

BSFEAC

**O DEFICIT PÚBLICO NUM PROCESSO
DE ACELERAÇÃO INFLACIONÁRIA**

NACELIO PACO MEIRELES FILHO

FORTALEZA, 1994

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARA

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUARIA E CONTABILIDADE

CURSO DE CIENCIAS ECONOMICAS

MONOGRAFIA

Título: O DEFICIT PUBLICO NUM PROCESSO DE ACELERAÇÃO
INFLACIONARIA

Orientador: Pichai Chumvichitra

Orientando: Nacélio Pacó Meireles Filho

Monografia submetida a Coordenação do Curso de Economia da
Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obten-
ção do título do Bacharel em Ciências Econômicas.

Banca Examinadora:

Pichai Chumvichitra
Professor Orientador

João Mário Santos de França

José Raimundo de A. Carvalho Jr

"Faça as coisas o mais simples que você puder
porém não as mais simples."

(Albert Einstein, 1879 - 1955)

"Cada um é ortodoxo a respeito de si mesmo."

(John Locke, 1632 - 1704)

"A luta do homem contra o poder é a luta da
memória contra o esquecimento."

(Milan Kundera, 1929)

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente e acima de tudo à Deus por estar comigo em todos os momentos e principalmente nos momentos mais difíceis.

Aos meus pais por serem os meus maiores colaboradores, incentivadores e torcedores, e por todo o amor e afeto deles recebido.

As minhas irmãs pela colaboração e compreensão durante a realização deste trabalho.

Aos meus colegas de Faculdade, Nilson Machado Vieira Júnior, Rita Dárcia, Edneuzza Santana, Adriana Moreira, Adriana Vasconcelos, Cleide Magalhães, Germana Furtado, Mônica Barreto, Inês Mendes, Márcia Milena, Raffaella Lisboa, Rejane, Rosana, Reginaldo de Aguiar, Carlos Fabiano Cardoso, Alex Costa, Antônio José, Oton Luís, Leonardo Moura, Pedro Erik, e outros - que tornaria difícil citá-los aqui - por todos esses anos de convivência frutífera.

Ao colega Helder Medeiros (CAEN) pela grande ajuda na coleção do material bibliográfico.

Aos professores da Banca Examinadora João Mário e José Raimundo por terem aceitado participar da Banca e pelas valiosas sugestões sobre a monografia.

Ao professor Flávio Ataliba por ter contribuído na escolha do tema e pela orientação do projeto de monografia.

Ao professor Pichai Chumvichitra, o meu agradecimento especial, pelo exemplo de responsabilidade profissional e pela paciência e dedicação com que me orientou neste trabalho de monografia.

RESUMO

Esta monografia trata sobre a questão do déficit público numa correlação com a inflação e especificamente sobre o imposto inflacionário. Para se chegar ao objetivo central deste trabalho foi necessário, levantar informações básicas conceituais sobre o déficit público (com noções básicas de sua mensuração) e a inflação correlacionados e analisar a evolução do déficit (na economia brasileira) na década de 80 com implicações sobre a política fiscal. Após esses aspectos conceituais e a demonstração dos valores quantitativos abordados, chegou-se finalmente ao objetivo do trabalho, e de se estudar o déficit num processo de aceleração inflacionária evidenciando a questão do imposto inflacionário. A partir da análise do modelo do imposto inflacionário e de suas evidências empíricas na década de 80, que mostraram os limites de um financiamento inflacionário do déficit, pode-se apontar para a emergência de um ajuste fiscal para a economia brasileira na busca pela estabilidade econômica.

BSFEA

SUMARIO

INTRODUÇÃO.....	01
CAPITULO I - O DEFICIT PUBLICO.....	03
1.1- Introdução.....	03
1.2- Conceitos de Déficit Público.....	03
1.3- Função e Mensuração do Déficit Público.....	10
1.4- A Composição Financeira do Déficit e o Fi- nanciamento do Setor Público.....	23
CAPITULO II - DEFICIT PUBLICO E FINANCIAMENTO INFLACIONARIO... 37	37
2.1- O Déficit e seu Financiamento.....	37
2.2- Déficit Público e Inflação.....	42
2.3- Imposto Inflacionário e a Economia Brasi- leira.....	48
CAPITULO III - CONCLUSAO.....	63
BIBLIOGRAFIA.....	67

INTRODUÇÃO

A questão do déficit público ocupa lugar de destaque nos debates sobre a economia brasileira, por essa razão faz-se necessária a explicação dos conceitos básicos de déficit para um melhor conhecimento e posterior aprofundamento da realidade brasileira através de outros estudos igualmente necessários.

Outra questão de importância na economia brasileira é a problemática da inflação que atinge tão de perto a todos os indivíduos, e que perdura há anos no cotidiano brasileiro. Encontrando-se no eixo de toda essa dificuldade enfrentada pela economia brasileira está o setor público que é o espelho da crise da sociedade brasileira.

Através desse trabalho procurou-se ter uma visão mais clara e realista da crise em que passa a economia brasileira especificamente das crescentes dificuldades enfrentadas pelo setor público; e quando se fala em dificuldades do setor público não se pode deixar de falar no déficit, particularmente no caso brasileiro, onde o problema do déficit é agravado pela aceleração da inflação.

Com respeito a essa correlação entre déficit público e inflação buscou-se um melhor entendimento do assunto não apenas para constatar o problema, mas também, vislumbrar saídas para a crise.

É por isso que depois de toda a conceituação do déficit público; de sua correlação com a inflação; da análise de financiamento inflacionário do déficit com suas implicações sobre políticas econômicas e dos limites do financiamento inflacionário

juste fiscal para a economia brasileira, uma forma para se equacionar de vez o desequilíbrio das contas públicas e apartir daí sair em busca da estabilidade e do crescimento econômico.

BSFEAC

1. O DÉFICIT PÚBLICO

1.1- Introdução

Para uma primeira aproximação da questão do déficit público serão apresentados aqui os seus conceitos e aspectos básicos de mensuração. Logo depois, será mostrado o impacto do déficit evidenciando a diferenciação das parcelas financeiras e não financeiras. Feito isso, será demonstrado a sua evolução na década de 80 e seu efeito sobre a política fiscal, contribuindo neste primeiro instante para uma visão global do déficit público na economia brasileira.

1.2- Conceitos de Déficit Público

1.2.1- Déficit Programado

Para se falar em déficit programado, é importante distinguir entre déficit público ex-ante e ex-post. O ex-ante pode considerar o déficit projetado como também o déficit programado; o déficit projetado quando não se leva em conta os ajustes de política e o déficit programado quando se consideram os ajustes de política. O valor quantitativo básico para as negociações de ajustes com o FMI (Fundo Monetário Internacional) é o déficit projetado. A comparação para o desempenho do programa de ajustamento, tem como referencial o déficit programado. São os próprios orçamentos públicos a fonte de informação alimentadora do cálculo do déficit ex-ante; daí ser chamado de déficit orçamentário do governo. Geralmente o cálculo do déficit programado é feito "acima

da linha"¹, ou seja, pela diferença entre as despesas consolidadas e as receitas consolidadas.

1.2.2- Déficit Efetivo

A própria medida do desempenho das finanças públicas em um determinado período de tempo, denomina-se de déficit ex-post ou déficit ocorrido. O déficit ex-post é medido "abaixo da linha"², isto é, pelo lado do financiamento. É importante explicar que, quando se trabalha com o mesmo nível de abrangência do conceito de setor público, o déficit público consolidado obtido "acima da linha" irá coincidir com o déficit público consolidado "abaixo da linha"³.

1.2.3- Necessidades de Financiamento do Setor Público

O diagnóstico do Fundo Monetário Internacional (FMI) sobre a economia brasileira no início dos anos 80, identificou como causa primária dos desajustes internos e externos, a existência de substancial déficit do setor público. O desequilíbrio em transações correntes era consequência de um excesso de gasto em relação à renda interna que era financiado por recursos externos. Como se tratava de um caso típico de excesso de demanda, teria a inflação como contrapartida interna, sendo controlada apenas com a implementação de uma política ortodoxa. O esquema teórico da

1. Tal procedimento poderá facilitar a escolha de uma possível estratégia de política fiscal, visando a redução do déficit projetado para níveis desejados, através da análise crítica de cada componente da despesa e da receita.

2. Este procedimento irá identificar as fontes de financiamento do déficit público.

3. Lozano Ernesto. Déficit Público Brasileiro: Política Econô-

política ortodoxa sugerida pelo FMI ressalta a importância que o FMI dava ao controle do déficit público para o ajuste de economia brasileira. Por isso, foram definidas como variáveis-chave para acompanhamento, além do resultado do balanço de pagamentos, dívida externa e crédito interno líquido, o desempenho das finanças do setor público.

Sobre os três primeiros indicadores, foi realizada uma avaliação periódica pelo Banco Central (Bacen) já que o mesmo tinha dados necessários, como estava familiarizado com o arcabouço conceitual. O grande problema foi definir um instrumento de medida do déficit público⁴ adequado à economia brasileira. Além das questões metodológicas, muito complexas não existiam informações adequadas para a mensuração das finanças públicas. A questão das finanças públicas estava relegada a segundo plano, consequência não só desordem institucional entre Tesouro Nacional, Bacen e Banco do Brasil (BB), mas também, pelo desinteresse em se abrir as várias caixas pretas" da administração.

Para se estabelecer um conceito amplo do setor público, foi preciso agregar a execução financeira do orçamento da União, as despesas de responsabilidade fiscal realizadas no orçamento monetário, os governos estaduais e municipais, as empresas estatais, as agências descentralizadas, a Previdência Social e os fundos e programas administrados pelo Bacen. Dessa forma, para o acompanhamento do programa de ajustamento, o FMI utilizou uma espécie de consolidação das contas do setor público "abaixo da linha", as originárias do sistema financeiro, sistema privado não-financeiro e setor externo. Para se obter as necessidades de financiamento do setor público⁵, calcula-se a variação líquida des-

4. TEIXEIRA, Eduardo. Relatório FUNDAP, 1988.

5. As necessidades de financiamento do setor público (NESP) cor-

sas responsabilidades num determinado período de tempo. Depois de mensurado o déficit público, ele é relacionado com o PIB para comparação com as metas estabelecidas pelo FMI nas cartas de intenções.

1.2.4- Necessidades de Financiamento do Setor Público -
Conceito Operacional (NFSP-CO)

A relação entre o PIB e o déficit público (NFSP) como medida de comparação para o acompanhamento pelo FMI do ajustamento da economia brasileira, apresentou grandes distorções devido ao alto grau de indexação da economia brasileira, particularmente em anos de aceleração inflacionária⁶. Nessas condições, o déficit público como todos indicadores nominais, tende a se elevar como proporção do produto.

Da necessidade de isolar os efeitos da indexação das dívidas, originou-se o conceito⁷ NFSP-CO, onde as parcelas relativas às correção monetária e cambial incidentes sobre os haveres e responsabilidades do setor público são deduzidas do fluxo líquido de endividamento.

A apresentação dos dados destaca a composição do déficit por agente formador separando suas fontes de financiamento, entre, as operadas pelo Bacen e as não operadas diretamente pelo Bacen.

6. Em períodos de aceleração inflacionária, a inflação média que impacta o PIB, fica muito abaixo da inflação anual que atualiza todos os contratos indexados.

1.2.5- Crédito Interno Líquido

O excesso de liquidez numa economia aberta com câmbio fixo pode agravar os desequilíbrios internos e externos. Desse modo, o enfoque monetário do balanço de pagamentos sugere, para os ajustes macroeconômicos, o crédito interno líquido (CIL)⁸ como instrumento importante de programação e controle monetário. O controle da base monetária pode ser comprometido em decorrência dos fluxos financeiros externos. A base monetária, teoricamente, pode se afetar pelas situações no nível das reservas internacionais do país, consequência dos ajustes na economia, isso porque nem sempre se pode ou se deseja fazer uma política compensatória de esterilização⁹ perfeita por muito tempo. A variação do CIL é obtida a partir do Balancete Consolidado¹⁰ das Autoridades Monetárias (AMs), assim temos $CIL = \Delta B - \Delta I$ (onde ΔB é a variação da base monetária e ΔI a variação das reservas internacionais). As variações das reservas internacionais líquidas são decorrência do resultado do Balanço de Pagamentos ajustado pelas obrigações de médio e longo prazos com o FMI pelo programa de ajustamento. A definição de base monetária não considera os depósitos à vista nas AMs, amplia o conceito pela inclusão de algumas "quase-moedas" e exclui por completo a reserva bancária dos bancos nas AMs.

8. OLIVEIRA, J. C. Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural/Organização Ernesto Lozardo. RJ Paz e Terra. 1987.

9. A esterilização monetária é uma operação realizada pela Autoridade Monetária para evitar que a conversão da moeda estrangeira em moeda nacional cause um efeito negativo com a expansão da base monetária.

1.2.6- Déficit de Caixa das Autoridades Monetárias

O conceito de déficit de caixa das autoridades monetárias ($DCAM$) segundo Oliveira¹¹ trata-se de um outro nome dado ao déficit do conhecido orçamento monetário. É o déficit financiado pela expansão monetária (ΔB) e/ou expansão da dívida pública mobiliária (ΔT) ou seja, $DCAM = \Delta B + \Delta T$. A importância do conceito de déficit de caixa das AMs é dada do ponto de vista da política monetária, deixando a desejar quando não contempla as outras fontes de financiamento do déficit do setor público. A expansão da base monetária (ΔB) é dada tanto por conta do financiamento do déficit do setor público não-financeiro, como também, em decorrência de outras operações ativas líquidas internas e externas das AMs. Já a expansão da dívida mobiliária, pelo critério do programa de ajustamento Brasil-FMI, é dada pela variação de dívida fora da carteira das AMs, assim temos: $\Delta T = \Delta T_b + \Delta T_n + \Delta T_r$ ¹².

