


**unesp**  UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA  
"JÚLIO DE MESQUITA FILHO"  
Faculdade de Ciências e Letras  
Campus de Araraquara - SP

**RENATO VAZ GARCIA**

**POLÍTICA FISCAL E REESTRUTURAÇÃO DA  
DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL**



ARARAQUARA – S.P.  
2008

RENATO VAZ GARCIA

# POLÍTICA FISCAL E REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

**Orientador:** Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande

**Bolsa:** CNPq

ARARAQUARA – S.P.  
2008

RENATO VAZ GARCIA

# POLÍTICA FISCAL E REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada Programa de Pós-Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e Letras – Unesp/Araraquara, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

**Orientador:** Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande

Data da qualificação: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

**MEMBROS COMPONENTES DA BANCA EXAMINADORA:**

---

**Presidente e Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande**  
FCLAR - UNESP

---

**Membro Titular: Prof. Dr. José Murari Bovo**  
FCLAR - UNESP

---

**Membro Titular: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho**  
Departamento de Economia - UFRGS

**Local:** Universidade Estadual Paulista  
Faculdade de Ciências e Letras  
**UNESP – Campus de Araraquara**

## **AGRADECIMENTOS**

À Deus,

Aos meus pais Adilson e Débora,

À minha namorada Julie,

Ao meu orientador Prof. Dr. Elton por toda dedicação e contribuição,

À banca examinadora,

À Cristina, secretária da pós-graduação pela paciência e atenção,

À todos os amigos de mestrado, em especial, Ana Raquel, Aline, Fernando, Rodrigo, Wellington e Julio Cesar.

## RESUMO

A política fiscal e o financiamento público no Brasil têm se mostrado fundamentais no cenário da política econômica. Após a estabilização com o Plano Real, a política de gastos públicos, assim como a política de endividamento público vêm sofrendo alterações. Entre 1994 e 1998, o governo impôs uma política de maior gasto que implicou uma deterioração das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP). Após 1999, entretanto, o setor público passa a aplicar maior disciplina e controle sobre o orçamento. Apesar dessa nova conduta, as despesas financeiras continuaram elevadas como resultado de uma estrutura de curto prazo da dívida pública. A maior parcela da dívida pública no Brasil se apresenta indexada à taxa básica de juros (LFT's), o que contribui para a contínua deterioração das NFSP. Tal estrutura de endividamento no país é bastante particular, especialmente, quando comparada a outras economias em desenvolvimento as quais adotam regime de metas de inflação. Polônia, Hungria e México são nações que modificaram sua estrutura de endividamento ao longo dos últimos anos, de modo a minimizar a pressão sobre o resultado fiscal do setor público. Ademais, tais países desenvolveram um giro financeiro para seus títulos públicos. Comparado às experiências de Polônia, Hungria e México, é possível notar uma redução do grau de liberdade da política fiscal no Brasil. A disciplina fiscal tem sustentado elevados superávits primários, porém a estrutura de endividamento público não foi alterada. Tal política contraditória tem afetado, negativamente, a política econômica e a economia como um todo.

Palavras-chave: Economia. Keynes, John Maynard, 1883-1946. Política Tributária. Dívida Pública. Finanças Públicas.

## **ABSTRACT**

Fiscal policy and the public financing in Brazil have been crucial in the scenario of economic policy. After the economic stabilization, Real Plan, the policy of public expenditures, as well as the policy of public indebtedness have been changed. Between 1994 and 1998 the government imposed a policy of high spending which caused a deterioration of the Public Sector Borrowing Requirements (PSBR). After 1999, however, the public sector starts to apply a greater discipline and control of the budget. Despite this new direction financial expenses were kept high as a result of the short term condition of the public debt. Most part of public debt in Brazil is linked to floating interest rate (LFT's) that contributes to the continuing deterioration of PSBR. Such debt structure in the country is very peculiar, in particular when compared to others developing economies that adopt inflation targeting regimes. Poland, Hungary and Mexico are countries which modified their public debt structures over the years and were able to minimize the pressure on fiscal balance of public sector. In addition, these countries developed a financial circuit to their public bonds. Compared to the Poland, Hungary and Mexico experiences is possible to observe a decreasing in the degree of freedom of fiscal policy in Brazil. The fiscal discipline has maintained the primary surplus high but the public debt structure has not been changed. This contradictory policy has affected negatively the economic policy and the economy as a whole.

Keywords: Economy. Keynes, John Maynard, 1883-1946. Tax Policy. Public debt. Public finances.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução Real do PIB – Hungria, México, Polônia e Economia Mundial (em % ao ano).....	35
Gráfico 2 - Taxa de Inflação – Hungria, México e Polônia (% ao ano).....	36
Gráfico 3 - Taxa de Juros Nominal de Curto Prazo – Hungria, México e Polônia (% ao ano).....	37
Gráfico 4 - Resultado Primário, Pagamento de Juros Nominais e Resultado Nominal - Polônia (em % do PIB).....	39
Gráfico 5 - Carga Tributária - Polônia (em % do PIB).....	40
Gráfico 6 - Dívida Pública Total e do Tesouro Nacional – Polônia (em % do PIB).....	41
Gráfico 7 - Títulos emitidos para financiamento público no mercado doméstico em 2005 – Polônia (em %).....	42
Gráfico 8 - Dívida Mobiliária Interna do Tesouro Nacional por tipo de instrumento – Polônia (em milhões de PLN).....	43
Gráfico 9 - Maturidade Média da Dívida Interna Comercializável – Polônia (em anos).....	44
Gráfico 10 - Resultado Primário, Pagamento de Juros Nominais e Resultado Nominal - Hungria (em % do PIB).....	45
Gráfico 11 - Carga Tributária - Hungria (em % do PIB).....	46
Gráfico 12 - Dívida Pública Total e do Governo Central – Hungria (em % do PIB).....	48

Gráfico 13 - Dívida Mobiliária Interna do Governo Central por tipo de instrumento – Hungria (em bilhões de HUF).....	48
Gráfico 14 - Maturidade Média dos Títulos Domésticos - Hungria (em anos).....	49
Gráfico 15 - Resultado Primário, Pagamento de Juros Nominais e Resultado Nominal – México (em % do PIB).....	50
Gráfico 16 - Carga Tributária – México (em % do PIB).....	51
Gráfico 17 - Dívida Pública Total e do Governo Federal - México (em % do PIB).....	52
Gráfico 18 - Dívida Interna do Governo Federal por tipo de instrumento – México (em milhões de pesos).....	53
Gráfico 19 - Maturidade Média da Dívida Interna - México (em anos).....	54
Gráfico 20 – Gastos Previdenciários e Gastos Sociais e com Infra-estrutura - Brasil (em R\$ bilhões).....	63
Gráfico 21 – Carga Tributária - Brasil (em % do PIB).....	71
Gráfico 22 - Composição da DPMFi em poder do público por indexador entre 1999-2007 – Brasil (em R\$ bilhões).....	74
Gráfico 23 – Taxa de Juros Nominal Overnight /Selic – Brasil.....	75
Gráfico 24 - Composição da DPMFi em poder do público por títulos públicos entre 2001-2007 - Brasil (em R\$ milhões).....	76
Gráfico 25 – Prazo Médio da DPMFi em poder do público – Brasil (em anos).....	79



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Indicadores Macroeconômicos e Dívida Mobiliária em Poder do Público – Brasil....	58
Tabela 2 - Composição da DPMFi em poder do público por indexador entre 1995-1998 - Brasil (participação percentual).....	60
Tabela 3 - Composição da DPMFi em poder do público por título público entre 1995-1998 – Brasil (em R\$ milhões).....	61
Tabela 4 - Necessidade de Financiamento do Setor Público - Brasil (1991-1998).....	62
Tabela 5 - Necessidade de Financiamento do Setor Público - Brasil (1999-2006).....	66
Tabela 6 – Despesas do Setor Público Consolidado por Função – Brasil (em R\$ 1.000.000).....	72
Tabela 7 - Resultados previstos para a DPMFi - Brasil (em 2008).....	77

## **LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Lei de Responsabilidade Fiscal e Metas Fiscais – Brasil.....	67
Quadro 2 – Lei de Responsabilidade Fiscal, Metas Fiscais e Projeto Piloto de Investimento - Brasil (2007).....	81

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
<b>1. POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA: UMA ABORDAGEM TEÓRICA.....</b>	<b>15</b>
1.1. Política Fiscal recente e o equilíbrio financeiro do setor público.....	15
1.2. Keynes e a importância de uma política fiscal ativa .....	20
1.3. Pós-keynesianos e as Finanças Funcionais.....	25
1.4. Considerações Finais .....	31
<b>2. CONTAS PÚBLICAS E DÍVIDA PÚBLICA: EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS</b> <b>.....</b>	<b>33</b>
2.1. Aspectos macroeconômicos .....	34
2.2. Resultados Fiscais e Endividamento Público .....	37
2.2.1. Polônia .....	38
2.2.2. Hungria .....	44
2.2.3. México .....	49
2.3. Considerações Finais .....	54
<b>3. POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: UMA ANÁLISE PÓS-PLANO REAL .....</b>	<b>56</b>
3. 1. Dívida Mobiliária no Brasil: antecedentes e crescimento pós-Plano Real (1994-1998) .....	57
3.1.1. Endividamento público pós Plano Real.....	58
3.1.2. Contas Públicas no Plano Real .....	61
3.2. Mudanças na política econômica e a busca pelo ajuste fiscal .....	64
3.2.1. Desvalorização cambial e metas de inflação .....	64
3.2.2. Metas fiscais e Lei de Responsabilidade Fiscal .....	66
3.3. Política Fiscal e Dívida Mobiliária no Período Recente .....	70
3.3.1. Carga tributária e gastos sociais e com infra-estrutura.....	70
3.3.2. Composição e alongamento da dívida mobiliária .....	73
3.3.3. Retomada do debate em torno da Política Fiscal.....	80
3.4. Considerações Finais .....	82
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>84</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>89</b>

## INTRODUÇÃO

O debate relativo à política fiscal e à dívida pública vem apresentando importância fundamental na política econômica brasileira. Desde os grandes projetos de investimento, impulsionados pelo Estado durante as décadas de 1950 até o início da década de 1970, a política de gastos públicos e sua forma de financiamento desempenharam um importante papel no crescimento econômico no País. No cenário teórico, prevaleciam as idéias keynesianas em prol de um papel ativo do setor público em busca de maiores taxas de crescimento. Keynes e os economistas pós-keynesianos sustentam a utilização da política fiscal como um importante instrumento de política econômica, uma vez que afeta, direta e indiretamente, a atividade econômica.

Entretanto, após as décadas de 1970 e 1980, juntamente com o enfraquecimento da política econômica keynesiana, a política fiscal passa a ter um papel cada vez mais debilitado. Sobretudo, a partir dos anos 1990, com as intervenções do Fundo Monetário Internacional (FMI), a política fiscal passa a atuar de maneira passiva na economia, no sentido de garantir o equilíbrio financeiro do setor público, em detrimento a outro objetivo de política econômica. As intervenções do FMI, principalmente em economias em desenvolvimento, têm buscado a sustentabilidade financeira do setor público a partir da geração de elevados superávits fiscais, com o intuito de garantir o cumprimento das obrigações financeiras do governo.

O conceito de política fiscal remete à utilização do orçamento governamental quanto à promoção de mudanças no nível de atividade econômica. Uma política fiscal, considerada ativa, garante a administração do orçamento do setor público com o objetivo de incrementar a atividade econômica, através de políticas favoráveis, em termos de tributos e gastos públicos. As alterações na política tributária teriam um efeito indireto sobre a demanda agregada, e a política de gastos do governo, por sua vez, geraria um impacto direto sobre os gastos agregados e por consequência sobre a demanda agregada (Spector, 1997).

Além disso, o papel passivo da política fiscal dificulta a atuação do setor público em prol da estabilidade macroeconômica, o que compromete, em especial, as nações que apresentam um baixo grau de desenvolvimento econômico. Porém, a utilização da política fiscal como importante instrumento de política econômica pode ser discutida diante de qualquer cenário macroeconômico? O uso de tal instrumento na busca pelo crescimento econômico independe da estrutura de gastos do setor público? E ainda, para a avaliação de seus resultados na atividade econômica, é necessário compreender a estrutura de financiamento/endividamento dos países?

Baseado nesses quesitos, este trabalho tem por objetivo discutir o atual cenário da política fiscal no Brasil, bem como evidenciar sua relação com a estrutura de endividamento público, tendo, como referencial, evidências internacionais de composição e perfil de dívida pública em países que adotam regimes de metas de inflação.

No Brasil, durante o período recente, a política fiscal apresenta um papel debilitado na política econômica, notadamente em relação às políticas de gastos em investimentos públicos. Por sua vez, as despesas do setor público com encargos financeiros da dívida pública ocupam um valor bastante significativo nas contas do governo (em torno de 6% do PIB). O valor das despesas financeiras é tão elevado que apesar de o governo gerar consideráveis superávits primários (resultado fiscal que leva em consideração as despesas e receitas não financeiras), é possível observar déficits na conta nominal (resultado fiscal que abrange as receitas e despesas totais, inclusive financeiras) da ordem de 2% do PIB.

Atualmente, a dívida líquida do setor público (DLSP) no Brasil atinge cerca de 45% do PIB, com alta participação da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), ou seja, títulos emitidos pelo setor público em moeda doméstica, com o intuito de financiar déficits orçamentários e de atuar como instrumento de política monetária. Tais títulos podem ser prefixados ou pós-fixados a partir de algum indexador, como taxa de câmbio, taxa de juros básica ou taxa de inflação.

Grande parcela da dívida mobiliária no Brasil se concentra em títulos públicos pós-fixados, indexados à taxa básica de juros Selic, o que evidencia a influência do Banco Central e da administração da taxa básica de juros no processo. Essa composição de endividamento, aliado a taxas de juros elevadas, dificulta a atuação de uma política fiscal ativa, em concordância com o pensamento keynesiano, visto que, para efetuar o pagamento de serviços da dívida, o setor público realiza elevados superávits primários, além de comprometer a execução de gastos com políticas sociais e, principalmente, com investimentos em infraestrutura.

A estrutura de endividamento público no Brasil se mostra bastante particular, especialmente quando comparada a outras economias em desenvolvimento que adotam regimes de metas de inflação. Nesse sentido, Polônia, Hungria e México vêm modificando a estrutura de endividamento público ao longo dos últimos anos, a fim de não só minimizar a pressão sobre o resultado fiscal do setor público, como também de contribuir para o desenvolvimento de um mercado de títulos públicos no país.

Este trabalho se divide em três capítulos, além da introdução e da conclusão. O primeiro capítulo apresenta o cenário teórico atual da política fiscal e retoma os estudos de

Keynes em relação ao papel ativo da política fiscal, sobretudo, a partir da realização de investimentos públicos. Descreve, também, a política fiscal de acordo com a linha de pensamento pós-keynesiana, com evidência em seus desdobramentos sobre a atividade econômica.

No capítulo dois, retomam-se alguns casos internacionais relativos à política fiscal, aos resultados fiscais e ao endividamento do setor público. Os países selecionados - Polônia, Hungria e México - são nações em desenvolvimento que, ao longo do período recente, adotaram regimes de metas de inflação, juntamente com a alteração das respectivas estruturas de endividamento público. A mudança na estrutura da dívida pública nestes países contribuiu para minimizar a pressão das despesas financeiras sobre as necessidades de financiamento do setor público.

O capítulo três analisa o caso brasileiro, com ênfase no atual cenário da política fiscal, das contas do setor público e, principalmente, da dívida pública. O capítulo estrutura-se em dois períodos. O primeiro, logo após 1994, quando, a partir da implantação do plano Real, a política fiscal passa a atuar, até certo ponto, de maneira expansionista, ao mesmo tempo em que a dívida pública interna apresenta um crescimento significativo. Em seguida, no período pós 1999/2000, passa-se a implementar um novo regime de política monetária e fiscal com a adoção do regime de metas de inflação e a geração de metas para superávit primário e a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). O período atual se caracteriza por uma elevada rigidez em relação aos gastos públicos não financeiros e uma dívida pública de curto prazo e de elevado custo fiscal.

# **1. POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA: UMA ABORDAGEM TEÓRICA**

Durante o período recente, é possível identificar um papel debilitado da política fiscal como instrumento de política econômica dos governos nacionais. Principalmente, a partir da década de 1990, com a formulação do Consenso de Washington e com as intervenções do Fundo Monetário Internacional (FMI), buscou-se um maior ajuste das contas públicas, sobretudo, em economias em desenvolvimento. Diante disso, o orçamento do setor público deve apresentar um constante equilíbrio financeiro, a fim de garantir a sustentabilidade do financiamento do setor público, bem como a credibilidade e a reputação do governo perante seus credores.

Desde Keynes, a política fiscal se mostra como um importante instrumento de política econômica, especialmente, em períodos de baixo crescimento econômico, quando o Estado atua, de forma direta, com o intuito de retomar a confiança e o espírito empreendedor do setor privado. De maneira análoga, a escola do pensamento pós-keynesiana, sob o conceito das Finanças Funcionais, defende a liberdade em relação à política fiscal, de modo que suas ações deveriam ser compreendidas a partir de seus efeitos na atividade econômica e, não como um objetivo isolado do governo.

Dessa forma, este capítulo tem por objetivo discutir o atual cenário teórico da política fiscal, além de retomar a importância do papel de uma política de gastos públicos e de sua forma de financiamento, a partir de Keynes e de uma perspectiva pós-keynesiana, em prol do crescimento econômico. O capítulo está estruturado em quatro seções, além desta introdução. A seção 1 expõe o atual cenário da política fiscal, ao evidenciar seus objetivos diante da política econômica atual. Na seção 2, são retomadas as principais medidas de Keynes, relativas ao papel do Estado, na busca pelo crescimento econômico. Na seção 3, sob uma perspectiva keynesiana, a escola pós-keynesiana retoma a importância da política fiscal do governo e analisa seus efeitos em termos de atividade econômica. Na seção 4, encontram-se as considerações finais.

## **1.1. Política Fiscal recente e o equilíbrio financeiro do setor público**

O papel atuante da política fiscal como instrumento de política econômica apresenta várias interpretações, notadamente, a partir da década de 1930, quando as políticas

keynesianas de maior intervencionismo estatal se sobressaem tanto na fundamentação teórica, quanto nos governos nacionais<sup>1</sup>. Ao longo dos anos, porém, diante de um quadro de instabilidade inflacionária e de crescimento dos níveis de déficit público, o Estado e a política fiscal desempenham um papel cada vez mais passivo na política econômica. Nesse cenário, o Estado busca um maior ajuste das contas públicas, por meio da geração de orçamentos fiscais constantemente equilibrados, o que elimina qualquer possibilidade de geração de déficit público, independente do panorama econômico em questão.

Durante a década de 1990, tais políticas se tornariam evidentes a partir das intervenções do Consenso de Washington<sup>2</sup>, do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional (FMI), quando se intensificam o movimento internacional de capitais e as críticas em relação à excessiva intervenção do Estado na economia. Para Biasoto Jr. (2006, p.401):

“A perseguição de sólidos fundamentos para a estrutura econômica desembocou nas reformas *indicadas* pelo Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Mundial, na forma que os analistas econômicos sempre gostaram de chamar de ‘dever de casa’. Três vertentes principais dessas políticas merecem atenção para nossos propósitos. Em primeiro lugar, a busca do equilíbrio fiscal. Em segundo lugar, o abandono do setor produtivo estatal, por meio da privatização e das concessões ao setor privado. Em terceiro lugar, a desmontagem do aparato intervencionista do Estado, especialmente no que concerne à mobilização de recursos por meio das estruturas de crédito oficial ao setor privado”.

De acordo com Lopreato (2006, p.2), após a década de 1990, a política econômica atua em prol do fluxo internacional de capitais, de modo que a política fiscal se torna um instrumento secundário, porém fundamental para garantir a rentabilidade dos títulos da dívida pública e para evitar qualquer possibilidade de *default*.

“Os capitais ganharam maior autonomia. Com isto, a crescente volatilidade e a sensibilidade ao risco tornaram-se mais relevantes na economia mundial. Os Estados nacionais colocaram-se na defensiva e as políticas fiscal e monetária ficaram condicionadas pelos interesses e expectativas de risco dos agentes. A política fiscal ocupou papel central nesse jogo. O setor público atuou garantindo a rentabilidade dos títulos da dívida pública usados como espaço de valorização do capital privado, bem como oferecendo salvaguardas aos bancos e empresas nas crises e defendendo a lucratividade de outros ativos atraentes ao capital”.

---

<sup>1</sup> A política econômica keynesiana será retomada na seção seguinte.

<sup>2</sup> Sobre as medidas adotadas com base no Consenso de Washington, ver Williamson (1990).



Diante do movimento internacional de capitais, Heller apud Lopreato (2006, p.7) aponta a preocupação em torno da rigidez da política fiscal, que atuaria como fiadora no processo de valorização do capital financeiro.

“O domínio deste novo cenário de gestão macroeconômica trouxe desdobramentos no debate sobre o papel da política fiscal. O mais imediato é o uso da política fiscal como fiadora do espaço de valorização do capital nesta nova fase do capitalismo mundial, caracterizada pela abertura da conta de capital e pela crescente volatilidade do movimento financeiro. A preocupação com o aumento do esforço fiscal, sinalizando a ausência do risco de *default*, tornou-se dominante. A âncora fiscal ganhou o *status* de fator de redução do risco-país e do efeito contágio das crises internacionais, colocando-se como peça central no esforço de ganhar a confiança dos investidores”.

Câmara Neto e Vernengo (2004) acrescentam que, sob orientação do Consenso de Washington, juntamente com o processo de liberalização financeira e de privatizações, a questão da rigidez fiscal tornou-se fundamental na política econômica dos países em desenvolvimento, com destaque às nações latino-americanas. Essas políticas se justificavam pelas expectativas de crises associadas ao Balanço de Pagamentos e pelos elevados patamares de inflação e déficit público na região. Com ênfase no crescimento do déficit público das economias latino americanas, durante as décadas de 1970 e 1980, Bresser-Pereira e Dall’Acqua (1991) destacam a adoção de políticas populistas. Segundo os autores, os governos de tais nações fizeram uso de um falso “keynesianismo”, que justificaria o crescimento indiscriminado dos gastos e, principalmente, dos déficits públicos, o qual passaria a agir como instrumento central para a estabilização macroeconômica<sup>3</sup>.

“(…) a macroeconomia populista concebe a política fiscal como o principal instrumento para sustentar uma estratégia de desenvolvimento. O déficit público não é utilizado como instrumento de estabilização cíclica, mas sim como uma política central para se alcançar os objetivos de rápido crescimento econômico e distribuição de renda. O elemento fundamental dessa estratégia é a crença de que, se for adequadamente dirigido e acompanhado por sistemas apropriados de controle administrativo, um aumento do déficit público pode estimular um sustentado processo de crescimento econômico engendrando uma maior equidade na distribuição de renda” (Bresser-Pereira e Dall’Acqua, 1991, p.194).

Dessa forma, a política fiscal deficitária adotada pelos países teria contribuído para a deterioração fiscal e para a geração de um baixo crescimento econômico na região, fatores

---

<sup>3</sup> Conforme será visto adiante, Keynes era radicalmente contrário à adoção de políticas que proporcionassem o crescimento do déficit público.

que reforçariam as preocupações em torno de uma política fiscal equilibrada e de redução no volume de gastos públicos.

Com base nesse cenário, a política fiscal pós-década de 1990 em economias em desenvolvimento exerce um elevado controle sobre as contas públicas, com o intuito de evitar o crescimento insustentável do déficit público, além de garantir o padrão de financiamento do setor público, através da emissão de dívida pública e do pagamento de seus encargos financeiros. Para tal, o governo deveria manter um patamar de endividamento a níveis compatíveis com a sustentabilidade financeira do setor público.

A fim de obter esses resultados, iniciou-se a exigência de um maior ajuste das contas públicas mediante a geração de elevados superávits primários<sup>4</sup> e do controle sobre a relação dívida pública (D) / PIB (Y), sobretudo por meio da variável de endividamento. Através do compromisso com a geração de metas para superávits primários, o setor público garantiria a realização dos pagamentos com encargos da dívida pública e contribuiria para a geração de um resultado nominal equilibrado<sup>5</sup>.

No entanto, diante de cenários de elevado risco e de incerteza, a situação poderia se tornar crítica, uma vez que os superávits primários deveriam ser ainda mais elevados.

“(…) Se os cenários mais prováveis apontarem riscos, a política fiscal teria de sofrer alterações, buscando, de um lado, obter superávit primário requerido para a estabilização do indicador dívida/PIB e, de outro, garantir a continuidade da política necessária à sustentação da estabilidade” (Lopreato, 2006, p.9).

Em conjunto com a adoção de rígidas metas fiscais, evidenciou-se a importância do conceito da sustentabilidade da dívida pública, que se tornaria um indicador fiscal imprescindível para economias em desenvolvimento. A sustentabilidade da dívida pública indicaria o comportamento da relação D/Y e sinalizaria a situação fiscal do país (Lopreato, 2006). De acordo com Lopreato (2006, p.3): “A proposta da sustentabilidade da dívida e da vigência de regras fiscais implica, ao menos nos países emergentes, manter elevados superávits primários e conter a ação discricionária da política fiscal”.

---

<sup>4</sup> O conceito de superávit primário diz respeito ao resultado fiscal do setor público, com exceção das despesas com juros nominais da dívida pública.

<sup>5</sup> O resultado nominal refere-se ao resultado fiscal do setor público que leva em consideração as despesas financeiras.

Diante desse quadro de contenção da política fiscal, a política monetária, baseada nos conceitos de credibilidade e de reputação<sup>6</sup>, começou a se sobressair como instrumento de política econômica do governo. Além disso, a partir da adoção de regimes de metas de inflação<sup>7</sup>, a política monetária tende a administrar a taxa básica de juros em prol das metas estabelecidas, e deixa, em segundo plano, seus efeitos em termos fiscais e de crescimento econômico<sup>8</sup>.

A fim de sustentar a credibilidade da política econômica, a partir do regime de metas de inflação, a política fiscal deveria manter um elevado grau de rigidez e de disciplina dos gastos não financeiros. Segundo Lopreato (2006, p.27), “(...) a política monetária baseada em metas de inflação defende as ações centradas no controle da política fiscal, como forma de dar credibilidade à política adotada”.

Na mesma linha, Arestis e Sawyer (2004, p.16) apontam para a queda do papel da política fiscal em detrimento à política monetária diante do quadro atual, por meio do chamado “novo consenso macroeconômico”<sup>9</sup>. Após a adoção de regimes de metas de inflação, a política fiscal deveria manter um rígido controle, a fim de contribuir para a obtenção das metas monetárias. Assim, a política fiscal não seria mais vista como “um poderoso instrumento macroeconômico”, mas sim como um instrumento em prol do controle do déficit público ao longo do ciclo econômico. De acordo com Mishkin (2002, p.2), a adoção de “políticas fiscais irresponsáveis podem tornar mais difícil para as autoridades monetárias, perseguir a estabilidade de preços”, visto que a geração de elevados déficits fiscais pressionariam o Banco Central a financiá-los por meio da emissão de moeda nova, o que poderia contribuir para a instabilidade inflacionária.

---

<sup>6</sup> Conforme Modenesi (2005), o conceito de credibilidade diz respeito ao nível de confiança dos agentes em relação à determinada política. Já a reputação, refere-se à confiança dos agentes em relação às autoridades econômicas, e leva em consideração o comportamento pregresso delas. Para detalhes sobre os conceitos de credibilidade e reputação ver Modenesi (2005), Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1994).

<sup>7</sup> Diante do regime de metas de inflação, a política monetária passa a responder como principal instrumento de política econômica, e o Banco Central, a partir de algum formato da Regra de Taylor, administra a taxa de juros nominal em prol das metas de inflação estabelecidas. Para detalhes sobre o regime de metas de inflação, ver Arestis, Paula e Ferrari Filho (2006).

<sup>8</sup> Os efeitos de uma alteração da taxa de juros, em termos de crescimento econômico, são bastante evidentes, principalmente, em relação às variáveis de crédito e de investimento. Quanto aos efeitos fiscais resultantes da mudança na taxa de juros, à medida que o país apresenta uma alta parcela de endividamento público, incrementos na taxa básica de juros proporcionam um aumento nos custos de financiamento da dívida. Tal efeito se apresenta ainda mais evidente a partir do momento em que grande parcela da dívida pública se encontra indexada à taxa de juros.

<sup>9</sup> O novo consenso macroeconômico, segundo Arestis e Sawyer (2004, p.4), refere-se à política econômica ortodoxa adotada a partir de 1990. De acordo com os autores, o novo consenso prevê as seguintes medidas: “a ênfase na política monetária em detrimento à política fiscal, a estabilidade indispensável da economia de mercado e a ausência de deficiências generalizadas da demanda, o papel fundamental de uma posição de equilíbrio baseada no lado da oferta”.

Diante desse quadro, Lopreato (2006, p.14) enfatiza que a política fiscal vem a ocupar “posição subordinada, embora central, e perde a função de elemento ativo da política macroeconômica. É a política monetária que exerce a função de instrumento responsável pela estabilidade da economia e manipulação da demanda agregada”.

Portanto, nota-se que, a partir das décadas de 1980 e 1990, a política fiscal exerce um papel bastante debilitado na política econômica do governo. Com ênfase em economias em desenvolvimento, após passarem por um período de elevação de déficits público, essas nações iniciaram um processo de maior rigidez em relação à política de gastos e às contas públicas. Tal comportamento contribuiu para um enfraquecimento do debate em torno de uma política fiscal ativa em prol da estabilidade macroeconômica. Nesse contexto, a política monetária e a administração da taxa de juros se sobressaem como instrumentos de política econômica, notadamente, após a adoção de regimes de metas de inflação.

## **1.2. Keynes e a importância de uma política fiscal ativa**

No período anterior à década de 1930, o cenário econômico demonstra uma grande influência da teoria clássica, a partir da hipótese da tendência natural ao equilíbrio de pleno emprego. Nesse contexto, o Estado exercia um papel bastante passivo quanto à influência na atividade econômica, especialmente, em relação à política fiscal e ao orçamento do setor público. Com base no princípio do *Sound Finance*, ou Finanças Sadias, as finanças públicas deveriam ser interpretadas a partir de orçamentos individuais (das famílias), ou seja, o nível de gastos públicos deveria ser bastante rígido, e o orçamento público deveria ser constantemente equilibrado, independente do nível de atividade econômica<sup>10</sup> (Colander e Matthews, 2006).

A partir de 1930, porém, com a Grande Depressão, o pensamento teórico keynesiano ganha destaque com a proposição de que o mercado não teria a possibilidade, por si só, de atingir níveis de pleno emprego. Desse modo, de acordo com Keynes, o Estado deveria agir, ativamente, na economia, com o intuito de favorecer a atuação do setor privado em prol de um maior crescimento econômico. Diante desse cenário, a política fiscal apresentaria um papel bastante relevante na economia, em especial, por meio de uma política de gastos públicos.

