

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

FÁBIO HENRIQUE BITTES TERRA

**A DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL PÓS-*REAL*: UMA
INTERPRETAÇÃO KEYNESIANA**

Porto Alegre

2011

FÁBIO HENRIQUE BITTES TERRA

**A DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL PÓS-*REAL*: UMA
INTERPRETAÇÃO KEYNESIANA**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como quesito parcial para a obtenção do título de Doutor em Economia, com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

Porto Alegre

2011

FÁBIO HENRIQUE BITTES TERRA

**A DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL PÓS-*REAL*: UMA
INTERPRETAÇÃO KEYNESIANA**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como quesito parcial para a obtenção do título de Doutor em Economia, com ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho

Aprovada em: Porto Alegre, 04 de outubro de 2011.

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Dr. Manoel Carlos de Castro Pires
Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Prof. Dr. Fernando José Cardim de Carvalho
Universidade Federal do Rio de Janeiro

Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS

T323d Terra, Fábio Henrique Bittes
A dívida líquida do setor público no Brasil pós-Real: uma interpretação
keynesiana / Fábio Henrique Bittes Terra. – Porto Alegre, 2011.
161 f.: il.

Orientador: Fernando Ferrari Filho.

Ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Tese (Doutorado em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul,
Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia,
Porto Alegre, 2011.

1. Política monetária: Brasil. 2. Dívida pública: Gastos públicos: Brasil. 3.
Teoria pós-keynesiana. I. Ferrari Filho, Fernando. II. Universidade Federal do Rio
Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-Graduação
em Economia. III. Título.

CDU 336.27

*Este trabalho é dedicado a minha Avó,
Ana Moreira Bites*

AGRADECIMENTOS

Mesmo que com tantas dúvidas; ainda que sem oração, agradeço a Deus.

Meu muito obrigado a minha família, Pai, Mãe, Sérgio (e à sua esposa Polyana), Renata e Vanessa. Palavras são desnecessárias.

À Taís, coisa linda, meu porto afetivo ao longo do caminho, que com a mão a mim dada acompanhou, aconselhou, viveu este trabalho.

Ao Prof. Fernando Ferrari Filho. Por ter tornado esta orientação, uma amizade. Por ter feito de sua disposição, parceria. Pelo extremo profissionalismo, que me serve, e seguirá servindo, de inspiração. Ferrari, valeu!

Aos Professores da Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Em especial, aos Professores Pedro Cezar Dutra Fonseca, Gentil Corazza, Ricardo Dathein e Octávio Conceição.

Aos tantos amigos, agradeço sem denominar, para não cometer injustiças (embora isto já seja uma injustiça). Aos que fiz em Porto Alegre e hoje se espalham por aí; aos de Curitiba. Aos tantos de Minas: em Araxá, em Uberlândia, em BH. Aos amigos de congressos. A todos os amigos, muito obrigado.

Às secretárias do PPGE/UFRGS.

Ao Conselho Nacional do Desenvolvimento Tecnológico e Científico, CNPq, pelo financiamento deste trabalho.

Ao Vinicius de Moraes, Cartola, João Nogueira, Chico Buarque, Noel Rosa, Clara Nunes e a *“todos os grandes sambistas do Brasil, branco, preto, mulato - Saravá”*, cujas poesias musicadas descansaram-me tanto e por tantas vezes.

Aos funcionários do Tesouro Nacional que consultei e que prontamente contribuíram na solução de dúvidas sobre as operações intestinas à política de dívida brasileira. Registro meu agradecimento especial ao Felipe Bardella, ao Luiz Gonzaga Queiroz Filho e ao Rodrigo Cabral.

A todos que passarão e àqueles que passarinho. Sou sempre agradecido.

EPÍGRAFE

Ainda podemos ter tempo para reconsiderar o nosso rumo e para ver o mundo com novos olhos. Os eventos dos próximos anos não dependerão das deliberações dos estadistas, mas das correntes ocultas que fluem continuamente sob a superfície da história política, e cujo resultado ninguém pode prever. Só de um modo podemos influir sobre essas correntes ocultas – pondo em movimento as forças da educação e da imaginação que conseguem mudar a opinião das pessoas.