1.2.7- Déficit Corrente (Poupança do Governo)

O indicador da rentabilidade e/ou poupança das atividades do setor público é denominado de déficit corrente¹³. Ele mede basicamente a capacidade de auto-financiamento dos seus investimentos. A poupança nacional é composta da poupança do setor privado,

11. In Déficit Público Brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural/Organização Ernesto Lozardo. RJ. Paz e terra, 1987. pg. 268.

12. A variação da dívida pública mobiliária (ΔT) corresponde, portanto, ao somatório das variações da dívida pública dos setores indicados pelos índices b, n e r, que representam, respectivamente, os setores dos bancos comerciais, não-monetário e não-financeiro.

13. FONCO Carlos A. Déficit Público Brasileiro: Política Econômi-

do setor público e do setor externo (déficit em transações correntes). A poupança do governo é obtida pela soma da poupança do setor público tradicional e do lucro das empresas estatais. A poupança do setor público tradicional é definida pela diferença as receitas e gastos correntes.

1.2.8- Déficit de Pleno Emprego

O déficit medido varia com o nível de atividade econômica ou emprego¹⁴. Quanto mais aquecida a economia, menor será o déficit, visto que, as receitas reais variam automaticamente com a renda ou consumo, enquanto os gastos ficam "congelados" até um próximo período de aprovação do orçamento. Em períodos de recessão, o déficit público é normalmente mais elevado do que em períodos de crescimento econômico¹⁵, sendo importante por isso conhecer o nível de utilização da capacidade produtiva para melhor avaliar a absorção de recursos privados pelo setor público. Dessa forma o déficit ajustado para o nível de atividade X é dado por: $X = X^* - hnt$: onde X é o déficit como porcentagem do PIB. X^* é o superávit de pleno emprego, h é hiato do produto potencial, n , a elasticidade renda da arrecadação e t é a receita corrente como porcentagem do PIB. O déficit é $(G-T)$ OU $[(G+rD+R) - T]$, onde G , T , r , D , R representam, respectivamente, os gastos totais, gastos com bens e serviços, tributos, taxa real de juros, montante da dívida pública e transferências como porcentagem do PIB. Há uma tendência para que o déficit se iguale ao déficit estrutural quando a economia aproxima-se do pleno emprego, ou seja, o déficit aparente (ou medido) é maior do que o déficit estrutural em

14. DORNBUSCH, Rudiger; Macroeconomia; SP, MacGraw-Hill 1991.

15. OLIVEIRA, J.C.: Déficit Público brasileiro: Política Econômica

períodos de recessão e o oposto em fases de crescimento acelerado.

1.3- Função e Mensuração do Déficit Público

De forma geral o déficit é um conceito¹⁶ usado para indicar a necessidade de financiamento do setor público, que sinteticamente significa o montante de crédito que o governo dispõe para financiar suas despesas, resultando esse montante da diferença entre gastos totais e receitas correntes. O déficit público, portanto, pode ser definido como a necessidade de receita não-recorrente¹⁷ que equilibram o orçamento original e a aplicação de recursos do governo. A importância do déficit está no fato de ele ser decorrente de um processo orçamentário, onde as prioridades e encargos do governo são fixados, e muitas vezes o tamanho do déficit é consequência da rigidez no lado dos gastos onde, por exemplo, os encargos financeiros e as despesas com pessoal são normalmente incompressíveis, enquanto no lado das receitas, a elevação dos tributos é limitada. O déficit público e especificamente, a NFSP é um dos principais instrumentos de política de estabilização à disposição do governo, que faz uso de políticas monetária e fiscal usando como parâmetro o déficit público. Para o cálculo abaixo da linha das necessidades de financiamento do setor público nos conceitos nominal e operacional, as fontes básicas de dados são o Banco Central (Bacen), o Banco do Brasil (BB), os bancos comerciais, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a Caixa Econômica Federal (CEF), as caixas econô-

16. OLIVEIRA, J.C.; Déficit Público brasileiro: Política Econômica e Ajuste Estrutural/organização Ernesto Lozardo. RJ., Paz e Terra 1987, pg. 279.

17. Essas receitas são aquelas obtidas além dos tributos, tarifas

micas estaduais, a Secretaria Especial, os bancos de Controle das Empresas Estatais (SEST). Apura-se o montante global das responsabilidades do setor público a partir do balancete do Bacen, mapas auxiliares e informações recebidas junto às demais instituições e desse montante global, são abatidos os haveres (arrecadações, depósitos, aplicações diversas). Os saldos obtidos são comparados com os do ano anterior para se chegar ao fluxo dos financiamentos do setor público, ou seja, o déficit nominal.

Retira-se somente a parcela referente às correções monetária e cambial para se obter o déficit operacional. A apresentação dos dados destaca a composição do déficit por agente formador separando as fontes de financiamento entre as oriundas do Bacen¹⁸ e as de fora do Bacen. A subdivisão dos recursos entre os originários do Bacen e os de fora do Bacen facilita a apresentação dos dados, já que o primeiro grupamento pode ser tirado integralmente das "necessidades de financiamento do Banco Central"¹⁹ setor público não-financeiro. Como já foi dito a apresentação dos dados é feita de forma simplificada destacando a composição do déficit por agente formador, então, dessa forma serão explicitadas a seguir as contas dos agentes formadores do déficit público pelo cálculo abaixo da linha.

18. Há um erro metodológico na classificação de recursos originários do Bacen exatamente quando se incorpora os financiamentos recebidos através da emissão de títulos da dívida mobiliária federal. Isso decorre da "confusão" institucional entre Bacen e Tesouro.

19. Esse conceito procura medir o impacto da execução das políti-

1.3.a- Mensuração do Déficit pelo Cálculo Abaixo da Linha²⁰

1.3.1- Governo Central

As operações do governo envolvem os resultados financeiros executados pelo *Tesouro Nacional*, as responsabilidades atribuídas à União amparadas no "orçamento monetário", até outras operações junto ao sistema financeiro nacional, setor privado e setor externo.

1.3.1.1- Recursos Originários no Banco Central

A) **Custo da Dívida Imobiliária**

Pelo conceito operacional não são consideradas as correções monetária e cambial e constam na rubrica os deságios na colocação de LBC, a parcela que excede a inflação incorporada as LTN, os deságios e juros das OTN/ORTN²¹ como também acréscimos cambiais eventuais incidentes sobre estes últimos títulos.

B) **Recursos Fiscais**

Pelas responsabilidades incorporadas ao Orçamento Geral da União (OGU), a execução financeira do Tesouro Nacional incorpora transferências para o Banco Central. O impacto monetário do resultado do Tesouro Nacional é registrado, e não a sua execução

20. TEIXEIRA, Eduardo. Relatório FUNDAP, 1988.

21. Apesar de não serem atuais, utilizou-se os conceitos de OTN e ORTN por serem conhecidos e não comprometerem a finalidade do texto, que é dar uma noção básica das origens dos recursos

financeira.

C) Despesas Fiscais

As despesas fiscais se referem a alguns compromissos de responsabilidade do Tesouro Nacional que sejam amparadas pela programação monetária.

D) Subsídios ao Crédito Rural

São recursos do Tesouro Nacional oriundos de suprimentos específicos e retornos da conta-movimento do Banco Central para o Banco do Brasil sem impacto monetário direto. Nesta rubrica é registrada somente a parcela de responsabilidade do governo federal.

E) Encargos Externos

São registradas nessa conta receitas e despesas (geradas por haveres e responsabilidades oriundas do Banco Central) que incluem despesas do Bacen com ônus sobre depósitos registrados em moedas estrangeiras (DRME), sobre depósitos de projetos e outros encargos externos bem como rendas de empréstimos - ponte (aviso MF-30) e de aplicações no exterior.

F) Saques de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira

Além de serem estabelecidos depósitos compulsórios²² sobre a captação de recursos externos, o saque (depois de realizado o

²² O estabelecimento desses depósitos é uma forma de adminis-

depósito do Bacen) só poderá ocorrer para pagamento simultâneo ao exterior da obrigação que lhe deu origem.

G) Financiamento Externo

São incluídos nessa conta os fluxos anuais de empréstimos externos em moeda de longo prazo.

1.3.1.2- Fora do Banco Central

Aqui se incluem os financiamentos concedidos pelo Banco do Brasil (sem as operações realizadas com suprimentos específicos do Bacen) aos bancos comerciais e as outras instituições financeiras (caixas econômicas, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento e outros), abatidos os recursos do governo federal (depósitos à vista, arrecadação fiscal e outras aplicações).

1.3.2- Governos Estaduais e Municipais

São incluídas as operações ativas e passivas dos órgãos da administração direta municipais e estaduais, realizadas com a autoridade monetária, outras instituições do sistema financeiro nacional, setor privado não-financeiro e setor externo.

1.3.2.1- No Banco Central

A) Empréstimos-Ponte (MF-30)

São operações de crédito realizadas pelo Banco do Brasil, com lastreamento de suprimentos específicos do Bacen, que propiciam aos devedores de operações externas (avalizadas pelo Tesouro

ções.

B) Créditos Especiais

São operações de antecipação de receitas para estados e municípios, cujo agente financeiro é o Banco do Brasil. Há a necessidade de um suprimento específico do Bacen para o Banco do Brasil (já que este último não dispõe de recursos) que é incorporado na programação monetária.

C) Saneamento dos Bancos Estaduais

Dado o problema de liquidez observado nos bancos estaduais com sistemática deficiência em suas reservas bancárias e, dada a situação de potencial insolvência de alguns desses bancos, foi montado pelo Bacen um sistema especial de saneamento, cujas operações são registradas neste subtítulo.

D) Saques de Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira

Diz respeito aos saques de recursos depositados pelos estados e municípios no Bacen de acordo com as resoluções 432 e 479. Na primeira resolução depois de realizado o depósito do Bacen só pode ocorrer saque para o pagamento ao exterior pela obrigação que lhe deu origem. Pela segunda resolução, os DRME representam captação de recursos que só poderão ser utilizados para pagamento de obrigação com o exterior.

E) Financiamento Externo

Aqui são registradas as operações de responsabilidade dos

mos externos em moeda, financiamentos de importações, repasses do Bacen (pelo programa de financiamento da dívida externa) e também as amortizações do montante dessas obrigações.

1.3.2.2- Fora do Banco Central

As operações dos governos estaduais e municipais que correspondem às suas obrigações líquidas junto ao Banco do Brasil, cujas operações só são consideradas aquelas realizadas com recursos próprios do banco (BB) e também é estabelecida aqui a dívida mobiliária de reponsabilidade dos estados e municípios.

1.3.3- Empresas Estaduais

São incluídas aqui as necessidades de financiamento das empresas não-financeiras das várias esferas do governo sejam públicas ou de sociedade de economia mista.

1.3.3.1- No Banco Central

A) **Empréstimos-Ponte (MF-30)**

Trata-se aqui de empréstimo do Banco do Brasil com suprimentos específicos do Banco Central para que as empresas estatais cumpram seus compromissos em moeda estrangeira.

B) **Créditos Especiais**

Transferências mútuas de empresas estatais com bancos comerciais para o Bacen e, também, pagamentos a empreiteiros e fornecedores.

C) Aplicações Líquidas em Títulos Federais

As empresas estatais são obrigadas, se desejarem aplicar suas sobras de caixas, a fazê-lo em aplicações de títulos federais, então, esta rubrica registra esse movimento líquido, de aplicações menos resgates.

D) Saques em Depósitos Registrados em Moeda Estrangeira

Registra-se nesta rubrica a movimentação desses depósitos (DRME) sob a responsabilidade das empresas estatais.

E) Financiamento Externo

É registrado o montante dos empréstimos externos em moeda, financiamento de importações e repasses do Bacen (do programa da dívida externa) e também as amortizações do principal dessas obrigações citadas.

1.3.3.2- Fora do Banco Central

Aqui é registrado o resultado líquido das operações ativas e passivas das empresas estatais junto ao sistema financeiro nacional, excluindo o Bacen. E são incluídas também as dívidas das empresas com empreiteiras e fornecedores.

1.3.4- Agências Descentralizadas

São observados aqui, financiamentos líquidos de responsabilidade da administração indireta.

1.3.4.1- No Banco Central

Não foram observadas operações diretas desses órgãos com a autoridade monetária.

1.3.4.2- Fora Banco Central

É estabelecida aqui a posição líquida de operações mantidas por esses órgãos com o Bacen, bancos comerciais e outras instituições financeiras, lembrando que, das operações com o Banco do Brasi, só são consideradas as realizadas com recursos próprios do banco, isto é, sem suprimentos específicos do Bacen.

1.3.5- Previdência Social

Diz respeito às operações do sistema nacional de previdência e assistência social (SINPAS) com o sistema financeiro nacional, setor privado não-financeiro e setor externo.

1.3.5.1- No Banco Central

Trata-se aqui das aplicações em títulos públicos federais do SINPAS.