---

<sup>10</sup> Conforme Colander e Matthews (2006), diante do conceito do *Sound Finance*, o orçamento público somente poderia ser deficitário em períodos de guerra.

Sob a abordagem keynesiana relativa à política fiscal e à sua forma de financiamento, cabe salientar, a princípio, os freqüentes erros de interpretação associados ao pensamento de Keynes. Conforme aponta Carvalho (2007), a linha de pesquisa keynesiana referente à política fiscal se apresenta constantemente associada ao aumento indiscriminado dos gastos e do déficit público, estatização de empresas e interferência excessiva sobre a iniciativa privada, o que, para alguns autores, teria proporcionado uma influência perversa sob as finanças públicas, evidenciada pelo incremento de déficits fiscais. No entanto, conforme será visto, Keynes demonstrava uma visão muito mais responsável, por meio de uma política fiscal que possibilitasse o maior crescimento e a estabilidade macroeconômica<sup>11</sup>. Para Carvalho (2007, p.3):

“Keynes, sem dúvida, acreditava na possibilidade do Estado cumprir seu papel construtivo na promoção da prosperidade de economias de mercado. A sua abordagem da operação de uma economia capitalista, no entanto, era muito mais sofisticada e sutil do que a maioria de seus comentaristas (críticos ou simpáticos) parece ter percebido”.

A partir de uma economia monetária<sup>12</sup>, o Estado keynesiano teria a função de incrementar a demanda agregada, a fim de possibilitar a redução da incerteza macroeconômica. Dessa forma, o Estado deveria criar um ambiente econômico favorável, com o intuito de estimular os agentes privados a buscarem maiores riscos microeconômicos, o que evitaria a maior concentração em ativos mais líquidos<sup>13</sup> (Carvalho, 1997).

Diante desse quadro, desenvolve-se a política fiscal keynesiana, a partir de uma política de gastos públicos, especialmente, em investimentos. De acordo com Carvalho (2007, p. 12), o resultado de um incremento do gasto público na economia, sob a perspectiva keynesiana, poderia ser compreendido via efeito multiplicador.

“O impacto do gasto público sobre a demanda agregada e sobre o nível de atividade é semelhante, na teoria econômica, ao do gasto com investimentos privados. Cada real gasto pelo governo se transforma em renda para o agente privado que lhe fornece bens e serviços. Com sua renda aumentada pelo valor do gasto público, o agente privado amplia os seus próprios gastos de consumo, de acordo com sua propensão marginal a consumir, aumentando,

---

<sup>11</sup> Conforme Oreiro, Sicsú e Paula (2003), as políticas keynesianas têm por objetivo o crescimento do produto e do emprego, juntamente com a estabilidade dos níveis de preços, e não, a busca de um objetivo em detrimento a outro.

<sup>12</sup> Em uma economia monetária da produção, a moeda teria um papel por si só, o que afeta motivos e decisões dos agentes. Dessa forma, o processo econômico não poderia ser previsto no curto ou no longo prazo, sem o conhecimento prévio do comportamento da moeda (CWJMK, XIII).

<sup>13</sup> Diante de um cenário futuro incerto, os indivíduos potenciais apresentariam um comportamento *hedge*, ou seja, com preferência pela retenção de ativos mais líquidos, como ativos financeiros (Oreiro, Sicsú e Paula, 2003).

deste modo, a renda daqueles que atendem à sua demanda de consumo. Também esses últimos consumirão parte da renda que receberam, poupando o restante, transmitindo o impulso de aumento de demanda para os seus próprios fornecedores. Este processo pelo qual a despesa inicial, no caso o gasto público, induz gastos de consumo adicionais é o que Keynes chamou na Teoria Geral de *multiplicador*".

Dessa forma, a realização dos gastos públicos teria como foco políticas de maiores desembolsos com investimentos, com o objetivo de prevenir grandes flutuações econômicas. Segundo Keynes apud Kregel (1985), o nível de atividade econômica seria influenciado, de maneira significativa, pelas flutuações do nível de investimento. A partir do conceito de "socialização do investimento"<sup>14</sup>, o Estado teria a disponibilidade de intervir na economia, de maneira planejada e sempre que necessário, a fim de estimular e criar condições favoráveis à realização de investimentos privados. O investimento público, portanto, seria complementar ao investimento privado.

Segundo Oreiro, Sicsú e Paula (2003, p.131): "O governo, ao realizar investimentos, estimula a demanda agregada, reduz as incertezas de realização de lucros e anima as expectativas do setor privado empreendedor". Para Keynes (CWJMK XXVII, p.322), dois terços ou três quartos do total de investimentos deveriam ser influenciados por organismos públicos ou semi-públicos.

"Se dois-terços ou três-quartos do total de investimentos são realizados ou podem ser influenciados por organismos públicos ou semi-públicos, um programa de longo prazo de caráter estabilizador deveria ser capaz de reduzir a amplitude potencial de flutuações para limites mais estreitos que anteriormente, quando um volume menor de investimento estava sob controle público e quando até mesmo esta parcela tendesse a acompanhar, ao invés de corrigir, flutuações de investimento estritamente no setor privado da economia".

Kregel (1985) acrescenta que a realização desses gastos, por parte do setor público, apresentaria uma variação negativa em relação aos gastos privados com investimentos. À medida que o investimento privado retoma níveis de atividade compatíveis com o crescimento da economia, o setor público reduz sua parcela de gastos. Na mesma linha, conforme Carvalho (1997, p.269), os investimentos realizados pelo setor público não deveriam concorrer com os investimentos do setor privado, o que evitaria, assim, seu efeito *crowding out* sob os investimentos.

---

<sup>14</sup> Conforme Carvalho (1997), o termo "socialização do investimento" contribuiu para interpretações errôneas de Keynes em favor de idéias socialistas.

“(...) o governo deveria, por iniciativa própria, implementar investimentos em projetos que não competissem com os privados, criando, assim, um ambiente favorável à iniciativa privada, regulando o ritmo de investimentos de acordo com a necessidade de compensar a incapacidade da demanda privada de sustentar um nível estável de demanda agregada ao longo do tempo”.

Conforme Keynes apud Brown-Collier e Collier (1995), a intervenção do Estado, por meio de uma política de maior gasto com investimento público, fazia-se necessária, visto que a queda da taxa de juros, apesar da relativa eficácia, não seria suficiente por si só em estimular o investimento privado. Kregel (1985) aponta ainda que, em condições de mudança de expectativas, a manipulação da taxa de juros, juntamente com a manipulação do nível de impostos, poderiam agravar a situação e ampliar o ambiente de incerteza.

Para a realização de uma política de gastos elevados, o orçamento público deveria conter dois componentes: um orçamento voltado às despesas correntes; e outro, às despesas de capital, a fim de possibilitar ao governo a utilização de uma política fiscal ativa em períodos necessários. O orçamento corrente poderia apresentar eventuais déficits ou superávits, mantendo-se equilibrado no longo prazo. Os gastos com capital, por sua vez, sustentariam a economia em uma trajetória de crescimento, a partir da elevação dos gastos públicos. Tal orçamento poderia apresentar déficits fiscais, porém os efeitos positivos de uma política de gastos na criação de um ambiente seguro para a recuperação dos investimentos elevaria a arrecadação tributária, e possibilitaria o financiamento da política contracíclica de investimentos públicos (Oreiro, Sicsú e Paula, 2003).

A proposta em torno da separação do orçamento público gerou intensos debates que, segundo Carvalho (2007, p.21), desvirtuaram os reais objetivos da medida:

“O debate em torno dessa proposta afastou-se freqüentemente do seu alvo. Muitos discutiram até onde seria possível separar-se gastos correntes de gastos com capital, levando o debate para um campo conceitual inadequado para solucionar um problema de natureza inteiramente prática. Na verdade, o que Keynes busca ao propor a elaboração de dois orçamentos é a separação entre o cumprimento das funções rotineiras do Estado e a realização de seus gastos discricionários. A diferenciação que importa reside na possibilidade de adiamento dos gastos de forma a contrastar as forças cíclicas da economia. Economias menos desenvolvidas, onde um certo nível de investimento público obedece a demandas permanentes, poderiam incluir esses investimentos no orçamento de rotina, e prover suas fontes de financiamento de modo a evitar déficits em qualquer período. Por outro lado, a criação de instrumentos como os estabilizadores endógenos pode agilizar a entrada em operação de gastos anti-cíclicos”.

Em síntese, a política fiscal de Keynes seria definida a partir de um nível adequado de gastos públicos, que poderiam, certamente, ser financiados via impostos, sem a necessidade de se gerar déficits públicos. Nesse sentido, torna-se relevante retomar os erros de interpretação associados à política econômica keynesiana, quanto à legitimidade da geração de déficits públicos. Segundo Carvalho (2007), muitos críticos mal informados consideram que a influência keynesiana nas contas públicas foi perversa<sup>15</sup>, uma vez que, de acordo com tais autores, Keynes, além de garantir ao Estado a ampla intervenção sobre a atividade econômica, até mesmo sob a forma de estatização, daria legitimidade ao uso de déficits fiscais como forma de se atingir um maior desenvolvimento econômico.

“Para esses comentaristas [que acreditam que Keynes sustentava a legitimidade do uso de déficits públicos como instrumento para o desenvolvimento econômico], a essência da política Keynesiana estaria na despreocupação com a geração continuada de déficits fiscais e, assim, na corrosão da noção de que a indisciplina fiscal possa ter qualquer efeito danoso sobre a economia de mercado” (Carvalho, 2007, p.3).

Entretanto, segundo Kregel (1985), Keynes não era favorável à manutenção do déficit público, tampouco considerava a geração de déficits públicos como um meio de atingir a estabilidade macroeconômica. Para Keynes, déficits fiscais duradouros seriam resultados de falhas do nível de gastos públicos em se alcançar um maior nível de atividade econômica em períodos de depressão. Segundo Brown-Collier e Collier (1995, p.344):

“Keynes observava déficits como resultado de uma redução nas receitas devido à queda na atividade econômica. Assim, a melhor maneira de evitar déficits era compensar flutuações no investimento privado com variações planejadas no investimento público. Era a mudança contracíclica nos investimentos públicos que deveriam reduzir o tamanho ou a necessidade por déficits”

Apesar de garantir à tributação o papel de evitar a geração de déficits fiscais, no curto prazo, em períodos de grande crise, os resultados fiscais deficitários poderiam ocorrer e precisariam ser financiados de alguma forma. Diante dessa hipótese, Hermann (2002) aponta que o financiamento do setor público se daria via emissão monetária e a partir do lançamento de dívida pública, de modo a buscar o mais baixo custo de financiamento ao setor público, por meio da coordenação entre a política monetária e fiscal. O aumento do endividamento público, porém, não deveria ocorrer em descompasso com o crescimento da renda nacional.

---

<sup>15</sup> Carvalho (2007) exemplifica Ture (1985, p.52), o qual argumenta que a “influência do keynesianismo sobre as políticas públicas foi lamentável”.



Ainda em relação ao déficit fiscal e ao endividamento público, deve-se salientar a importância em torno da demanda por títulos emitidos pelo setor público. Carvalho (2007) argumenta que, à medida que a economia apresenta sinais de recessão e de baixo nível de atividade, o financiamento do setor público deve se realizar via colocação de títulos públicos de curto prazo. Durante períodos de baixo desempenho econômico, quando a renda se encontra reduzida, não haveria demanda adicional por títulos de longo prazo. Segundo o autor, caso houvesse o lançamento de tais papéis durante esse período, ocorreria uma pressão para cima sobre as taxas de juros, o que culminaria com a redução ainda maior dos investimentos privados. Carvalho (2007) aponta também que nessa fase, não deveria haver aumento no nível de impostos, já que estes deprimiriam ainda mais a renda.

A partir do momento em que os efeitos dos gastos públicos, via efeito multiplicador, fizerem-se presentes e possibilitarem um incremento da renda, haverá maior poupança disponível e demanda por títulos de longo prazo, sem que se pressione a taxa de juros. De acordo com Carvalho (2007, p.16), a receita gerada pela emissão de tais títulos permitiria ao governo “saldar suas dívidas de curto prazo, recompondo sua capacidade para re-iniciar todo o processo caso fosse necessário”.

Em suma, o pensamento keynesiano relativo ao gasto público e à sua forma de financiamento discorda, em grande parte, de muitas políticas frequentemente associadas a Keynes. A política econômica keynesiana sustenta uma política fiscal disciplinada, cujo papel ativo deve ser efetivado em períodos de baixa atividade econômica, via aumento dos gastos públicos, e não, de déficits públicos, notadamente, em investimentos, com o intuito de criar um ambiente favorável para a atuação do setor privado. O financiamento dos gastos públicos, por sua vez, seria garantido pelo próprio processo, por meio do aumento da arrecadação de impostos (e não necessariamente, da carga tributária), ou pela emissão de títulos públicos de curto prazo, seguida pela emissão de papéis de longo prazo.

### **1.3. Pós-keynesianos e as Finanças Funcionais**

Em seguida, de maneira complementar à abordagem keynesiana, a linha de pensamento pós-keynesiana e o conceito das finanças funcionais destacam a importância do gasto e dos déficits fiscais como meio de se atingir um crescimento econômico sustentável. A partir do momento em que se verificasse um baixo nível de crescimento, o governo deveria elevar os gastos e, até mesmo, gerar déficits fiscais, como forma de permitir a elevação da renda e a queda dos níveis de desemprego.

O princípio das finanças funcionais foi desenvolvido pelo economista russo Abba Lerner em 1943, no ensaio intitulado “*Functional Finance and the Federal Debt*”<sup>16</sup>. Conforme Colander (2002, p.2), as regras apresentadas por Lerner, relativas às finanças funcionais,

“(...) causaram grande agitação entre as décadas de 1940 e 1950, quando muitos keynesianos, inclusive Keynes, eram politicamente mais cuidadosos sobre as idéias keynesianas em relação à política fiscal do governo do que eram nos anos 1960”.

Inicialmente, diante do conceito das finanças funcionais, as atividades exercidas pelo Estado, como a política fiscal, de empréstimos e de emissão e retirada de moeda da economia deveriam ser compreendidas sob o ponto de vista de seus efeitos sobre a economia e, não, sob a ótica de determinada doutrina (Lerner, 1943). Em outras palavras, as políticas adotadas pelo Estado deveriam ser consideradas ações intermediárias diante do objetivo central do governo de buscar a sustentação do nível de atividade de pleno emprego.

As finanças funcionais adotam o estabelecimento de duas leis básicas. A primeira lei garante ao Estado o papel de sustentar um nível de gastos compatível com o pleno emprego. Caso o volume de gastos agregados seja relativamente baixo, o governo deverá aumentar seus desembolsos a ponto de minimizar o desemprego. Por sua vez, se o patamar de gastos for relativamente alto, o governo deverá reduzir seus desembolsos, ou, até mesmo, elevar seus impostos, a fim de conter um aumento dos gastos que possa ocasionar um incremento da inflação. Segundo Lerner (1943, p.39):

“A primeira responsabilidade financeira do governo (desde que ninguém possa tomar esta responsabilidade) é manter o nível total de gastos do país em bens e serviços nem maior nem menor que aquele nível em que, à preços correntes, se comprariam todos os bens que são possíveis de produzir. Se é permitido que o total de gastos vá além deste nível, haverá inflação, e se é permitido que permaneça aquém deste nível, haverá desemprego. O governo pode aumentar os gastos totais, aumentando seus gastos ou reduzindo impostos a fim de que os que pagam tributos tenham mais moeda para gastar. Pode reduzir os gastos totais, diminuindo seus gastos ou elevando impostos a fim de que os que pagam tributos tenham menos moeda para gastar. Por esses meios, o gasto total pode ser mantido no nível requerido, onde será suficiente para comprar os bens que podem ser produzidos por todos que queiram trabalhar, e ainda não suficiente para gerar inflação demandando (a preços correntes) mais do que se pode produzir”.

---

<sup>16</sup> Segundo Forstater (2006), o conceito das Finanças Funcionais foi desenvolvido após Abba Lerner se mudar para os Estados Unidos, em 1937.

Diante do mencionado acima, o papel do orçamento público seria o de evitar um gasto exagerado em algum setor do sistema econômico em detrimento a outro, com o intuito de conter gastos excessivos que poderiam ser utilizados para outros fins. Além disso, para Lerner (1957), a manutenção de um orçamento equilibrado deveria ser o objetivo das famílias, das empresas privadas e dos entes da federação, como estados e municípios. Já o governo central, caso desejasse elevar seus gastos e alcançar o pleno emprego, não teria necessidade de manter seu orçamento equilibrado<sup>17</sup>.

Para Bell (1999), o pensamento lerneriano sustentava que o orçamento do setor público deveria, em todas as ocasiões, ser utilizado a fim de manter a prosperidade econômica. Dessa forma, as finanças funcionais sustentam a possibilidade de atuar com um orçamento deficitário, sem que tal impeça, entretanto, a eventual geração de um orçamento equilibrado, desde que esta seja a melhor opção para manter a prosperidade da economia. De acordo com Forstater (2006, p. 5):

“Se é deduzido que sob circunstâncias particulares, um orçamento equilibrado descreve os melhores meios para a prosperidade econômica, então mesmo um orçamento equilibrado não é inconsistente com uma abordagem funcional para as finanças públicas”.

Por sua vez, a segunda lei das finanças funcionais estaria relacionada ao financiamento das políticas de gastos do governo. O princípio das finanças funcionais garante, inicialmente, o financiamento do setor público via emissão de moeda, visto que o Estado possui a disponibilidade de criar, emitir e destruir moeda. Segundo Lerner (1957, p.237), “o Estado pode corrigir a insuficiência do gasto por meio de déficits [públicos] cobertos, não tomando moeda emprestada, mas sim emitindo mais moeda”. Essa política pode ser considerada altamente irresponsável sob o ponto de vista de escolas ligadas à macroeconomia clássica, em virtude de sua natureza inflacionária<sup>18</sup>. No entanto, as finanças funcionais não admitem uma relação direta entre a impressão de moeda e o crescimento da inflação, visto que, segundo Lerner, o processo inflacionário estaria associado a uma série de fatores. De acordo com Forstater (2006, p.8,9), nas primeiras versões de Lerner sobre as Finanças Funcionais,

---

<sup>17</sup> No período em que foram desenvolvidas as finanças funcionais, a idéia de que o orçamento público deveria ser equilibrado foi defendida pelos clássicos, por meio do conceito do *Sound Finance*, conforme visto anteriormente. Segundo Colander e Matthews (2006), o conceito das finanças funcionais procurava estabelecer uma contraposição ao princípio do *Sound Finance*, a partir de uma teoria que fosse mais compatível com a economia real, quando a política fiscal do governo e suas consequências afetam a atividade econômica.

<sup>18</sup> As escolas monetarista e novo-clássica, vinculadas à macroeconomia clássica da escola de Chicago, condenam a emissão monetária como forma de financiamento público, uma vez que, no longo prazo, a emissão de moeda afetaria somente os níveis de inflação. Ver detalhes em Carvalho et al. (2000) e Snowdon e Vane (2005).

“(…) a inflação era vista como resultado de excesso de demanda agregada e, portanto, reduzir os gastos e/ou aumentar a taxação era visto como a cura. Mas assim que ficou claro para ele [Lerner] que haviam outras fontes de inflação, como aquelas devido à oferta ou à fatores de custo, esta política elementar para a inflação de demanda não era mais suficiente para administrar o valor da moeda. Somando-se a outras formas de inflação, Lerner também começou a observar que a inflação não iniciava exatamente no pleno emprego, mas bem antes deste ponto” (Forstater, 2006, p. 8, 9)

Apesar de não admitir uma relação direta entre a emissão de moeda nova e o incremento da inflação, Lerner (1957, p. 237) aponta que o lançamento de moeda teria um limite que poderia ser considerado natural:

“Todavia, a quantidade de moeda não aumentaria indefinidamente, mas tenderia a um limite natural ou de equilíbrio. Conforme aumentasse a quantidade de moeda, iria se tornando menos necessário novos aumentos até que estes desaparecessem por completo”.

De acordo com Lerner (1957, p.237), tal avaliação seria devido a dois fatores:

“(…) Em primeiro lugar, um aumento da quantidade de moeda, em relação a outros ativos, aumenta a liquidez, até decrescer a taxa de juros e induz a um maior investimento privado. Em segundo lugar, um aumento da quantidade de moeda também é um aumento da riqueza: faz com que seus proprietários se sintam mais ricos e, portanto, que aumente sua propensão a consumir. Tanto o aumento dos investimentos privados como o da propensão a consumir significam um maior gastos dos indivíduos e, portanto, uma menor necessidade de gasto público, para manter o pleno emprego e, por consequência, uma menor necessidade de emitir moeda para esse fim”.

A tributação, por sua vez, não teria a função primordial de financiar os gastos e o déficit do setor público. Ao se tomar como base os efeitos sobre a atividade econômica, a tributação exerceria o papel de propiciar aos indivíduos mais ou menos moeda para a realização de seus gastos, ou seja, quanto maior (menor) a cobrança de tributos, menor (maior) a quantidade de moeda em poder do público. De acordo com Lerner (1943), a cobrança de impostos não seria necessária apenas porque o governo possui obrigações a cumprir.

“Taxação deve, portanto, ser imposta somente quando é desejável que os indivíduos que pagam impostos tenham menos moeda para gastar, por exemplo, quando eles de outra maneira gastassem o suficiente para gerar inflação” (Lerner, 1943, p.40).

Na mesma linha, Wray (1998) acrescenta que os déficits públicos eventualmente gerados poderiam ser financiados, a princípio, por meio de um aumento da oferta de moeda fiduciária que seria demandada pela população, na medida em que esta possui obrigações tributárias para com o governo<sup>19</sup>. Assim, o objetivo principal da cobrança de impostos seria induzir uma oferta de bens e serviço, já que, para pagar tributos, os agentes deveriam produzir.

De maneira análoga, o lançamento de títulos públicos e o conseqüente aumento da dívida pública deveriam ser compreendidos como uma forma de o governo retirar liquidez do sistema econômico e deixar os indivíduos com menos moeda disponível para a realização dos gastos. De acordo com Lerner (1957, p.233), a tomada de empréstimo por parte do governo e o conseqüente crescimento da dívida pública seriam realizados na seguinte situação: “Tomar emprestado somente seria necessário se, ao cobrir o déficit com a emissão de dinheiro, resultasse uma liquidez excessiva, uma taxa de juros demasiadamente baixa e um investimento demasiadamente alto”. Wray (1998) acrescenta que a venda de títulos da dívida pública deve, portanto, ser considerada como parte da política monetária do Banco Central e, não, como um instrumento de política fiscal. Em outras palavras, os títulos públicos são apenas moedas que rendem juros e, como o governo não necessita de lançamento de títulos para se financiar, o mercado estará satisfeito quando obtiver qualquer taxa de juros positiva<sup>20</sup>.

Além disso, Lerner (1957) aponta que o ato de tomar emprestado, ou *elevantar* a dívida por parte do Estado, seria um ato deflacionário, uma vez que retiraria moeda do sistema econômico e reduziria a liquidez e os investimentos. No entanto, a *existência* da dívida e o pagamento de seus juros apresentariam resultados inflacionários, já que os detentores da dívida, em virtude do aumento da riqueza, elevariam o patamar de consumo.

Ainda em relação à dívida pública, Lerner passou a ser constantemente criticado por não demonstrar uma preocupação maior em relação à questão da sustentabilidade do financiamento do setor público. Lerner, porém, assim como Keynes, apresentava uma visão muito mais sutil que a freqüentemente associada ao seu pensamento. Em Lerner (1957), por exemplo, o autor evidencia o crescimento do endividamento público a partir de um determinado limite considerado natural ou de equilíbrio. Segundo o autor, seria possível identificar dois conceitos relativos ao limite da dívida pública: o limite arbitrário e o limite natural. Em relação ao primeiro, a imposição de um limite arbitrário à dívida do setor público

---

<sup>19</sup> Nesse ponto, Wray (1998) afirma que a moeda pode ser entendida pela expressão em inglês TWINTOPT, ou seja, “That which is necessary to pay taxes” (“Aquilo que é necessário para pagar impostos”).

<sup>20</sup> Para detalhes sobre o lançamento de títulos públicos e a operacionalização da política monetária sob a visão pós-keynesiana, ver Bell (1998).

significaria que, a partir de determinado ponto, seria “mais importante impedir o aumento da dívida pública que manter o pleno emprego e evitar a inflação” (Lerner, 1957, p.236).

Diante da hipótese do limite arbitrário, Lerner acrescenta (1957, p.236):

“Sacrificar as finanças funcionais para impedir que a dívida pública aumente significa, portanto, aceitar o evidente prejuízo econômico da depressão ou da inflação para evitar uma possível causa de um prejuízo econômico futuro; o remédio seria pior que a doença”.

Apesar disso, Lerner (1957) se mostrava favorável à adoção de um limite considerado natural para a dívida pública:

“Não estabelecer um limite arbitrário para a dívida pública não significa que a dívida pode aumentar indefinidamente. Existe um limite *natural* da dívida pública, uma vez que a mesma constitui *riqueza* nas mãos dos cidadãos que a possuem” (Lerner, 1957, p.236)

Assim, o limite natural da dívida pública ocorreria quando o aumento da riqueza nas mãos dos cidadãos fosse suficiente para se alcançar o pleno emprego, de modo que novos incrementos de gastos não se fizessem mais necessários.

“Quando a dívida pública é tão grande que as pessoas se sentem tão ricas que gastam o suficiente para ocasionar o pleno emprego, já não haverá necessidade de novos déficits. Então, as finanças funcionais determinam o nivelamento do orçamento e a dívida pública pára de aumentar. Alcançou-se um nível de equilíbrio que é o seu limite natural” (Lerner, 1957, p.236).

Portanto, sob o conceito das finanças funcionais, o limite natural para a dívida pública seria dado, a partir do momento em que o pleno emprego fosse atingido, de modo que o setor público não teria mais a necessidade de elevar seus gastos. Por sua vez, caso o limite natural de endividamento fosse ultrapassado, o Estado deveria atuar a fim de reduzir os gastos ou de elevar a tributação sobre o consumo, para evitar um aumento da inflação. O aumento da tributação, porém, poderia apresentar efeitos adversos na economia, à medida que impusesse distorções de preços de alguns bens em relação a outros. Segundo Lerner (1957, p.242): “Por este lado, a existência da dívida pública parece reduzir gravemente a eficácia de todo o nosso sistema econômico. *Ceteris paribus*, é melhor para o sistema que a dívida pública seja pequena”.

Em suma, os pós-keynesianos e o princípio das finanças funcionais apontam para o papel fundamental do Estado na busca e na manutenção do pleno emprego com estabilidade

inflacionária, através dos gastos públicos, da tributação ou da dívida pública. A abordagem, introduzida por Abba Lerner e complementar à política keynesiana, sustenta que tais instrumentos deveriam ser compreendidos sob a ótica de seus efeitos sobre a economia e não como objetivo final de determinada doutrina. Apesar de erroneamente criticado por seu viés fiscal deficitário, o conceito das finanças funcionais admite a atuação do setor público e da política fiscal de acordo com o quadro macroeconômico vigente, seja através de orçamentos deficitários no curto prazo, seja através de orçamentos equilibrados.

#### **1.4. Considerações Finais**

A política fiscal no período atual passou a ser altamente passiva diante da política econômica do governo. A partir do Consenso de Washington e dos ajustes impostos pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), as nações em desenvolvimento privilegiaram o equilíbrio financeiro do setor público e combateram a excessiva participação do Estado na economia. Ao levar-se em consideração a ampliação do movimento de valorização do capital financeiro internacional, as contas do setor público deveriam ser equilibradas, a ponto de garantir a rentabilidade e os pagamentos dos custos associados ao financiamento do setor público, via títulos públicos.

Nesse contexto, para garantir os pagamentos das despesas financeiras do setor público, torna-se evidente a geração de superávits primários cada vez mais elevados, por meio de rígidas metas fiscais. Além disso, após a adoção de regimes de metas de inflação, a partir da administração da taxa de juros e da importância em torno da questão da credibilidade e da reputação do setor público, a política fiscal manteve o alto grau de contenção, principalmente, via política de gastos públicos.

Apesar de o cenário atual apontar para uma redução do papel fiscal do governo na obtenção de maiores taxas de crescimento econômico, a política fiscal ainda se apresenta como um potente instrumento da política econômica. Nesse sentido, Keynes sustenta a importância de uma política de gastos públicos, principalmente, em investimentos públicos, durante períodos de baixo crescimento econômico. Tal política contribuiria para a redução das incertezas e para a criação de um ambiente econômico favorável, a fim de estimular a retomada do investimento privado e da atividade econômica.

Ademais, para Keynes, a geração de déficits públicos seria um sinal de enfraquecimento da economia, resultante da queda da atividade econômica. O financiamento da política de gastos do setor público seria garantido pelo próprio processo através da

coordenação entre a política fiscal e monetária, visto que a retomada do crescimento econômico contribuiria para a maior arrecadação fiscal. Na mesma linha, a escola de pensamento pós-keynesiana e o conceito das finanças funcionais apontam para a importância de se entender o orçamento público a partir de seus efeitos sobre a atividade econômica e a estabilidade macroeconômica. Em outras palavras, a política tributária e de gastos públicos, bem como a forma de financiamento do déficit público, deveriam constituir instrumentos intermediários em prol do crescimento econômico.

Nota-se, portanto, que, apesar de a política econômica atual restringir o papel do setor público, principalmente, através da contenção dos gastos públicos via elevados superávits primários, a política fiscal enfatizada por Keynes e pelos pós-keynesianos exerce um papel fundamental, ao mesmo tempo em que garante a sustentabilidade do financiamento do setor público. Conforme salienta Keynes, o orçamento do setor público deveria atuar com certa liberdade a fim de garantir um ambiente propício para a atuação do setor privado e não, como um instrumento que aja, unicamente, em prol do equilíbrio financeiro do setor público. A atuação efetiva do setor público e dos orçamentos fiscais, em períodos de queda da atividade econômica, mostra-se amplamente compatível com a disciplina e a responsabilidade em relação às contas públicas.



## **2. CONTAS PÚBLICAS E DÍVIDA PÚBLICA: EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS**

Atualmente, em virtude dos altos patamares de déficit e de dívida pública, países em desenvolvimento vêm adotando medidas com o intuito não só de reduzir os custos associados a seus respectivos níveis de endividamento, bem como de proporcionar um debate mais coerente em relação à política fiscal. Países como Polônia, Hungria e México apresentam, recentemente, uma estrutura de endividamento público bastante favorável, o que, por sua vez, contribui para minimizar a pressão sobre as contas públicas.