*O terror sobrevive, em cada coração humano,
Às ruínas que tragou; ao medo mais forte.
Tudo o que não queriam pensar era verdade.
A hipocrisia e o hábito formam em sua mente
O templo de muitos ritos, já ultrapassados.
Não ousam propor o bem para o homem.
E contudo não sabem que não o ousam...*

Nunca no tempo de vida dos que hoje estão vivos o elemento universal brilhou tão pouco na alma humana. Por essas razões a verdadeira voz da nova geração ainda não se fez ouvir, e a sua opinião silenciosa ainda não está formada. Dedico, assim, este livro à formação da opinião geral do futuro.

John Maynard Keynes, 1919,
As consequências econômicas da paz (Keynes, 1988).

*Entre a dívida externa
e a dívida interna,
meu coração comercial,
alterna.*
Paulo Leminski, *Caprichos e Relaxos*, 1983.

RESUMO

A dívida líquida do setor público apresentou um notável crescimento no Brasil desde 1995, quando a estabilização monetária na era do *Real* passou a ser uma realidade. Quais foram os condicionantes da dinâmica do endividamento público no Brasil pós-*Real*? Responder essa questão é o objetivo deste trabalho. Norteará o alcance deste objetivo a hipótese de que o crescente endividamento deveu-se aos excessivos gastos financeiros incorridos pelo setor público brasileiro em função do modo de condução da política monetária, tanto no período em que o regime monetário era a âncora cambial (de julho de 1994 a janeiro de 1999) quanto após a instituição do Regime de Metas para a Inflação (julho de 1999 em diante). Para interpretar-se as contas públicas brasileiras e conceberem-se os gastos financeiros como causadores do crescente endividamento público, este trabalho terá como referencial a teoria de John Maynard Keynes, desde sua concepção das economias monetárias de produção enquanto unidades orgânicas até as suas prescrições de política econômica. Não obstante, o norte teórico será complementado pelos autores da perspectiva pós-keynesiana. Nesse particular, destaque será conferido à Hyman Minsky e sua *Hipótese de Fragilidade Financeira*, a partir da qual se desenvolve o Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, que será aplicado para se aferir a posição ocupada pelas finanças públicas brasileiras entre 1995 e 2009. As conclusões do trabalho apontam para a necessidade de se instituir um novo padrão de operacionalização das políticas econômicas em que, por um lado, a política monetária seja conduzida de um modo tal que leve à redução dos gastos financeiros, e, por outro lado, que os gastos públicos em investimentos sejam elevados, a bem das criações tanto de um orçamento público equilibrado de forma intertemporal quanto, e principalmente, de um ambiente institucional propício ao investimento privado, fundamental à geração de emprego, renda e riqueza novas.

Palavras-chave: Finanças públicas. Dívida líquida do setor público. Keynes. Políticas econômicas keynesianas. Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público.

ABSTRACT

The public sector's net debt in Brazil has showed a remarkable growth in Brazil since 1995, immediately after the period in which the monetary stability, based on *Real*, became a reality. What are the determinants of the public debt's during the Brazilian *Real* era? Providing an answer for this question is the main objective of this thesis. In order to achieve this goal, we formulate the hypothesis that increasing public debt was due to excessive financial costs incurred by the Brazilian public sector in the way of conducting monetary policy, both in the period when the monetary regime was the exchange anchor (July 1994 to January 1999) and after the institution of the Inflation Targeting Regime (since June 1999). To analyze the figures of the Brazilian public sector and to show that there is a relationship between the financial costs and the growing of public debt we will explore the theory of John Maynard Keynes, more specifically, his conception related to the monetary economies of production as an organic system and his economic policies prescriptions. Moreover, our theoretical framework will also explore the arguments and theories of some post-Keynesian economists, in particular Hyman Minsky and his *Financial Fragility Hypothesis* (FFH). The Minsky's FFH is adapted to the Brazilian public sector and, as a result, it is elaborated a Financial Fragility Index for the Brazilian Public Sector. This Index measures the Brazilian sector public performance between 1995 and 2009. As a conclusion, on the one hand, it suggests that the monetary policy has to be operated in such a way that leads to a reduction in financial expenses of the Brazilian public sector. On the other hand, the economic policy, especially fiscal policy, must be implemented to create a favorable institutional environment to the private investment, which it is essential to expand the levels of employment, income and wealth, and balance, intertemporally, the public budget.