1.3.5.2- Fora do Banco Central

Trata-se do resultado líquido dos fluxos financeiros de previdência junto as instituições do sistema financeiro nacional, excluindo o Banco Central.

1.3.6- Fundos e Programas

São aqui incluídos os fundos e programas especiais de fomento, basicamente a atividade exportadora e ao setor agropecuário que são administrados pelo Bacen.

1.3.6.1- No Banco Central

São recursos operados pelo próprio Bacen oriundos do Tesouro Nacional.

1.3.6.2- Fora do Banco Central

São todos os recursos de bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, BNDES e fundos de desenvolvimento estaduais além de suas obrigações.

1.3.5- Mensuração do Déficit pelo Cálculo acima da Linha

Outra forma de se mensurar o déficit é pelo cálculo acima da linha, ou seja, mostrando a diferença entre as despesas e receitas consolidadas dos orçamentos²³. Será utilizado um tratamento matricial²⁴ que faz um mapeamento das receitas e dispêndios, mostrando também as transferências entre os orçamentos. A intenção aqui é de se utilizar um instrumento que possa mensurar o dé-

23. Esse enfoque de mensuração do déficit público dá subsídios à política fiscal.

24. OLIVEIRA, J. C. e SILVA, M.C.; Mensuração do déficit do setor público e do crédito interno líquido no Brasil ANPEC, Belém,

ficat de forma clara e consistente. A matriz²⁵ se estrutura em três blocos: o primeiro bloco é o das transferências entre orçamentos; o segundo bloco é o das despesas orçamentárias e o terceiro é o das receitas, operações de crédito e déficits. Cada coluna representando um orçamento reflete o vetor dos dispêndios (saídas) desse orçamento. São mostrados os totais de despesa e receitas de cada orçamento (coluna C17 e linha L20), os totais de cada item de despesa poupança em conta corrente, receita, déficit e operações de crédito para o conjunto dos orçamentos públicos (coluna C7 e linha L7). Os agregados mais relevantes gerados pela matriz são os da célula (C13, L7) que mostra o déficit financeiro do setor público e o da célula (C7, L17) que mostra o tamanho do setor público sem as possíveis múltiplas contagens das transferências entre os orçamentos. Veja o quadro a seguir.

25. Utiliza-se nessa matriz dos orçamentos públicos dados de

QUADRO I
MATRIZ DOS ORÇAMENTOS PÚBLICOS, 1983

Aplicações dos Recursos	Fonte dos Recursos	TRANSFERÊNCIAS						C ₁ - I C ₁	
		OGU C ₁	SEST C ₁	SINPAS C ₁	Estados C ₁	Municípios C ₁	A.M. C ₁		
TRANSFERÊNCIAS	ORÇAMENTOS RECEPTORES	OGU L ₁							
		SEST L ₁	2765					2765	
		SINPAS L ₁	232					232	
		Estados ^d L ₁	1237					1237	
		Municípios ^c L ₁	827			1098		1925	
		A.M. L ₁	1420					1420	
	$L_1 = \sum L_{1i}$	6481			1098		7579		
DESPESAS CORRENTES		Pessoal e Encargos L ₂	2053	3297	494	4401	734	10979	
		Encargos Financeiros L ₂	184	3172	50	617	74	4673	
		Subsídios L ₂					313 ^b	313	
		Demais Despesas L ₂	912	13637	6081	889	1569	23088	
Poupança em Conta Corrente		$C_{12} = L_{12} - \sum C_{12i}$	1948	3770	- 338	493	85	541	6499
DESPESAS DE CAPITAL EXCLUSIVE AMORTIZAÇÕES		Investimentos L ₃		5560	5				5565
		Inversões Financeiras L ₃							
		Outras Despesas de Capital L ₃	1357	901	2	1140	225		4125
Superávit Operacional		L ₄							
Total das Despesas (Exceto Transf.) mais Superávit		$L_{17} = \sum L_{2i} + \sum L_{3i} + L_{4i}$	4506	26567	6632	7547	2602	889	48743
Total das Despesas mais Superávit		$L_{18} = L_{17} + L_{4i}$	10987	26567	6632	8645	2602	889	56322
Amortização (Exceto as Transferidas)		L ₅	118	2080		442	62		2702
Totais dos Orçamentos Individuais		$L_{19} = L_{18} + L_{5i}$	11105	28647	6632	9087	2664	889	59024

b. Exclui "correção cambial" da "Res. Monetária" em fundos e programas.

d. Inclusive Distrito Federal.

c. Apenas os municípios das capitais.

Aplicações dos Recursos	Fonte dos Recursos	RECURSOS PRÓPRIOS				Recursos Próprios	NFSP Líquida	Recursos Próprios + NFSP	Operações de Crédito	Recursos Próprios + Op. Créd.	Totais dos Orçamentos Individuais	Cont. do Quadro 1
		RECEITA CORRENTE			Recursos Próprios							
		Receita Tributária	Receita Operacional	Outras Receitas Correntes								
C_1	C_2	C_3	Receita de Capital Exeto Op. Crédito	$C_4 = \sum C_1$	$C_5 = L_1 - C_1 - C_2$	$C_6 = C_3 + C_4$	$C_7 = C_5 + L_2$	$C_8 = C_3 + C_4$	$C_9 = C_7 + C_8$			
TRANSFERÊNCIAS	OGU	8837		2741	2	11580	- 593	10987	- 475	11105	11105	
	L ₁											
	SEST		15609	5502		21111	2691	23802	4771	25882	28647	
	L ₂											
	SINPAS		5865	190		6055	345	6400	345	6400	6632	
	L ₃											
ORÇAMENTOS RECEPTORES	Estados*	5952		309		6261	1147	7408	1589	7850	9087	
	L ₄											
	Municípios*	533		4		537	140	677	202	739	2664	
L ₅	A.M.			10		10	- 541	- 531	- 541	- 531	889	
	L ₆											
$L_7 = \sum L_1$		15322	21474	8756	2	45554	3189	48743	5891	51445	59024	

B S F E A C

1.4- A Composição Financeira do Déficit e o Financiamento do Setor Público

Neste tópico, será mostrado a importância dos componentes do déficit (dividindo-os em duas parcelas, a parcela financeira e a não-financeira) no impacto sobre a demanda agregada e sobre a economia com um todo. Será analisado também o estreitamento do financiamento externo e suas repercussões sobre a economia interna quando esta teve que se voltar para as fontes de financiamento domésticas, demonstrando as relações existentes entre déficit, superávit primário, dívida pública, encargos financeiros, e base monetária no processo inflacionário que teve origem no Brasil na década de 80 e que levou a esse conhecido desequilíbrio financeiro do setor público brasileiro.

1.4.1- A Composição Financeira do Déficit Público e o Impacto da Política Fiscal sobre a Demanda Agregada

Dada a origem real ou financeira do déficit, o seu aumento terá um maior ou menor impacto sobre a demanda. Um efeito muito diferente no plano macroeconômico terá um aumento dos juros pagos pelo setor público em comparação com um aumento nas compras de bens e serviços pelo governo. Supondo uma economia operando com capacidade ociosa e taxa de inflação inercial, a interação entre a composição e a forma de financiamento estaria²⁶ mais diretamente associado ao crowding-out dos investimentos privados do que as expectativas racionais dos agentes econômicos. A teoria neoclássica apoia-se no inquestionável impacto do déficit não-financeiro

26. BRESSER PEREIRA, L. C. e DALLACQUA, Fernando Maida: A Compo-

na demanda agregada. A teoria keynesiana explica que, um aumento nos gastos públicos, necessariamente cria um excesso de demanda por bens e serviços que estimula a expansão da produção e do emprego. E mesmo que o aumento no déficit público seja financiado por títulos haverá um aumento da massa de salários e lucros do setor privado, o que significará, além do aumento no consumo, um aumento também de recursos financeiros disponíveis para a compra de títulos públicos e empréstimos ao governo, sendo possível assim, a volta do equilíbrio macroeconômico sem o crowding-out total dos investimentos privados.

O caráter expansionista da política fiscal perderá a nitidez se o déficit for de natureza eminentemente financeira, isto é, se ele estiver associado ao pagamento dos serviços da dívida pública, já que o pagamento de juros não representa uma despesa corrente, onde o governo compra bens e serviços adicionais. Com o pagamento de juros há uma transferência de renda sem um efeito direto sobre a demanda. Aumento da demanda agregada fica restrito, neste caso, ao efeito sobre o consumo e investimentos dos juros recebidos pelos agentes privados que detêm a dívida pública. Diante disso, é improvável que o consumo seja fortemente alterado diante das flutuações de renda decorrentes do fluxo de serviços da dívida pública. Primeiro porque, teoricamente, supõe-se que as decisões sobre o consumo estão mais associadas a expectativa de renda permanente e ao estoque de riqueza do que a renda corrente. Segundo, no caso particular do Brasil, em relação aos investimentos, os principais detentores da dívida pública são grandes empresas que alterarão seus portfólios através do aumento nas aplicações de títulos públicos em detrimento da diminuição do capital físico, levando a uma redução do nível de atividade e investimento do setor privado, tendo como consequência uma diminuição da demanda agregada.

Dessa forma o impacto da política fiscal sobre a demanda agregada vai depender da composição do déficit público. Supondo uma situação inicial, em que as contas do setor privado e o orçamento do governo estejam em equilíbrio, se houver um aumento das taxas de juros, isso irá elevar o pagamento dos serviços sobre o estoque da dívida pública contraída no passado. Ocorrerá, então, um desequilíbrio no orçamento do governo face ao aparecimento de um déficit de natureza eminentemente financeira. Com a impossibilidade da economia em obter recursos externos, o setor público volta-se para o mercado interno de crédito para atender a sua necessidade adicional de financiamento. A partir daí, há uma tendência para a que a taxa de juros se eleve acima da taxa de retorno do capital físico, estimulando as empresas a desviarem a aplicação de fluxo de serviços da dívida, da atividade produtiva para os ativos financeiros. Desse modo, o aumento do déficit público terá em contrapartida um aumento do passivo financeiro do governo junto ao setor privado, inibindo assim o caráter aparentemente expansionista da política fiscal.

Tomando como exemplo a recente experiência brasileira (entre 1982/84) de ajustamento onde houve uma redução dos gastos públicos e aumento da receita tributária, em que o déficit não-financeiro foi praticamente zerado, fica fácil de se comprovar o que foi dito anteriormente. O mesmo não acontecia com o déficit financeiro, porque com a elevação das taxas de juros, aumentava também o serviço da dívida, promovendo a saída de recursos privados para o setor público.

1.4.2- Déficit Público e o Financiamento do Setor Público Brasileiro

Com a grave crise financeira experimentada pelo setor pú-

sobre a relevância do problema do déficit público e o seu financiamento para a superação da crise econômica. Procurar-se-á mostrar aqui, que as dificuldades financeiras do setor público são decorrentes apenas, em parte, da queda dos superávits primários já que de certa forma essa queda dos superávits primários foi neutralizada pela diminuição dos encargos financeiros em termos de peso relativo. O verdadeiro agravamento²⁷ dos problemas financeiros do Estado deveu-se principalmente ao estreitamento de suas fontes de financiamento que se iniciou com a retração do financiamento externo, tendo como consequência a aceleração inflacionária e o descrédito do governo²⁸. É importante observar, agora, a variação do déficit no conceito operacional²⁹ mostrando que no período 82/84 ele se reduz, mas, a partir de 1985 (tabela 1) a tendência é de elevação. A partir dessas variações, será importante explicar quais os fatores que contribuíram para essa tendência de elevação do déficit e antes de partirmos para a identificação de tais fatores é bom que se explique que um aumento no déficit não se traduz necessariamente no "afrouxamento" da política fiscal visto que as variações do déficit resultam além de decisões autônomas³⁰ do governo de outros fatores tais como flutuações na taxa de inflação e posição cíclica da economia. Segun-

27. BATISTA JR., P. N. Déficit e Financiamento do Setor Público Brasileiro: 1983 - 1988; in Revista de Economia Política. vol. 10, nº 4 outubro - dezembro/1990, p.6.

28. BATISTA JR., P. N. Déficit e Financiamento do Setor Público Brasileiro: 1983 - 1988; in Revista de Economia Política. vol. 10, nº 4 outubro - dezembro/1990, p.6.

29. COSTA, Margaret Hanson; PEREIRA, Lia M. e SILVA, Carlos Lavallo da; Medidas do Déficit Público: Variações em Torno dos Principais Conceitos; Centro de Estudos Fiscais; IBRE/FGV, janeiro/1988, pp. 65 e 66.

30. Gastos correntes, investimentos, tribulação, tarifas públi-

TABELA 1
Setor Público¹: Déficit Operacional, Encargos Financeiros e Superávit Primário, 1981-1988

(Em % do PIB)

Ano	Déficit Operacional	Encargos Financeiros *	Superávit Primário
1981	6,2	n.d.*	n.d.
1982	7,3	n.d.	n.d.
1983	4,2	5,9	1,7
1984	2,5	6,7	4,2
1985	4,3	6,9	2,6
1986	3,6	4,7	1,1
1987	5,5	4,1	(-) 1,4
1988	4,3	4,5	0,2
Média (83-84)	3,4	6,3	3,0
Média (85-88)	4,4	5,1	0,6

Fontes: Dados Básicos — Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico*, vol. 24 mar./1990; *Indicadores Macroeconômicos do Setor Público*, Departamento Econômico, set./1989 (Mimeografado) *Encargos Financeiros do Setor Público (Estimativa)* Departamento Econômico, mar./1990. (Mimeografado) *Elaboração:* Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas, Instituto de Economia do Setor Público/FUNDAP.