Assim como o Brasil, os países acima citados apresentaram um nível de endividamento bastante elevado ao longo dos anos 1990, porém, a partir daí, vem aplicando mudanças em seus patamares de endividamento. Polônia e Hungria passaram por um período de transição para uma economia capitalista e, nesse processo, seus respectivos níveis de endividamento sofreram modificações, com redução da relação dívida pública/PIB e com alteração na composição e na maturidade de suas dívidas. O México, por sua vez, historicamente marcado por dificuldades associadas à dívida externa, vem elevando sua participação de endividamento interno, também com uma melhora na composição e na maturidade de sua dívida. Tais mudanças, além de possibilitarem um maior desenvolvimento do mercado de títulos públicos nesses países, proporcionaram a queda dos seus respectivos desembolsos com despesas financeiras.

Sob esse contexto, este capítulo tem por objetivo analisar as contas públicas e o patamar de endividamento público da Polônia, da Hungria e do México, a fim de compreender suas respectivas estruturas de dívida pública, juntamente com a evolução de seus pagamentos com despesas financeiras. O capítulo apresenta três seções, além desta introdução. Na seção 1, são abordados os aspectos macroeconômicos gerais das economias analisadas, com destaque para a evolução recente do Produto Interno Bruto (PIB), da taxa de juros de curto prazo e da taxa de inflação ao consumidor, notadamente, após a adoção do regime de metas de inflação. A seção 2 apresenta os resultados fiscais e a estrutura de endividamento público na Polônia, na Hungria e no México, respectivamente, e evidencia as recentes modificações na composição e perfil de suas dívidas públicas. Por fim, a seção 3 inclui as considerações finais.

## 2.1. Aspectos macroeconômicos

Após a segunda metade da década de noventa, Polônia, Hungria e México vêm apresentando uma evolução razoável do Produto Interno Bruto (PIB), conforme se observa no Gráfico 1. Notadamente, em relação à economia polonesa, o país abandonou o regime socialista em 1989 e, entre os anos de 1994 e 2000, obteve uma taxa de crescimento média de 5,6% ao ano, o que possibilitou um incremento na renda per capita. Após 2000, entretanto, a economia sofre uma desaceleração e o governo polonês começa a implementar políticas que visam a estabilização macroeconômica, frente às expectativas negativas em torno da inflação e de uma tendência de déficit crescente no balanço de conta corrente (Poland, 2000). A partir de 2002, com a perspectiva de entrada na União Européia, a Polônia volta a demonstrar um crescimento econômico considerável<sup>21</sup>, principalmente, em 2004, devido ao incremento da demanda doméstica e ao aumento do volume de exportações.

Assim como a Polônia, a Hungria é considerada uma economia em transição para uma economia de mercado. Após um período de grande instabilidade e de baixo crescimento econômico, associado à queda do regime comunista no final da década de 80, a economia húngara se recupera a partir de 1997 e, desde então, sustenta razoáveis índices de crescimento. O crescimento húngaro vem sendo amplamente favorecido pelo aumento da demanda doméstica e pelo incremento das exportações.

A economia mexicana, por sua vez, após a crise cambial de 1994<sup>22</sup>, vem mostrando um desempenho econômico favorável, como resultado da maior estabilidade macroeconômica. Através do Gráfico 1, nota-se a clara deterioração do PIB em 1995, como reflexo da crise. A partir desse momento, porém, a economia mexicana voltou a sustentar bons índices de crescimento, especialmente, entre 1996 e 2000, quando a taxa de crescimento média foi de 5,5% ao ano. Em 2001, juntamente com a desaceleração da economia global, principalmente, dos Estados Unidos, o México sofreu uma significativa desaceleração econômica<sup>23</sup>.

Em relação aos índices inflacionários e à taxa de juros de curto prazo, após atravessarem grandes dificuldades macroeconômicas ao longo dos anos oitenta e noventa, os países selecionados apresentaram sucessivas quedas da inflação e da taxa de juros (Gráficos 2

---

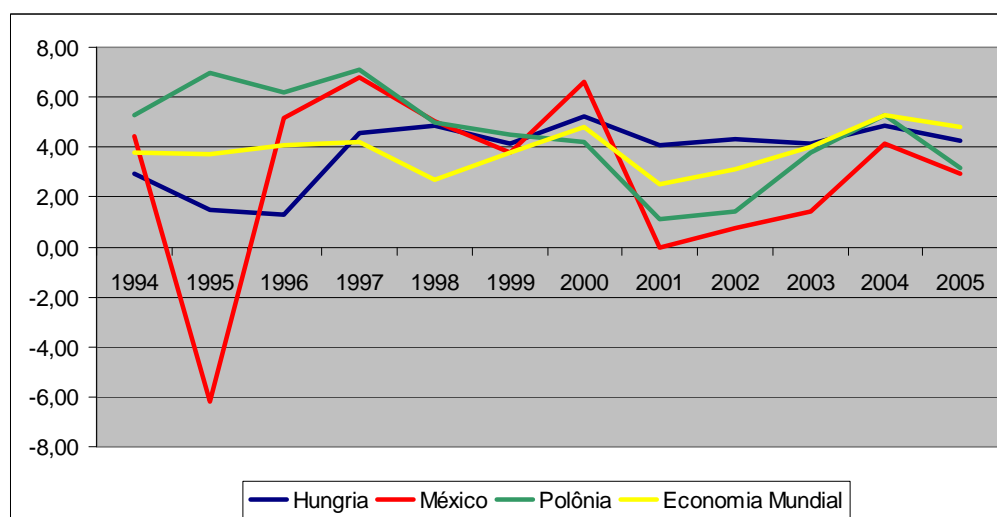
<sup>21</sup> A entrada da Polônia na União Européia ocorreu, formalmente, em maio de 2004, ao lado dos seguintes países: Hungria; Chipre; Eslováquia; Eslovênia; Estônia; Hungria; Letônia; Lituânia; Malta e República Tcheca.

<sup>22</sup> A crise cambial atingiu o México em dezembro de 1994, quando o peso mexicano foi desvalorizado em mais de 50%.

<sup>23</sup> A economia mexicana é, historicamente, bastante dependente de suas exportações para os Estados Unidos. Em 2004, 81% das exportações mexicanas foram para esse país.

e 3). No caso polonês, em relação à inflação, desde 1990, o país vinha adotando um regime de âncora nominal, baseado em bandas cambiais, altamente beneficiado pela entrada maciça de capitais externos entre 1994 e 1995. Em setembro de 1998, o país adotou, formalmente, o regime de metas de inflação<sup>24</sup>, sem abandonar, porém, a política de bandas cambiais<sup>25</sup>. Diante da implantação das metas de inflação na Polônia, cabe ressaltar que o regime foi adotado em um cenário de inflação decrescente, com o intuito de sustentar os baixos índices inflacionários no longo prazo.

**Gráfico 1 - Evolução Real do PIB – Hungria, México, Polônia e Economia Mundial (em % ao ano)**



Fonte: OCDE e Ipeadata

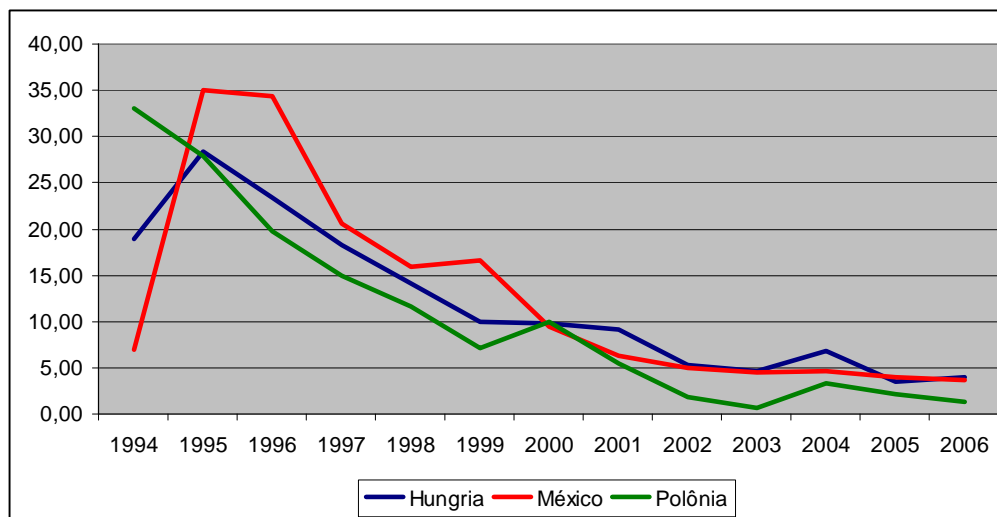
Além disso, de acordo com o Gráfico 3, é possível notar que, apesar de um cenário de baixos índices inflacionários na Polônia, entre 1996 e 2002, a taxa de juros nominal demonstrou um comportamento mais restritivo. De acordo com Jonas e Mishkin (2003), principalmente, entre 2001 e 2002, tal comportamento pode ser justificado pela atuação do Banco Central, na tentativa de forçar um ajuste fiscal por parte do governo. Segundo Jonas e

<sup>24</sup> A Polônia foi o segundo país em fase de transição para o capitalismo que passou a adotar o regime de metas de inflação. A primeira economia em fase de transição a adotar o regime foi a República Tcheca. Na Polônia, o regime de metas de inflação considera o monitoramento sobre o índice de preços ao consumidor (CPI), amplamente utilizado após o fim do regime comunista. As metas de inflação no país vinham sendo adotadas, informalmente, desde junho de 1998, sob o âmbito da Lei do Banco Central da Polônia (NBP) de 1997, que instituiu o Comitê de Política Econômica (MPC) e especificou o objetivo do Banco Central em torno da estabilidade do nível de preços e da sustentação às políticas econômicas adotadas pelo governo. De acordo com o artigo 3 da Lei do Banco Central da Polônia (NBP): “O objetivo básico da atuação do NBP deve ser a manutenção da estabilidade de preços, e deve-se ao mesmo tempo, agir em favor da política econômica do governo, desde que isso não restrinja a busca pelo objetivo básico do NBP”. Para detalhes sobre o regime de metas de inflação na Polônia, ver Jonas e Mishkin (2003).

<sup>25</sup> As bandas cambiais na Polônia foram abandonadas em abril de 2000.

Mishkin (2003), a estratégia evidenciou o antagonismo entre as autoridades monetária e fiscal. No entanto, a partir de 2003 a taxa de juros volta a decrescer e, em 2005, o valor da taxa de juros real chegou a 3% ao ano.

**Gráfico 2 - Taxa de Inflação – Hungria, México e Polônia (% ao ano)**



Fonte: OCDE

Na Hungria, o nível geral de preços vem mantendo uma trajetória claramente decrescente, e se situa na atualidade, abaixo de 5% ao ano, conforme ilustra o Gráfico 2. Durante a década de 90, em meio a um regime de bandas cambiais, a queda da inflação foi altamente beneficiada pela elevada entrada de capitais externos. Em 2001, aliado à maior flexibilidade do câmbio, o país adota gradualmente o regime de metas de inflação, com o objetivo de sustentar a baixa inflação<sup>26</sup>. Além disso, com base no regime de metas de inflação, a taxa de juros passa a atuar como o principal instrumento do Banco Central da Hungria na manutenção de baixos índices de preços<sup>27</sup>. Assim, a partir da trajetória decrescente da inflação, a taxa de juros se situa em níveis relativamente baixos (Gráfico 3).

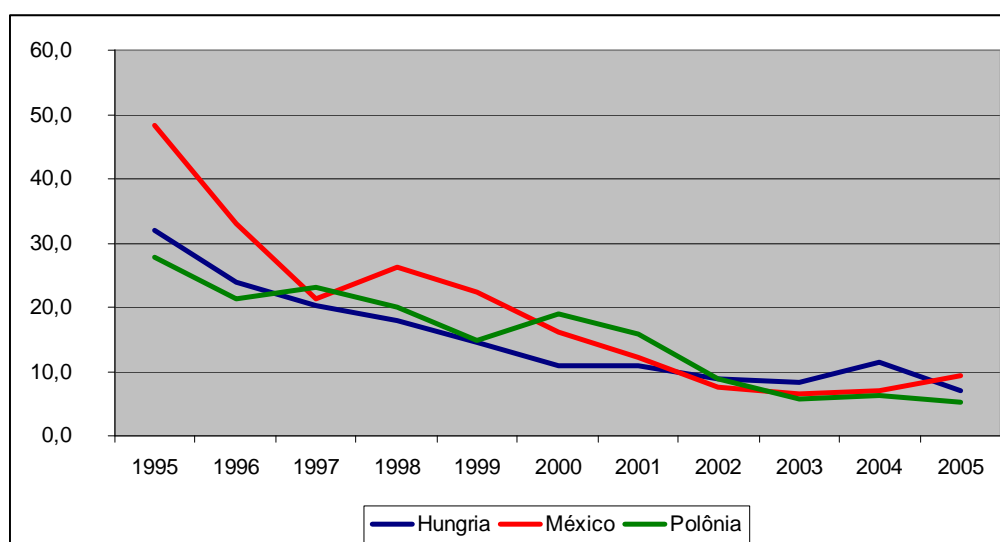
Além de a atividade econômica apresentar deterioração logo após a crise de 1994, os patamares inflacionários no México evidenciaram uma significativa alta durante 1995 e 1996. Em 1995, com o intuito de minimizar a elevação do índice de preços, o México adota, de

<sup>26</sup> Diante desse novo cenário, porém, a taxa de câmbio continua a apresentar uma importância fundamental nos patamares inflacionários. Apesar de outras economias em transição, como a República Tcheca e a Polônia, terem abandonado o regime de metas cambiais, a Hungria manteve seu sistema de bandas cambiais até fevereiro de 2008. Sobre o regime de inflação na Hungria, ver Jonas e Mishkin (2003).

<sup>27</sup> Segundo Jonas e Mishkin (2003), apesar de a taxa de câmbio constar uma significativa importância nos índices inflacionários da Hungria, a taxa de juros ainda se apresenta como o principal instrumento do Banco Central. Intervenções no mercado de câmbio são consideradas somente em períodos de emergências.

modo gradual, o regime de metas de inflação<sup>28</sup>. A partir desse momento, torna-se claro o comportamento decrescente do índice inflacionário. Ao seguir a mesma trajetória da taxa de inflação, a taxa de juros real manteve-se elevada após a crise de 1994, mas decresceu nos anos posteriores. De acordo com Trillo e Villagomez (2001), a queda da taxa de juros após 1998 pode se relacionar a três fatores: à maior preocupação em torno do ajuste fiscal, aos processos de renegociação da dívida externa e ao aumento da credibilidade do governo na busca pela estabilização da economia.

**Gráfico 3 - Taxa de Juros Nominal de Curto Prazo – Hungria, México e Polônia (% ao ano)**



Fonte: OCDE

## 2.2. Resultados Fiscais e Endividamento Público

Feitas as considerações relativas ao crescimento econômico recente e à trajetória da inflação e da taxa de juros na Polônia, na Hungria e no México, cabe analisar os resultados fiscais dos países selecionados, juntamente com seus respectivos níveis e estrutura de endividamento público.

<sup>28</sup> O regime de metas de inflação no México foi adotado, formalmente, a partir de 1999. Para detalhes sobre a adoção do regime de metas de inflação no México, além de uma análise comparativa com os casos do Brasil e do Chile, ver Schmidt-Hebbel e Werner (2002).

### 2.2.1. Polônia

#### *Resultados Fiscais*

Ao se considerar primeiramente, o caso polonês, desde o fim do regime socialista, a Polônia se encontra em um intenso processo de reformas, a fim de modernizar sua economia e de se adequar às regras impostas pela União Européia. Nesse sentido, o maior comprometimento com um ajuste fiscal de longo prazo e um regime de maior controle sobre as contas públicas tem se mostrado primordiais.

No Gráfico 4, é possível observar o comportamento recente das contas públicas na Polônia. Ao longo dos últimos anos, o setor público polonês vem apresentando um significativo incremento do déficit primário, ou seja, excetuando-se as despesas com pagamento de juros da dívida pública, o país ainda possui um elevado nível de gastos públicos. Diante desse fato, é importante destacar o alto patamar de gastos do governo polonês com previdência social, especialmente, após a reforma do sistema previdenciário em 1999<sup>29</sup>. De acordo com Burns e Yoo (2002), os gastos com previdência social na Polônia representam mais de duas vezes a média dos gastos com previdência dos demais países membros da OCDE<sup>30</sup>.

Ademais, conforme o Gráfico 4, observa-se um volume decrescente com pagamentos de juros nominais, que passaram de 5,7% do PIB em 1995 para 2,8% do PIB em 2005. Tal redução se deve, em grande parte, à redução da taxa de juros e da inflação e a uma estrutura de endividamento público favorável. Entretanto, a relativa queda do patamar de desembolsos com encargos da dívida pública não evita a manutenção dos altos déficits públicos, visto que, frente à constante geração de déficits primários, o resultado nominal ainda apresenta um saldo deficitário da ordem de 4% do PIB.

Dessa forma, a implantação de reformas a fim de buscar um maior ajuste das contas públicas se fazia necessária para consolidar a entrada do país na União Européia. O nível recente do déficit nominal, apesar de elevado, apresenta-se em declínio, com expectativa de chegar a 2%, em 2008. Além disso, nota-se que a busca pela redução do déficit nominal ocorre em um cenário de baixas taxas de juros e de redução dos pagamentos de juros

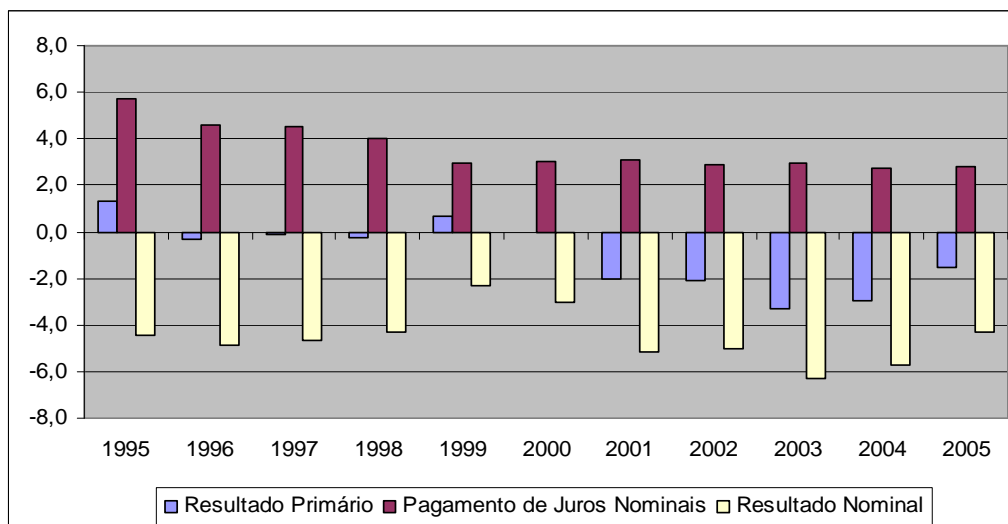
---

<sup>29</sup> Para detalhes sobre a reforma previdenciária da Polônia, ver Góra e Rutkowski (2000).

<sup>30</sup> Os membros da OCDE são: Austrália; Áustria; Bélgica; Canadá; República Tcheca; Dinamarca; Finlândia; França; Alemanha; Grécia; Hungria; Islândia; Irlanda; Itália; Japão; Coreia; Luxemburgo; México; Holanda; Nova Zelândia; Noruega; Polônia; Portugal; Eslováquia; Espanha; Suécia; Suíça; Turquia; Reino Unido e Estados Unidos.

nominais, ou seja, apesar do alto nível de gastos primários, o país vem reduzindo seu resultado nominal deficitário.

**Gráfico 4 - Resultado Primário, Pagamento de Juros Nominais e Resultado Nominal - Polônia (em % do PIB)\***



\* (-) déficit e (+) superávit

Fonte: Eurostat – Estatísticas de Finanças Governamentais (Junho, 2007)

Como meio de contribuir para a redução dos custos associados aos déficits primários, a Polônia mantém uma carga tributária relativamente elevada, em torno de 34% do PIB (Gráfico 5). Segundo Lenain e Bartoszuk (2000), o alto volume de impostos da economia polonesa pode ser explicado, principalmente, pelo elevado nível de gastos públicos com previdência social. Em outras palavras, a alta carga de impostos se faz necessária para sustentar os altos gastos primários do governo.

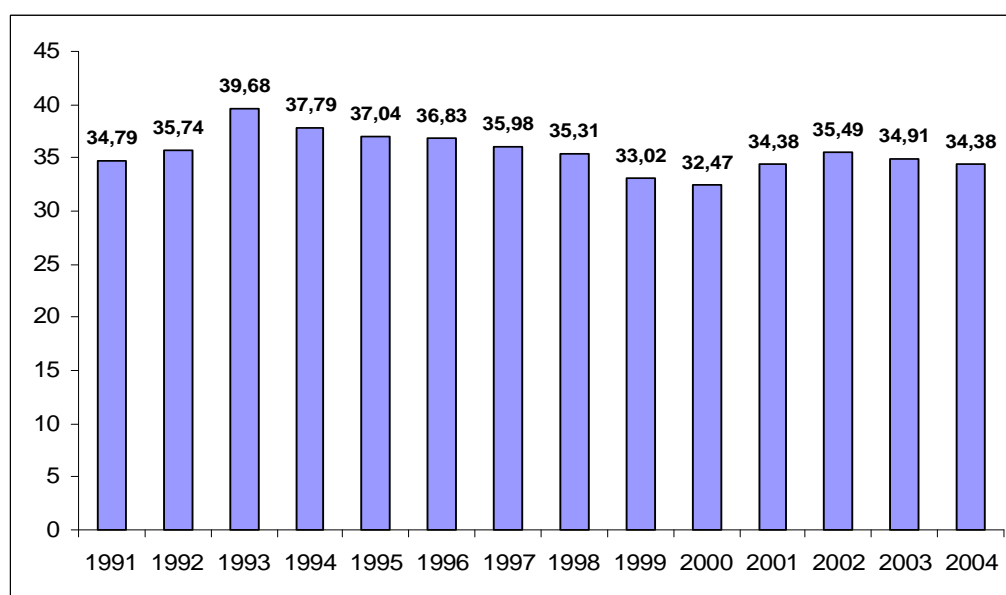
Tendo em vista os resultados acima mencionados, autores como Rozkrut (2003) e Burns e Yoo (2002) enfatizam a necessidade de um maior aperto fiscal por parte do governo polonês. De acordo com Rozkrut (2003), especialmente após a entrada na União Européia, a Polônia deveria aplicar uma restrição maior à sua política fiscal, em busca de menores índices de déficit público. Burns e Yoo (2002) apontam para a necessidade de se estruturar um orçamento público plurianual, com o intuito de possibilitar ao gestor público uma análise das conseqüências de longo prazo de suas decisões de gastos.

### *Dívida Pública*

Conforme visto acima, apesar do elevado déficit público, a Polônia apresenta um nível relativamente baixo e decrescente dos gastos com encargos financeiros da dívida pública.

Após o fim do regime socialista, a dívida pública polonesa passou por mudanças bastante significativas. A relação dívida pública/PIB, que em 1990 ultrapassava 90%, iniciou uma trajetória decrescente, a partir de 1993 (Gráfico 6). Em 2005, a relação dívida pública/PIB foi da ordem de 45%, e atualmente o governo procura manter um rígido controle sobre o nível de endividamento, por meio da instauração de um limite máximo de 60% para a relação dívida pública/PIB, previsto no Tratado de Maastricht<sup>31</sup> e garantido pelo governo polonês, a partir da Lei das Finanças Públicas<sup>32</sup>.

**Gráfico 5 - Carga Tributária - Polônia (em % do PIB)**



Fonte: OCDE

Na Polônia, o endividamento do setor público se encontra altamente concentrado no governo central. Cerca de 95% do total de endividamento corresponde à dívida do Tesouro

<sup>31</sup> O Tratado de Maastricht, que regulamentou a formação da União Européia, impõe regras fiscais aos países membros, de modo a conter a geração de déficits públicos excessivos e garantir a sustentabilidade financeira dos governos.

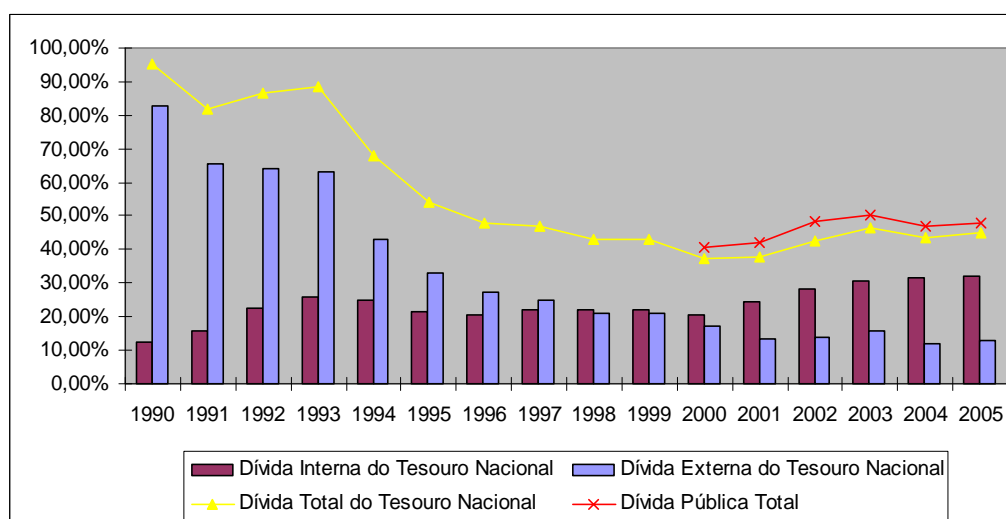
<sup>32</sup> Através da Lei das Finanças Públicas, o governo da Polônia estabelece regras para garantir o limite constitucional da relação dívida/PIB. Caso o nível de endividamento em relação ao PIB se situe entre 50% e 55% no ano X, a razão entre o patamar do déficit público e o nível de arrecadação previsto no ano X+2 não pode ser superior ao ano X+1. Além disso, a razão déficit público/nível de arrecadação para o ano X+2 deve ser o valor limite para a razão déficit público/nível de arrecadação dos governos locais para o ano X+2. Caso o nível de endividamento represente entre 55% e 60% do PIB no ano X, o nível de déficit público previsto no ano X+2 deve garantir uma queda da relação dívida pública/PIB, em comparação com o ano X. Nesse cenário, os governos locais também passam a apresentar um limite de déficit público para o ano X+2. Ademais, o Conselho de Ministros elabora uma proposta corretiva no sentido de reduzir o nível de endividamento. Por fim, caso a razão dívida pública/PIB no ano X aponte um valor igual ou superior a 60%, os orçamentos dos governos central e locais devem, no mínimo, constar um balanço equilibrado no ano X+2. Além disso, ainda ficam estabelecidas proibições quanto a concessão de novas obrigações e o Conselho de Ministros apresenta um plano corretivo ao Parlamento, com o intuito de implementar ações que visem a reduzir o nível de endividamento (Poland, 2006b).



Nacional (*State Treasury*)<sup>33</sup>. Por sua vez, o componente de maior peso na dívida do Tesouro Nacional, refere-se aos títulos públicos emitidos em mercados doméstico e internacional. Tais componentes corresponderam a 89,9% do total da dívida do Tesouro em 2005. Dentre os títulos negociados, destaca-se a grande participação dos títulos emitidos internamente, os quais, em 2005, representaram 78,8% do total dos títulos públicos (Poland, 2005).

O Gráfico 6 demonstra o comportamento recente da dívida pública total e da dívida do Tesouro Nacional da Polônia, no qual se torna evidente a trajetória crescente da dívida pública interna em detrimento à dívida externa. O fim do regime socialista e a consolidação como uma economia de mercado possibilitaram à Polônia a redução da dependência em relação à dívida externa e o desenvolvimento de um mercado doméstico de dívida pública, baseado em títulos emitidos pelo Tesouro Nacional.

**Gráfico 6 - Dívida Pública Total e do Tesouro Nacional – Polônia (em % do PIB)**



Fonte: Ministry of Finance – Poland

O governo polonês, por meio do Tesouro Nacional, possui a disponibilidade de emitir dois grupos de títulos públicos: as Notas do Tesouro (*Treasury Bills*) e as Letras do Tesouro (*Treasury Bonds*). As Notas do Tesouro, criados em maio de 1991, referem-se a títulos de curto prazo, emitidos internamente e vendidos em leilões primários com maturidade inferior a um ano. Já as Letras do Tesouro são títulos de longo prazo de várias modalidades, emitidos no mercado interno ou externo e com maturidade posterior a um ano. Tais papéis podem ser emitidos no varejo, para pequenos investidores (*Retail Bonds*) e, no atacado, através de leilões

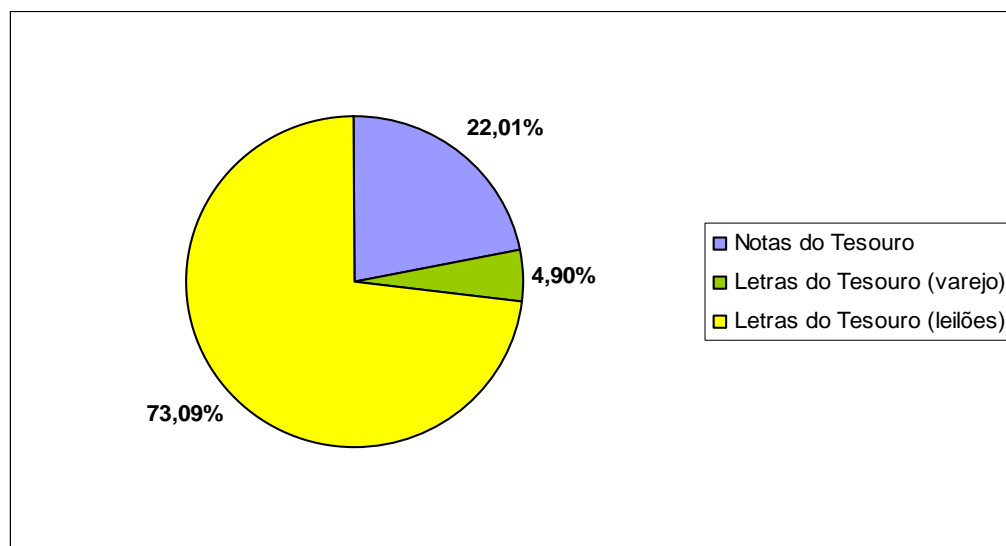
<sup>33</sup> O valor total de endividamento do setor público na Polônia corresponde à dívida do Tesouro Nacional, dos governos locais, do setor de Previdência Social e de outros setores do governo central. Em 2004, o patamar da dívida do Tesouro Nacional correspondeu a 93% do endividamento total e, em 2005, esse valor passou para 94% (Poland, 2005).