Key-words: Public finances. Public sector net debt. Keynes' economic policies. Public Sector Financial Fragility Index.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Contas públicas: resultado primário por esfera do setor público, receitas financeiras e despesas financeiras, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões).....	87
Tabela 2 - Carga tributária bruta, 1995 a 1999, anual (% do PIB).....	89
Tabela 3 - Despesas públicas não financeiras, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões).....	90
Tabela 4 - Taxas de variação das despesas públicas, não financeiras e financeiras, 1995 a 1999, anual (%)......	92
Tabela 5 - Taxa de participação das despesas não financeiras e financeiras na despesa total, 1995 a 1999, anual (%)......	93
Tabela 6 - Dívida mobiliária federal: prazo e custo médios, indexação à taxa de juros básica, ao câmbio e a índices prefixados, 1995 a 1999, anual.....	99
Tabela 7 - Fatores condicionantes da base monetária: operações com o setor externo e com títulos públicos federais, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões).....	100
Tabela 8 - Despesas públicas financeiras, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões).....	100
Tabela 9 - Ajuste patrimonial da DLSP, 1996 a 1999, anual (R\$ milhões).....	109
Tabela 10 - Contas públicas: despesas não financeiras e financeiras e receitas totais, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões).....	113
Tabela 11 - Taxa de variação das despesas não financeiras e financeiras e das receitas totais, 2000 a 2009, anual (%)......	114
Tabela 12 - Carga tributária bruta, 2000 a 2009, anual (% do PIB).....	115
Tabela 13 - Fatores condicionantes da base monetária, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões).....	127
Tabela 14 - Dívida mobiliária federal interna: indexadores e prazo médio, 2000 a 2009, anual.....	131
Tabela 15 - Operações primárias e secundárias com títulos públicos federais, 2000 a 2008, anual (R\$ milhões).....	132
Tabela 16 - Ajuste patrimonial da DLSP, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões).....	136

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Dívida líquida do setor público, julho de 1994 a dezembro de 2009, mensal (R\$ milhões e %/PIB).....	77
Gráfico 2 - Dívida líquida do setor público, interna e externa, 1982 a 1994, anual (DLSP/PIB).....	82
Gráfico 3 - Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, 1995 a 1999, anual.....	86
Gráfico 4 - Taxa de juros básica nominal anualizada da economia brasileira (Over/Selic e Tban), agosto de 1994 a dezembro de 1999, mensal (%)......	95
Gráfico 5 - Balanço de pagamentos: transações correntes, conta financeira, investimentos diretos externos e reservas internacionais, 1994 a 1999, trimestral (US\$ milhões).....	96
Gráfico 6 - Taxa de câmbio, terceiro trimestre de 1994 a quarto trimestre de 1999, trimestral (R\$/US\$).....	97
Gráfico 7 - Juros nominais e necessidade de financiamento do setor público, nominal e primária, terceiro trimestre de 1994 a 1999, trimestral (R\$ milhões).....	106
Gráfico 8 - Dívida líquida do setor público total, interna e externa, e dívida mobiliária federal, julho de 1994 a 1999, mensal (R\$ milhões e %/PIB).....	110
Gráfico 9 - Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, 2000 a 2009, anual.....	112
Gráfico 10 - Formação bruta de capital fixo, total e setor público, 2000 a 2009, anual (% do PIB).....	119
Gráfico 11 - Resultado primário do setor público por esferas componentes, 1995 a 2009, anual (% do PIB).....	121
Gráfico 12 - Taxa de juros Selic nominal anualizada, janeiro de 2000 a dezembro de 2009, mensal (%)......	123
Gráfico 13 - Taxas de juros básicas nominais anualizadas: Brasil, Argentina e México, 2000 a 2009, anual (%)......	124
Gráfico 14 - Taxa de juros Selic anualizada e taxa de inflação ao mês (IPCA), 2000 a 2009, mensal (%)......	125
Gráfico 15 - Custo médio da dívida mobiliária federal interna e taxa Selic, 2000 a 2009, anual (% ao ano).....	129
Gráfico 16 - Amortizações e refinanciamento da dívida pública federal, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões).....	133