¹ Inclui governo federal, estados, municípios e empresas públicas.

² Exclui correção monetária e cambial da dívida pública. Corresponde ao valor em dólares das despesas internas e externas de juros dividido pelo PIB a preços correntes. Este último foi convertido em dólares utilizando-se a taxa média de câmbio.

* n.d. — Não disponível.

do BATISTA JR.³¹, a ampliação do hiato do produto tende a reduzir a carga tributária e ao mesmo tempo, ampliar os gastos relacionados ao nível de desemprego da mão-de-obra (além do que, com a aceleração da inflação, geralmente se reduz as receitas reais do governo numa intensidade maior do que nos seus gastos reais), isto quer dizer que em época de recessão e/ou aceleração inflacionária, a tendência do déficit é aumentar independentemente da política fiscal e financeira orientada pelo governo.

1.4.2.1- A Análise do Déficit Operacional e do Superávit Primário

Para demonstrar o que foi dito anteriormente acima, será analisado empiricamente o período 1985/88. Esse período será dividido em 2 (dois) sub-períodos distintos. No primeiro sub-período (1985/86) observou-se um crescimento real do PIB muito abaixo da expansão de longo prazo (tabela 2). Mas, o que se notou no primeiro sub-período analisado foi um crescimento do déficit como proporção do PIB, a explicação para esse aumento está no relacionamento da política orçamentária no final do governo Figueiredo e nos primeiros dois anos do governo Sarney. Já o aumento do déficit observado no segundo sub-período ocorreu num contexto de aceleração inflacionária e redução da taxa de crescimento da economia, não podendo ser explicado apenas pelo afrouxamento da política fiscal. Curiosamente em 1988, o déficit operacional se reduziu significativamente, o que indica um claro esforço de ajustamento do setor público em contraste com o período 1985/86, que parece ter seguido uma política fiscal expansionista. Porém, as

31 In Revista de Economia Política, vol. 10, nº 4, outubro-de-

inferências feitas pela simples observação de dados agregados à razão déficit operacional/PIB, à taxa de crescimento real do produto e a taxa de inflação são precárias. Para se obter de forma mais precisa a tendência da política fiscal, substitui-se o conceito de déficit operacional pelo de déficit primário³². Isto porque, as variações na conta de juros respondem a outros fatores³³ que não a política fiscal realizada em determinado período, fazendo variar a tendência da razão déficit operacional/PIB sem refletir alterações na tendência da política orçamentária.

TABELA 2
Taxas de Inflação e Taxas de Crescimento de PIB Real
1981-1988
(Em %)

Ano	Deflator Implícito do PIB	IGP-DI ¹	INPC ¹	Taxa de Crescimento Real do PIB
1981	108,0	95,2	93,5	(-) 4,4
1982	106,6	99,7	100,3	0,7
1983	141,0	211,0	178,0	(-) 3,4
1984	215,0	223,8	209,1	5,0
1985	232,0	235,1	239,0	8,3
1986	144,0	65,0	58,6	7,5
1987	210,0	415,8	396,0	3,6
1988	673,0	1.037,6	994,3	0,0

Fonte: Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa-Econômico*, vol. 24, mar./1990.

¹ Dezembro/dezembro.

32. É definido como a diferença entre os gastos não-financeiros e as receitas não-financeiras, ou, como a diferença entre o déficit operacional e os pagamentos de juros da dívida pública externa e interna.

33. Como, por exemplo, modificações nas taxas de juros interna-

No período 1983/88³⁴, o orçamento primário foi superavitário com exceção do ano de 1987, e de 1985 a 1987, o saldo primário se reduziu num ritmo muito superior ao aumento do déficit operacional, de 1984 a 1987, a diminuição do saldo primário, como proporção do PIB, foi de 5.6 pontos percentuais, enquanto o aumento do déficit operacional como proporção do PIB foi de 3 pontos percentuais. Em 1988, o orçamento primário foi equilibrado, com o déficit operacional se reduzindo em pouco mais de 1% do PIB.

Embora a razão superávit primário/PIB tenha aumentado em 1984, a partir de 1985 houve uma acentuada queda no superávit primário, principalmente no ano de 1987 ocorrendo uma deterioração³⁵ em 2.5% do PIB. Tal redução no saldo primário em apenas um ano deve ter ocorrido com um afrouxamento adicional da política fiscal. A forte redução do superávit primário é atribuída ao crescimento dos gastos de consumo do governo, as despesas com pessoal e a queda em termos reais dos preços e tarifas do setor público, primeiro em 1985 com o congelamento dos preços públicos decretado do início do governo Sarney é, de novo, em 1986 com o Plano Cruzado³⁶. Num retrospecto, vê-se que, de 1984 a 1987, houve uma redução expressiva em termos reais dos preços administrados pelo governo³⁷. Mas, em 1988, o orçamento primário volta ser

34. Banco Central do Brasil: Programa Econômico: vol. 24; março, 1990, p.66.

35. Banco Central do Brasil: Indicadores Macroeconômicos do Setor Público; Departamento Econômico; setembro; 1989 (mimeografado).

36. AMARAL FILHO, José Bonifácio de S. e GALLETA, Paulo Domingos; Preços e Tarifas do Setor Produtivo Estatal; IESP/FUNDAP; textos para discussão, nº 21, São Paulo, setembro/1989, pp. 6-10.

37. Banco Central do Brasil: Brasil: Programa Econômico: vol. 21.

superavitário³⁸ o que mostra pela análise das variações do saldo primário consolidado, que de 1985 a 1987, a política fiscal teve efeito expansionista, enquanto em 1988 foi contracionista³⁹.

1.4.2.2- A Análise dos Encargos Financeiros

Apesar da acentuada queda do superávit primário a partir de 1985, isso não teve como consequência um aumento equivalente do déficit operacional, graças a diminuição expressiva das despesas de juros como percentual do PIB.

Analisando o período 1985/87, apenas em 1985 a carga de juros permaneceu elevada em torno de 7% do PIB, reflexo do endividamento do setor público. A partir de 1985, a despesa de juros cai como proporção do PIB, como indica a tabela 1.

As despesas de juros refletem, além do nível das taxas de juros e o grau de endividamento acumulado, a relação entre a taxa de inflação e as correções monetária e cambial, isso quando a dívida pública constitui-se de forma preponderante de obrigações em moeda estrangeira. A carga de juros (juros/PIB) é função inversa da taxa de crescimento real do PIB e função direta das taxas de juros (interna e externa), do estoque de dívida pública, da desvalorização real do câmbio e da correção monetária real⁴⁰.

38. CARNEIRO, Ricardo e BUAINAIN, Antônio Márcio; O Retorno da Ortodoxia; Bienal-UNICAMP: São Paulo, 1989, pp. 124, 125 e 140.

39. Isso só pode ser observado de forma mais nítida pela evolução do saldo primário.

40. BATISTA, Paulo N.; Superávit Primário, Encargos Financeiros e Dívida do Setor Público Brasileiro: 1983 e 1988: Centro de

Essa redução da carga de juros a partir de 1986 deveu-se à evolução da taxa de juros e das correções monetária e cambial⁴¹.

Como reflexo da queda nas taxas de juros nominais nos mercados financeiros internacionais, houve uma redução da taxa de juros externa paga pelo setor público em 1986 e 1987. De 12% (1983/85) a taxa média sobre a dívida externa cai para 9.5% (1986) e depois para 8.1% em 1987 (tabela 3).

A redução nas taxas de juros internas foi mais forte ainda, caindo de 16% (1983/88) para 11% em 1986 e 9% em 1987. A adoção de uma política mais flexível a partir de 1985 contribuiu decisivamente para esta redução, junto com as modificações na composição da dívida mobiliária a partir de 1986⁴².

A partir de 1988, a situação se inverte em relação à redução das taxas de juros, tanto a taxa interna como a externa (tabela 3).

Houve uma redução real das correções monetária e cambial (tabela 4), principalmente em 1983 a taxa efetiva de câmbio se desvaloriza em 33%, mantém-se praticamente constante em 1984 e 85, mas, a partir de 1986, há uma valorização real na taxa de câmbio efetiva.

Sinteticamente o que aconteceu a partir de 1986 foi uma redução significativa da carga de juros, contribuindo para neutralizar grande parte do impacto do superávit primário sobre o déficit operacional.

41. A incidência sobre a dívida pública das taxas de juros interna e externa se reduziu, enquanto a desvalorização cambial e a correção monetária foram inferiores à taxa de inflação.

42. SILVEIRA, Caio César L. Prates da e GIANBIAGI, Fábio; Dívida Externa, Encargos Financeiros e seu Impacto no Déficit Público: Uma reavaliação: Instituto de Economia Industrial; UFRJ;

TABELA 3
Encargos Financeiros e Dívida Líquida do Setor Público¹
1983-1988

Discriminação	1983	1984	1985	1986	1987	1988
1. Dívida Externa Pública						
1.1 Saldo Médio (US\$ milhões)	54.723	62.595	66.693	75.990	87.057	88.698
1.2 Taxas de Juros ² (%)	12,36	12,36	11,82	9,50	8,07	8,99
1.3 Despesa de Juros (US\$ milhões)	6.763	7.735	7.886	7.217	7.027	7.972
2. Dívida Interna Pública						
2.1 Saldo Médio (US\$ milhões)	35.515	39.467	48.257	49.484	59.533	62.019
2.2 Taxas de Juros ² (%)	14,95	16,89	16,28	11,36	9,14	12,49
2.3 Despesa de Juros (US\$ milhões)	5.309	6.666	7.857	5.622	5.443	7.745
3. Dívida Pública Total						
3.1 Saldo Médio (US\$ milhões)	90.238	102.062	114.950	125.474	146.590	150.717
3.2 Taxas de Juros ² (%)	13,27	14,11	13,70	10,23	8,51	10,43
3.3 Despesa de Juros (US\$ milhões)	12.072	14.401	15.743	12.839	12.470	15.717
4. Dívida/PIB² (%)						
4.1 Dívida Externa Pública/PIB	26,6	29,1	29,2	27,8	28,8	25,5
4.2 Dívida Interna Pública/PIB	17,2	18,4	21,1	18,1	19,7	17,8
4.3 Dívida Pública Total/PIB	43,8	47,5	50,4	46,0	48,4	43,3

Fontes: Banco Central do Brasil, *Brasil: Programa Econômico*, vol. 24, mar./1990; *Indicadores Macroeconômicos do Setor Público*, Departamento Econômico, set./1989 (Mimeografado) e *Encargos Financeiros do Setor Público (Estimativa)*, Departamento Econômico, mar./1990. (Mimeografado)

¹ Inclui governo central, estados, municípios e empresas estatais. A dívida externa líquida é definida como a diferença entre a dívida externa bruta do setor público e as reservas internacionais do Banco Central (no conceito da liquidez internacional). A dívida interna líquida corresponde à diferença entre a dívida pública interna (dívida mobiliária, dívidas com o sistema financeiro doméstico, base monetária, depósitos do sistema da poupança e empréstimo e dívidas com empreiteiras e fornecedores) e os créditos do setor público junto ao sistema financeiro doméstico.

² Taxas médias estimadas, exceto para a dívida mobiliária federal cuja taxa foi obtida a partir do custo operacional efetivo.

TABELA 4
Desvalorização Efetiva do Cruzeiro/Cruzado
1983-1988
(Em %)

Ano	Variação da Taxa Efetiva Nominal (*) (1)	Variação do Deflator Implícito do PIB (2)	Variação da Taxa Efetiva Real (3) = (1)/(2)	Índice da Taxa Efetiva Real (1982 = 100) (4)
1983	221,0	141,0	33,2	133,2
1984	215,4	215,0	0,1	133,4
1985	233,9	232,0	0,6	134,1
1986	137,1	144,0	(-) 2,8	130,3
1987	200,2	210,0	(-) 3,2	126,2
1988	580,6	673,0	(-) 12,0	111,1

Fontes: Dados Básicos — Banco Central do Brasil e Fundo Monetário Internacional.
 Elaboração: Centro de Análise de Políticas Macroeconômicas, Instituto de Economia do Setor Público/FUNDAP.

* Ponderações baseadas na participação normalizada de 6 moedas estrangeiras (dólar, marco alemão, iene japonês, franco suíço, franco francês e DES) no total da dívida externa brasileira.

1.4.2.3- Uma Análise sobre os Problemas de Financiamento do Setor Público

Pelo que foi visto no item anterior, embora significativo, o aumento do déficit operacional não é suficiente para explicar a deterioração financeira do setor público⁴³. A origem dessa crise financeira remonta ao início da década de 80 e se aprofunda a partir de 1985. A partir de 1979/80, com a elevação das taxas de juros internacionais, além do balanço de pagamentos, e afetada também a questão das finanças do governo, visto que a dívida externa já estava concentrada no setor público⁴⁴. E, além, disso, há ruptura do padrão de financiamento (anos 1970) do setor público, resultante da paralização do fluxo voluntário de empréstimos bancários.

As dificuldades financeiras do governo estão mesmo no problema do financiamento do déficit pela forte retração das fontes externas e internas de financiamento não-inflacionário. Essa retração começaria com a crise da dívida externa em 1982. O colapso do financiamento externo fez com que a dívida externa pública fosse substituída por fontes internas de financiamento com consequências desfavoráveis para a economia brasileira.