(*Wholesale Bonds*). Em 2005, as Letras do Tesouro, emitidas em leilões, representaram 73% dos títulos emitidos para financiamento público no mercado doméstico (Gráfico 7).

Conforme Stopyra, Trzecinska e Grat (2002), Garcia e Salomão (2006) e Poland (2005), as Letras do Tesouro polonês, emitidos em mercado doméstico, dividem-se em:

- a) Títulos de renda fixa: títulos prefixados, com maturidade mínima de dois, e máxima de vinte anos;
- b) Títulos de renda variável: papéis com rentabilidade em função das taxas de juros correntes, com maturidade de três e cinco anos;
- c) Títulos de poupança: títulos de renda fixa ou indexados ao índice de preços ao consumidor (CPI), com maturidade mínima de quatro anos e emitidos, exclusivamente, para a venda no varejo;
- d) Títulos indexados à inflação: títulos indexados à taxa de inflação e com maturidade de doze anos;
- e) Títulos não comercializáveis: títulos emitidos com o objetivo de financiar medidas específicas do governo. Tais papéis não são comercializados no mercado primário.

**Gráfico 7 - Títulos emitidos para financiamento público no mercado doméstico em 2005  
– Polônia (em %)**

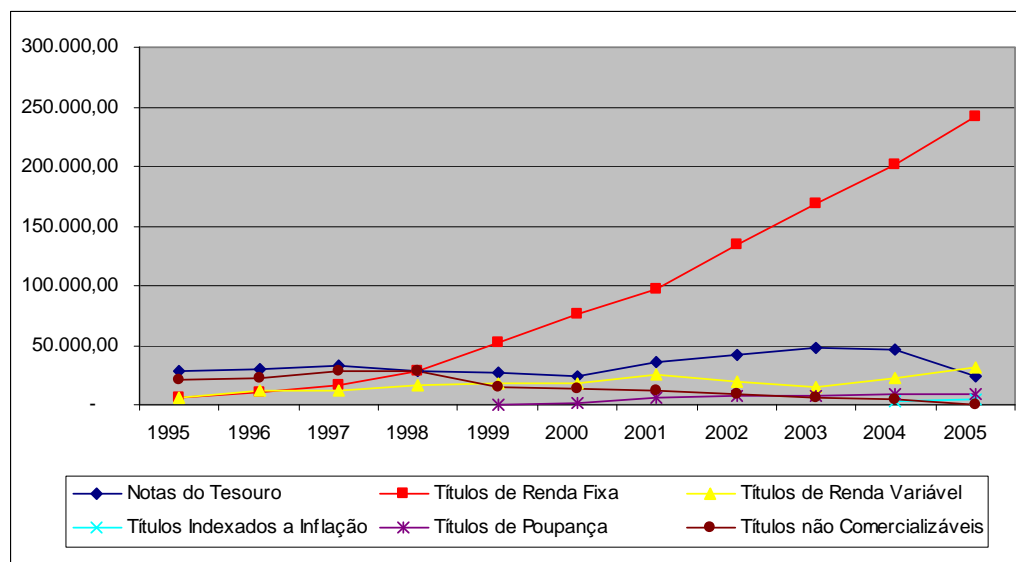


Fonte: Ministry of Finance – Poland

Através do Gráfico 8, observa-se a grande parcela de papéis prefixados, que, ao longo do período recente, elevaram, de forma considerável, sua participação no padrão de endividamento público polonês, o que, segundo Garcia e Salomão (2006), foi possibilitado a partir da queda dos índices inflacionários. Ademais, especificamente em 2005, nota-se uma

queda acentuada da participação das Notas do Tesouro e um pequeno aumento dos títulos indexados à taxa de juros variável e dos títulos indexados à taxa de inflação.

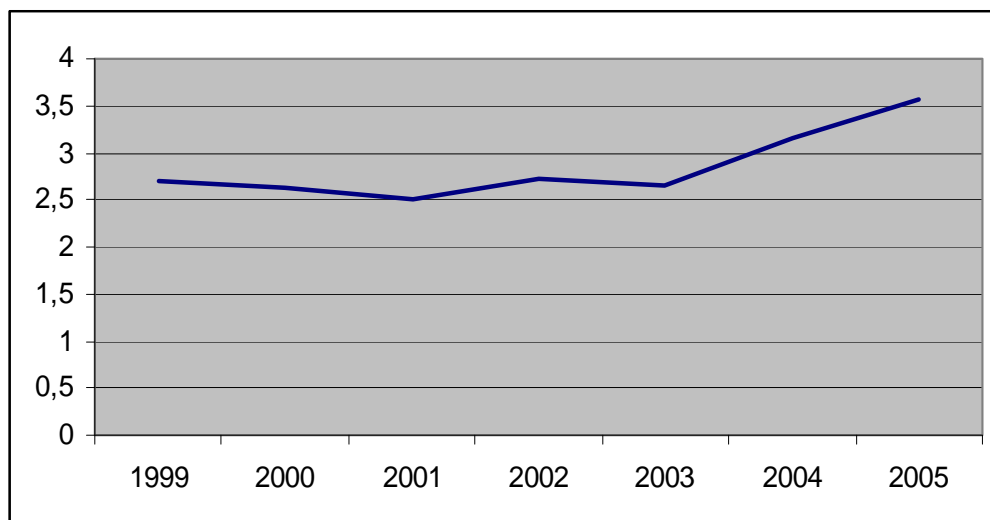
**Gráfico 8 - Dívida Mobiliária Interna do Tesouro Nacional por tipo de instrumento – Polônia (em milhões de PLN)**



Fonte: Ministry of Finance – Poland

Além de modificar a composição de endividamento público, a Polônia incrementou a maturidade média de sua dívida. Notadamente, entre 2003 e 2005, a maturidade média da dívida interna comercializável sofreu um significativo aumento, quando passa de 2,66 anos em 2003, para 3,57 anos em 2005 (Gráfico 9). Tal incremento pode ser justificado pela queda do estoque de Notas do Tesouro com maturidade inferior a um ano, pelo aumento dos lançamentos de títulos de médio e longo prazo e pelos leilões de troca de títulos com vencimento em 2006 (Poland, 2006a).

Cabe destacar ainda a parcela da dívida pública polonesa em poder de investidores estrangeiros. No final de 2005, a participação dos estrangeiros detentores de títulos públicos poloneses representava cerca de 42% do total da dívida do Tesouro Nacional. Nesse sentido, as Letras do Tesouro se destacam como os papéis mais demandados por residentes estrangeiros, o que, por sua vez, também contribui para o incremento da maturidade média da dívida polonesa.

**Gráfico 9 - Maturidade Média da Dívida Interna Comercializável – Polônia (em anos)**

Fonte: Ministry of Finance - Poland

### 2.2.2. Hungria

#### *Resultados Fiscais*

Assim como a Polônia, a Hungria apresenta um elevado patamar de gastos públicos, quando comparado a nações com níveis semelhantes de renda per capita. Sobretudo, após o fim do regime socialista, o setor público húngaro mantém um papel significativo na sustentação das taxas de crescimento econômico. A partir de 1995, com a adoção de um ajuste fiscal e a expectativa de entrada na União Européia<sup>34</sup>, o governo húngaro passa a buscar um maior equilíbrio orçamentário de longo e médio prazo, por meio da redução dos gastos públicos.

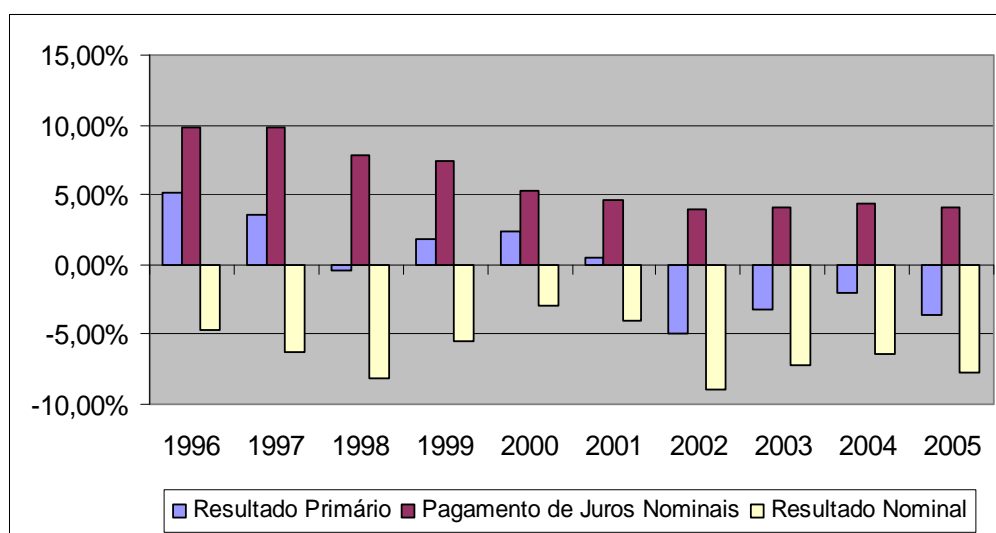
O ajuste fiscal realizado em março de 1995, sob a denominação “pacote Bokros”, em referência ao então Ministro das Finanças, Lajos Bokros, consistiu em um amplo corte de despesas públicas, aumento da arrecadação federal e desvalorização da moeda local. Apesar de as medidas adotadas se mostrarem altamente impopulares<sup>35</sup>, os resultados fiscais apresentaram uma sensível melhora, em especial, quanto aos gastos primários. A partir de então, entre 1996 e 2001, o orçamento público da Hungria começou a gerar freqüentes superávits primários, exceto no ano de 1998, quando o resultado primário apresentou um

<sup>34</sup> Conforme visto anteriormente, a entrada da Hungria na União Européia ocorreu em 2004, juntamente com Polônia; Chipre; Eslováquia; Eslovênia; Estônia; Hungria; Letônia; Lituânia; Malta e República Tcheca.

<sup>35</sup> Conforme LeLoup et al. (1998), dentre as medidas impopulares adotadas pelo plano, destacam-se as tarifas sobre importações e sobre estudantes, além de cortes em investimentos, em programas de assistência familiar e nos orçamentos de universidades.

déficit de 0,40% do PIB, em grande parte devido à adoção da reforma previdenciária, que, de acordo com Brixi, Papp e Schick (1999), proporcionou um aumento temporário do déficit público<sup>36</sup>. No entanto, a deterioração dos resultados fiscais após 2002 evidenciou a fragilidade das medidas adotadas (Gráfico 10).

**Gráfico 10 - Resultado Primário, Pagamento de Juros Nominais e Resultado Nominal - Hungria (em % do PIB)\***



\* (-) déficit e (+) superávit

Fonte: Ministry of Finance – Hungary

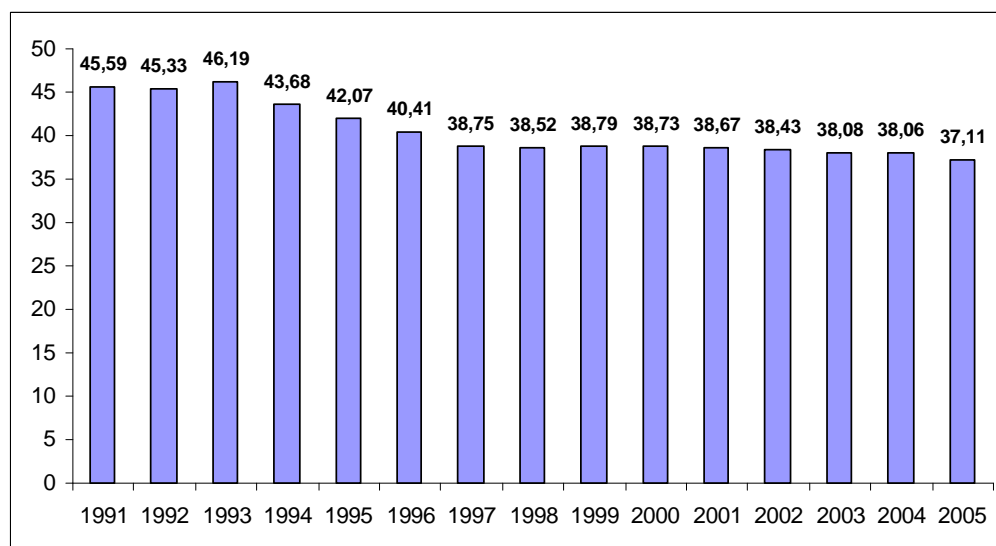
Apesar da deterioração do resultado primário a partir de 2002, as quedas dos índices inflacionários e da taxa de juros contribuíram para a redução dos gastos com pagamento de juros nominais. Tais desembolsos representam, atualmente, cerca de 4% do PIB, sendo que em 1996 e 1997, os gastos com o pagamento de juros nominais atingiram cerca de 10% do PIB. Embora o país apresente um volume de gastos não muito reduzido com o pagamento de juros da dívida pública, a deterioração fiscal da Hungria se mostra altamente relacionada aos elevados déficits primários, o que impossibilita uma redução dos resultados nominais deficitários.

Com o intuito de financiar tais déficits fiscais, o setor público húngaro mantém uma alta carga tributária, na ordem de 37% do PIB (Gráfico 11), o que contribui para a geração de expectativas negativas em termos de crescimento econômico. Dessa forma, assim como na

<sup>36</sup> O país foi o primeiro, dentre as economias em transição para uma economia de mercado, a adotar uma ampla reforma do sistema previdenciário. Para detalhes sobre a reforma da previdência na Hungria, ver Rocha e Vittas (2002).

Polônia, o alto patamar da carga de impostos se justifica, principalmente, pelo elevado volume de gastos primários.

**Gráfico 11 - Carga Tributária - Hungria (em % do PIB)**



Fonte: OCDE

### *Dívida Pública*

Quanto ao nível de endividamento público, a Hungria possui uma dívida pública concentrada em papéis emitidos no mercado doméstico. O fim do regime socialista e as reformas adotadas a partir de 1995 contribuíram para a consolidação de um padrão de financiamento público baseado em dívida pública doméstica. Na Hungria, a dívida do setor público consolidado atinge cerca de 60% do PIB (Gráfico 12), e a maior parcela de tal endividamento, relaciona-se à dívida do governo central, que representa 93% da dívida total e 58% do PIB. Por sua vez, dentre a dívida do governo central, 71% referem-se à dívida interna, com grande participação da dívida mobiliária, ou seja, títulos públicos emitidos pelo governo central, os quais respondem por 99% do nível total de endividamento interno em 2005<sup>37</sup> (Government Debt Management Agency – Hungary, 2007).

No Gráfico 12, é possível observar o comportamento recente do endividamento público da Hungria. Primeiramente, cabe destacar a trajetória da dívida total do governo central. No início da década de noventa, tal endividamento se eleva de forma significativa, e atinge quase 90% do PIB em 1993. A partir desse momento, no entanto, a dívida pública mantém uma trajetória de queda. Com ênfase no período entre 1995 e 1997, Barabás, Hamecz

<sup>37</sup> O restante da parcela da dívida interna refere-se a empréstimos diretos.

e Neményi (1999) afirmam que, além da queda das taxas de juros e da recuperação do crescimento econômico, colaboraram para a redução da dívida pública no período, as receitas com privatizações, os significativos superávits primários de 1996 e 1997 e a melhora na estrutura de endividamento.

Ainda em relação ao Gráfico 12, nota-se um crescimento da dívida interna em detrimento à dívida externa, basicamente impulsionado pela emissão de títulos públicos, que, durante a década de 90, se consolidam como instrumento de financiamento do setor público<sup>38</sup>.

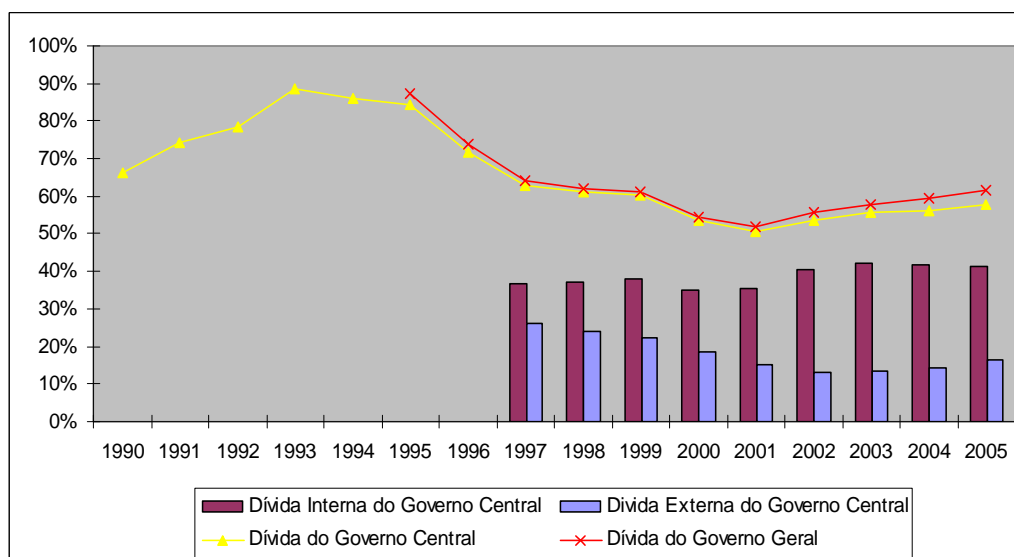
Os principais títulos domésticos emitidos pelo governo central da Hungria em poder do mercado, de acordo com Government Debt Management Agency – Hungary (2007) são:

- a) Títulos de renda fixa: títulos emitidos a taxas fixas com maturidades de três, cinco, dez e quinze anos;
- b) Títulos de renda variável: títulos de renda variável, que não são mais emitidos pelo governo federal desde 2001;
- c) Notas de renda fixa: títulos de renda fixa, criados em 1988, com o intuito de atrair o pequeno investidor;
- d) Notas de desconto: títulos com maturidade entre três, seis e doze meses e emitidos em leilões a uma determinada taxa de desconto;
- e) Notas de poupança do Tesouro: títulos emitidos a partir de 1995, cuja maturidade varia entre um e dois anos. As Notas de poupança do Tesouro são negociados por meio do serviço postal da Hungria.

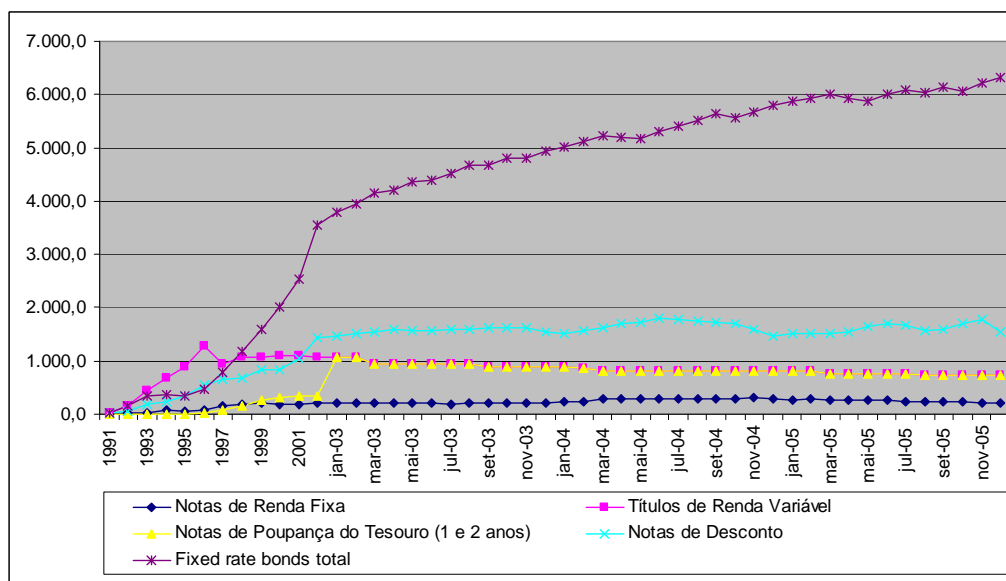
O Gráfico 13 apresenta a trajetória recente da dívida mobiliária húngara, por tipo de instrumento. Inicialmente, entre 1993 e 1996, tem-se um crescente lançamento de papéis de renda variável de curto prazo. Segundo Barabás, Hamecz e Neményi (1999), tais emissões se destacaram em função da falta de confiança inicial no mercado de títulos do governo. Após 1996, com as medidas de ajuste fiscal e a maior credibilidade dos papéis do governo, o mercado doméstico de títulos públicos se desenvolve, e os títulos de rendimento prefixado passam a ser predominantes.

---

<sup>38</sup> Até 1992, o Banco Central da Hungria tinha a disponibilidade de financiar o governo, de modo que o orçamento público contava, de certa forma, com crédito ilimitado por parte do Banco Central. Porém, após a aprovação da Lei do Banco Central de 1991, introduzido a partir de 1992, o padrão de financiamento dos déficits incorridos pelo setor público passou por algumas modificações. Dentre as alterações, destacam-se: o financiamento do setor público deveria ser realizado exclusivamente através do mercado, por meio do lançamento de títulos públicos; o financiamento realizado através do Banco Central seria limitado e as compras dos títulos do governo seriam realizadas por investidores, com base em decisões próprias de investimentos (Barabás, Hamecz e Neményi, 1999).

**Gráfico 12 - Dívida Pública Total e do Governo Central – Hungria (em % do PIB)**

Fonte: Ministry of Finance e Government Debt Management Agency – Hungary

**Gráfico 13 - Dívida Mobiliária Interna do Governo Central por tipo de instrumento – Hungria (em bilhões de HUF)**

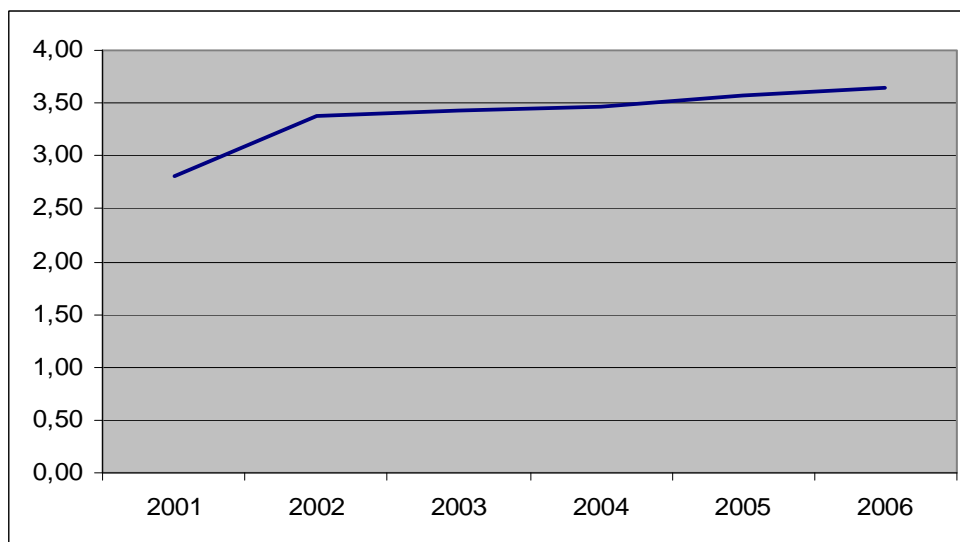
Fonte: Government Debt Management Agency – Hungary

Além de apresentar uma estrutura de endividamento predominantemente prefixada, os títulos públicos emitidos pelo governo húngaro possuem maturidade média relativamente elevada. Em 2006, a maturidade média dos títulos em moeda doméstica atingiu 3,64 anos (Gráfico 14). A elevação da maturidade foi beneficiada, em grande parte, pelo lançamento dos títulos prefixados de 15 anos, a partir de novembro de 2001. Ademais, é importante destacar a alta parcela de estrangeiros detentores de títulos públicos da Hungria. No final de 2005, aproximadamente 27% do total de títulos domésticos se encontravam em poder de



investidores estrangeiros, os quais detêm mais de 35% dos títulos de longo prazo emitidos pelo governo central.

**Gráfico 14 - Maturidade Média dos Títulos Domésticos - Hungria (em anos)**



Fonte: Government Debt Management Agency – Hungary

### 2.2.3. México

#### *Resultados Fiscais*

Após a crise cambial de 1994, o México passou a contar com um regime fiscal mais rígido, por meio da geração de constantes e elevados superávits primários. Principalmente em 1995, o valor do superávit primário, descontando-se o pagamento com encargos financeiros da dívida pública, chegou a 4,7% do PIB. A partir de então, o resultado primário positivo se reduz, juntamente com um aumento do déficit nominal, em grande parte, como resultado de um aumento das despesas financeiras e dos gastos com políticas de desenvolvimento social, em especial, com educação e previdência social, os quais, em 2005, representaram cerca de 60% do gasto orçamentário programado total<sup>39</sup>. Recentemente, porém, o resultado nominal vem diminuindo seu nível deficitário, o que proporciona a expectativa da geração de superávits nominais a partir de 2006<sup>40</sup> (Gráfico 15). Conforme Cysne e Sobreira (2007),

<sup>39</sup> No balanço orçamentário do setor público mexicano, os gastos se dividem entre gastos programados, que incluem gastos correntes e de capital, e não programados, que representam o custo financeiro da dívida pública e as participações de estados e municípios.

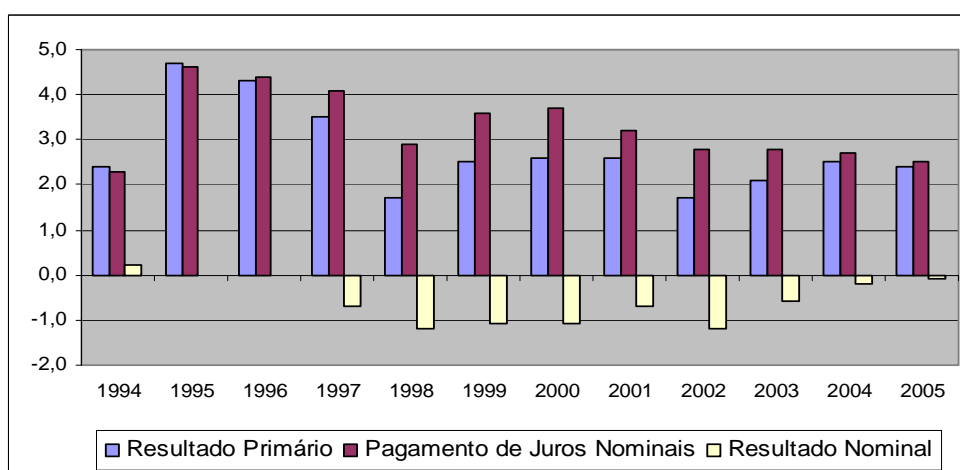
<sup>40</sup> O déficit público nominal mexicano, considerado tradicional, não incorpora algumas operações extra-orçamentárias. A incorporação dessas operações se deu a partir de 2001, quando o país passou a publicar as

notadamente, a partir da promulgação da Lei Federal de Orçamento e Responsabilidade Fiscal em 2006, o país passou a contar com uma política de metas fiscais em relação ao déficit nominal.

Além da adoção de maior austeridade fiscal, a melhora dos resultados nominais vem sendo favorecida pela redução dos desembolsos com juros da dívida pública. Após 1995, com a queda da inflação e da taxa de juros, os pagamentos com encargos financeiros decrescem de maneira significativa, e passam de 4,6% do PIB, em 1995, para 2,5%, em 2005. Assim, os resultados fiscais positivos apresentados recentemente pelo México se mostram, em grande parte, influenciados pela geração de superávits primários e pelos baixos níveis de pagamentos com encargos da dívida pública.

Diante dos bons resultados quanto às contas públicas, o patamar da arrecadação tributária mexicana se situa entre as mais baixas dentre as economias em desenvolvimento. Durante o período recente, a carga de tributos, como percentual do PIB, situa-se entre 16% e 20% (Gráfico 16). Em relação ao nível de arrecadação do setor público mexicano, cabe salientar a importância da arrecadação dos direitos pela extração de petróleo. Nesse sentido, o valor da arrecadação federal tende a se elevar quando há um maior volume de extração e quando o preço do petróleo se encontra em alta.

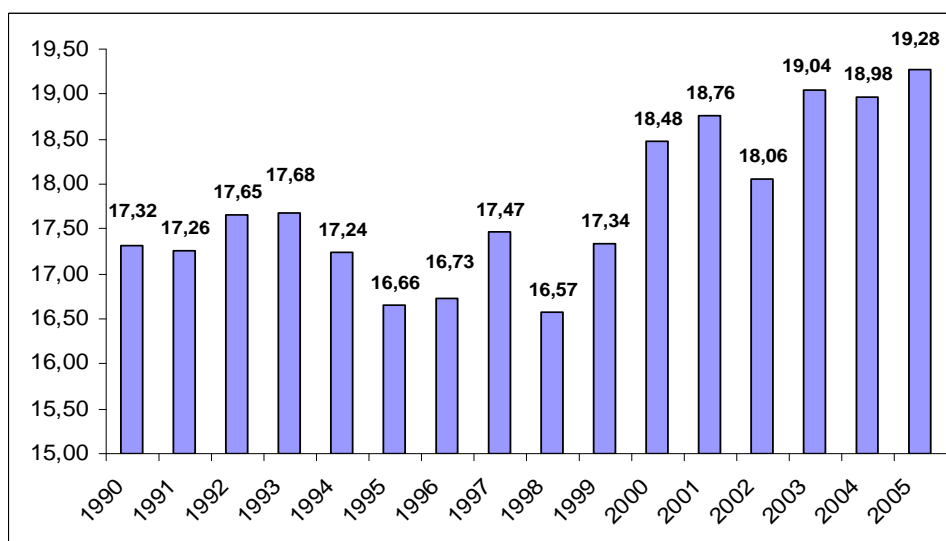
**Gráfico 15 - Resultado Primário, Pagamento de Juros Nominais e Resultado Nominal – México (em % do PIB)**



\* (-) déficit e (+) superávit

Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público – México

Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), em acordo com o FMI. A publicação por meio das NFSP apresenta maior deterioração das contas públicas quando comparado a publicação do déficit nominal tradicional. Porém, a diferença entre ambos vem caindo ao longo dos últimos anos. Em 2005, o déficit nominal tradicional apontou um déficit de 0,1% do PIB, e o resultado a partir das NFSP apontou um déficit da ordem de 1,4%. Ver detalhes em Cysne e Sobreira (2007).

**Gráfico 16 - Carga Tributária – México (em % do PIB)**

Fonte: OCDE

### *Dívida Pública*

Historicamente, o México é caracterizado por grandes dificuldades associadas à dívida externa e à seus elevados custos fiscais<sup>41</sup>. Recentemente, entretanto, o quadro se alterou e a ênfase em relação à dívida pública interna se tornou mais evidente<sup>42</sup>.

