P.M.(2005) “ A trajetória para se atingir o déficit nominal zero”-IPEA-Destaques (<http://www.ipea.gov.br/Destaques/textopoliticafiscal.pdf>)
- GIAMBIAGI, F. (2006) “A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: Qual o limite para o aumento do gasto público?”.IPEA- Texto para discussão n° 1169.

GOLDFAJN, e HERRERA, S., (orgs.), Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999-2003, Cambridge: MIT Press.

KAWALL, C., ROBOTTON Filho, M. e DUPITA, A.B. (2005)- “Política monetária e alongamento da dívida pública : uma proposta para discussão”. (<http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/Kawall2.PDF>)

KREGEL, A. (1999) “Was there na alternative to the brazilian crisis?” Revista de Economia Política Vol. 19, nº 3.

LOPREATO, F.L.(2005) “Finanças Públicas: a marcha continua”. Política Econômica em Foco 5; CECON- I.E/UNICAMP.

LOPREATO, F.L.(2005) “Política fiscal um pouco mais do mesmo”. Política Econômica em Foco 6; CECON- I.E/UNICAMP.

LOPREATO, F.L.(2005) “Rumos da política fiscal” Suplemento de Política Econômica em Foco 5; CECON- I.E/UNICAMP.

LOPREATO, F.L. (2006)- “Política fiscal: mudanças e perspectivas”.Política Econômica em Foco 7; CECON- I.E/UNICAMP.

LOURENÇO, G.M. (2005) “Limitações da proposta de déficit nominal zero”. Análise Conjuntural, v.27, jul/ago. Instituto Paranaense de Desenvolvimento Econômico e Social (IPARDES).

NAKANO, Y. (2005)- “Não basta déficit zero para reduzir a taxa de juros”. Valor econômico, 2 de agosto.

NETO, D. A.(2005) “ A qualidade da política fiscal de longo prazo” – IPEA - Destaques (<http://www.ipea.gov.br/Destaques/textopoliticafiscal.pdf>)

- PASTORE, A. C. e Pinotti, M.C. (1996) “Câmbio e inflação”-In Reis Velloso,organizador “O Real e o futuro da Economia”.
- PEREIRA, L C B e Nakano, Y (2002): “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”, Revista de Economia Política Vol. 22, nº 3.
- PRATES, D. M. (2005) As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 9, nº 2, pág. 263-288, mai/ago.
- REVIEW, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- ROMERO, C.(2005) “A falência do atual modelo fiscal”. Valor econômico, 26 de outubro
- SABOYA Pinheiro, M. M. Texto para discussão IPEA nº 700, “Dívida mobiliária federal e seus impactos fiscais 1995/99”.
- SARGENT,T.J e WALLACE, N.(1981)- “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”- Quarterly
- SERRANO, F. (2005) “Cinco dúvidas sobre o ajuste fiscal”. www.desempregozero.org.br
- SERRANO, F. e MELIN, L. E. (2005) “Mitos e Vodu na Política fiscal”.-Disponível em www.desempregozero.org.br/artigos.
- SICSÚ, J. (2002) “Teoria e evidência do regime de metas inflacionárias”. Revista de Economia Política, Vol. 22, nº 1.
- TAVARES, M. C.(2004) “Despedida do debate macroeconômico”-Folha de São Paulo, 19 de setembro de 2004.
- VELLOSO, R. (2005) “Déficit zero sem cortes não cola” Estado de São Paulo, 24 de junho.
- VERSIANI, F. R.(2003)-“A Dívida Pública Interna e sua trajetória recente”-Texto para discussão nº 284-Universidade de Brasília

WERNECK, L. F. R. (2006) “Importância da Agenda Fiscal”-Seminário Anual do Banco Central do Brasil, agosto de 2006. Disponível em www.bcb.gov.br/Pec/Seminarios/SemMetInf2006/port/RogérioWerneck.ppt

WERNECK, R. L. F. (2005) “Alem da estabilização: Desafios da Agenda Fiscal”-Revista da Anpec, vol.6, numero 3, selecta 2005.