É bom que se diga, porém, que, entre 1983 e 1987, foi possível ainda se utilizar de uma série de mecanismos que reduziram os efeitos negativos da crise externa sobre a situação financeira do setor público, ou seja, retardando a transformação de dívida externa pública em dívida interna e base monetária. Para se ter

43. GIANBIAGI, Fábio: os conceitos de custo da dívida mobiliária federal e déficit operacional do setor público numa crítica; In: Revista Brasileira de Economia; vol. 43, nº 1, janeiro-março/1989; pp. 65-76.

uma idéia, em 1983/84, o crédito externo de fontes oficiais compensou a significativa redução dos empréstimos com bancos comerciais estrangeiros. Reduziu, também, a pressão sobre as fontes internas de financiamento, aumentando a participação do setor público no total da dívida externa do país em 1983/86. Em 1987, com a moratória externa, cria-se uma fonte automática de crédito para o setor público.

Isso mostra que só a partir de 1988, a crise da dívida externa atinge fortemente as finanças públicas. Com o abandono da moratória, da conversão de dívidas externas em investimentos, da escassez de recursos externos e do esgotamento do processo de estabilização da dívida, o financiamento externo bruto tornou-se negativo.

Junto com a redução do financiamento externo, havia condições adversas de financiamento interno, que, com a aceleração da inflação, corroía a receita tributária e reduzia a demanda real por base monetária. Ademais, a crescente instabilidade macroeconômica resultou em perda de confiança nos títulos públicos, o que trouxe como consequência condições desfavoráveis de custo e prazo no financiamento da dívida interna.

Como mostra a análise das contas públicas de 1983 a 1988, a crise financeira do setor público foi resultado, além da deterioração do orçamento primário, da forte retração da disponibilidade de financiamento não-inflacionário.

2. DÉFICIT PÚBLICO E FINANCIAMENTO INFLACIONÁRIO

É fundamental a verificação dos mecanismos de funcionamento do déficit, para depois estabelecer a relação entre déficit e inflação. Estabelecida a relação entre déficit e inflação é possível, então, analisar melhor a relação entre o déficit e o seu financiamento inflacionário, buscando a partir daí a sua viabilidade e possíveis limitações diante do desequilíbrio das contas públicas. Foi partindo dessa idéia que se desenvolveu este capítulo.

2.1- O Déficit e seu Financiamento

São contabilizadas a débito da conta corrente do governo somente as despesas correntes do setor público, consumo, subsídios e transferências. Os gastos públicos compreendem, também, investimentos em formação de capital fixo e variações de estoques. O déficit público (D_g) é expresso por:

$$D_g = \text{Investimento Público} - \text{Saldo do Governo em Conta-Corrente}$$

isto quer dizer que conceitua-se déficit como o excesso de investimento sobre a poupança governamental¹.

Desdobrando em duas parcelas (o investimento público I_g e o investimento privado I_p) a formação bruta de capital fixo mais

¹ STIMONCEN M H e CYSNER R. Macroeconomia: São Paulo, Ao Li-

variações de estoques, obtemos²:

$$D_g = I_g - S$$

$$H + I = I_p + I_g = J + O + S$$

resultando:

$$D_g = J - I_p + O$$

ou seja:

Déficit Público = Poupança Bruta do Setor Privado - Investimento Privado - Investimento Privado + Déficit do Balanço de Pagamento em Transações Correntes.

Esta última equação é válida em termos reais e nominais. Ela mostra que o excesso de poupança privada sobre o investimento privado mais o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes são as fontes de financiamento do déficit público. Outro conceito útil é o de déficit público antes da inclusão do imposto inflacionário como receita real do governo, dessa forma, tem-se:

Déficit Operacional³ = Déficit Público Real + Imposto Inflacionário

2. Onde H representa a formação bruta de capital, I variações de estoques, J poupança bruta do setor privado. O déficit do balanço de pagamentos em transações correntes e S saldo do governo em conta corrente.

O setor privado e o setor externo financiam o déficit público através de 2 veículos básicos, o aumento da base monetária e o aumento da dívida líquida do setor público. Assim:

$$\text{Déficit Público} = \text{Aumento da Base Monetária} + \text{Aumento da Dívida Líquida do Governo.}$$

A interpretação simplificada dessa equação, de que o governo cobre seus déficits, ou emitindo títulos ou emitindo moeda, só seria correta se o único fator de expansão da base monetária fosse o financiamento da parcela do déficit público não coberta pela colocação de títulos junto ao setor privado e externo. Mas, existem outros fatores de expansão da base, tais como a expansão do crédito ao setor privado e a acumulação de reservas cambiais. Mesmo assim, essa equação se preserva quando a expressão "dívida líquida do governo" exclui os créditos líquidos do Banco Central, com o setor privado e externo. Isso implica que:

I) O déficit do governo D_g é financiado pelo aumento da sua dívida com o setor privado (Δa), com o setor externo (Δb) e com o Banco Central (Δc). Logo, $D_g = \Delta a + \Delta b + \Delta c$;

II) O aumento dos créditos líquidos do Banco Central com o setor privado (Δd), com o exterior (Δe) e com o governo (Δc) são as fontes de expansão (ΔB) da base monetária. Assim, $\Delta B = \Delta c + \Delta d + \Delta e$.

Dessa forma quando se define a dívida líquida X do governo como o excesso dos débitos do governo sobre os créditos do Banco Central, com o setor externo e o setor privado, ou seja, $X = a + b - d - e$:

$$D_g = \Delta B + \Delta X$$

Isto é:

Déficit Público Real = Aumento real da base monetária +
Aumento da dívida líquida do governo.

Desse modo, sendo $z = B + X$ a base monetária mais dívida líquida do governo, em termos nominais. Pelo que foi mostrado, se dD é o déficit público nominal entre os instantes t e $t+dt$ ($0 \leq t < 1$):

$$dD = dz$$

Em moeda do instante t , o déficit real $dDrt$, entre os instantes t e $t+dt$, é dado por:

$$dDrt = dD - \frac{z}{P} dP = dz - \frac{z}{P} dP$$

A parcela $(Z/P)dP$ indica a diferença entre juros nominais e juros reais pagos, tal como na análise do imposto inflacionário. O índice de preços P supõe-se função contínua do tempo. Em moeda de um instante j escolhido como referência ($0 \leq j \leq 1$), o déficit real entre os instantes t e $t+dt$ é expresso por:

$$dDRj = \frac{P_j}{P} (dz - \frac{z}{P} dP) = P_j d(\frac{z}{P})$$

Integrada a expressão acima (entre o início D e o fim 1 do período) têm-se:

Déficit Operacional = Imposto Inflacionário + Aumento real da base monetária + Aumento real da dívida pública líquida.

Através da equação acima tenta-se explicar a inflação pelo déficit operacional onde a taxa de aumento dos preços seria a necessária para equilibrar o orçamento real do governo pela arrecadação do imposto inflacionário. Como não é possível, a priori, determinar que parcela é coberta pelo aumento real da dívida líquida interna e qual é coberta pelo aumento real da base monetária, tenta-se construir uma teoria introduzindo a hipótese de que nem a base monetária nem a dívida real se alteram no tempo, dada essa hipótese o déficit operacional é totalmente coberto pelo imposto inflacionário. Permanecendo constante a base monetária, a arrecadação do imposto inflacionário, em moeda do início do período, é dada por:

$$T_{inf} = B_0 \log_e(1+r)$$

r indicando a taxa de inflação no período. Desse modo, se o déficit operacional for igual a k vezes a base monetária, em moeda do início da período:

$$K B_0 = B_0 \log_e(1+r)$$

isto é:

$$r = e^k - 1$$

Dessa forma, como exemplo, se o déficit operacional num ano for 10% da base monetária, a taxa anual da inflação será

base monetária, a inflação subirá para $e^{0.5} - 1 = 64,8\%$ ao ano. O problema dessa teoria é que a hipótese sobre a qual ela é construída falha pela falta de qualquer fundamento teórico ou empírico.

Outra teoria simplória e muito usada pelo FMI é a que situa o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos. Ou seja, como:

Déficit de Transações correntes do balanço de pagamentos =
Déficit Público + Investimento Privado - Poupança Bruta do
setor privado.

Segundo essa teoria para se reduzir de X o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos, basta cortar no mesmo montante X o déficit público. Está subjacente nesta teoria a hipótese de que o corte de déficit público não altera a diferença entre investimento e poupança no setor privado.

A lição que se pode extrair da análise dessas duas teorias (a da inflação e a do balanço de pagamento) é que embora extremamente útil para o entendimento da macroeconomia a contabilidade nacional não consegue revelar as relações complexas entre causa e efeito das variáveis macroeconômicas.

2.2- Déficit Público e Inflação

Não é possível (em tese) se fazer nenhuma correlação precisa entre déficit público e inflação⁴. O déficit pode ser financiado tanto pelo imposto inflacionário quanto por poupanças voluntárias, internas e externas.

⁴ STIMONSEN, M. H. e CYSNE, R. Macroeconomia, São Paulo, McGraw-

Numa economia em crescimento, a demanda real de moeda costuma crescer. Isso dá espaço para que um pequeno déficit seja financiado pela expansão não-inflacionária da base monetária. Supondo que em equilíbrio com preços estáveis, a base monetária seja igual a uma fração c do produto nominal:

$$B = c Py$$

B é a base monetária, P o índice de preços e y o produto real. A base (com preços estáveis) deve crescer assim:

$$\dot{B} = kPy$$

Considerando que o déficit é uma fração do produto e a única causa de expansão da base monetária ($B = KPy$).

Pode-se concluir daí que o déficit financiado pela expansão não inflacionária da base monetária corresponde a fração do produto:

$$k = c \frac{\dot{Y}}{Y}$$

Assim, como exemplo, se a base monetária a preços estáveis a 7% do produto anual, e se este cresce de 6% ao ano, um déficit de 0,42% do produto pode ser financiado pelo crescimento não-inflacionário da base.

Déficits ainda maiores podem ser financiados sem efeito inflacionário pela colocação de títulos da dívida pública, desde que essa colocação não venha a contrair a demanda por moeda. Existe porém, um problema: com o aumento da dívida pública as despesas financeiras do governo se expandem, ou seja, os juros da

déficit torna esse déficit crescente no tempo. A pergunta que se faz é, até que ponto isso é possível sem que a economia entre em insolvência.

Para uma análise desse problema indiquemos por D a dívida pública real, por i a taxa real de juros, decompondo o déficit (que é financiado pela colocação de títulos) público em duas parcelas: o déficit primário real G e a despesa financeira iD . A dinâmica da dívida pública é descrita por:

$$\dot{D} = iD + G$$

Supondo o déficit primário como uma fração constante g do produto real Y . Seja $Z = D/Y$ a relação dívida/produto e $y = \dot{Y}/Y$ a taxa de crescimento do produto real. O déficit financiado por poupanças voluntárias corresponde a uma fração do produto dada por:

$$\frac{\dot{D}}{Y} = iz + g$$

Dado que:

$$\frac{\dot{z}}{z} = \frac{\dot{D}}{D} - y$$

A dinâmica da relação dívida/produto se expressa por:

$$\dot{z} = (i-y)z + g$$

Essas expressões mostram que, com o tempo, o financiamento

o déficit primário g no déficit total $iz + g$. É óbvio que esse total não pode exceder a fração s do produto que corresponde à poupança privada bruta, externa e interna. É exagerado supor que a dinâmica da relação dívida/produto leve a uma situação em que o déficit total exceda a disponibilidade de poupanças privadas voluntárias, já que se isso ocorresse (todas as poupanças privadas voluntárias fossem absorvidas pelo financiamento do déficit público) nada sobraria para o investimento privado. Logo, pode se estabelecer uma fração $K < S$ para o limite aceitável da relação déficit produto.

Para simplificar, sejam i e y constantes. Sendo a taxa de juros maior ou igual a taxa de crescimento do produto, conclui-se que o déficit primário g não pode ser sustentado indefinidamente, sem que coloque a economia em rota de insolvência. Isso é demonstrado pela última equação mostrando que a relação dívida/produto crescerá indefinidamente.

Se a taxa de crescimento do produto for maior do que a taxa de juros ($y > i$) e mantido do déficit primário g constante, a relação dívida/produto convergirá para:

$$z = \frac{g}{y - i}$$

e a relação déficit/produto para:

$$iz + g = \frac{g y}{y - i}$$

Mantido o déficit primário g , a sustentabilidade do financiamento não-inflacionário do déficit, depende da verificação da

$$\frac{g}{y} \leq k$$

$$y - i$$

A falha da análise acima está em tratar como constantes a taxa real de juros e a taxa de crescimento do produto real. O mais razoável seria supor a taxa real de juros como função decrescente da poupança privada não absorvida pelo financiamento do déficit público, já que por aí se abre espaço para o investimento privado:

$$i = h(s - g - iz) \quad (h' < 0)$$

Pela aplicação do teorema das funções implícitas se requer⁵:

$$1 + h'z > 0$$

Desse modo, a taxa de juros pode ser expressa na forma:

$$i = g(s - g, z)$$

o segundo membro é decrescente em $(s-g)$ e crescente em z . Intuitivamente o resultado econômico é que a taxa de juros é tanto menor quanto maior a taxa de poupança privada, tanto menor quanto menor o déficit primário, e tanto maior quanto mais alta a relação dívida/produto.