Durante a eclosão da crise cambial de 1994, diante de um cenário de alta instabilidade macroeconômica, a dívida pública externa, como percentual do PIB, obteve um crescimento considerável, uma vez que, os títulos públicos em moeda estrangeira se apresentavam como um seguro frente às turbulências no cenário econômico. Contudo, a partir de 1995, a dívida externa demonstra uma trajetória decrescente, ao passo que a dívida interna cresce de maneira contínua. Após 2001, a relação dívida interna/PIB ultrapassa a relação dívida externa/PIB (Gráfico 17).

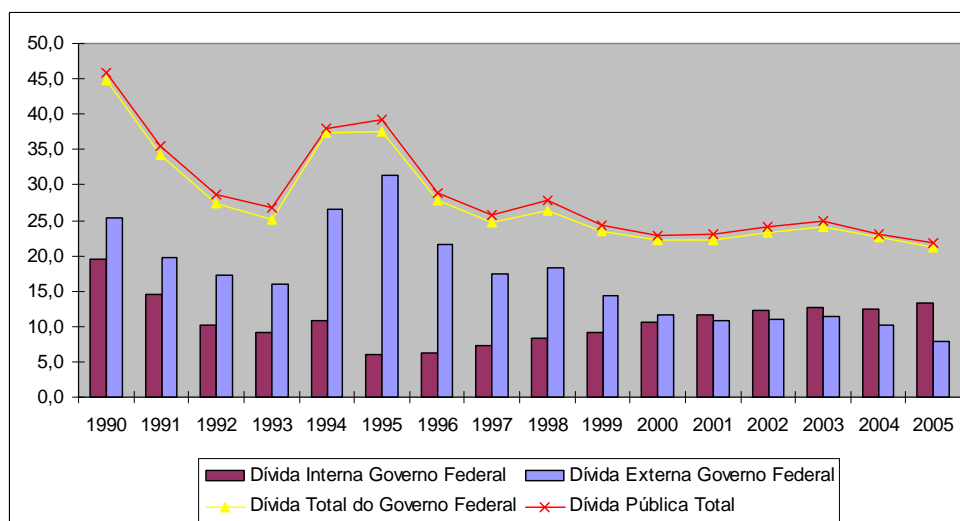
A dívida pública no México inclui a dívida interna e externa do governo federal, de organismos e empresas controladas pelo setor público e do Banco de Desenvolvimento. Entretanto, assim como na Polônia e na Hungria, grande parte do nível de endividamento mexicano se concentra no governo federal. Em dezembro de 2006, 96% do total da dívida do setor público correspondia a dívidas da União. Por sua vez, dentre a dívida do governo federal, conforme visto destaca-se o nível de endividamento interno, que compreende os

<sup>41</sup> Para detalhes sobre a dívida externa mexicana e seu crescimento explosivo durante a década de oitenta, ver Dornbusch, Vinals e Portes (1988).

<sup>42</sup> Em 1988, o México passou por uma ampla renegociação da dívida externa, o que contribuiu para sua trajetória de queda.

títulos públicos emitidos pelo governo, o Fundo de Poupança do Sistema de Poupança para a Aposentadoria (SAR), as dívidas assumidas e outras.

**Gráfico 17 - Dívida Pública Total e do Governo Federal – México (em % do PIB)**



Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público – México

A dívida interna composta por títulos públicos responde pela maior parcela do endividamento interno do governo federal - cerca de 95%. Conforme Garcia e Salomão (2006) e Sidaoui (2002), dentre os títulos domésticos do governo mexicano, destacam-se:

- a) Cetes: títulos de renda fixa, criados em 1978, como o primeiro título emitido no mercado doméstico e com maturidade inferior a um ano;
- b) Bondes: títulos de renda variável com maturidade de três a cinco anos;
- c) Bonos: títulos de renda fixa com maturidade de três, cinco e dez anos;
- d) Udibonos: títulos indexados à taxa de inflação com maturidade de cinco e dez anos<sup>43</sup>;
- e) Tesobonos: títulos de curto prazo, indexados ao dólar e que, em 1996, tiveram a emissão suspensa.

É importante ressaltar ainda que, a partir de 2000, o Banco do México passou a emitir títulos próprios, por meio do lançamento dos *Bonos de Regulación Monetária del Banco de México* (BREMS), com o intuito de atuar como instrumento de política monetária na esterilização dos efeitos do aumento de reservas internacionais<sup>44</sup> (Sidaoui, 2002).

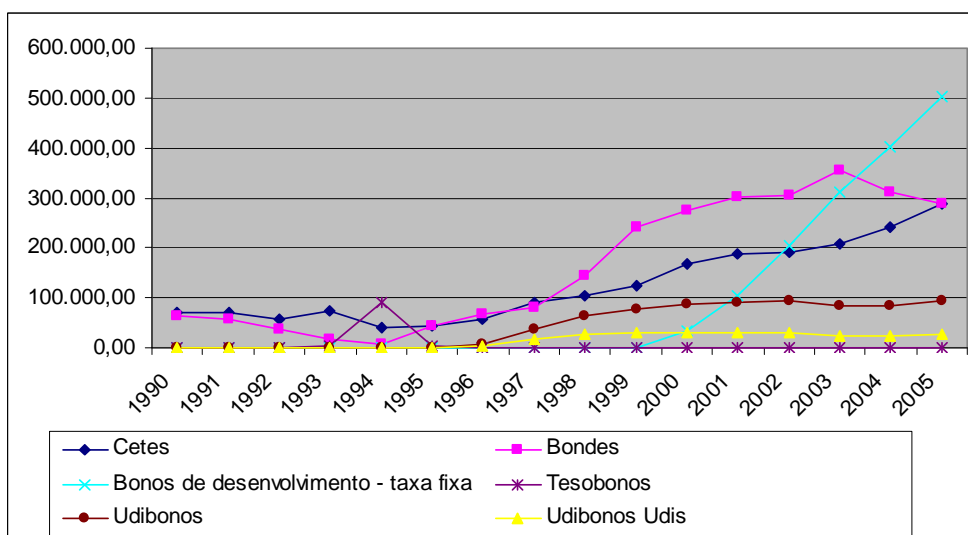
<sup>43</sup> De acordo com Trillo e Villagomez (2001), os Udibonos seguem o modelo chileno de indexação à inflação. A experiência chilena de indexação dos títulos públicos à taxa de inflação pode ser identificada em Cifuentes, Desormeaux e González (2000).

<sup>44</sup> Para detalhes sobre a colocação dos BREMS, ver Banco do México (2001). Em 2006, o estoque de BREMS em poder do público foi de \$111 bilhões de pesos.

O Gráfico 18 mostra o comportamento recente dos títulos emitidos internamente pelo governo federal. Primeiro, nota-se um aumento da utilização do mercado doméstico de títulos públicos, no período posterior à crise de 1994. Conforme mencionado anteriormente, após 1995, a dívida pública interna passa a apresentar uma trajetória crescente, o que comprova o desenvolvimento de um novo padrão de endividamento, baseado em títulos públicos domésticos.

Com a eclosão da crise de 1994, é possível observar o aumento do lançamento dos Tesobonos, ou seja, em períodos de crise e maior instabilidade macroeconômica, o governo federal intensificou o lançamento de títulos indexados ao dólar. Além disso, a partir de 1995, com a queda da inflação e da taxa de juros e com o maior desenvolvimento do mercado de títulos públicos domésticos, destacam-se os lançamentos de Bondes, CETES e Udibonos. No ano de 2000, inicia-se a emissão de Bonos prefixados, que a partir de 2004, representam a maior parcela dentre os papéis denominados em moeda doméstica. O desenvolvimento de um mercado doméstico de títulos públicos no México também foi amplamente favorecido pelo aumento de investidores estrangeiros em papéis do governo. Na atualidade, cerca de 10% dos papéis do governo não detidos pelo setor bancário<sup>45</sup> se encontram em poder de estrangeiros; patamar bem acima de 2002, quando tal parcela representava apenas 2%.

**Gráfico 18 - Dívida Interna do Governo Federal por tipo de instrumento – México (em milhões de pesos)**

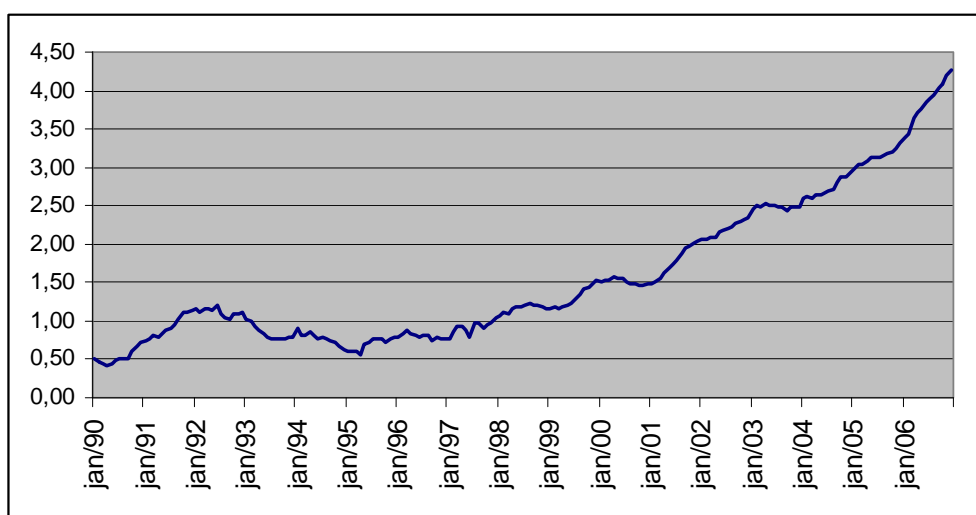


Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público – México

<sup>45</sup> Os títulos domésticos emitidos pelo governo mexicano são detidos pelo setor bancário, pelo setor não bancário e pelo Banco Central do México. Com participação de 86%, o setor não bancário detém a maior parcela dos papéis.

Além de modificar a composição de endividamento após a crise de 1994, o governo mexicano elevou, consideravelmente, a maturidade média da dívida pública interna, conforme se observa no Gráfico 19. No início da década de noventa, a maturidade média da dívida pública interna mexicana se apresentava em elevação. Porém, com a crise cambial e a deterioração do padrão de endividamento, essa trajetória de alta é interrompida. A partir de 1995, no entanto, torna-se evidente o comportamento crescente da maturidade média, que passa de pouco mais de 200 dias em janeiro de 1995 para cerca de 1500 dias, ou 4,27 anos, em dezembro de 2006. Tal incremento tornou-se possível a partir dos lançamentos crescentes de Bondes, Bonos e Udibonos, cujas maturidades mínimas são de três anos<sup>46</sup>.

**Gráfico 19 - Maturidade Média da Dívida Interna - México (em anos)**



Fonte: Banco de México

### 2.3. Considerações Finais

A partir do estudo das evidências internacionais, pôde-se notar a grande preocupação em torno do equilíbrio das contas públicas e dos atuais níveis de endividamento público em países em desenvolvimento que adotam regime de metas de inflação. Dentre as economias estudadas, o México é o país que mais se destaca em termos de contenção fiscal. O país apresenta um baixo volume de déficit público, com expectativa de geração de superávits nominais para os próximos anos, o que contribui para que a economia mexicana apresente uma carga tributária consideravelmente baixa, em especial se comparada a outras economias em desenvolvimento. Por sua vez, Polônia e Hungria vêm adotando medidas a fim de conter o

<sup>46</sup> Cabe destacar que, a partir de 1999, o aumento da maturidade média também foi favorecido pela emissão de Udibonos de dez anos.

aumento do déficit público, bem como de proporcionar a sua redução a partir da contenção dos gastos primários. Tanto na Polônia quanto na Hungria, o peso de gastos primários no resultado nominal deficitário se mostra bastante significativo, quando comparado as despesas financeiras.

Os gastos da Polônia, da Hungria e do México com o pagamento de juros nominais vêm demonstrando uma trajetória decrescente ao longo dos últimos anos, favorecida em grande parte, por uma política de inflação e de taxa de juros declinantes e por uma estrutura de endividamento público favorável. Os países selecionados apresentam uma dívida pública amplamente concentrada em papéis domésticos, prefixados e de longa maturidade. Essas modificações, em suas respectivas estruturas de endividamento, foram realizadas após as economias enfrentarem graves crises financeiras ao longo da segunda metade da década de noventa. A partir daquele momento, Polônia, Hungria e México iniciaram uma trajetória de redução das dívidas públicas, ao mesmo tempo em que desenvolviam um mercado doméstico de títulos públicos, baseado em papéis mais favoráveis de longo prazo.

### **3. POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: UMA ANÁLISE PÓS-PLANO REAL**

O debate atual relativo à dívida pública brasileira e aos seus efeitos sobre as contas do setor público e sobre o crescimento econômico vem proporcionando importantes avanços. As justificativas para tal fato apontam para o elevado patamar das despesas financeiras do setor público, que, ao longo dos últimos anos, ultrapassa 6% do PIB. Nesse sentido, a dívida líquida do setor público (DLSP) no Brasil atinge, atualmente, cerca de 45% do PIB, e a maior parcela de tal grandeza se concentra em dívida mobiliária federal interna (DPMFi), ou seja, títulos emitidos pelo setor público em moeda doméstica, com o intuito de financiar déficits orçamentários e de atuar como instrumento de política monetária.

No período recente, grande parte da dívida mobiliária se concentra em títulos públicos pós-fixados de curto prazo, em poder de mercado e indexados à taxa básica de juros. Tal composição de endividamento, aliada a taxas de juros elevadas, dificulta a atuação de uma política fiscal ativa, visto que, para efetuar o pagamento de serviços da dívida, o setor público realiza altos superávits primários e compromete a execução de gastos com políticas sociais e, principalmente, com investimentos em infra-estrutura. O desembolso com despesas financeiras é tão elevado que, apesar dos altos níveis de superávits primários, não é possível evitar que o setor público apresente freqüentes déficits nominais.

Baseado nesse cenário e na grande dificuldade na obtenção de maiores taxas de crescimento e de desenvolvimento econômico no país, este capítulo tem por objetivo atualizar o panorama da dívida pública no Brasil, com ênfase em seus efeitos, em termos de contas públicas e política fiscal. Os altos custos gerados pelo estoque da dívida mobiliária dificultam o aumento das despesas com políticas sociais e com infra-estrutura e o uso de uma política fiscal anticíclica em períodos de baixo crescimento econômico. O capítulo está dividido em quatro seções, além desta introdução. A seção 1 apresenta um breve histórico da dívida mobiliária no Brasil, com ênfase no período de implantação do Plano Real, quando se observou um aumento considerável da dívida pública e dos gastos do setor público. Na seção 2, destaca-se a mudança do regime de política fiscal e monetária, a partir da adoção da Lei da Responsabilidade Fiscal, da geração de elevados superávits primários e do regime de metas de inflação. Na seção 3, analisa-se o panorama atual da dívida pública e dos gastos públicos no Brasil. As considerações finais encontram-se na seção 4.



### 3.1. Dívida Mobiliária no Brasil: antecedentes e crescimento pós-Plano Real (1994-1998)

No Brasil, o mercado de títulos públicos se desenvolveu a partir das reformas monetária e financeira do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), durante o governo Castelo Branco, com o intuito de auxiliar no financiamento do setor público<sup>47</sup>. Durante o período, os altos patamares inflacionários dificultavam o lançamento de títulos públicos, uma vez que a variação do nível de preços comprimia a rentabilidade dos papéis. A partir deste fato, em 1964, o governo instituiu o mecanismo da correção monetária, por meio da criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), o que proporcionou o surgimento de um mercado formal de títulos públicos no Brasil (Andima, 1993).

Durante os anos setenta, com a consolidação do mercado de títulos públicos e a institucionalização do mercado aberto, intensifica-se o papel da dívida pública como instrumento de política monetária, especialmente, a partir do lançamento das Letras do Tesouro Nacional (LTN) e das Letras do Banco Central (LBC), que, posteriormente, seriam substituídas pelas Letras Financeiras do Tesouro (LFT).

No início dos anos oitenta, frente às crises do petróleo e da dívida externa, as taxas de juros se elevam de forma significativa e causam um impacto direto sobre os encargos da dívida pública. Como resultado desse aumento das despesas financeiras, o governo incorre em constantes déficits públicos, o que evidencia o seu caráter notadamente financeiro. Com base nesse aspecto, Bresser-Pereira e Dall'Acqua (1987) argumentam que os efeitos gerados por um aumento do déficit público, ocasionado pelo elevado pagamento de juros (déficit financeiro), tendem a diferir dos efeitos gerados por um aumento do déficit público resultante da elevação das compras e dos gastos do governo (déficit não financeiro). Um déficit público conseqüente do pagamento de juros da dívida pública não apresenta um efeito direto sobre a demanda agregada, já que os principais detentores de títulos públicos são bancos e grandes empresas, o que diminui o estímulo sobre o consumo.

Com o início do Plano Real, os déficits públicos se ampliam e contribuem para o aumento da dívida pública. Ademais, em virtude das políticas adotadas a fim de manter a estabilidade de preços, o lançamento de títulos públicos passa a ter um papel significativo, dada a política de elevadas taxas de juros e a maciça entrada de capitais externos para sustentar o regime de âncora cambial.

---

<sup>47</sup> As reformas monetária e financeira do PAEG possibilitaram também a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil. Sobre o PAEG e suas principais medidas, ver Hermann (2005).

### 3.1.1. Endividamento público pós Plano Real

O Plano Real pode ser considerado de grande sucesso, quanto à estabilidade dos níveis inflacionários<sup>48</sup>. Logo após a implantação do plano, a diminuição do imposto inflacionário proporcionou uma explosão de consumo, notadamente em bens não duráveis<sup>49</sup>. Apesar desse êxito quanto à estabilidade de preços, a política econômica adotada no período provocou a deterioração das contas públicas, bem como a geração de baixos índices de crescimento econômico nos anos seguintes (Tabela 1).

**Tabela 1 - Indicadores Macroeconômicos e Dívida Mobiliária em Poder do Público – Brasil**

	Crescimento do PIB (%)	Taxa de Desemprego Aberta (média anual em %)	IGP (% dez./dez.)	Taxa de Câmbio Média (em reais)	DPMFi/PIB*
1994	5,33	5,1	1093,9	0,64	11,60%
1995	4,22	4,6	14,8	0,92	16,96%
1996	2,15	5,4	9,3	1,01	24,69%
1997	3,38	5,7	7,5	1,08	32,33%
1998	0,04	7,6	1,7	1,16	40,23%
1999	0,25	7,6	20	1,81	42,87%
2000	4,31	7,1	9,8	1,83	46,19%
2001	1,31	6,2	10,4	2,35	50,55%
2002	2,66	11,7	26,4	2,92	38,51%
2003	1,15	12,3	7,7	3,08	41,81%
2004	5,71	11,5	12,1	2,93	39,14%
2005	2,94	9,8	1,2	2,44	45,33%
2006	3,7	10	3,8	2,18	47,08%

\* deflacionado pelo IGP-DI.

Fonte: Ipea – Séries Históricas, Ipeadata.

Durante os primeiros anos do Plano Real, o déficit público no conceito operacional, que diz respeito à diferença entre as receitas e despesas totais do setor público, subtraído pela atualização monetária da dívida pública<sup>50</sup>, passou de um superávit de 1,57% do PIB, em 1994 para um déficit de 7,4% do PIB, em 1998. Além disso, durante a implantação do plano, a dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi), composta por títulos públicos em poder do

<sup>48</sup> Para um debate sobre os principais planos de estabilização implementados no Brasil durante os anos 80 e início dos anos 90, ver Giambiagi et al. (2005).

<sup>49</sup> De acordo com Modenesi (2005), a diminuição da arrecadação do imposto inflacionário beneficia as classes mais baixas, já que em economias com inflação elevada, observa-se a existência de ativos financeiros indexados de curto prazo, que atuam como proteção frente à inflação. Porém, o acesso a tais ativos seria restrito aos indivíduos de classes mais altas. No caso brasileiro, a indexação de curto prazo era realizada via Letras Financeiras do Tesouro (LFT), conforme será visto adiante. Para os efeitos da queda do imposto inflacionário, ver também Ferrari Filho (2001).

<sup>50</sup> O conceito de déficit público utilizado diz respeito às necessidades de financiamento do setor público (NFSP), em acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

mercado<sup>51</sup>, obteve um amplo crescimento com alteração em sua composição. Tal salto da dívida mobiliária deve ser compreendido sob o âmbito das políticas implantadas durante a fase inicial do Real.

Diante do Plano Real, a abertura comercial e a liberalização financeira passaram a cumprir um importante papel na queda da inflação e na sua manutenção em níveis relativamente baixos. O elevado diferencial entre as taxas de juros interna e externa possibilitou uma significativa entrada de capital externo, o que desencadeou o aumento do volume de reservas internacionais e o uso da ancoragem cambial<sup>52</sup>. No entanto, a fim de sustentar o financiamento do Balanço de Pagamentos e a estabilidade inflacionária, criou-se uma armadilha cambial por meio de um aumento da dívida pública. De acordo com Ferrari Filho (2002, p.19), a armadilha em torno da dívida pública constitui:

“(...) a situação na qual a sobrevalorização da taxa de câmbio, aliada à abertura comercial, resultou em recorrentes e crescentes desequilíbrios do balanço de pagamentos em transações correntes. Esses, por sua vez, foram financiados pelo ingresso de capital internacional, predominantemente volátil, atraído pela elevada taxa de juros doméstica. A contrapartida da elevação da taxa de juros foi o crescimento da dívida pública, pressionando, assim, o desequilíbrio do setor público”

Além disso, ao manter os juros elevados e a atração de capital externo, o governo intensificou o uso de políticas de esterilização, através do lançamento de títulos públicos, e possibilitou um amplo crescimento da DPMFi<sup>53</sup>. Tais operações implicaram um elevado custo ao setor público, visto que, a taxa de juros internacional, recebida pelo Tesouro Nacional pela aplicação das reservas cambiais, é consideravelmente inferior aos juros pagos internamente sobre os títulos públicos emitidos<sup>54</sup>.

A situação se agrava com a eclosão de crises em mercados emergentes. Em primeiro lugar, com a crise mexicana em dezembro de 1994, observa-se uma fuga de capitais externos e um pequeno impacto sobre o volume de reservas cambiais da economia brasileira. Em 1997, com a crise asiática e, em 1998, com a crise da Rússia, o governo eleva ainda mais a taxa de

---

<sup>51</sup> O conceito de DPMFi no Brasil refere-se ao passivo em títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, que, a partir de 2002, em acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, ficou impedido de emitir títulos primários, conforme será visto no decorrer do capítulo.

<sup>52</sup> Ver Franco (1995) e Bacha (1997).

<sup>53</sup> As políticas de esterilização dizem respeito à seguinte situação: com a entrada maciça de capitais externos, eleva-se a base monetária e cria-se uma tendência de queda na taxa de juros. Para evitar essa queda e manter a inflação sob controle, o governo interfere no mercado, por meio da venda de títulos públicos com o objetivo de resgatar o excesso sobre a base monetária.

<sup>54</sup> Atualmente, a política de acumulação de reservas por parte do Banco Central vem recebendo críticas, justamente por seu elevado custo fiscal, representado pela diferença entre o patamar de juros internacionais, de cerca de 4%, e a taxa de juros doméstica, na casa dos 11% ao ano em termos nominais.

juros, como forma de minimizar as quedas das reservas internacionais e a conseqüente ameaça à estabilidade de preços. Nesse cenário, a dívida mobiliária modifica sua composição, uma vez que, em meio às crises internacionais, os investidores exigem um montante cada vez maior de títulos públicos pós-fixados, indexados à taxa de câmbio e, principalmente, à taxa de juros básica - Over/Selic, cuja participação relativa na DPMFi passa de 37,8%, em 1995, para 69,1%, em 1998 (Tabela 2). Em outras palavras, frente às constantes crises em mercados internacionais, o governo emite títulos em condições bastante desfavoráveis ao setor público.

**Tabela 2 - Composição da DPMFi em poder do público por indexador entre 1995-1998 – Brasil (participação percentual)\***

	Câmbio	TR	IGP-M	Over/Selic	IGP-DI	Prefixado	TJLP
1995	5,3	9,0	5,3	37,8	-	42,7	-
1996	9,4	7,9	1,8	18,6	-	61,0	1,4
1997	15,4	8,0	0,3	34,8	-	40,9	0,6
1998	21,0	5,4	0,3	69,1	0,1	3,5	0,5

\* Final do período

Fonte: Boletins do Banco Central - Relatório Anual (vários números)

Dentre os títulos públicos indexados ao câmbio e ao Over/Selic, destacam-se, respectivamente, as Notas do Tesouro Nacional (NTN) e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que sucederam as Letras do Banco Central (LBC), criadas em 1986<sup>55</sup>. Notadamente, no caso das LFTs, suas características evidenciam sua emissão em ambientes inflacionários, uma vez que tais papéis atuavam como indexador de curto prazo da economia. De acordo com Nakano (2007, p.10):

“No período em que a taxa de inflação era alta, crescente e instável, a taxa nominal de juros tinha que acompanhá-la, e para evitar perdas ao sistema financeiro e depositantes, foram criados títulos indexados à taxa de juros diária (as LBCs e LFTs). Depósitos com liquidez plena e remunerados diariamente evitaram naquele momento corrida para o dólar e bens e ativos reais e, portanto, a hiperinflação aberta”

Apesar de serem títulos característicos de ambientes inflacionários, as LFTs obtiveram um crescimento notável após o Plano Real (Tabela 3). Em virtude de um ambiente externo

<sup>55</sup> As NTNs são títulos criados em 1991 com o objetivo de cobrir déficits orçamentários e podem ser indexadas ao índice de inflação (NTN-C e NTN-B), à TR (NTN-H), ao câmbio (NTN-D) ou prefixadas (NTN-F). As LFTs, por sua vez, são títulos que sucederam as Letras do Banco Central (LBC), criadas em maio de 1986 como instrumento de política monetária. As LBCs foram emitidas com prazo máximo de um ano e indexação à taxa Over/Selic. Em 1987, foram criadas as LFTs, com as mesmas características das LBCs, porém, com o objetivo de cobrir déficits orçamentários. No ano de 1988, já se observa uma forte emissão de LFTs, juntamente com a recompra das LBCs por parte do Banco Central (Andima, 1993).

desfavorável, em meio a constantes crises, as LFTs atuavam como um seguro para o investidor, frente às alterações na taxa de juros. No entanto, as constantes elevações na taxa de juros e uma dívida pública altamente concentrada em títulos pós-fixados contribuíram para a deterioração das contas públicas durante o período.

**Tabela 3 - Composição da DPMFi em poder do público por título público entre 1995-1998 - Brasil (em R\$ milhões)\***

	LTN	LFT**	BTN	CTN/ CFT	NTN	LBC	BBC	NBCE
1995	19.535	18.417	50	-	21.137	22.561	26.784	-
1996	48.077	-	54	-	44.975	32.789	50.316	-
1997	64.755	63.592	60	-	61.865	25.282	28.327	11.629
1998	5.438	157.171	64	4.237	52.241	22.537	48.372	33.800

\* Final do período. Valores deflacionados pelo IGP-DI centrado em final de mês (média geométrica dos índices do mês de referência e do mês seguinte).

\*\* Em 1995, foram suspensas as emissões de LFTs e só foram regularizadas a partir de junho de 1998. Em 1997, as LFTs foram emitidas em favor do Instituto Nacional de Seguro Social (INSS) e em função de acordo de renegociação de dívida com os estados.

Fonte: Boletins do Banco Central - Relatório Anual (vários números)

### 3.1.2. Contas Públicas no Plano Real

No início da década de 90, é possível notar uma nítida mudança nas necessidades de financiamento do setor público (NFSP) no Brasil. O déficit operacional apresentava baixos valores<sup>56</sup>, e o resultado primário, que desconta as despesas com juros reais do resultado operacional, passou a contar com superávits freqüentes. Porém, a partir do Plano Real e do fim do regime de inflação alta, o resultado nominal eleva sua importância<sup>57</sup>, e as contas públicas voltam a sofrer uma deterioração por meio de um forte aumento das despesas, a ponto de diminuir o superávit primário e de elevar o déficit operacional (Tabela 4).

Conforme visto, a alta taxa de juros se apresentava como requisito para o sucesso do Plano Real, uma vez que, sustentava o regime de âncora cambial e a estabilidade do nível de preços. Entretanto, o elevado patamar da taxa de juros determinou um impacto imediato sobre os encargos financeiros da dívida pública, que aumentaram de 4,07% do PIB, em 1994, para 7,42% do PIB, em 1998, em termos reais (Tabela 4). Diante desse cenário, Tavares (1998) aponta que as despesas com juros se apresentaram como o principal vetor do déficit público

<sup>56</sup> Durante a década de 80, a economia brasileira conviveu com déficits operacionais bastante elevados, e chegou a ultrapassar 6% do PIB, em 1989.

<sup>57</sup> Com o fim dos altos patamares inflacionários, a diferença entre os resultados operacional e nominal diminui, o que torna menos relevante o cálculo das NFSP no conceito operacional.

durante o período de implantação do Real, o que impôs um maior desequilíbrio financeiro ao setor público. Carneiro (2002), em linha com o pensamento de Bresser-Pereira e Dall'Acqua (1987), acrescenta que o elevado peso dos gastos financeiros e a conseqüente geração de déficit público não proporcionaram um aumento da demanda agregada, mas sim, um aumento da transferência de renda em benefício da riqueza financeira privada.

**Tabela 4 - Necessidade de Financiamento do Setor Público - Brasil (1991-1998)\***

	Déficit (-) ou Superávit (+) Primário - em % do PIB (A)	Juros Nominais - em % do PIB (B)	Juros Nominais - em R\$ milhões	Juros Reais - em % do PIB (C)	Déficit (-) ou Superávit (+) Nominal - em % do PIB (A+B)	Déficit (-) ou Superávit (+) Operacional - em % do PIB (A+C)
1991	2,71	29,46	17,76	2,9	-26,75	-0,19
1992	1,58	47,33	303,86	3,32	-45,75	-1,74
1993	2,18	67,01	9447,46	2,98	-64,83	-0,8
1994	5,64	32,61	112.381,79	4,07	-26,97	1,57
1995	0,26	7,54	48.750,31	5,26	-7,28	-5
1996	-0,1	5,77	45.001,48	3,3	-5,87	-3,4
1997	-0,96	5,15	44.922,64	3,35	-6,11	-4,31
1998	0,02	7,95	72.596,02	7,42	-7,93	-7,4

\*Com desvalorização cambial sobre o estoque da dívida mobiliária interna.

Fonte: Banco Central e Ipeadata.