Com relação à taxa y de crescimento do produto real, ela deve ser função crescente da percentagem de investimentos priva-

5 A aplicação do teorema das funções implícitas requer $1+h'z \neq 0$.

dos no produto e, portanto, função decrescente da taxa real do juro. Pode-se, assim, concluir que:

$$i - y = F(s - g, z)$$

sendo o segundo membro decrescente em $(s-g)$ e crescente em z . A dinâmica da relação dívida/produto é descrita por:

$$\dot{z} = zF(s-g, z) + g$$

O diferencial $i-y$, portanto, cresce com o aumento da relação dívida/produto. Sendo esse diferencial positivo (para $z=0$), o financiamento não-inflacionário do déficit público com um déficit primário constante (como proporção do produto) torna-se insustentável a longo prazo. Ou seja, o financiamento não-inflacionário do déficit público, normalmente, gera problemas de longo prazo, transferindo para o futuro os aumentos dos impostos, os cortes de despesas ou a inflação.

Outro problema que merece análise é o de que não apenas o déficit público pode causar inflação, mas, a inflação também pode afetar o déficit público.

Com relação ao déficit nominal, isso é imediato, já que, a inflação se transmite para as taxas de juro, aumentando o déficit nominal do governo. Se r a taxa nominal instantânea de juro, i a taxa real e π a taxa de inflação, $r = \pi + i$. Desse modo se D é a dívida pública nominal, a inflação aumenta o déficit nominal de $D \cdot \pi$.

Na ausência de ilusão monetária os credores do governo irão perceber que $D\pi$ não representa ganho real, mas apenas um ajuste do seu ativo à inflação. Então, $D\pi$ não afetará as suas decisões de consumir ou investir. Isto quer dizer que, a propensão

monetária da dívida pública, então, gerará as poupanças nominais necessárias para financiá-la, sem provocar nenhum efeito sobre a inflação e a demanda agregada. Neste caso o conceito relevante é o de déficit operacional.

A possibilidade da existência de ilusão monetária não é desprezível, mas, é pouco provável que ela assuma a forma total. Supondo a ilusão monetária alta mas inferior a 1, a inflação aumenta o déficit economicamente relevante (como uma média ponderada do nominal e do operacional) com pesos dependentes da propensão a poupar sobre a correção monetária.

A inflação pode afetar o déficit operacional de duas formas. A primeira é pelo efeito arrasto onde supondo que, as tabelas do imposto de renda sejam fixadas em termos nominais, a alta de preços e rendas leva os contribuintes para faixas mais altas do imposto. Isso faz com que a inflação aumente a receita tributária reduzindo o Deficit. A segunda forma é o efeito Tanzi que torna o Deficit operacional função crescente da taxa de inflação.

2.3- Imposto Inflacionário e a Economia Brasileira

2.3.1- Aspectos Conceituais Básicos Sobre Imposto Inflacionário

A relação entre déficit público e inflação pode ser estabelecida através de vários mecanismos. Um deles diz respeito ao argumento Keynesiano de que o impacto líquido das atividades orçamentárias do Governo é transferido para os preços pelas pressões sobre a demanda agregada⁶. Este argumento não consegue explicar a existência de altos déficits públicos numa economia ope-

6 É importante que se analise não apenas a magnitude do déficit,

rando com grande capacidade ociosa e com altas taxas de inflação como tem sido o caso brasileiro.

Outro argumento alternativo, é apresentado pelo "Modelo do Imposto Inflacionário". Neste modelo é estabelecida a relação entre Déficit Público e Inflação, privilegiando o lado do financiamento das atividades do Governo. Assim, não apenas focaliza a magnitude do Déficit Público, mas também a composição dos recursos adicionais à receita fiscal que o governo paga para financiar suas operações. Através do setor privado doméstico e de fontes externas. Desses recursos adicionais é destacada pelo modelo a receita com imposto inflacionário que é definido como a parcela do aumento nominal da base monetária que representa a simples reposição pelo público da demanda inicial por encaixes reais provocada pela inflação, em determinado período.

Há uma grande aceitação empírica desse modelo entre os economistas. Isso quer dizer que, com relação a argumentação de que o déficit público pode ser parcialmente financiado pelo imposto inflacionário, não há grandes divergências. Até porque esta é uma questão empírica que pode ser verificada. A controvérsia existe em fechar o modelo teórico dando a explicação de como o Déficit Público gera inflação que irá financiá-lo, via imposto inflacionário. Pela análise ortodoxa o fechamento teórico⁷ do modelo está centrado na formação de expectativas inflacionárias de acordo com: 1) A expansão monetária é determinada pelas necessidades de financiamento do Déficit Público; 2) A formação das expectativas inflacionárias é determinada pela expansão monetária;

3) Existe a tendência de que as expectativas inflacionárias se autoconcretizem na medida em que os indivíduos comportam-se de forma consistente com suas predições de inflação.

7 Para outras correntes de pensamento, as explicações ainda pre-

Podéria ser feita uma avaliação do modelo de imposto inflacionário segundo seus aspectos teóricos⁸. Mas o que interessa aqui é analisar as condições de financiamento do Déficit Público via imposto inflacionário com suas implicações para a formulação da política econômica, mostrando as relações entre inflação, imposto inflacionário e Déficit Público no Brasil.

2.3.2- Imposto Inflacionário x Formulação da Política Econômica

Se o déficit é resultado das atividades orçamentárias onde o tesouro não consegue financiar totalmente por empréstimos internos e ou externos, será necessário recorrer à emissão monetária. Este processo de "monetização do déficit" pode ocorrer informalmente, quando o Tesouro e autoridade monetária funcionam como uma única unidade ou, formalmente, através da aquisição de títulos públicos do Tesouro pela autoridade monetária, como ocorre, em geral, quando o Banco Central é independente. As autoridades Monetárias em ambos os casos, emitem moeda para financiar uma parte dos gastos públicos não coberta pelo aumento da dívida pública ou por receitas fiscais. Então, havendo inflação, o déficit estará pelo menos em parte sendo financiado pela receita de imposto inflacionário.

Obtém-se a receita de imposto inflacionário multiplicando-se a demanda inicial de encaixes reais pela inflação observada no período. Considerando um estoque inicial de encaixes reais, quanto maior a inflação, maior a taxa de incidência, o que implica, uma maior receita de imposto inflacionário que irá financiar

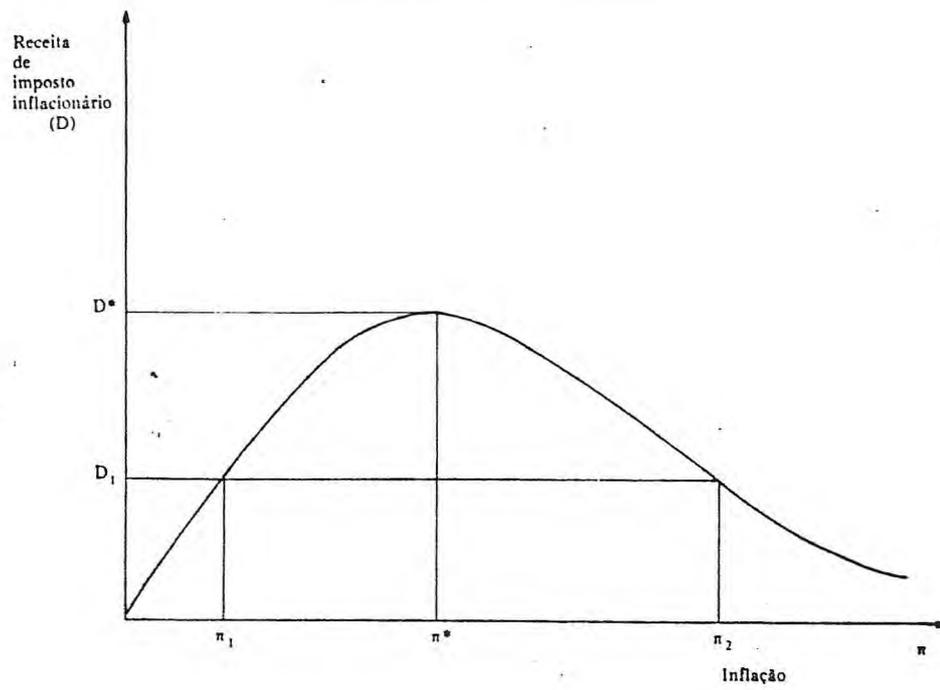
8. Poderia se perguntar, por exemplo, qual a suposição mais razoável para se explicar a relação déficit público no Brasil a das expectativas inflacionárias ou a do conflito distributi-

o déficit público. Mas, é importante se observar que a aceleração da inflação aumenta o custo de oportunidade de se reter moeda, levando a uma redução na demanda por encaixes reais. Isto quer dizer que, a aceleração da inflação provoca ao mesmo tempo um aumento na taxa e uma diminuição na base de incidência do imposto inflacionário.

A receita com imposto inflacionário aumenta, inicialmente, na medida em que a inflação se eleva acima de zero. Com o aumento dessa receita há uma redução do déficit real mantendo-se constante o déficit operacional⁹. Desse modo, se o governo deseja manter o déficit operacional a despeito do nível de inflação, a parcela financiada através de crescentes taxas de expansão monetária poderia ser aumentada, permitindo uma aceleração inflacionária. Dessa forma quando a inflação acelera-se (de θ a π * na figura 1), tornam-se mais flexíveis os limites de política econômica, tomando-se a questão do financiamento do setor público como padrão de referência. Visto que, é possível até mesmo aumentar o déficit operacional sem aumentar necessariamente o endividamento público. Do mesmo modo, existe à disposição das autoridades econômicas uma maior flexibilidade para que as fontes de financiamento do déficit público, sejam recompostas. Assim, aceleração inflacionária trabalha de forma "eficiente" para substituir perda eventual de financiamento-empréstimos externos, por exemplo - com o aumento da receita de imposto inflacionário.

9. É o que exclui do cálculo do déficit nominal as correções monetária e cambial do estoque da dívida pública e de emprésti-

FIGURA 1
Receita de Imposto Inflacionário



A elevação da inflação tende, por outro lado, a causar diminuições crescentes na demanda por encaixes reais de modo que, através de uma combinação dessas duas variáveis, haverá uma receita de imposto inflacionário máxima. Este fato implica que os formuladores de política econômica enfrentarão um déficit público máximo (indicado por D^* na figura 1) que poderá ser sustentado com a receita do imposto inflacionário dada a disposição do setor privado em adquirir outros tipos de débito público.

Após esse máximo, a situação começa a se inverter. A taxa de inflação eleva-se o suficiente para que a demanda por encaixes reais se reduza a um nível em que começa declinar a receita de imposto inflacionário. Com a redução desta receita o déficit real aumenta, mantendo-se constante o déficit operacional. Verifica-se assim, que a inflação passa a atuar contra o governo, estreitando os limites para formulação da política econômica sobre o financiamento do setor público¹⁰. Usando a expressão de Bruno e Fischer (Economistas americanos) o governo cai em uma "High Inflation Trap". Ou seja, com a aceleração da inflação, haverá crescentes reduções na receita de imposto inflacionário, aumentando (ao invés de reduzir) as necessidades de financiamento, gerando assim, pressões crescentes sobre o endividamento público. Com isso, as autoridades econômicas não contarão mais de controlar com a utilização eficiente da aceleração inflacionária para recompor as fontes de financiamento do setor público. Aquele esforço do governo em compensar a eventual perda de financiamento externo, extraíndo recursos reais do setor privado via imposto inflacionário, fará com que haja um excesso sistemático de oferta monetária, não se concretizando o aumento necessário da receita de imposto inflacionário.

10. Nestas circunstâncias o déficit público estará sendo inefi-

Pelo que foi visto, pelo modelo do imposto inflacionário, existe um déficit público máximo financiado com imposto inflacionário considerando a disposição do setor privado em não alterar seu portfolio de títulos públicos. E que ultrapassado esse limite máximo terá que buscar outras fontes de financiamento que não com o imposto inflacionário. Se o governo insistir em emitir moeda para financiar o déficit, gerará sucessivos excessos de liquidez na economia, caminhando, assim, rumo à hiperinflação.

Com um financiamento via imposto inflacionário, é possível compatibilizar com duas taxas diferentes de inflação¹¹ um mesmo déficit operacional (Figura 1). Por isso, num contexto inflacionário, uma política de renda que implique num aumento consistente de demanda por encaixes reais, possibilita uma redução brusca da taxa de inflação sem alterar o déficit operacional.

Outro fator importante é que mesmo sem alteração na taxa esperada de inflação, pode haver uma mudança na demanda por encaixes reais, exatamente porque mudanças estruturais podem afetar as condições monetárias existentes entre déficit público, inflação e imposto inflacionário podem diferir entre países. O certo é que, quanto mais inelástica for a demanda por encaixes reais, menor será a taxa de inflação compatível (com os diferentes níveis de déficit público operacional e seu financiamento via imposto inflacionário).

2.3.3- Formalização do Modelo

Já tornou bem conhecido na literatura econômica o modelo de imposto inflacionário utilizado, que é definido como a variação nominal da base monetária que representa a simples reposição,

¹¹ LUCIANA BARROSA. Fernando. Inflação, indexação e orçamento do

pelos indivíduos, da perda de valor real da base monetária provocada pela inflação do período considerado¹².