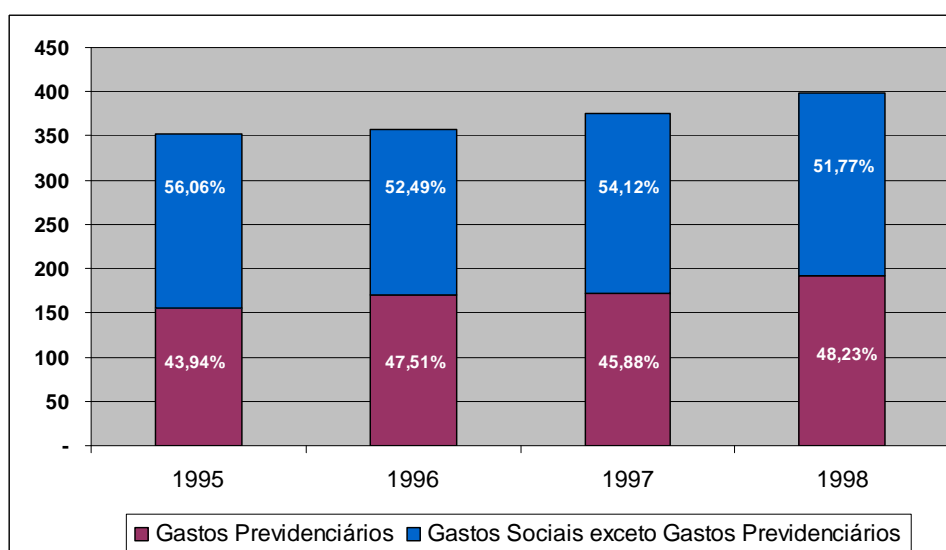
Apesar da alta participação dos encargos financeiros nos déficits operacional e nominal, o resultado primário também mostrou uma crescente deterioração no período inicial do Plano Real, ou seja, excetuando o pagamento das despesas financeiras, o gasto público se elevou, como resultado de um aumento dos gastos não financeiros. De acordo com Castro et al. (2006), o aumento dos gastos não financeiros entre 1995 e 1998 foi devido, em grande parte, ao aumento do salário mínimo e ao crescimento da procura por antecipações de aposentadorias. Tais fatores possibilitaram um crescimento dos gastos com previdência social, em comparação com as demais despesas sociais e com infra-estrutura (Gráfico 20).

Além do incremento dos gastos não financeiros, é importante ressaltar o aumento das transferências aos estados e municípios, que, entre 1995 e 1998, apresentavam recorrentes déficits fiscais. Sob esse contexto, com o intuito de minimizar a crise dos estados, o governo central iniciou entre 1997 e 1998, um processo de renegociação das dívidas estaduais, por meio de condições amplamente favoráveis aos estados, os quais se comprometeriam com metas e limites para suas dívidas e despesas, resultados primário e privatizações<sup>58</sup>. O acordo previa a renegociação das dívidas contratual e mobiliária por um período de, no máximo, 30

<sup>58</sup> Ver detalhes em Lopreato (2002) e Rigolon e Giambiagi (1999).

anos, a taxas de juros que variavam de 6% a 7,5% ao ano, corrigidas pelo IGP-DI mensal. O ônus para a União seria representado pela diferença entre a taxa de juros fixada no contrato de renegociação e a taxa de juros paga pelos títulos públicos emitidos pela União, utilizados como *funding*<sup>59</sup> (Lopreato, 2002).

**Gráfico 20 – Gastos Previdenciários e Gastos Sociais e com Infra-estrutura – Brasil (em R\$ bilhões)\***



\* Valores em agosto de 2007, atualizados pelo IGP-DI. Para gastos sociais e com infra-estrutura, foram considerados gastos com Agricultura; Educação; Cultura; Saúde; Habitação; Urbanismo; Saneamento; Trabalho; Transporte; Defesa Nacional e Segurança Pública.

Fonte: Tesouro Nacional – Despesas da União por Função

Em suma, apesar da estabilidade do nível de preços, o Plano Real desencadeou baixos índices de crescimento econômico e um amplo prejuízo às contas públicas, na medida em que proporcionou a deterioração das necessidades de financiamento do setor público (NFSP) e da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi). O aumento da participação de títulos públicos indexados ao câmbio e à taxa de juros básica contribuiu para um incremento das despesas com encargos financeiros, especialmente, em momentos de crises internacionais, quando as LFTs se consolidam como principal título público. A grande participação dos gastos financeiros, aliado a uma política de maior gasto não financeiro, em especial, com despesas previdenciárias, aumentou os custos de financiamento para o setor público.

<sup>59</sup> O processo de securitização das dívidas no âmbito da renegociação das dívidas estaduais foi realizado através do lançamento de Letras Financeiras do Tesouro – série A (LFT-A) e série B (LFT-B), o que também contribuiu para o crescimento de tais títulos, durante o período. Como resultado do programa de renegociação, Lopreato (2002) argumenta que não se evitou a deterioração do endividamento dos estados, visto que, o programa cobria apenas parte da dívida estatal e teve como foco a renegociação da dívida mobiliária, o que beneficiou mais os estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul.

## 3.2. Mudanças na política econômica e a busca pelo ajuste fiscal

### 3.2.1. Desvalorização cambial e metas de inflação

No período de implantação do Real, frente às constantes crises em economias emergentes e ao declínio do nível de reservas internacionais, aumentavam as expectativas em relação a um ataque especulativo à moeda brasileira, o que colocaria em risco o regime de metas cambiais. Notadamente, após a eclosão da crise russa, a manutenção da taxa de juros elevada não apresentou os mesmos êxitos que em crises anteriores, o que fez com que o governo brasileiro buscasse apoio financeiro junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI)<sup>60</sup>. No entanto, o aporte de US\$ 40 bilhões resultante do acordo, não evitou que em janeiro de 1999, o Real sofresse uma crise especulativa.

Apesar de a economia brasileira não enfrentar uma grave crise financeira e manter a relativa estabilidade inflacionária num período inicial<sup>61</sup>, a desvalorização cambial desencadeou conseqüências adversas em termos de endividamento do setor público. Além de causar impacto, diretamente, sobre a dívida pública externa, a desvalorização cambial afeta a parcela da dívida mobiliária indexada à moeda externa. Conforme pôde ser observado na Tabela 2, desde 1995, a dívida mobiliária atrelada ao câmbio demonstra um comportamento crescente, de 5,3% da DPMFi, em 1995, para 21%, em 1998, o que comprova o aumento dos custos fiscais no caso de uma desvalorização cambial.

Hermann (2002) aponta que a alta concentração da dívida em títulos indexados ao câmbio se mostra extremamente perigosa, já que o mercado pode forçar desvalorizações cambiais excessivas e, assim, aumentar o grau de endividamento público. Além disso, segundo Paula e Alves Jr. (2003), quando se verifica uma alta concentração de papéis cambiais na dívida mobiliária no Brasil, é possível observar a ocorrência de um dilema. Uma redução na taxa de juros diminui o custo da dívida indexada à taxa de juros básica, porém, ao mesmo tempo, devido à queda dos juros e à conseqüente desvalorização cambial, pode-se observar um impacto negativo sobre a dívida indexada ao câmbio.

---

<sup>60</sup> O acordo com o FMI será retomado na seção 3.2.

<sup>61</sup> A maxidesvalorização da moeda era uma grande preocupação do governo no período, já que o abandono do uso da ancoragem cambial poderia comprometer a estabilidade inflacionária e deteriorar, ainda mais, o crescimento econômico. Tal preocupação se justificava pelas recentes experiências internacionais no México e na Coréia do Sul. Após a desvalorização cambial e a crise de 1994, a economia mexicana enfrentou uma séria crise financeira, com crescimento da taxa de inflação de mais de 50% e com uma redução do PIB de mais de 5 pontos percentuais. No caso coreano, a inflação se manteve sob controle, porém com uma queda significativa do PIB (Averbug e Giambiagi, 2000). No Brasil, a maxidesvalorização proporcionou, até certo ponto, um pequeno repique inflacionário, e a taxa de crescimento econômico, que, em 1998, já apresentava sinais de recessão, manteve-se no mesmo nível. O índice de desemprego, por sua vez, situou-se em torno de 7%.



Ainda que a estabilidade de preços tenha sido mantida após a desvalorização e o abandono do regime de metas cambiais, o governo procurou rapidamente adotar uma nova âncora nominal. Nesse sentido, a partir de junho de 1999, o país adota, formalmente, o regime de metas de inflação, o que passa a exigir uma alta parcela de credibilidade por parte da política monetária, a qual, por sua vez, mantém-se altamente restritiva<sup>62</sup>.

Assim, pode-se observar que a armadilha em torno da dívida pública e seu elevado custo fiscal se mantiveram com a adoção do regime de metas de inflação. Durante o período de implantação do Plano Real, a manutenção de juros elevados se fazia necessária para sustentar o financiamento do Balanço de Pagamentos e a utilização da âncora cambial. A partir de 1999, com a desvalorização cambial e o regime de metas de inflação, a taxa de juros se mantém resistente a quedas, já que, para sustentar o nível de inflação dentro das metas, o governo adota uma rígida política monetária. Bresser-Pereira (2007, p.218) acrescenta:

“No Brasil, em 1999, a política de metas de inflação foi adotada sem se considerar necessária uma mudança prévia do regime de política monetária, mudança essa que envolvia reformas institucionais tais como o fim da indexação dos títulos públicos pela Selic e toda uma série de outras medidas destinadas a trazer a taxa de juros de volta para os níveis normais”.

Diante desse cenário, Bresser-Pereira (2007) argumenta ainda que a manutenção de uma política monetária restritiva pode desencadear um efeito contrário sobre a estabilidade inflacionária. À medida que o endividamento público é alto, a confiança dos credores internacionais se reduz, o que faz com que a autoridade monetária eleve, constantemente, a taxa de juros e, assim, aumente o risco de solvência do país, o que pode levar a freqüentes desvalorizações cambiais. Segundo Bresser-Pereira (2007, p.227): “Define-se então um cenário em que os juros sobem, enquanto o câmbio se deprecia, agravando o quadro de endividamento e de inflação, e mergulhando o país na crise”.

Além da mudança de regime monetário, o período pós-1999 inaugura uma nova conduta em termos de política fiscal, a partir da adoção do regime de metas fiscais e da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Tais medidas foram implementadas com o intuito de regulamentar a política de gastos do governo, a fim de evitar o aumento do déficit público e de garantir o pagamento dos encargos financeiros da dívida pública.

---

<sup>62</sup> O regime de metas de inflação no Brasil vinha sendo adotado de maneira informal desde março de 1999, e foi adotado, formalmente, a partir do Decreto n. 3088, de 21 de junho de 1999. Para detalhes sobre o regime de metas de inflação no Brasil, ver Arestis, Paula e Ferrari Filho (2006), Bresser-Pereira (2007) e Figueiredo e Ferreira (2002).

### 3.2.2. Metas fiscais e Lei de Responsabilidade Fiscal

O acordo realizado com o FMI em 1998/1999, além de garantir um significativo aporte financeiro ao país, inaugurou uma nova conduta em relação às contas públicas. A partir de 1999, em conjunto com o FMI, o governo brasileiro aplica um ajuste fiscal por meio da adoção de metas e limites para as necessidades de financiamento do setor público (NFSP)<sup>63</sup>. As medidas de ajuste contemplavam a redução dos déficits operacionais, a estabilidade da dívida pública e a divulgação de metas para a geração de superávits primários, no princípio, para o período 1999-2001<sup>64</sup>. Como resultado inicial do acordo, o resultado primário, que vinha sendo deficitário ou pouco superavitário entre 1995 e 1998, começou a apresentar superávits significativos nos anos seguintes, o que, por sua vez, também possibilitou uma redução dos déficits nominal e operacional (Tabela 5).

**Tabela 5 - Necessidade de Financiamento do Setor Público - Brasil (1999-2006)\***

	Déficit (-) ou Superávit (+) Primário - em % do PIB (A)	Juros Nominais - em % do PIB (B)	Juros Nominais - em R\$ milhões	Juros Reais - em % do PIB (C)	Déficit (-) ou Superávit (+) Nominal - em % do PIB (A+B)	Déficit (-) ou Superávit (+) Operacional - em % do PIB (A+C)
1999	3,23	13,21	127.244,97	6,64	-9,98	-3,41
2000	3,47	7,95	87.442,24	4,64	-4,48	-1,17
2001	3,36	8,11	105.625,03	4,64	-4,76	-1,28
2002	3,55	12,9	190.665,73	3,54	-9,36	0,01
2003	3,89	7,21	122.487,98	4,7	-3,31	-0,81
2004	4,17	6,43	124.920,97	2,34	-2,26	1,83
2005	4,36	7,1	152.591,30	6,58	-2,75	-2,22
2006	3,88	6,79	157.804,26	5,26	-2,91	-1,38

\*Com desvalorização cambial sobre estoque da dívida mobiliária interna.

Fonte: Banco Central e Ipeadata.

Ao dar continuidade ao processo de ajuste das contas públicas; em maio de 2000, foi aprovada a Lei Complementar n.101, conhecida como a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)<sup>65</sup>. Através dessa lei, procurou-se estabelecer maior disciplina e transparência no tratamento das contas públicas em todos os níveis de governo, a partir de uma mudança

<sup>63</sup> Cabe destacar, que, em meados da década de 90, o governo já vinha adotando medidas no sentido de possibilitar um ajuste fiscal, através do Plano de Ação Imediata (PAI) e do Fundo Social de Emergência (FSE). Para detalhes sobre o PAI e sobre o FSE, ver Castro (2005).

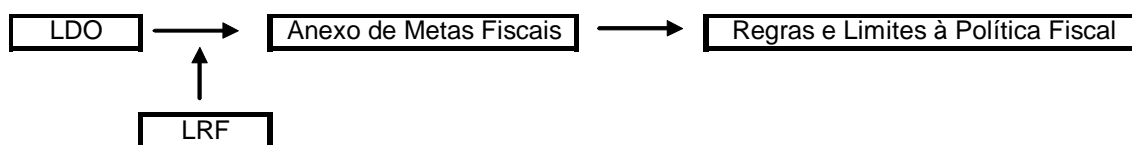
<sup>64</sup> Em virtude da desvalorização cambial de janeiro de 1999, as metas, que haviam sido acordadas em 1998, foram revistas para cima, uma vez que a desvalorização provocou um impacto direto sobre a dívida pública indexada ao câmbio, conforme visto anteriormente.

<sup>65</sup> A LRF foi implantada em acordo com o FMI e teve, como referencial, o Tratado de Maastricht de 1992, na União Européia; o Fiscal Responsibility Act de 1994, na Nova Zelândia e o Budget Enforcement Act de 1990, nos Estados Unidos.

cultural em busca da responsabilidade fiscal. Dentre as principais medidas adotadas com a lei, destacam-se: a adoção de metas fiscais, limites para o gasto com despesa com pessoal, limites para o endividamento, regras de transparência e imposição de penalidades para os administradores públicos que infringissem as medidas<sup>66</sup>.

Em relação às metas fiscais, a LRF procurou constituir um maior equilíbrio entre as receitas e despesas do setor público. Através do Anexo de Metas Fiscais da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)<sup>67</sup>, a LRF passou a exigir o estabelecimento de metas referentes a receitas, despesas, resultado nominal, resultado primário e montante da dívida pública para o ano corrente e para os dois anos seguintes (Quadro 1). Além disso, de acordo com a lei, o Anexo de Metas deveria conter a avaliação do cumprimento das metas no ano anterior, os demonstrativos das metas com metodologia e memória de cálculo, a evolução do patrimônio líquido com origens e aplicação de recursos e a avaliação financeira e atuarial<sup>68</sup>.

#### Quadro 1 – Lei de Responsabilidade Fiscal e Metas Fiscais - Brasil



Fonte: Elaboração Própria

A partir da LRF, a política fiscal buscou uma maior disciplina em relação às contas públicas. De acordo com Anexo de Metas Fiscais da LDO de 2007:

“O objetivo primordial da política fiscal do governo é promover a gestão equilibrada dos recursos públicos, de forma a assegurar a manutenção da estabilidade econômica e o crescimento sustentado. A política fiscal busca criar as condições necessárias para a queda sustentável das taxas de juros, a melhora do perfil da dívida pública e a redução gradual do endividamento

<sup>66</sup> A LRF passaria a gerar elevadas punições à prática indisciplinar do administrador público, conforme previsto na Lei de Crimes Fiscais (LCF), aprovada no mesmo ano da LRF. As infrações sujeitas a punições ocorreriam em casos de não publicação de relatórios de acordo com a lei, de não cumprimento aos limites de despesas e endividamento, de realização de operações de crédito em desacordo com a lei, dentre outros casos. As punições dependeriam do ato de infração e poderiam chegar a quatro anos de reclusão, em casos de descumprimento das medidas relativas às despesas com pessoal.

<sup>67</sup> Como parte da elaboração do orçamento do governo, torna-se relevante a relação entre o Plano Plurianual (PPA), a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e a Lei Orçamentária Anual (LOA). O PPA é elaborado pelo executivo e compreende as metas do governo federal para um período de quatro anos. Em seguida, é elaborada a LDO que estabelece as metas e prioridades do governo para o ano seguinte. A LDO compreende o Anexo de Metas Fiscais, com as metas para o exercício seguinte e indicação para os dois anos posteriores. Por fim, a partir da LDO e das prioridades designadas no PPA, elaboram-se a LOA, que disciplina as ações do governo federal durante o ano (Brasil. Ministério do Planejamento, 2007).

<sup>68</sup> Em acordo com a Seção II, Artigo 4, parágrafo 2º da Lei de Responsabilidade Fiscal.

público líquido em relação ao PIB. Também é compromisso da política fiscal do governo promover a melhoria dos resultados da gestão fiscal, com vistas a implementar políticas sociais distributivas e tornar viáveis os investimentos em infra-estrutura” (Brasil. Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2007).

Quanto à dívida pública, a LRF exigiu um maior controle sobre seus patamares, através da instauração de limites para o montante da dívida mobiliária, submetidos pelo Presidente da República ao Congresso Nacional. Ademais, o mercado de títulos públicos passou a apresentar maior relevância, visto que, conforme esclarecem Nunes e Nunes (2000), ao lado da Constituição de 1988, a LRF detalha o impedimento ao financiamento monetário do déficit público, além de estendê-lo aos governos estaduais e à seus bancos. Cabe ressaltar ainda que, até a instituição da LRF, o Banco Central possuía a disponibilidade de emitir títulos próprios, com o objetivo de atingir suas metas monetárias. No entanto, a partir de 2002, a LRF determinou o impedimento ao lançamento primário de títulos por parte da autoridade monetária, de modo que as operações do BC no cumprimento dos seus objetivos de política monetária passariam a ser realizadas por meio dos títulos de sua própria carteira<sup>69</sup>.

A LRF também possibilitou um novo tratamento em relação às contas dos estados e dos municípios. As medidas adotadas no âmbito da lei, juntamente com o processo de ajuste fiscal e renegociação de dívidas, contribuíram para um maior controle sobre as contas dos entes subnacionais. Primeiramente, de acordo com a LRF, fica vedada a renegociação das dívidas estaduais e municipais por parte da União, de modo que se tornam proibidas as concessões de novos créditos entre os entes da Federação<sup>70</sup>. Além da impossibilidade de

---

<sup>69</sup> Conforme o Artigo 34 da Lei de Responsabilidade Fiscal: “o Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar”. Diante disso, Pedras (2003, p.82) conclui: “Esta sistemática permite a percepção, pelo mercado, de que leilões primários têm por finalidade exclusivamente a tarefa de financiamento dos déficits fiscais, não representando, portanto, sinalização quanto a um nível ideal de taxa de juros, tarefa exclusiva de competência da Autoridade Monetária. Esta pode, uma vez que detêm em sua carteira instrumentos apropriados, realizar operações, em mercado secundário, visando colocar ou retirar moeda de circulação.”

<sup>70</sup> De acordo com o Artigo 35 da Lei de Responsabilidade Fiscal: “é vedada a realização de crédito entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente”. Nesse aspecto, é importante destacar as conseqüências relativas ao processo de renegociação das dívidas de estados e municípios, iniciado em 1997. Conforme visto anteriormente, o processo de renegociação ocorreu em condições bastante favoráveis aos estados, cujas dívidas foram renegociadas por 30 anos e corrigidas pelo IGP-DI. Entretanto, após as desvalorizações cambiais em 1999 e 2002, o IGP-DI e, conseqüentemente, o estoque da dívida refinanciada sofreram um impacto negativo (ver detalhes em Ribeiro (2006)). Diante do mencionado, muitos estados vêm buscando, recentemente, renegociar suas dívidas por mais trinta anos com a troca do indexador IGP-DI pelo IPCA. Porém, apesar de tal medida proporcionar redução de custos e minimizar os riscos da flutuação cambial na dívida estadual, novas renegociações com a União são proibidas, dada a LRF. Conforme esclarece o Ministro da Fazenda, Guido Mantega, ao *Valor Online*, em 28 de novembro de 2006, a medida “não funciona porque é rever os princípios da Lei de Responsabilidade Fiscal. Mudar o indexador já significa isso porque é reestruturar a dívida. Sou contrário

renegociar suas dívidas, os estados e municípios passaram a ter limites para endividamento e contratação de operações de crédito<sup>71</sup>. Outros aspectos relevantes da LRF referem-se aos limites impostos com despesas com pessoal aos três níveis de governo<sup>72</sup> e à adoção de regras em relação às despesas com seguridade social, despesas de capital e despesas correntes.

Como resultado das medidas adotadas no âmbito da LRF, nota-se maior transparência e maior controle sobre as contas dos três níveis de governo. A adoção do ajuste fiscal em 1998/1999, juntamente com a LRF, proporcionaram a geração de consideráveis superávits primários ao setor público consolidado. À medida que determinou limites e metas à atuação da política fiscal, a LRF impôs um contorno institucional aos gastos discricionários, como forma de conter elevações do déficit público.

No entanto, apesar de impor regras à política fiscal, o ajuste fiscal e a LRF limitaram-se ao tratamento dos gastos públicos não financeiros, de maneira que os elevados pagamentos com encargos financeiros se mantiveram durante o período posterior à lei. Conforme esclarece Khair (2006, p.353):

“A LRF cuida apenas da parte não-financeira das despesas públicas. Considerando que o componente financeiro representa importante parcela do ônus fiscal do país, é necessário que o mesmo seja também considerado para se ter um equilíbrio fiscal saudável das contas públicas brasileiras”.

Dessa forma, a elevada taxa de juros e a composição atual da dívida pública no Brasil impossibilitam a instauração de um ajuste fiscal duradouro, visto que, apesar dos elevados cortes de gastos públicos e da conseqüente obtenção de superávits primários, o considerável peso das despesas financeiras se manifesta na geração de déficits nominais. Nesse cenário, a aprovação da LRF se torna incoerente com o próprio princípio da responsabilidade fiscal. Não obstante a importância do debate sobre a imposição de regras e limites para os gastos discricionários, principalmente, no caso brasileiro em que o “populismo” fiscal, muitas vezes, fez-se presente, a LRF deixa de atacar o grande entrave das contas públicas, representado pelo atual patamar de endividamento e seu elevado custo fiscal.

---

a isso. Temos de buscar outro tipo de solução.” Para o Ministro, a concessão de descontos e facilidades para negociar os créditos seria uma alternativa para auxiliar os estados.

<sup>71</sup> Definiu-se que o saldo da dívida consolidada líquida (dívida total menos disponibilidades financeiras) passaria a ter um limite de 200% da receita consolidada líquida para os estados, e de 120% para os municípios.

<sup>72</sup> Para a União, o limite com despesa total com pessoal, que inclui funcionários ativos, inativos e pensionistas, não poderia ultrapassar 50% da receita corrente líquida (RCL) e, para os estados e municípios, o limite seria de 60% da RCL.

### 3.3. Política Fiscal e Dívida Mobiliária no Período Recente

#### 3.3.1. Carga tributária e gastos sociais e com infra-estrutura

Diante do ajuste fiscal, realizado em 1998/1999, e da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), a política fiscal apresentou um papel ainda mais limitado na obtenção de maiores taxas de crescimento econômico. Diante da atual estrutura de endividamento e dos elevados encargos financeiros da dívida pública, o papel da política fiscal se restringe a manter a rigidez quanto aos gastos não financeiros e a gerar elevados superávits primários, com o intuito de garantir a realização do pagamento dos encargos financeiros e de evitar um crescimento do endividamento público.

Além disso, sob esse cenário, o nível de arrecadação do setor público deve se manter elevado, o que faz com que a carga tributária apresente uma trajetória crescente durante os últimos anos. Através do Gráfico 21, é possível verificar o comportamento da carga tributária após o Plano Real, a partir de dois períodos distintos. Entre 1995 e 1998, o nível de impostos se manteve praticamente estável, em torno de 26% do PIB, com um aumento da participação das contribuições, no sentido de garantir uma maior liberdade para a atuação dos impostos<sup>73</sup>. Já a partir de 1999, o caráter crescente dos impostos se torna evidente, uma vez que, diante do aumento das despesas financeiras no período 1995-1998, o governo eleva a arrecadação e o superávit primário com o objetivo de evitar um crescimento crônico do déficit nominal.

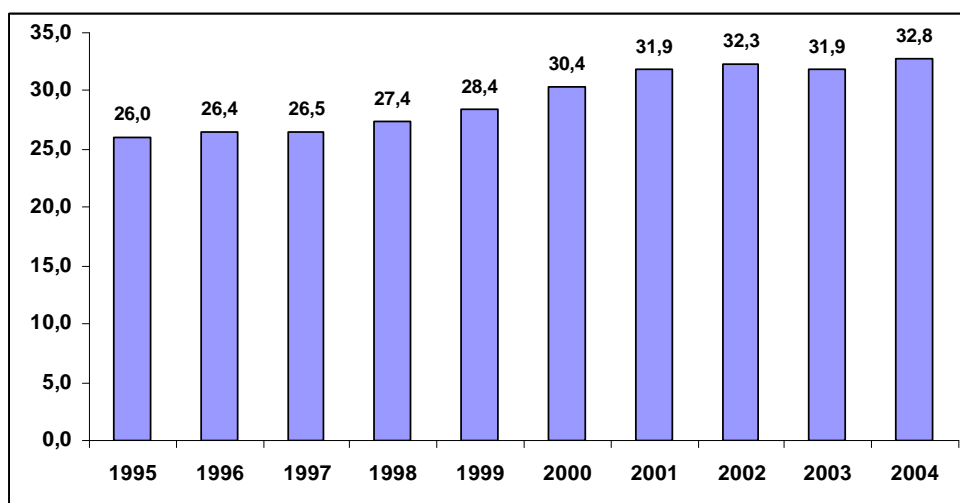
Conforme Bresser-Pereira (2007), o patamar atual da carga tributária no país pode ser comparado a países com alta renda per capita, como Alemanha, Reino Unido, Canadá e Espanha. Segundo o autor, a carga tributária, em países com renda per capita semelhante ao Brasil, equivale à metade da carga brasileira.

Em relação à carga tributária no Brasil, Sicsú (2007, p.95) acrescenta:

“Ela foi aumentada exatamente durante os últimos governos de FHC e Lula com o objetivo de reduzir o déficit nominal que cresceria de forma explosiva por conta das elevadas despesas financeiras do governo, decorrentes das altas taxas de juros praticadas durante esse período. A causa da elevação da carga tributária foi o aumento da taxa de juros básica da economia. Esqueceram de dizer que países com grau de desenvolvimento semelhante ao do Brasil praticam uma taxa de juros bem menor que a nossa e suas dívidas públicas não são indexadas à taxa básica de juros, o que, portanto, lhes permite ter uma carga tributária menor”.

---

<sup>73</sup> As contribuições são imposições tributárias que concedem o direito a alguma contrapartida, ou seja, são arrecadados para determinado fim, como, por exemplo, as contribuições previdenciárias, utilizadas para financiar os gastos com seguridade social (Giambiagi e Além, 2000).

**Gráfico 21 – Carga Tributária - Brasil (em % do PIB)**

Fonte: Ipea – FGV/IBGE

Portanto, a elevação da carga tributária no Brasil não se justificaria pelo aumento das despesas com políticas sociais e com infra-estrutura, mas sim para evitar um aumento crônico do déficit público resultante, em grande parte, dos encargos financeiros de uma dívida pública altamente indexada à taxa de juros básica. Nesse sentido, os gastos com políticas sociais e, principalmente, com infra-estrutura, vêm se mantendo praticamente estagnados ao longo do período recente (Tabela 6).

Primeiramente, quanto aos gastos associados à área social, é importante salientar que tais desembolsos se apresentam altamente concentrados em despesas referentes à seguridade social, ou seja, à saúde, à assistência social e, principalmente, à previdência social. Os gastos associados à previdência social vêm apresentando uma trajetória crescente ao longo dos anos recentes, de modo a proporcionar uma série de críticas a respeito do suposto viés deficitário do sistema previdenciário<sup>74</sup>.

<sup>74</sup> A discussão em torno do déficit previdenciário se concentra na questão do conceito de seguridade social. Conforme Gentil (2007), o que se denomina déficit da previdência, na verdade, seria o saldo previdenciário negativo, que diz respeito ao somatório das contribuições sobre a folha de salários, subtraído pelos benefícios previdenciários do Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Ao se considerar somente esses valores, o déficit previdenciário realmente existe e se apresenta crescente ao longo dos últimos anos. Porém, a partir da Constituição de 1988, o regime de previdência social passa a ser entendido como um sistema amplo de seguridade social, composto por previdência, saúde e assistência social. Assim, quando se consideram os resultados relativos à previdência social e a seus benefícios, devem ser consideradas, além das receitas dos contribuintes, outras receitas provenientes do orçamento da seguridade social, como receitas da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e receitas provenientes de concursos, como mega-sena, sena e loteria esportiva. Ver detalhes, em Passarinho (2007) e Marques (2007).