Assumindo a hipótese de expectativas perfeitas para a inflação onde a taxa esperada é igual a taxa observada, e na ausência de crescimento econômico, a receita de imposto inflacionário é definida como:

$$R = \pi (M/P)^d$$

onde R é a receita de imposto inflacionário π é a taxa esperada de inflação e $(M/P)^d$ a demanda por encaixes reais¹³.

As evidências disponíveis [pelos estudos de Laidler (1977) e Kahn (1977)] para a especificação da demanda por encaixes reais, sugerem a inclusão como variáveis independentes, de uma medida do volume de transações reais da economia e um custo de oportunidade que meça a taxa de retorno em segurar moeda em relação a outros ativos reais ou financeiros. Tendo como base estas evidências e seguindo a maioria de outros estudos (incluindo Cagan (1956)) sobre demanda por moeda em contextos inflacionários, pode-se assumir a equação de demanda por moeda como:

$$(M/P)^d = a (Y/P).e - b\pi \quad (2)$$

E de acordo com Tanzi (1978) no curto prazo essa equação pode ser descrita assim:

$$(M/Y)^d = a.e - b\pi \quad (3)$$

12. DALLACQUA, Fernando M., Revista de Economia Política, vol. 9, nº 3 (35), JULHO/SETEMBRO, 1989, pp. 10 e 11.

em que $(M/Y)^d$ é a proporção entre moeda e nível de renda que o público deseja manter em seu portfólio no período t ;

π é a taxa esperada de inflação no período t , que foi utilizada como proxy do custo de oportunidade em reter moeda; a é um coeficiente (intercepto); e é a base de logaritmo natural e b é o indicador da sensibilidade da demanda por encaixes reais em relação a taxa esperada de inflação.

Substituindo 3 em 1, obtem-se agora a receita de imposto inflacionário em função da renda nacional:

$$(R/Y) = \pi \cdot a \cdot e - b\pi \quad (4)$$

A receita de imposto inflacionário especificada na equação acima permite uma elaboração melhor daqueles três pontos lembrados no final do item anterior:

1) Partindo de $[d(R/Y)/d\pi]=0$, pode-se determinar que a receita máxima de imposto inflacionário será obtida no ponto em que $b\pi = 1$. Isto é, a taxa de inflação maximizadora do déficit público financiado por imposto inflacionário será $\pi = 1/b$. Isso quer dizer que, enquanto a taxa de inflação for inferior a $1/b$, o déficit está sendo financiado "eficientemente". Sendo ultrapassado esse limite, o governo cairá na high inflation trap, em que a aceleração da inflação causa um aumento contínuo do déficit real, mesmo que o déficit operacional se mantenha constante, dando a impressão falsa de neutralidade da política fiscal.

2) Para $b < 0$ há duas taxas de inflação que compatibiliza o mesmo déficit público com seu financiamento através do imposto inflacionário.

3) A estimação dos valores a e b refletem condições estruturais na economia afetando as relações entre déficit público, inflação e imposto inflacionário em determinado período. O parâmetro a é o inverso da velocidade de circulação quando a taxa de inflação iguala-se a zero. O valor absoluto da multiplicação entre o coeficiente angular b e a taxa de inflação determina a elasticidade da demanda por encaixes reais. A mudança nas estimativas dos parâmetros a e b , indica mudança estrutural na economia, afetando assim, as relações entre déficit, inflação e imposto inflacionário entre períodos. Dada uma redução, por exemplo, na estimativa do coeficiente b , entre dois períodos, indica que a função de demanda por encaixes reais tornou-se mais inelástica, elevando a taxa de inflação que maximiza o déficit público financiado via imposto inflacionário.

2.3.4- O Modelo do Imposto Inflacionário e uma Análise da Economia Brasileira (1982-88)

O período 1982-88 é importante por várias razões, primeiro, pela grande oscilação na utilização da política fiscal, variando o déficit operacional de 3,1% a 7,7% do PIB, segundo, pela paralização do fluxo de empréstimos externos levando o governo a rever o financiamento do déficit público pela utilização de fontes domésticas, terceiro, houve a alteração das condições de financiamento via imposto inflacionário, decorrente da grande variação na taxa de inflação (oscilando entre 65% e 1.000% ao ano) e de mudanças na demanda por ativos reais e financeiros associados aos planos cruzado e Bresser.

Tomando como base o modelo teórico do item anterior, foi analisado o período 1982-88. Dada a limitação do número de anos e para se utilizar de forma mais eficiente as informações disponí-

res para o PIB nominal no trimestre (Y) foram obtidos a partir dos índices de PIB real trimestral¹⁴. O valor do PIB nominal de 1982 foi a base para a construção da série de PIB nominal no trimestre. O IGP-DI (FGV) foi o índice de preços utilizado e considerado como a taxa de inflação (π) para a estimação da equação de demanda por moeda. A base monetária¹⁵ foi a definição utilizada para estoque de moeda (m).

Levando como base esses dados, tentou-se estimar uma única equação de demanda por moeda para o período 1982-88. Tinha-se como hipótese básica que os determinantes fundamentais da demanda por moeda não haviam sido afetados pelas mudanças por que passou a economia brasileira na década de 80, pelo menos no sentido de diferenciá-los nos subperíodos.

Mas, os resultados não foram bons, a equação não foi bem determinada; o desvio padrão do coeficiente foi alto; e as estimativas da receita com imposto inflacionário não foram boas, comparadas com os valores observados efetivamente. A primeira hipótese explicativa para esse resultado insatisfatório é a de que a demanda por moeda no Brasil (1982/88) não pode ser representada como função estável de poucas variáveis.

A outra hipótese é a de que condições estruturais afetaram o comportamento monetário dos agentes econômicos. Com essas mudanças os coeficientes dos determinantes fundamentais da demanda por moeda teriam mudado durante o período, indicando que, a demanda por moeda ainda pode ser representada por uma função estável de poucas variáveis e que a sua elasticidade em relação a inflação é que se alterou no período.

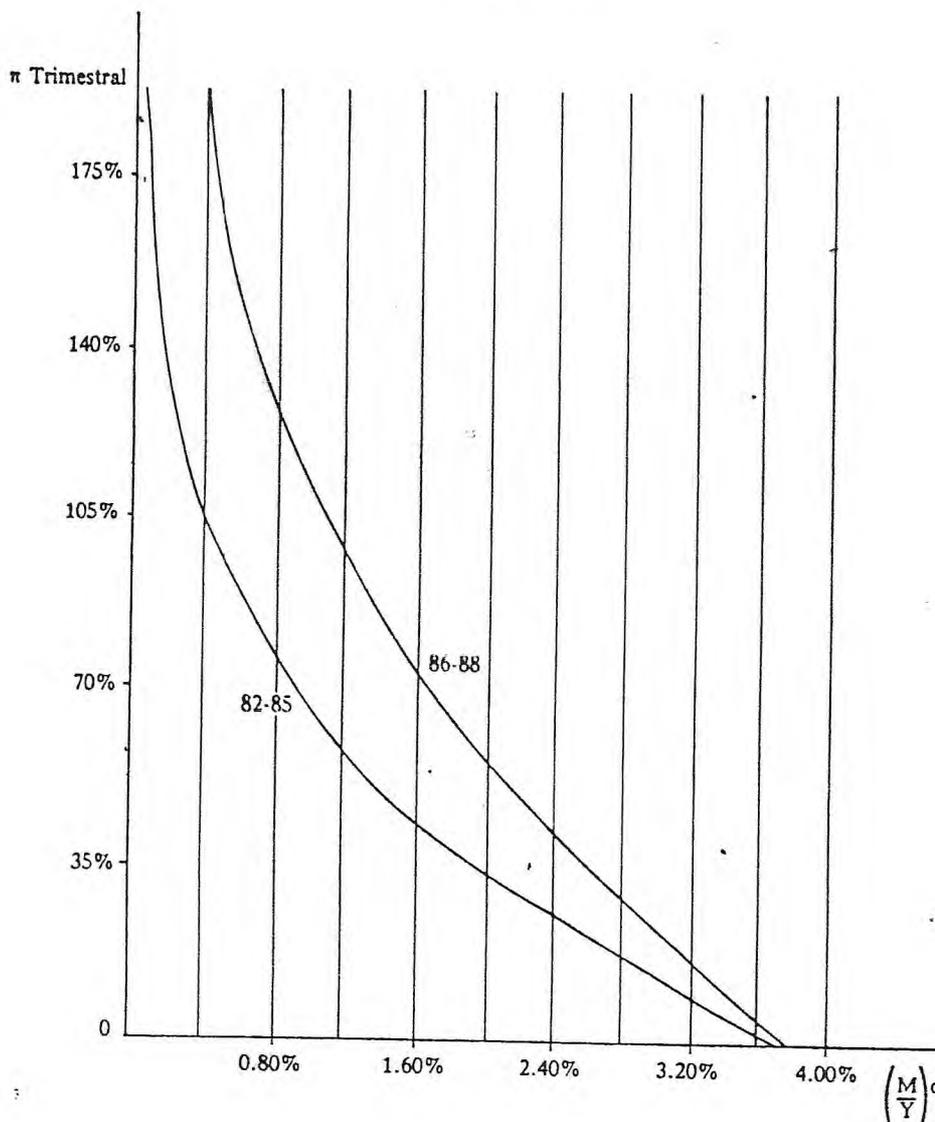
14. BONELI, Regis e ARDEO, Vagner., PIB trimestral: metodologia e estimativas para o período 1980/87 (Resultados Preliminares), 1988. (mimeografado)

15. Esta definição deve incluir ativos com alto grau de substi-

Já com a segunda hipótese, foram feitos novos estudos, desta vez com a divisão do período em dois subperíodos (captando a reorientação da política econômica a partir de 1986).

Os novos resultados foram satisfatórios e sugerem que realmente houve uma mudança na elasticidade - inflação da demanda por moeda entre os subperíodos 1982-85 e 1986-88 indicando uma redução na estimativa do coeficiente b (figura 2).

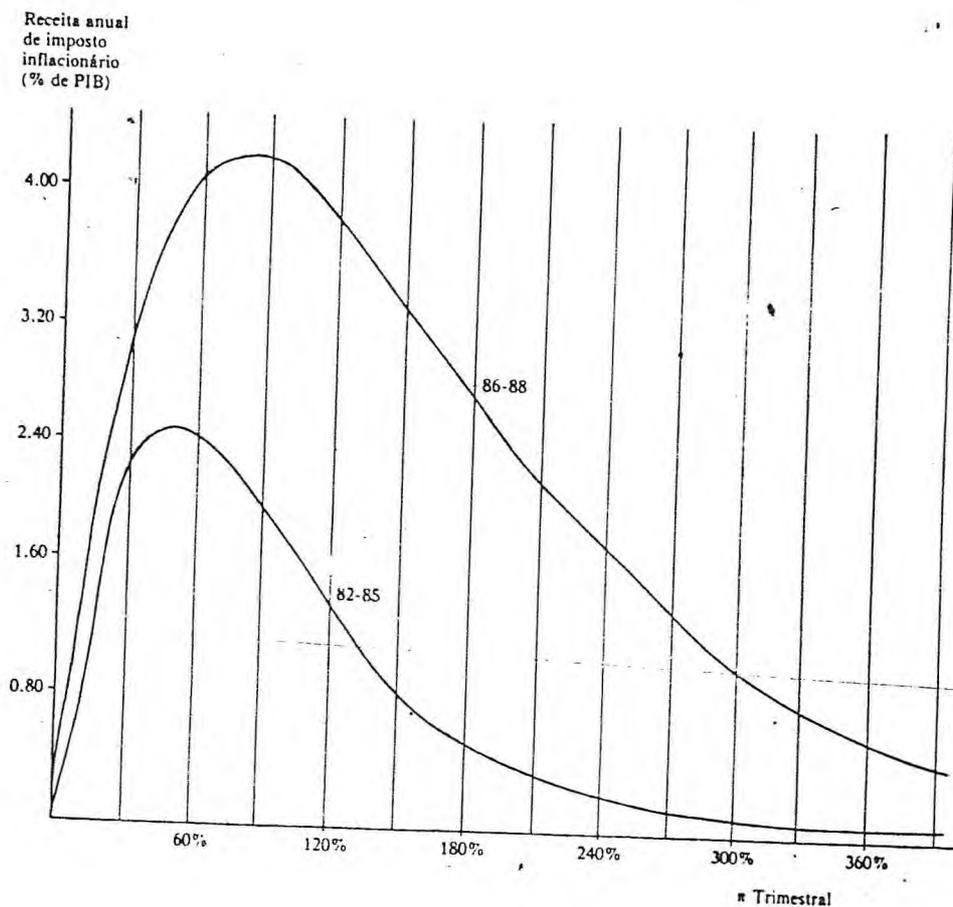
FIGURA 2
Demanda por moeda



Verificou-se, também, uma queda acentuada da razão base monetária/renda tornando a demanda por moeda mais inelástica em relação ao período anterior.

Essas mudanças nas condições monetárias da economia fizeram com que fossem alteradas as possibilidades de financiamento do déficit via imposto inflacionário (figura 3).

FIGURA 3
Receita de imposto inflacionário



As possibilidades de aumentar as receitas do governo por empréstimos do Banco Central, eram limitadas entre 1982 e 1985, a receita de imposto inflacionário atingiria um máximo de 2,4% do PIB com inflação de 320% ao ano. O governo explorou intensamente os empréstimos do Banco Central para cobrir suas necessidades de financiamento, obtendo recursos via imposto inflacionário em torno de 2,1% do PIB (entre 1982 e 1985). Correspondendo a 50% do déficit público operacional.