**Tabela 6 – Despesas do Setor Público Consolidado por Função - Brasil (em R\$ 1.000.000)\***

FUNÇÃO	2002	2003	2004	2005	2006
LEGISLATIVA	15.514,63	15.926,95	15.671,18	15.819,49	17.680,26
JUDICIÁRIA	30.121,17	28.534,71	29.024,17	30.339,11	34.853,12
ESSENCIAL À JUSTIÇA	5.102,29	5.156,37	7.070,10	7.647,77	8.922,02
ADMINISTRAÇÃO	50.148,79	46.150,02	49.164,23	47.553,85	53.381,95
DEFESA NACIONAL	28.782,38	15.513,99	16.589,23	19.220,48	18.866,91
SEGURANÇA PÚBLICA	26.998,75	30.232,95	28.849,26	30.719,63	36.105,40
RELAÇÕES EXTERIORES	2.812,25	1.568,82	1.665,82	1.769,89	1.555,69
ASSISTÊNCIA SOCIAL	21.238,01	18.846,61	23.150,46	24.867,75	32.271,90
PREVIDÊNCIA SOCIAL	238.985,48	225.522,47	238.901,08	254.907,84	284.347,10
SAÚDE	90.147,52	94.867,36	102.858,67	106.899,51	120.865,51
TRABALHO	34.231,25	13.895,33	14.201,83	15.866,15	19.920,35
EDUCAÇÃO	92.253,63	107.949,66	98.548,54	101.778,17	114.895,35
CULTURA	3.973,17	2.852,92	2.740,19	3.218,51	3.916,81
DIREITOS DA CIDADANIA	2.162,97	2.982,65	3.368,89	3.842,83	4.633,66
URBANISMO	20.330,37	19.680,87	20.842,76	18.786,33	24.269,60
HABITAÇÃO	2.381,74	2.185,57	2.862,60	3.213,26	4.026,39
SANEAMENTO	9.562,93	7.229,31	6.660,49	6.412,79	8.643,73
GESTÃO AMBIENTAL	5.562,28	4.793,55	4.674,09	5.394,51	5.105,53
CIÊNCIA E TECNOLOGIA	3.747,19	3.978,58	4.668,13	5.444,83	6.020,11
AGRICULTURA	13.486,65	13.078,92	13.364,62	14.108,24	16.228,53
ORGANIZAÇÃO AGRÁRIA	2.455,97	2.047,90	3.359,79	4.305,70	4.933,25
INDÚSTRIA	3.369,86	2.191,06	2.998,94	3.134,26	3.754,64
COMÉRCIO E SERVIÇOS	5.866,92	5.060,49	4.168,32	4.924,34	5.107,08
COMUNICAÇÕES	6.010,39	1.298,78	1.189,18	1.098,21	1.148,27
ENERGIA	13.695,57	6.375,02	1.628,19	2.025,20	3.045,13
TRANSPORTE	47.189,02	19.192,57	21.607,11	26.515,05	27.139,65
DESPORTO E LAZER	2.050,75	1.875,93	2.001,73	2.088,28	3.199,38
ENCARGOS ESPECIAIS	778.038,39	905.675,44	822.974,97	964.197,77	979.604,24
TOTAL	1.556.220,34	1.604.664,77	1.544.804,58	1.726.099,78	1.844.441,55

\* Orçamento Fiscal e da Seguridade Social. Valores em abril de 2008, atualizados pelo IGP-DI.

Fonte: Tesouro Nacional



Por sua vez, as despesas com “encargos especiais”, que englobam os custos relativos ao refinanciamento da dívida pública, tanto externa quanto interna, bem como seus encargos financeiros, representam mais da metade dos gastos por função do setor público consolidado.

Em relação aos demais componentes de gastos, nota-se que ao longo dos últimos anos, alguns desembolsos apresentam taxa de crescimento negativa, como cultura, saneamento básico e transportes, que, apesar de significar um importante componente de despesas em infra-estrutura, apresentou uma redução considerável a partir de 2003.

### **3.3.2. Composição e alongamento da dívida mobiliária**

Diante da manutenção de uma dívida pública de alto custo fiscal, torna-se fundamental retomar a atual composição e perfil de endividamento público no Brasil, com ênfase nas recentes medidas adotadas pelo governo federal, na tentativa de modificar a estrutura de sua dívida.

A princípio, cabe analisar o comportamento da dívida mobiliária composta por títulos indexados ao câmbio. Conforme visto, tais papéis sofreram um significativo incremento durante a segunda metade da década de 90, em grande parte, devido ao cenário de forte instabilidade e de crises em mercados internacionais. Desde então, o patamar da dívida pública indexada à taxa de câmbio manteve um desempenho estável, até que em 2001, novas crises atingem a economia brasileira<sup>75</sup>, e a participação da dívida indexada ao câmbio se eleva novamente. Após 2001, porém, tais títulos iniciam uma trajetória decrescente como resultado de sua substituição por papéis prefixados e indexados a índices de preços<sup>76</sup> (Gráfico 22).

Por sua vez, após seu alto crescimento entre 1995-1998, a composição da dívida mobiliária indexada à taxa básica de juros Over/Selic manteve uma trajetória crescente, principalmente, a partir de um cenário de crise entre 2001 e 2003. Em 2005, tais papéis iniciam uma trajetória de queda interrompida entre 2006 e 2007 (Gráfico 22). Dessa forma, a política de manutenção de taxas de juros elevadas por parte do Banco Central, baseado no regime de metas de inflação (Gráfico 23), continua a apresentar impactos imediatos e

---

<sup>75</sup> Durante 2001 e 2002, a economia brasileira sente os efeitos da crise energética, da crise argentina, de atentados terroristas nos EUA e de incertezas em torno da eleição presidencial no Brasil.

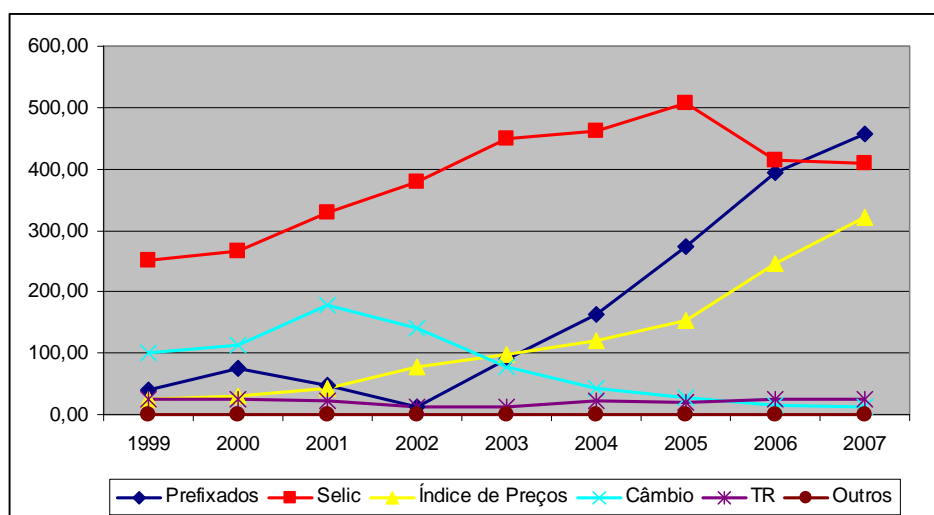
<sup>76</sup> Conforme visto anteriormente, a partir de Paula e Alves Jr. (2003), diante de uma dívida pública com grande parcela de papéis cambiais, a redução da taxa de juros e a conseqüente desvalorização cambial provocam um impacto negativo ao custo da dívida indexada ao câmbio. A partir do momento em que há a redução da parcela da dívida composta por títulos cambiais, o impacto negativo resultante da queda do juro e da desvalorização cambial também se reduz.

significativos sobre o custo do endividamento do setor público, especialmente, em períodos de crises.

Conforme apontam Sicsú e Vidotto (2007), com base nesse quadro, a política fiscal no Brasil passa a ter um papel de subordinação à política monetária, uma vez que, todo momento que o Banco Central modifica a política de juros, afeta, diretamente, os custos com encargos da dívida pública. Diante desse contexto, Sicsú e Vidotto (2007) acrescentam que a redução das taxas de juros no Brasil poderia reduzir, de maneira drástica, os custos com despesas financeiras, e alterar, assim, a composição de gastos do setor público em prol de uma política fiscal mais coerente com o crescimento econômico.

“(…) uma redução da taxa de juros no Brasil para patamares praticados extensivamente no mundo poderia reduzir drasticamente as despesas fiscais financeiras. Assim, dezenas de bilhões de reais poderiam ser alocados para sustentar uma administração fiscal plena, ou seja, que sinalize a possibilidade permanente de que o governo honraria os seus compromissos financeiros e, ao mesmo tempo, manteria uma elevada taxa de crescimento da economia sustentada por uma política fiscal de gastos públicos” (Sicsú e Vidotto, 2007, p.119).

**Gráfico 22 - Composição da DPMFi em poder do público por indexador entre 1999-2007**  
– Brasil (em R\$ bilhões)

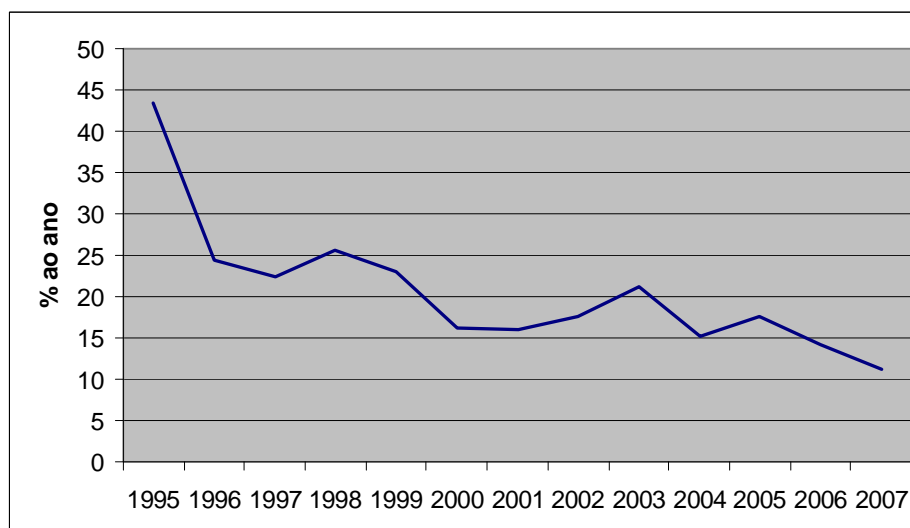


Fonte: Tesouro Nacional – Relatório Mensal da Dívida Pública

A fim de buscar uma justificativa para o elevado patamar dos juros no Brasil, Bresser-Pereira e Nakano (2002) esclarecem que o sistema financeiro e as autoridades econômicas impõem múltiplas funções à taxa de juros. Dentre essas funções, destacam-se: conter a demanda agregada; limitar desvalorizações cambiais e inflação de custos; atrair capital externo e financiar o Balanço de Pagamentos; induzir os investidores internos a comprar

títulos e financiar os déficits públicos e reduzir o déficit comercial por meio da contenção da demanda interna. De acordo com os autores, uma ou mais dessas funções estará apontando para uma elevação da taxa de juros, sendo que cada função deve ser analisada, separadamente, com o instrumento mais adequado<sup>77</sup>.

**Gráfico 23 – Taxa de Juros Nominal Overnight /Selic - Brasil\***



\* acumulada no mês (anualizada)

Fonte: Banco Central e Ipeadata

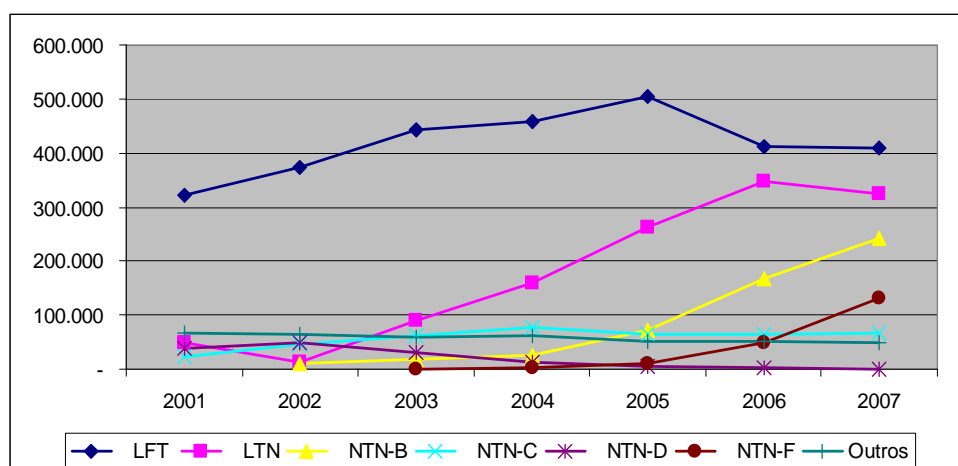
O peso de uma taxa de juros elevada nos encargos financeiros da dívida se torna evidente com a alta parcela dos títulos públicos indexados à taxa básica de juros, através das Letras Financeiras do Tesouro (LFT). De acordo com o Gráfico 24, é possível observar que as LFTs se mantêm como principal componente da dívida pública mobiliária.

Desde a implantação do Plano Real, as LFTs se apresentam como um seguro para o investidor frente a crises e a instabilidades no cenário econômico, dada a sua liquidez diária e indexação à taxa de juros básica. No entanto, devido às suas características e à sua alta participação na dívida pública atual, as LFTs vêm sendo alvo de uma série de debates e de críticas. De acordo com Moura (2006, p.247), a concentração da dívida em LFTs se mostra prejudicial aos setores não-financeiros:

<sup>77</sup> Bresser-Pereira e Nakano (2002, p.163) acrescentam: “É evidente que um único instrumento não pode alcançar simultaneamente todos esses objetivos. Além do mais, estes objetivos são contraditórios. A elevação da taxa de juros pode permitir o alcance de um objetivo, mas caminhará na direção oposta aos outros, aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos. Por exemplo, quando o Banco Central eleva a taxa de juros para atrair capital externo, pode ajudar a fechar o balanço de pagamentos e controlar a inflação, mas estará, simultaneamente, valorizando a taxa de câmbio, o que levará a déficit comercial e, num prazo maior, ao desequilíbrio do próprio balanço de pagamentos. Isso poderá obrigar uma desvalorização mais brusca gerando impactos inflacionários e crises financeiras”.

“Como ativo de última instância, a LFT fornece *hedge* contra choques imprevistos na taxa de juros, imunizando o sistema financeiro, mas transferindo, em contrapartida, praticamente todo o seu impacto para os setores não-financeiros, que experimentam os efeitos de juros mais altos sob a forma de diminuição nas vendas e queda da atividade econômica. Trata-se, parece-me, de mais um exemplo do funcionamento de um velho dilema: protege-se um setor e, ao mesmo tempo, dificulta-se a vida de outro”.

**Gráfico 24 - Composição da DPMFi em poder do público por título público entre 2001-2007 - Brasil (em R\$ milhões)**



Fonte: Tesouro Nacional – Relatório Mensal da Dívida Pública

Já para Oreiro et al. (2007), a concentração da dívida mobiliária em LFTs sugere, em parte, alguma perda de eficácia da política monetária, associada à diminuição da perda de riqueza privada com elevações da taxa de juros<sup>78</sup>. A partir desse fato, a riqueza financeira tenderia a se concentrar em títulos de indexação diária, como forma de evitar choques imprevistos da taxa de juros. Contudo, de acordo com Resende (2006, p. 224), há uma enorme distância entre o peso das LFTs na dívida mobiliária e a baixa eficácia da política monetária.

“(…) o efeito riqueza sobre a dívida pública é apenas um dos múltiplos mecanismos de transmissão da política monetária. Embora desconheça tentativas de estimá-lo, parece-me um exagero atribuir à sua rarefação, em decorrência das LFTs, parte expressiva da baixa eficiência da política monetária no Brasil”.

Resende (2006) acrescenta que um aumento da participação das LFTs na composição da dívida mobiliária reflete o alto grau de incerteza na economia. Com a maior estabilidade macroeconômica, a parcela de tais títulos na dívida mobiliária tenderia a se reduzir.

<sup>78</sup> O efeito riqueza ocorre quando mudanças na política monetária afetam o valor dos ativos e dos gastos dos consumidores (Oreiro et al., 2007).

“O objetivo de uma política econômica eficaz deve ser a redução da inflação e, conseqüentemente, da preferência do público por títulos com liquidez diária. O alongamento da dívida, e suas vantagens operacionais e fiscais, são conseqüências de uma boa política, isto é, da redução do risco e da incerteza. A menor participação das LFTs na dívida deve, portanto, resultar naturalmente do abrandamento da percepção de risco e de incerteza, e não de uma imposição por via regulatória” (Resende, 2006, p.227).

Em síntese, apesar da queda da inflação e da adoção de um ajuste fiscal em 1998/1999, o governo brasileiro não foi capaz de realizar um ajuste consistente e duradouro da dívida, com o objetivo de adequar as finanças públicas a um panorama de inflação baixa. Diante desse cenário, as LFTs se mantêm como o principal título na composição da DPMFi, o que, juntamente com taxas de juros elevadas, contribuem para o aumento do custo fiscal e para a maior incoerência em relação ao papel da política fiscal.

No entanto, com o intuito de aperfeiçoar o mercado de títulos públicos no Brasil e de minimizar os riscos para o setor público, observa-se no período recente, um maior compromisso do governo federal com a modificação da composição e do perfil da dívida mobiliária. Através do Plano Anual de Financiamento (PAF), o governo federal procura estabelecer prioridades e metas em relação ao gerenciamento da dívida pública para o ano corrente. De acordo com a Tabela 7, é possível constatar as metas do PAF para 2008, em relação ao estoque de DPMFi em poder do público, ao prazo médio e à composição de endividamento.

**Tabela 7 - Resultados previstos para a DPMFi - Brasil (em 2008)**

Indicadores	2007	PAF - 2008	
		Mínimo	Máximo
<i>Estoque (R\$ bilhões)</i>	1333,8	1480	1540
<i>Composição (%)</i>			
Prefixados	35,10%	35%	40%
Índice de Preços	24,10%	25%	29%
Selic	30,70%	25%	30%
Câmbio	8,20%	7%	9%
Demais	1,90%	1%	3%
<i>Estrutura de vencimentos</i>			
Prazo Médio (meses)	39,2	42	46
% vincendo em 12 meses	28,20%	24%	27%

Fonte: Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento (PAF) – 2008.

O Plano Anual de Financiamento (PAF) para 2008 prevê, portanto, um resgate líquido dos papéis indexados à Selic (LFTs), o aumento da participação de papéis prefixados e indexados a índices de preços, além do alongamento do prazo médio de vencimento da dívida

pública federal. Quanto ao lançamento de títulos prefixados, destaca-se a consolidação da emissão de Letras do Tesouro Nacional (LTN) e de Notas do Tesouro Nacional – série F (NTN-F). Cabe ressaltar que, não obstante serem títulos prefixados e reduzirem os riscos associados a eventuais choques, as LTNs são papéis emitidos sob um patamar de juros elevados e com prazos de vencimento considerados curtos, os quais variam entre 6 e 24 meses.

Quanto aos papéis indexados a índices de preços, destacam-se os lançamentos de Notas do Tesouro Nacional – série B (NTN-B), indexadas ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), e a queda da participação de títulos indexados ao Índice Geral de Preços Mercado (IGP-M). Ao contrário das LTNs, as NTN-Bs são papéis com prazos de vencimento mais longo, os quais variam entre 3 e 40 anos, o que, por sua vez, contribui para o alongamento do prazo médio da dívida pública federal.

Em relação ao prazo médio de endividamento, a DPMFi vem apresentando uma lenta trajetória de alongamento de seu prazo, principalmente a partir de 2006 (Gráfico 25). A estratégia de alongamento da dívida mobiliária vem se favorecendo, em grande parte, pela adoção de medidas de isenção fiscal para estrangeiros detentores de títulos públicos brasileiros. A partir de fevereiro de 2006, o governo passou a oferecer incentivos fiscais a investidores estrangeiros que detenham papéis brasileiros, por meio da isenção de imposto de renda sobre a rentabilidade e de CPMF para as migrações de aplicação em ações para títulos públicos<sup>79</sup>. De acordo com o governo, a medida busca proporcionar mais estabilidade e transparência no gerenciamento da dívida mobiliária, além de auxiliar na redução do prêmio de risco e na obtenção do grau de investimento<sup>80</sup>.

Até a aprovação das medidas, os títulos brasileiros não despertavam muito interesse por parte dos investidores estrangeiros. Contudo, com maiores garantias do governo brasileiro e com a ampliação da liquidez no mercado financeiro internacional, a proposta de isenção fiscal tinha a expectativa de dobrar a participação estrangeira na dívida pública, a qual em fevereiro de 2006, representava 0,9%. Baseado em condições altamente benéficas ao capital estrangeiro<sup>81</sup>, em março de 2007, a participação estrangeira na dívida passou para 3,6%<sup>82</sup>. A

---

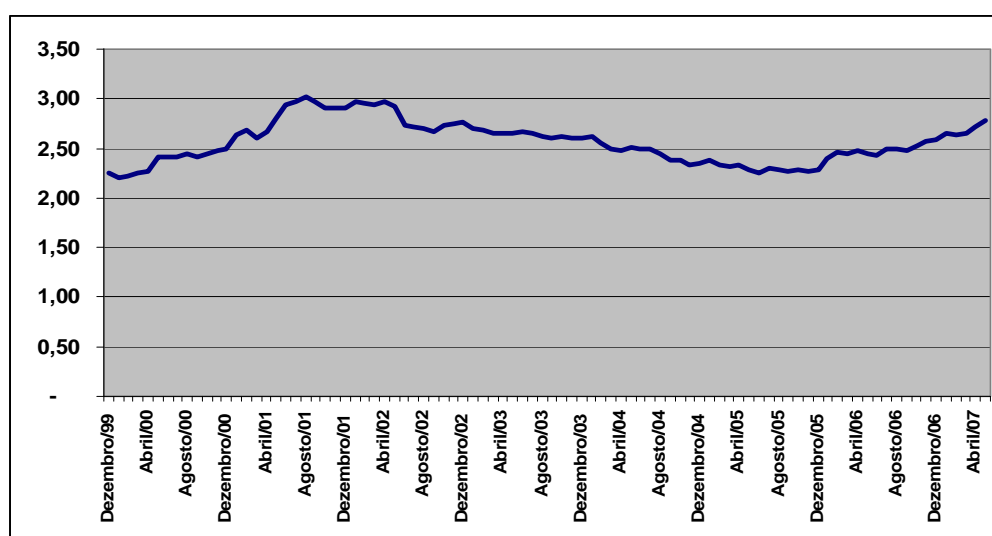
<sup>79</sup> Conforme o *Jornal Folha de São Paulo*, 17 de fevereiro de 2006, a perda de arrecadação com a medida pode chegar a R\$ 100 milhões em 2008.

<sup>80</sup> A capacidade de o governo honrar suas dívidas é medida por agências de classificação de risco, como Moody's, Standard & Poors e Fitch, que classificam as nações entre grau de investimento e grau especulativo, conforme taxonomia própria. Para detalhes sobre a classificação de risco soberano, ver Canuto e Santos (2003).

<sup>81</sup> Moura (2007a, p.12) apresenta uma simulação de rendimento obtido pelos estrangeiros detentores de títulos a partir das novas medidas, sem considerar os efeitos representados pela variação cambial: "(...) supondo-se a aquisição de um título público de um ano de prazo, com rentabilidade prefixada bruta de 15% ao ano. Esta seria também a remuneração líquida de impostos auferida pelo investidor estrangeiro, após a edição daquela lei. Um

parcela de títulos incorporada pelos estrangeiros refere-se a papéis de longo prazo prefixados e indexados principalmente a índices de preços. Nesse contexto, Moura (2007a) afirma que as medidas possibilitarão o surgimento de um mercado de títulos públicos prefixados de longo prazo, o qual poderá proporcionar a dinamização de um mercado de títulos privados de longo prazo<sup>83</sup>.

**Gráfico 25 – Prazo Médio da DPMFi em poder do público - Brasil (em anos)**



Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

Portanto, nota-se um maior compromisso do governo federal com a adoção de medidas que busquem melhorar a composição e o perfil da dívida pública, de modo a aperfeiçoar o mercado de títulos públicos no Brasil. Entretanto, a alta participação dos títulos indexados à taxa de juros básica se mantém. Além disso, as estratégias relativas à troca de títulos pós-fixados por títulos prefixados e indexados a índices de preços, em busca de ampliar o prazo médio e de reduzir os riscos para o setor público, são realizadas por meio do patamar de juros atual, o que mantém, assim, o alto custo de financiamento associado à dívida pública e as restrições quanto à atuação da política fiscal.

---

título em condições idênticas de prazo e taxa de juros, comprado pelos investidores residentes representaria uma rentabilidade líquida de 12,38%, considerando-se o imposto de renda na fonte (à uma alíquota mais baixa de 15%, que é aplicável a investimentos de maior prazo) e duas incidências da CPMF, uma no momento da aquisição do título e a segunda no resgate. Com isto, a remuneração líquida para o investidor estrangeiro excederia em mais de 20% a rentabilidade líquida para o aplicador brasileiro”.

<sup>82</sup> De acordo com Guilherme Pedras, coordenador-geral da dívida pública da secretaria do Tesouro Nacional, o percentual de estrangeiros na dívida pública ainda é baixo, em comparação com México (entre 10% e 12%), Turquia (17%) e Hungria (30%). Ver *Jornal Valor Econômico*, 25 de abril de 2007.

<sup>83</sup> Moura (2007a) acrescenta que a medida possibilitaria maior eficácia da política monetária, por meio do aumento de papéis prefixados.

### 3.3.3. Retomada do debate em torno da Política Fiscal

Como pôde ser observado, o alto custo da dívida pública, associado à atual política de juros e à composição e ao perfil de endividamento, prejudicam a política de gastos do governo e a busca por maiores taxas de crescimento econômico, conforme sustenta a política econômica keynesiana. Diante desse cenário, ao se retomarem as conclusões de Sicsú e Vidotto (2007), a política fiscal passa a se subordinar, até certo ponto, aos objetivos da política monetária e ao gerenciamento da dívida pública.

Como forma de minimizar tais dificuldades, o governo brasileiro procura adotar medidas com o intuito de contornar os obstáculos impostos aos gastos com políticas sociais e infra-estrutura. O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), lançado pelo governo federal em 2007, tem previsão de gastos da ordem de R\$ 500 bilhões em investimentos público e privado para o período 2007-2010<sup>84</sup>. Por meio da rubrica Projeto Piloto de Investimento (PPI), o governo propôs, para 2007, investimentos públicos de R\$ 11,3 bilhões, os quais, por sua vez, seriam descontados do cálculo de metas de superávit primário. Em outras palavras, com uma meta de superávit primário de R\$ 53 bilhões, o Governo Central (União, Previdência e Banco Central) poderia descontar até R\$ 11,3 bilhões referentes ao PPI<sup>85</sup> (Quadro 2). Para 2008, a previsão de gastos chega a R\$ 13,8 bilhões.

A partir do PAC e do PPI, o governo busca retomar seu poder de atuação através da utilização de uma política fiscal ativa, em prol do crescimento e do desenvolvimento econômico. Nesse sentido, o PAC e o PPI tendem a contribuir para o incremento dos investimentos em infra-estrutura e para a manutenção de um ambiente econômico favorável para a atuação do investimento privado. De acordo com Sicsú (2007, p.95), o lançamento do PAC representa um avanço em relação ao tratamento dado à política fiscal:

“Um ponto crucial do programa foi a ampliação do escopo da política fiscal que tinha o restrito objetivo de tão-somente reduzir a relação dívida/PIB. A política fiscal do PAC visa também à promoção do crescimento econômico, um objetivo consagrado pelas políticas fiscais keynesianas nos anos de ouro do capitalismo durante o século XX”.

Sicsú (2007) afirma, porém, que seria fundamental efetuar o financiamento dos gastos públicos do PAC mediante uma diminuição das despesas financeiras do setor público, ou por

---

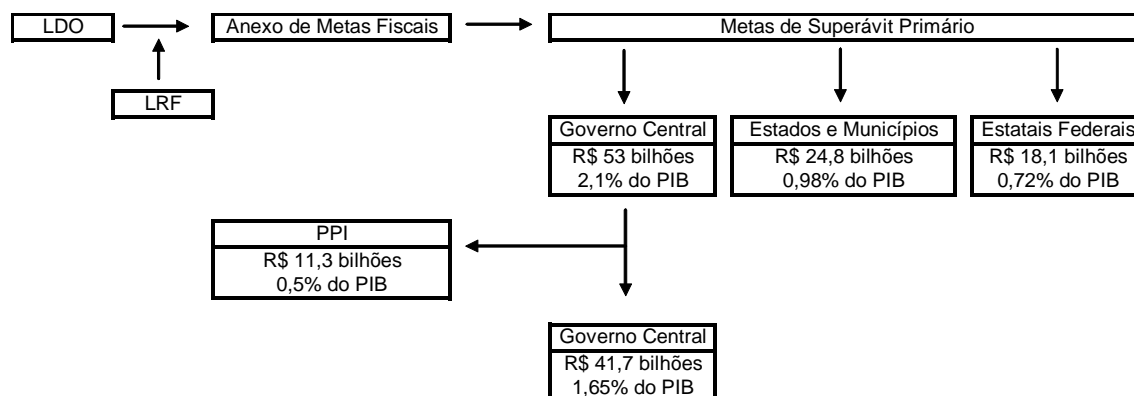
<sup>84</sup> Segundo Sicsú (2007, p.93-94), o PAC leva em consideração o efeito *crowding in* dos investimentos, ou seja, que o investimento público atrai o investimento privado. Segundo o autor: “(...) o investimento público não expulsaria o investimento privado, mas, ao contrário, abriria espaço para sua expansão”.

<sup>85</sup> Inicialmente, a LDO 2007 previa um abatimento sobre o superávit primário de R\$ 4,6 bilhões para atender ao PPI. Após sofrer alteração com o PAC, o valor para o PPI passou a R\$ 11,3 bilhões.



meio de uma redução do superávit primário, como prevê o programa. Além disso, torna-se necessário adequar as políticas monetária e cambial aos objetivos do PAC, por meio de taxas de juros mais compatíveis e taxas de câmbio mais estáveis e desvalorizadas.

**Quadro 2 – Lei de Responsabilidade Fiscal, Metas Fiscais e Projeto Piloto de Investimento - Brasil (2007)**



Fonte: Elaboração Própria

No entanto, frente à política econômica atual, nota-se uma postura altamente inconsistente com os objetivos do PAC e de uma política fiscal ativa. Como resultado do plano, entre janeiro e maio de 2007, foram gastos apenas R\$ 990 milhões. O baixo volume de gastos com investimentos públicos mostra que, apesar da preocupação com projetos que melhorem a infra-estrutura e proporcionem maior crescimento econômico, o Estado brasileiro continua altamente debilitado e ineficiente. O elevado patamar da taxa de juros, aliado a uma dívida pública de curto prazo, amplamente concentrada em papéis indexados à taxa de juros básica, dificultam um debate mais amplo sobre o papel ativo da política fiscal na busca pela aceleração do crescimento e do desenvolvimento econômico.

Por fim, outro ponto a ser destacado, dentre as atuações recentes do governo federal em busca da retomada do papel ativo da política fiscal, relaciona-se à reforma tributária encaminhada, recentemente, ao congresso nacional. A proposta busca, principalmente, uma mudança alocativa na estrutura tributária, de modo a simplificar a estrutura de tributos estaduais e federais. Dentre as principais medidas da proposta, destaca-se a unificação dos impostos federais e dos impostos estaduais por meio de impostos sobre valor agregado (IVA –

federal e IVA – estadual)<sup>86</sup>. A reforma tributária também prevê desoneração salarial<sup>87</sup> e o fim da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins)<sup>88</sup>.