O volume de recursos possível de ser levantada com imposto inflacionário, ampliou-se após 1986, com as mudanças nas condições monetárias da economia. Houve um aumento em mais de 50% da receita máxima de imposto inflacionário em relação ao período anterior, atingindo 4,3% do PIB.

Apesar da ampliação do potencial de financiamento do setor público via imposto inflacionário, houve também um custo que não pode ser esquecido e esse custo diz respeito a forte aceleração da inflação. Apenas para comparar, no período 1982-85 a receita máxima de imposto inflacionário seria alcançada com uma inflação anual de 320%, enquanto no período 1986-88 a inflação que maximizava essa receita era aproximadamente 900%.

2.3.5- Os Limites do Financiamento Inflacionário

Na medida em que promovia uma transferência de renda do setor privado para o governo, a aceleração da inflação facilitou o financiamento do déficit público no período 1986-88 como mostrou os resultados do item anterior. Porém, esse processo pode ter alcançado sua exaustão em 1988 quando a inflação ultrapassou 900% ao ano. A tentativa de aumentar o financiamento do déficit público, acima desse limite, torna-se perversa. Quanto maior a inflação menor será a receita de imposto inflacionário e, conse-

público. Se o governo tentar financiar um déficit maior do que o máximo através da expansão monetária, a oferta de moeda excederá a demanda por moeda. Nestas circunstâncias a margem de manobra para a política monetária se torna cada vez mais estreita.

A eficácia da política fiscal como instrumento de ajustamento econômico, tende a se enfraquecer quando é ultrapassado o limite máximo de financiamento inflacionário. A aceleração da inflação dessa forma, faz com que o governo dependa de sucessivos aumentos na carga tributária para recompor sua receita fiscal e evitar o crescimento do déficit público real.

Resistências crescentes à execução da política econômica são geradas pela elevação contínua dos impostos. Embora implique um custo real para a sociedade, o financiamento de gastos públicos via imposto inflacionário, tem a vantagem de ser muito menos percebido como uma transferência de renda do setor privado para o governo do que um aumento da carga tributária. Além de provocar uma redução gradual da carga tributária, as altas taxas de inflação distorcem o sistema de impostos quando fixados em termos nominais e pagos com defasagem.

Uma high inflation trap significa para o governo não apenas uma redução da receita de imposto inflacionário, mas um menor controle também da política monetária com crescentes dificuldades técnicas e resistências políticas para executar a política fiscal.

Diante do que foi mostrado, verifica-se que uma política de renda seria um instrumento importante de ajuste fiscal para se passar de uma high inflation trap para uma taxa de inflação mais baixa, que permita um financiamento "eficiente" do déficit através de um aumento estável da demanda por encaixes reais.

3. CONCLUSÃO

Pelo que foi visto no capítulo 2, existem os limites de um financiamento do déficit, exatamente quando se modificam as condições monetárias da economia, diminuindo a margem de manobra do governo e enfraquecendo a sua capacidade de planejar e executar a política econômica.

Com isso, vê-se que tanto a retomada do crescimento quanto a implementação eficaz de uma política de estabilização macroeconômica dependem necessariamente da superação dos problemas financeiros do setor público.

A urgência de um significativo ajuste fiscal na economia brasileira é demonstrado por inúmeras razões. E embora essas razões fortaleçam aos analistas a opinião de que o ajuste fiscal seja inadiável, não necessariamente há concordância na importância relativa de cada uma destas razões.

Porém, colocam-se em primeiro lugar razões de ordem estrutural, por exemplo parece razoável afirmar que a recuperação do processo de crescimento na economia brasileira não será viável sem um ajuste fiscal que recomponha a capacidade de geração de poupança do setor público¹. A redução da participação do setor público na renda agregada fez com que a taxa de poupança interna se reduzisse substancialmente já que não houve aumento paralelo da geração de poupança privada². Esse esforço de poupança interna é crucial para a retomada do crescimento econômico.

-
1. CARNEIRO, D. D. e Werneck, R. Texto para discussão nº 202, Departamento de Economia, PUC-RJ, 1988.
 2. Werneck, R. "Retomada do crescimento e esforço de poupança"; Pesquisa e Planejamento Econômico; vol. 17, nº 1, abril.

A retomada do crescimento além de importante para a manutenção da estabilidade social do país, torna-se um elemento de relevância ainda maior como uma compensação fundamental na aceitação dos sacrifícios de curto prazo envolvido num programa de efetivo combate a inflação, do contrário as resistências políticas serão redobradas.

Outro fator importante que sustenta o amplo consenso acerca da urgência de um expressivo ajuste fiscal diz respeito a questão do déficit público que (particularmente numa economia à beira de uma processo hiperinflacionário) atinge 4% do PIB representando, assim, um elemento de pressão sobre a demanda global cuja permanência é inaceitável.

As crescentes dificuldades de financiamento do déficit - onde boa parte da dívida pública é rolada diariamente - causam preocupação maior no sentido de que se descarte totalmente a possibilidade de qualquer crise mais séria de confiança.

Fora a questão real do déficit público no processo inflacionário, existe a questão da formação das expectativas inflacionárias, a partir da maior importância dada à eliminação do déficit público na medida em que os agentes econômicos atribuem a ele um papel central neste processo.

O adiamento desse ajuste tem provocado efeitos negativos sobre as decisões a serem tomadas pelo setor privado na economia brasileira, a possibilidade de uma taxa pendente que se efetive a qualquer momento, seja através de aumento de impostos, ou cortes em transferência e subsídios introduz-se como elementos adicionais de incerteza sobre as taxas esperadas de retorno dos investimentos. Isso contribui para ampliar ainda mais (sobre o investimento privado) os efeitos do alto grau de incerteza ad-

vindo do processo de descontrole da inflação³.

Toda esta situação mostra que o atraso acumulado de investimentos públicos afeta também o investimento privado. A longa crise financeira do setor público reflete-se na qualidade e disponibilidade dos bens e das prestações de serviços por ele providos⁴. A expansão e conservação inadequadas da infra-estrutura pública comprometem por um lado os projetos de investimento privados e por outro lado a decadência dos serviços públicos básicos afetam os segmentos mais pobres da população.

O ajuste fiscal é necessário para se equacionar o grave problema da instabilidade econômica brasileira e dentro deste problema podem ser apontados elementos específicos que corroboram a crise sócio-econômica brasileira.

Dentro desses elementos específicos pode-se comentar sobre o processo de privatização que no caso brasileiro enfrenta grandes divergências políticas. Neste trabalho a questão da privatização é lembrada apenas para fazer uma ligação com o déficit público e mostrar a sua importância como fator positivo para a estabilidade econômica; primeiro como estancador das pressões crescentes dos gastos públicos exercidas pelas estatais, e segundo pelas novas fontes de arrecadação tributária para o governo; por isso entende-se que a privatização é um elemento importante na busca da estabilidade econômica.

A busca da estabilidade a partir de um ajuste fiscal pode ser visualizada por uma política de renda que amenize o conflito

3. REIS, E.; BONELLI, R. & RIOS, S. "Dívidas e déficit: Projeções para o médio prazo", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 18, nº 2, agosto, 1988.

4. BACHA, E. L. e EWERNEECK, R.; "Reforma do setor público: o primeiro desafio", em "Estratégias de desenvolvimento: Alternativa, para o Brasil". Relatório interno nº 108, INPOES/IPEA, 1988.

distributivo e favoreça o combate eficaz da inflação. Ou seja, a partir do momento que o governo ajustar suas contas haverá a possibilidade de um mesmo direcionar os seus gastos para as classes menos favorecidas da sociedade. Com isso procura-se evidenciar neste trabalho uma proposta de ajuste fiscal que penalize os setores mais abastados da economia, particularmente o setor financeiro (o mais privilegiado com a inflação) através de uma tributação progressiva e de outras medidas (privatização, controle e direcionamento dos gastos públicos, melhor eficácia da máquina arrecadadora) que possam dotar o setor público de condições favoráveis para a implementação de políticas monetária e fiscal mais eficaz.

A instabilidade econômica acompanhada de fragilidade financeira como é o caso brasileiro torna a questão do déficit público um problema ainda maior, isto que, a oferta monetária tornou-se endógena pelas pressões crescentes (por financiamento ou crédito) exercidas sobre o setor financeiro alterando assim as condições monetárias da economia. É por isso que se coloca hoje a proposta de um Banco Central independente, pela cobrança de uma política monetária ativa (exógena), o que pelo entendimento apresentado neste trabalho sobre a economia brasileira seria uma medida pertinente.

Por tudo o que foi explicitado neste trabalho através da análise do déficit público e da inflação, que demonstrou as crescentes dificuldades do setor público em manter continuamente o financiamento inflacionário do déficit, e pelo que foi também complementado neste capítulo, reforça-se a posição de que é imperiosa a necessidade de um ajuste fiscal amplo para a economia brasileira.

BIBLIOGRAFIA

AFONSO, José R. Rezende, F. & Varsano, Ricardo.

A reforma tributária e o financiamento do investimento público.

AMARAL FILHO, José Bonifácio de S. e GALLETA, Paulo Domingos.

Preços e Tarifas do Setor Produtivo Estatal; IESP/FUNDAP; textos para discussão, nº 21, São Paulo, setembro/1989, pp. 6-10.

ARIDA, Pérsio.

O déficit público: um modelo simples. In: Revista de economia política. Vol.5, Nº 5, Nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 67 a 76.

BACHA, E.L. E WERNECK, R.

"Reforma do setor público: o primeiro desafio", em "Estratégias de desenvolvimento: Alternativas para o Brasil". Relatório interno nº 108, INPOES/IPEA, maio, 1988.

BATISTA, Jr, P. N.

Déficit e financiamento do setor público brasileiro: 1983-1988. In: Revista de economia política. Vol. 10, Nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1990, p. 5 a 29.

Dois diagnósticos equivocados da questão fiscal no Brasil. In: Revista de economia política. Vol. 5, Nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1985, p. 16 a 38.

Ajustamento das contas públicas na presença de uma dívida ele-

trada. In: Revista de eco-

nomia política. Vol. 9, Nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1989, p. 70 a 87.

BIASOTO Jr, Geraldo.

Dívida externa e déficit público. IPEA. Brasília, 1992.

BONELI, Regis e ARDEO, Vagner.

PIB trimestral: metodologia e estimativas para o período 1980/87 (Resultados Preliminares), 1988. (mimeografado)

BRESSER, Pereira, L. C. & DALLACQUA, Fernand, Maida.

A composição financeira do déficit público. In: Revista de economia política. Vol. 7, Nº 2, São Paulo, Brasiliense, 1987, p. 54 a 65.

CARNEIRO, D. D. e WERNECK R.

Texto para discussão nº 202, Departamento de Economia, PUC-RJ, 1988.

COSTA, Margaret Hanson; PEREIRA, Lia M. e SILVA, Carlos Lavalle da;

Medidas do Déficit Público: Variações em Torno dos Principais Conceitos; Centro de Estudos Fiscais; IBRE/FGV. Janeiro/1988, pp. 65 e 66.

DALLACQUA, Fernando M.

Imposto inflacionário: uma análise para a economia. In: Revista de economia política. Vol. 9, Nº 3, São Paulo, Brasiliense, 1989, p. 5 a 20.

Documentos-

Livros Branco do déficit público. In: Revista de econo-

p. 133 a 145.

DOELLINGER, Carlos V.

Desequilíbrio financeiro do setor público: o problema da despesa.

DORNBUSH, R. Fischer, S.

Macroeconomia, São Paulo, Mcgran-Hill, 1991.

FRAGA, Neto. Almirio & Laara Rezende, André.

Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro. In: Revista de economia política, vol. 5, Nº 4, São Paulo, Brasiliense, 1985, p.57 a 76.

GIANBIAGI, Fábio.

Os Conceitos de Custo da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Setor Público numa crítica; In: Revista Brasileira de Economia; vol. 43, nº 1, janeiro-março/1989; pp. 65-76.

HOLANDA BARBOSA, Fernando.

Inflação, Indexação e Orcamento do Governo. Revista Brasileira de Economia. 41 (3) JUL/SET. 1987.

LOZARDO, Ernesto.

Déficit público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural. Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1987.

MUNHOZ, Dércio Garcia.

Economia aplicada. Brasília, UNB, 1989.

REIS, E.; BONELLI, R & RIOS, S.

"Dívidas e déficit: Projeções para o médio prazo", Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 18, nº 2, agosto, 1988.

SILVEIRA, Caio César L. Prates da e GIANBIAGI, Fábio.

Dívida Externa, Encargos Financeiros e seu Impacto no Déficit Público: Uma Reavaliação: Instituto de Economia Industrial; URRJ; JANEIRO. 1989; pp. 17-31. (mimeografado)

SIMONSEN, Mário Henrique.

A conta corrente do governo. 1970-1988.

SIMONSEN, Mário Henrique.

Macroeconomia. São Paulo, Ao Livro Técnico, 1989, pp. 127 a 130, pp. 441 a 445.

TEIXEIRA, Eduardo.

Relatório FUNDAP, 1988.

WERNECK, R.

"Retomada do crescimento e esforço de poupança": Pesquisa e Planejamento Econômico; vol. 17, nº 1, abril, 1987a.