Por um lado, de acordo com o Ministério da Fazenda, a reforma tributária não implicará uma alta da carga tributária<sup>89</sup>, mas sim, poderá contribuir para sua queda diante de um cenário de crescimento econômico<sup>90</sup>. Por outro lado, faz-se necessário aplicar uma reforma tributária, juntamente com uma política de gastos públicos mais coerente com o crescimento econômico. Apesar de significar um importante avanço na agenda tributária do país, à medida que o volume de gastos públicos, especialmente, com despesas financeiras, apresenta-se bastante elevado, a discussão sobre a carga tributária e seu papel no financiamento do setor público se torna parcial, visto que desconsidera os reais problemas associados à política fiscal, representado por elevado endividamento público e por gastos financeiros incompatíveis com o crescimento econômico.

### 3.4. Considerações Finais

Em síntese, pode-se concluir que os problemas associados ao financiamento do setor público, notadamente, em relação à dívida pública, não foram solucionados no período recente. Apesar do discurso político pela busca de uma política fiscal que assegure a “manutenção da estabilidade econômica e o crescimento sustentado”, a atual composição e perfil da dívida pública, aliada a uma política de taxa de juros elevada, dificulta o debate em torno de uma política fiscal de maiores gastos sociais e com infra-estrutura.

A armadilha em torno da dívida pública interna foi montada a partir da implantação do Plano Real, quando a dívida mobiliária apresentou um crescimento bastante significativo. Além disso, frente às constantes crises em mercados internacionais e às elevações na taxa de juros, nota-se uma deterioração na composição do endividamento, que passou a ser

---

<sup>86</sup> A unificação dos impostos da União atingiria a CIDE (contribuição de intervenção no domínio econômico), o PIS (programa de integração social) e a Cofins (contribuição para financiamento da seguridade social). Já a unificação dos impostos dos Estados se daria a partir do ICMS (imposto sobre circulação de mercadorias e serviços), que passaria a ter legislação única e alíquotas estabelecidas pelo Senado Federal.

<sup>87</sup> Seria reduzida a alíquota da contribuição patronal para o INSS, de modo a possibilitar uma desoneração da folha de salários da ordem de 5%.

<sup>88</sup> A tributação sobre o lucro seria realizada, exclusivamente, pelo Imposto de Renda da Pessoa Jurídica.

<sup>89</sup> De acordo com *Valor Online* de 28 de fevereiro de 2008, a proposta de emenda constitucional (PEC) da reforma tributária, garante que com a reforma “não haverá aumento da carga tributária”.

<sup>90</sup> Diante de um ambiente econômico favorável, o nível de arrecadação tende a se acelerar, o que possibilita, inclusive, uma redução da carga de tributos. Como exemplo, de acordo com o *Jornal Valor Econômico*, de 27 de fevereiro de 2008, mesmo com o fim da CPMF, o governo federal bateu recorde de arrecadação em janeiro de 2008. Tal resultado foi obtido com o aumento dos lucros das empresas e bancos, os quais propiciaram uma arrecadação maior através dos Impostos de Renda da Pessoa Jurídica e da Contribuição Social sobre Lucro Líquido.

caracterizado por títulos pós-fixados, notadamente, indexados à taxa de juros básica da economia. Em 1999, com a mudança no regime monetário e fiscal, a taxa de juros se manteve elevada, e o controle sobre os gastos não financeiros se tornou mais rígido. Contudo, o problema da dívida pública não foi solucionado, e os desembolsos com encargos financeiros mantiveram-se elevados.

Nesse sentido, o cenário atual se caracteriza por elevada taxa de juros, dívida pública altamente indexada à taxa básica de juros e forte inconsistência em relação à política fiscal, evidenciada pelos altos patamares de superávit primário e déficit nominal. Apesar da busca por alguma melhora no perfil e na composição de endividamento, a armadilha da dívida pública e seus elevados encargos financeiros permanecem, o que impossibilita as ações a fim de melhorar a qualidade da política fiscal. Tal fato se torna evidente a partir do baixo volume de gastos realizados através do Projeto Piloto de Investimento (PPI). Em um país com graves problemas de desigualdade social, a utilização de uma política fiscal ativa se torna fundamental. No entanto, frente a uma estrutura de financiamento e de endividamento público singular, a economia brasileira mantém um baixo e vulnerável ritmo de crescimento.

## CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, pôde-se observar a contínua deterioração do papel da política fiscal em busca de um maior crescimento econômico, principalmente, no caso brasileiro, onde a estrutura de endividamento público e a política econômica adotada vêm prejudicando de forma considerável o desenvolvimento econômico do país.

A política fiscal do governo pode ser considerada um instrumento legítimo de política econômica, visto que, por meio de uma política de gastos públicos ou via tributação, afeta, direta ou indiretamente, a demanda agregada e o crescimento econômico. Desde a década de 1930, quando passa a prevalecer a linha de pensamento keynesiana, a utilização da política fiscal se tornou imprescindível durante períodos de crise e de baixa atividade econômica.

Para Keynes, a política fiscal, sobretudo a partir de uma política de gastos públicos em investimentos, teria um papel fundamental em influenciar o crescimento econômico. Os investimentos públicos teriam o papel complementar aos investimentos privados no sentido de evitar grandes flutuações da atividade econômica. Dessa forma, o setor público teria a função de criar um ambiente favorável para a atuação do setor privado. Na mesma linha, os economistas pós-keynesianos evidenciam a importância de se entender o orçamento público a partir de seus efeitos sobre a atividade econômica e a estabilidade macroeconômica, que, por sua vez, seria o principal objetivo da política governamental. Em outras palavras, a política fiscal do governo, por meio de sua política tributária e de gastos públicos, bem como sua estrutura de financiamento, deveriam ser compreendidos como instrumentos intermediários em prol do crescimento econômico.

Ao longo dos anos, porém, diante do crescimento da inflação e do déficit público, os governos nacionais passam a aplicar políticas mais restritivas, principalmente, relacionadas à política fiscal e às contas públicas. Notadamente, após as décadas de 1980 e 1990, a partir das intervenções do Consenso de Washington e do Fundo Monetário Internacional (FMI), observa-se um movimento de maior restrição em relação à política fiscal que desempenha um papel passivo, porém central, diante da política econômica atual.

À medida que o fluxo internacional de capitais ganha autonomia, a política fiscal atua no sentido de garantir a rentabilidade dos títulos da dívida pública, por meio da sustentabilidade das políticas de financiamento do setor público. Desse momento em diante, a política fiscal sustentaria o equilíbrio financeiro do setor público, com a criação de um ambiente favorável para a valorização do capital. Para garantir a sustentabilidade das contas públicas, o governo deveria manter um rígido controle sobre suas necessidades de

financiamento, sobretudo, a partir da geração de superávits primários. Nota-se, dessa maneira, uma clara reversão do papel da política fiscal, em benefício do equilíbrio financeiro do setor público e, não mais, em prol de um maior crescimento econômico, conforme sustentam Keynes e os pós-keynesianos.

Nesse cenário, conforme visto no capítulo 3, o governo brasileiro amplia as restrições em termos fiscais, principalmente, após 1999. Diante de um novo acordo com o FMI, o país implementa uma maior rigidez e disciplina em relação aos gastos públicos, que passam a atuar em prol das metas para a geração de superávits primário. Esse ajuste provocou uma alteração na estrutura das contas governamentais, com a elevação contínua da carga tributária e a maior contenção em relação aos gastos não financeiros, sobretudo a partir da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), aprovada em 2000, ampliou a restrição aos gastos públicos não financeiros e impôs uma série de regulamentações e punições aos administradores públicos. No entanto, conforme mencionado, a LRF deixa de atacar um dos principais componentes de gastos públicos, representado pelos elevados encargos financeiros do setor público. Atualmente, o pagamento do setor público com juros nominais ultrapassa 6% do PIB, de modo que qualquer atuação no sentido de impor maior disciplina às contas públicas não deve desconsiderar tais desembolsos. Apesar de impor limites e regras em relação à política fiscal, com o intuito de combater o “populismo” fiscal, à medida que se deixa de considerar esse importante componente de gastos, a própria LRF se torna incoerente quanto ao princípio da responsabilidade fiscal. T tamanha é a magnitude dos gastos financeiros, que, apesar da geração de elevados superávits primários após 1999, ainda se observam déficits nominais da ordem de 2% do PIB.

Além de impor maior rigidez em relação aos gastos não financeiros, a partir da LRF, torna-se notório o comportamento crescente da arrecadação tributária. Devido ao aumento dos gastos financeiros e ao compromisso com a realização dos superávits primários, o setor público intensifica os aumentos da carga tributária do país, o que prejudica o sistema econômico como um todo.

A elevada proporção dos gastos públicos financeiros se apresenta relacionada a uma dívida pública ainda bastante desfavorável, especialmente, quanto ao perfil e à composição de endividamento. Na atualidade, grande parcela da dívida pública se encontra em títulos públicos pós-fixados de curto prazo e indexados à taxa básica de juros (LFTs), o que implica uma série de dificuldades ao setor público. Sob esse aspecto, conforme argumentado por Sicsú e Vidotto (2007), observa-se um elevado grau de subordinação da política fiscal à

política monetária. Quando o Banco Central aplica sua política de administração da taxa juros, notam-se efeitos diretos nos custos do Tesouro Nacional.

A desfavorável estrutura de endividamento público no Brasil se tornou evidente após a implantação do Plano Real. Durante o período inicial do plano, a dívida mobiliária apresentou um crescimento bastante significativo em virtude das políticas adotadas no sentido de garantir a estabilidade inflacionária. Além disso, ao longo da segunda metade da década de 1990, frente às constantes crises em mercados internacionais, percebe-se uma deterioração na composição do endividamento, em prol das LFTs. Tais títulos atuavam como um seguro para o investidor, frente às constantes alterações na taxa básica de juros.

Apesar de serem títulos característicos de ambientes com elevada incerteza, as LFTs se mantêm como principal título do setor público. Em um cenário de elevadas taxas de juros, como se observa recentemente, o peso de tais títulos no custo de endividamento público se torna ainda mais evidente. Mesmo após a desvalorização cambial de 1999 e a adoção do regime de metas de inflação, as taxas de juros se mantiveram em patamares bastante elevados, o que implicou custos diretos ao financiamento público.

O estudo da estrutura de endividamento em países em desenvolvimento que adotam regimes de metas de inflação evidenciou um mercado de títulos públicos mais favorável e desenvolvido. Após passarem por severas crises ao longo dos anos 1990, Polônia, Hungria e México modificaram a estrutura de endividamento ao instituírem uma dívida altamente concentrada em títulos públicos prefixados e com prazo de maturidade mais elevado. Um perfil e composição favorável de endividamento tendem a minimizar as pressões sobre as necessidades de financiamento do setor público, a fim de possibilitar uma discussão mais precisa e consistente em relação à atuação da política fiscal.

No entanto, assim como o Brasil, os países selecionados vêm buscando maior rigidez em relação aos gastos públicos. Dentre os três países, o México é o que mais se destaca em termos de contenção fiscal. Esse país apresenta um crescente superávit primário, com expectativa de geração de superávits nominais para os próximos anos, o que, por sua vez, contribui para que a economia mexicana apresente uma carga tributária consideravelmente baixa. Em relação à Polônia e à Hungria, apesar de manterem um volume considerável de déficit público, tal resultado se mostra altamente relacionado aos gastos não financeiros do setor público, uma vez que os países apresentam déficits em sua conta primária. Nesse cenário, a política fiscal pode dificultar a atuação das autoridades monetárias no que diz respeito ao financiamento do déficit público. Assim, o ajuste fiscal nesses países, por meio da administração da política de gastos sociais e com investimentos, parece ser mais coerente.

Ao retomar-se ao caso brasileiro, diante de uma estrutura de endividamento público pouco favorável, a qual contribui para o elevado custo de financiamento, a geração de superávits primários não se mostra suficiente para o equilíbrio financeiro do setor público. Em outras palavras, apesar de o setor público aplicar um rígido controle sobre os gastos não financeiros, a ponto de gerar altos superávits primários, a partir do momento em que se acrescentam as despesas financeiras, o resultado fiscal passa a ser deficitário. Além disso, diante da rígida estrutura de alguns componentes de gastos sociais, como por exemplo, com previdência social, o ajuste se dá, principalmente, por meio dos gastos públicos com investimentos, como fica evidente a partir do baixo volume desembolsado com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e com o Projeto Piloto de Investimento (PPI).

O PAC e o PPI tendem a contribuir para a atuação ativa da política fiscal, à medida que garantem recursos para o setor público investir em projetos de infra-estrutura, e, por conseguinte, complementar a atuação dos investimentos privados, conforme sustenta a política econômica keynesiana. Entretanto, ao invés de impulsionar projetos de investimentos e possibilitar algum grau de liberdade à política fiscal, o setor público intensifica a realização de elevados superávits primários e prejudica o desenvolvimento econômico do país em benefício dos elevados encargos financeiros da dívida. Os investimentos públicos e os projetos de infra-estrutura tornam-se, portanto, variáveis residuais diante do objetivo maior de garantir a realização do superávit primário. Portanto, a política adotada se mostra altamente contrária as recomendações de Keynes, já que ao invés de impulsionar o crescimento econômico, os investimentos públicos são variáveis de ajuste. O ponto central da política econômica passa a ser conduzido pela geração de superávits primários e contenção de gastos públicos não financeiros, e não mais para a geração de um ambiente econômico favorável para o desenvolvimento econômico do país.

Dessa forma, a discussão sobre a política fiscal e a dívida pública no Brasil não é nada trivial. Para que o país possa apresentar um debate mais coerente em relação à utilização da política fiscal como instrumento de política econômica, é necessário modificar a atual estrutura de financiamento/endividamento, a fim de proporcionar um maior grau de liberdade e de consistência à política fiscal, sobretudo, em relação à política de gastos públicos. A redução da taxa de juros e uma estrutura de endividamento público composta por títulos de prazos mais elevados e não indexada à taxa básica de juros reduziriam a pressão sobre os encargos financeiros e contribuiriam para a implantação de políticas fiscais ativas em busca da estabilidade macroeconômica. Em suma, a partir do momento em que se inicia uma discussão relativa à política fiscal no Brasil, seja ela ativa ou passiva, de ajuste ou expansiva,

não se devem desconsiderar os gastos financeiros do setor público, nem a estrutura de endividamento público, uma vez que tais componentes apresentam importância significativa diante da política econômica atual.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDIMA. *Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto: Séries históricas — dívida pública*, 1993.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. *Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2004.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI FILHO, F. “Inflation targeting in emerging countries: the case of Brazil” *Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia – ANPEC*, 2006.

AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. “A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Conseqüências”. *BNDES - Textos para Discussão - n. 77*, Rio de Janeiro. Maio, 2000.

BACHA, E. “Plano Real: Uma segunda avaliação”. In: IPEA/CEPAL *O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização*. Brasília, 1997.

BANCO DE MEXICO. “Informe Anual 2000”. Ciudad de Mexico. Abril, 2001.

BARABÁS, G.; HAMECZ, I.; NEMÉNYI, J. “Fiscal Consolidation, Public Debt Containment and Disinflation (Hungary’s Experience Transition)”. *NBH Working Paper*, May, 1999.

BARRO, R.; GORDON, D. “Rules, Discretion and reputation in a model of monetary policy. In: PERSSON, T.; TABELLINI, G. (edit.) *Monetary and Fiscal Policy (1): Credibility*. Cambridge (Mass.): MIT, 1994

BELL, S. A. "Functional Finance: What, Why, and How?". *Levy Economics Institute Working Paper* No. 287, November, 1999.

BELL, S. A. "Can Taxes and Bonds Finance Government Spending?". *Levy Economics Institute Working Paper* No. 244, July, 1998

BIASOTO JR., G. “A polêmica sobre o déficit público e a sustentabilidade da política fiscal”. In: BIASOTO JR., G., PINTO, M. P. A. (orgs.) *Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil*. Campinas-SP: Editora da Unicamp, 2006.

BRASIL. Lei Complementar N. 101 de 04 de maio de 2000. Disponível em: <[http://www.stn.fazenda.gov.br/legislacao/download/contabilidade/lei\\_comp\\_101\\_00.pdf](http://www.stn.fazenda.gov.br/legislacao/download/contabilidade/lei_comp_101_00.pdf)>. Acesso em: 20 de julho de 2007.

BRASIL. Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2007. Anexo IV.1 – Anexo de Metas Anuais. Disponível em: <[http://www.planejamento.gov.br/arquivos\\_down/sof/lei/ldo\\_11439\\_061229\\_anexos/LDO\\_11439\\_061229\\_AnexoIV.pdf](http://www.planejamento.gov.br/arquivos_down/sof/lei/ldo_11439_061229_anexos/LDO_11439_061229_AnexoIV.pdf)> . Acesso em: 20 de julho de 2007.

BRASIL. Ministério do Planejamento. Disponível em: <[www.planejamento.gov.br](http://www.planejamento.gov.br)> Acesso em: 17 de julho de 2007, 2007.

BRESSER-PEREIRA, L. C. *Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: Editora 34, 2007

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade”. *Revista de Economia Política*, 22, n.3, (87), julho-setembro, 2002.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; DALL’ACQUA, F. “Economic Populism versus Keynes: Reinterpreting Budget Deficits in Latin America,” *Journal of Post-Keynesian Economics*, 14 (1), 1991.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; DALL’ACQUA, F. “A composição financeira do déficit público” In: LOZARDO, E. (ed.) *Déficit Público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural*. São Paulo: Paz e Terra, 1987.

BRIXI, H. P.; PAPP, A.; SCHICK, A. “Hungary: Fiscal Risks and the Quality of Fiscal Adjustments”. *WorldBank Policy Research Working Paper*, July, 1999.

BROWN-COLLIER, E.; COLLIER, B. “What Keynes Really Said About Deficit Spending,” *Journal of Post Keynesian Economics*, 17 (3), Spring, 1995.

BURNS, A.; YOO, K. Y. “Public expenditure management in Poland” *Economics Department Working Papers n. 346 OECD*. December, 2002.

CÂMARA NETO, A. F.; VERNENGO, M. “Fiscal Policy and the Washington Consensus: a post keynesian perspective. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 27 (2), 2004.

CANUTO, O., SANTOS, P. F. P. “Risco-Soberano e Prêmio de Risco em Economias Emergentes”. *Temas de Economia Internacional, Secretaria de Assuntos Internacionais, Ministério da Fazenda, Brasília*, n.3, p.1-43, out. 2003.

CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Unesp, IE/Unicamp, 2002.

CARVALHO, F. J. C. “Equilíbrio Fiscal e Política Econômica Keynesiana”. Disponível em: <[www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/equilibriofiscal.pdf](http://www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/equilibriofiscal.pdf)>. Acesso em 10 de agosto de 2007, 2007.

CARVALHO, F. J. C. “Economic policies for monetary economies”. *Revista de Economia Política*, vol. 17 (4) out-dez, 1997.

CARVALHO, F. J. C. et al. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro-RJ: Elsevier, 2000.

CARVALHO, C. E. “Finanças Públicas e Estabilização no Plano Real: Uma Reinterpretação”. *Textos para Discussão 04/01*. São Paulo, PUC-SP, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, 2001.

CARVALHO, F. J. C.; MELO, E.; BARONI, S. *Dívida Pública: Propostas para Ampliar a Liquidez*. 1. ed. Rio de Janeiro: Andima, 2003.

CASTRO, J. A. et al. “Gasto Social Federal em uma Dimensão Macroeconômica: 1995-2001”. In: PINTO, M. P. A.; BIASOTO JR., G. (orgs.) *Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil*. Campinas-SP: Editora da Unicamp, 2006.

CASTRO, L. B. “Privatização, Abertura e Desindexação: a primeira metade dos anos 90”. In: GIAMBIAGI, F., et al. (orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

CIFUENTES, R.; DESORMEAUX, J.; GONZÁLEZ, C. “Capital Markets in Chile: from financial repression to financial deepening”. In: *The Development of Bonds markets in Emerging Economies*. BIS Papers 11, Basel, junho, 2000.

COLANDER, D. “Functional Finance, New Classical Economics and the Great Great Grandsons”, *Middlebury College Discussion Paper No. 02-34*, 2002.

COLANDER, D. “Was Keynes a Keynesian or a Lernerian?” *Journal of Economic Literature*, 22 (4), Dec, 1984.

COLANDER, D.; MATTHEWS, P. H. “Integrating Sound Finance with Functional Finance”. In: BERGLUND, P. G., VERNENGO, M (orgs.) *The Means of Prosperity: Fiscal policy reconsidered*. New York-NY: Routledge, 2006.

CYSNE, R. P.; SOBREIRA, R. (coords.) *Ajustes Fiscais: experiências recentes de países selecionados*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007.

DORNBUSCH, R.; VINALS, J.; PORTES, R. “Mexico: Stabilization, Debt and Growth”. *Economic Policy*, vol. 3, n.7, out. 1988.

FERRARI FILHO, F. “Da tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma Agenda Econômica alternativa: uma estratégia de desenvolvimento para a economia brasileira à luz da teoria pós-keynesiana”. *Texto de Discussão/PPGE/UFRGS*. Porto Alegre: UFRGS, 2002.

FERRARI FILHO, F. “O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico”. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 19, n. 35, mar. 2001.

FIGUEIREDO, F. M.; FERREIRA, T. P. “Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil”. Trabalho para discussão n.59, *Banco Central do Brasil*. Brasília. December, 1-32, 2002.

FORSTATER, M. “LERNER, Abba Ptachya (1903-1982)”. *Working Paper n.52. Center of full employment and price stability (CFEPS)*. April, 2006

FRANCO, G. *O Plano Real e Outros Ensaio*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995

GARCIA, M. G. P.; SALOMÃO, J. “Alongamento dos Títulos de Renda Fixa no Brasil”. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs.) *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação, Alongamento*. Rio de Janeiro-RJ: Contra Capa Livraria, 2006.

GENTIL, D. L. “A política fiscal e a falsa crise da seguridade social no Brasil: análise financeira do período recente”. In: SICSU, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.

GIAMBIAGI, F. et al. (orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. 2 ed., Campus, 2000.

GÓRA, M.; RUTKOWSKI, M. “The Quest for Pension Reform: Poland’s Security through Diversity”, *Working Papers*, n.286, The William Davidson Institute – University of Michigan, 2000.

GOVERNMENT DEBT MANAGEMENT AGENCY – HUNGARY. Disponível em: <[www.akk.hu](http://www.akk.hu)>. Acesso em: 10 de abril de 2007, 2007.

HERMANN, J. “Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000”. In: *XXXIV Encontro Nacional de Economia, 2006, Salvador/BA. Anais*. Salvador, 2006.

HERMANN, J. “Reformas, Endividamento Externo e o ‘Milagre’ Econômico”. In: GIAMBIAGI, F. et al. (orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

HERMANN, J. “A Macroeconomia da Dívida Pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002)”. *Cadernos Adenauer*, Ano III, nº 4, Novembro, 2002.

JONAS, J.; MISHKIN, F. S. “Inflation targeting in transition countries: experience and prospects” *Working Paper 9667 National Bureau of Economic Research (NBER)*. April, 2003.

KHAIR, A. A. “A Questão Fiscal e a Lei de Responsabilidade Fiscal”. In: PINTO, M. P. A.; BIASOTO JR., G. (orgs.) *Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil*. Campinas-SP: Editora da Unicamp, 2006.

KREGEL, J. “Budget deficits, stabilization policy and liquidity preference: Keynes’s post-war policy proposals”. In: VICARELLI, F. (edit.). *Keynes’s relevance today*. Londres, Macmillan, 1985.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans” *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3 Jun, 1977.

LELOUP, L. T. et al. “Budgeting in Hungary during the democratic transition”. *Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management*, 10 (1), Spring, 1998.

LENAIN, P.; BARTOSZUK, L. “The Polish Tax Reform” *Economics Department Working Papers n. 234 OECD*. March, 2000.

LERNER, A. *Economía del Pleno Empleo*. Madrid: Aguilar, 1957.

LERNER, A. “Functional Finance and the Federal Debt,” *Social Research*, 10, 1943.

LOPREATO, F. L. C. “O papel da política fiscal: um exame da visão convencional”. *Texto para Discussão IE/UNICAMP n.119*. Fevereiro, 2006.

LOPREATO, F. L. C. *O colapso das finanças estaduais e a crise da federação*. São Paulo: Editora Unesp, IE-Unicamp, 2002.

MARQUES, R. M. “Uma Previdência Social para os brasileiros”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.

MISHKIN, F. S. “What should Central Banks do?”. Prepared for the Homer Jones Lecture, Federal Reserve Bank of St. Louis, March 30, 2002.

MODENESI, A. M. *Regimes Monetários: teoria e a experiência do real*. Barueri: Manole, 2005.

MOGGRIDGE, D. (org) “The Collected Writings of John Maynard Keynes”, Londres: MacMillan para a Royal Economic Society, 30 volumes, 1971/1990. Os volumes são identificados pela sigla CWJMK, seguidos do número do volume em algarismos romanos e da página citada.

MOURA, A. R. “Dívida pública interna: os estrangeiros estão chegando”. *Revista Conjuntura Econômica*, março, 2007a.

MOURA, A. R. “Bem vindo ao admirável mundo novo da LFT sintética”. *Jornal Valor Econômico*, 14 de junho, 2007b.

MOURA, A. R. “Letras Financeiras do Tesouro: quousque tandem?”. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs.) *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação, Alongamento*. Rio de Janeiro-RJ: Contra Capa Livraria, 2006.

NAKANO, Y. “A Taxa de Juros Mais Alta do Mundo Deverá Persistir”. *Revista Conjuntura Econômica*, janeiro, 2007.

NATIONAL BANK OF POLAND *The Act on the National Bank of Poland*. Warsaw, 1997.

NUNES, S. P. P.; NUNES, R. C. “Instituições orçamentárias: uma agenda para reformas pós lei de responsabilidade fiscal”. Brasília: Editora da UnB. *Monografia premiada em 2º lugar no V Prêmio Tesouro Nacional*. Orçamentos e Sistemas de Informação, 2000.

OREIRO, J. L. et al. “Por que o Custo do Capital no Brasil é tão alto?” *Textos para discussão 02/07*. CMDE/UFPR, 2007.

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. “Crescimento Econômico e Superávit Primário”. *Jornal Valor Econômico*, 24 de maio, 2004.

OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. “Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira”. In: OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F. (orgs.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri/SP: Editora Manole, 2003.

PASSARINHO, P. “Previdência Social Pública: um serviço universal ao cidadão brasileiro”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.

PAULA, L. F.; ALVES JR., A. “Banking behavior and the brazilian economy after the end of the real plan: a post keynesian approach”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 227, December, 2003.

PEDRAS, G. B. V. “A Evolução da Administração da Dívida Pública e Risco de Repúdio no Brasil”. *Dissertação (Mestrado em Economia)* - Fundação Getúlio Vargas – RJ, 2003.

POLAND. Ministry of Finance. *Public Debt Annual Report – Polish Treasury Securities*. Warsaw, 2006a.

POLAND. Ministry of Finance. *Debt Management Strategy 2007-2009*. Warsaw, 2006b.

POLAND. Ministry of Finance. *Public Debt Annual Report – Polish Treasury Securities*. Warsaw, 2005.

POLAND. Ministry of Finance. *Public Debt Annual Report – Polish Treasury Securities*. Warsaw, 2000

RESENDE, A. L. “Em Defesa dos Títulos de Indexação Financeira”. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs.) *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação, Alongamento*. Rio de Janeiro-RJ: Contra Capa Livraria, 2006.

RIBEIRO, J. R. *Análise Comparada do IGP e IPCs no Período 1999-2005: impactos distributivos*. Dissertação (Mestrado em Economia) – FCLAr/Unesp, Araraquara-SP, 2006.

RIGOLON, F., GIAMBIAGI, F. "A Renegociação das Dívidas e o Regime Fiscal dos Estados". In: GIAMBIAGI, F., MOREIRA M. M. (orgs.), *A Economia Brasileira nos Anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

ROCHA, R.; VITTAS, D. “Pension Reform in Hungary: a preliminary assessment” *Policy Research Working Paper*. The World Bank, jul. 2001.

ROZKRUT, M. “The monetary and fiscal policy mix in Poland” In: *Fiscal issues and central banking in emerging economies BIS paper n.20*, Basel. October, 2003.

SCHMIDT-HEBBEL, K.; WERNER, A. “Inflation Targeting in Brazil, Chile and México: performance, credibility, and the exchange rate”. *Working Paper n.171*. Central Bank of Chile, jul. 2002.

SICSÚ, J. “PAC: quatro anos depois o governo tenta mudar o rumo”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.

SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. “A administração fiscal no Brasil e a taxa de juros”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.

SIDAOU, J. J. “The Role of the Central Bank in Developing Debt Markets in México” In: *The Development of Bonds markets in Emerging Economies. BIS Papers 11*, Basel, june, 2002.



SNOWDON, B.; VANE, H. R. *Modern Macroeconomics: Its origins, development and current state*. Cheltenham-UK: Edward Elgar, 2005.

SPECTOR, L. C. "Fiscal Policy" In: CATE, T. (edit.) *An Encyclopedia of Keynesian Economics*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 1997.

STN. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, número 8, 2008.

STOPYRA, J.; TRZECIŃSKA, A.; GRAT, A. "Debt market development: challenges for the central bank in Poland" In: *The Development of Bonds markets in Emerging Economies. BIS Papers 11*, Basel, junho, 2002.

TAVARES, M. C. "A Economia Política do Real". In: MERCADANTE, A. (orgs.) *O Brasil pós Real: a política econômica em debate*. Campinas, SP: Unicamp-IE, 1998.

TRILLO, F. H.; VILLAGOMEZ, A. "La estructura de la deuda publica en Mexico". *Revista de Análisis Económico*, Vol. 16, n.1, junio, 2001.

TURE, N. "Keynes's influence on public policy: a conservative's view", In: WATTEL, H. (org), *The Policy Consequences of John Maynard Keynes*, Armonk: M.E. Sharpe, 1985.

WILLIAMSON, J. "What Washington Means by Policy Reform": 7-38. In: WILLIAMSON, J. (org.) *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington: Institute for International Economics, 1990.

WORLD BANK "The Act on Public Finance – Poland". Disponível em: <[www1.worldbank.org/publicsector/pe/BudgetLaws/PolandPublic-Finance.doc](http://www1.worldbank.org/publicsector/pe/BudgetLaws/PolandPublic-Finance.doc)>. Acesso em: 22 de maio de 2007, 1998.

WRAY, L. R. *Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços*. Tradução de José Carlos de Assis. Rio de Janeiro: Editora UFRJ / Contraponto Editora, 1998.