Gráfico 17 - Dívida líquida do setor público e dívida mobiliária federal, 2000 a 2009, mensal.....134

Gráfico 18 - Necessidades de financiamento do setor público: primário, nominal e juros nominais, 2000 a 2009, mensal (R\$ milhões).....137

LISTA DE SIGLAS

a.a.	Ao Ano
AM	Autoridade Monetária
BCB	Banco Central do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público
DMF	Dívida Mobiliária Federal
FEF	Fundo de Estabilização Fiscal
FFIE	Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSB	Fundo Soberano do Brasil
FSE	Fundo Social de Emergência
GT	The General Theory of Employment, Interest and Money
IFFSPB	Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
LBC	Letras do Banco Central
LFT	Letras Financeiras do Tesouro
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LTN	Letras do Tesouro Nacional
MPV	Medida Provisória
NFSP	Necessidade de Financiamento do Setor Público
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PAI	Plano de Ação Imediata
PIB	Produto Interno Bruto
PND	Programa Nacional de Desestatização
p.p.	Ponto(s) Percentual(is)
PPI	Programa Piloto de Investimentos
PROEF	Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional
PROES	Programa de Reestruturação dos Bancos Públicos Estaduais
RMI	Regime de Metas de Inflação
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia de Títulos Públicos Federais - Taxa de Juros Básica da Economia Brasileira
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
URV	Unidade Real de Valor

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
2 REFERENCIAL TEÓRICO: AS POLÍTICAS ECONÔMICAS NA PERSPECTIVA KEYNESIANA	23
2.1 O ponto de partida: a unidade orgânica, a incerteza, e a filosofia da prática.....	24
2.2 Políticas econômicas keynesianas.....	34
2.3 Da Hipótese de Fragilidade Financeira de Minsky ao Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro.....	44
3 ANTECEDENTES E DESDOBRAMENTOS DO PLANO REAL	55
4 AS FINANÇAS PÚBLICAS E A DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL PÓS-<i>REAL</i>	79
4.1 A dívida líquida do setor público anterior ao <i>Real</i>	80
4.2 As finanças públicas e a dívida líquida do setor público no regime de âncora cambial e câmbio administrado: julho de 1994 a dezembro de 1999.....	84
4.3 As finanças públicas e a dívida líquida do setor público no regime de metas de inflação e câmbio flutuante: de 2000 a 2009.....	112
5 CONCLUSÃO	139
REFERÊNCIAS	149
ANEXO A - ESTATÍSTICAS DAS CONTAS PÚBLICAS	160

1 INTRODUÇÃO

A dívida líquida do setor público é o estoque resultante do confronto entre débitos e créditos financeiros do setor público¹. Em janeiro de 1995, seis meses após o lançamento do Plano Real, a dívida líquida do setor público brasileiro (DLSP) situava-se em patamar equivalente a 29,35% do Produto Interno Bruto (PIB) do País. Em setembro de 2002, o endividamento público brasileiro alcançou valor equivalente a 53,0% do PIB, declinando a partir de 2004 até alcançar, em novembro de 2009, 42,8% do PIB. Porém, enquanto a relação DLSP/PIB reduziu-se, em termos monetários o endividamento público ampliou-se, partindo, em 1995, de R\$ 153,7 bilhões e alcançando, em dezembro de 2009, R\$ 1.362,0 bilhões². Nesse particular, em valores monetários a expansão média da dívida líquida do setor público entre 1995 e 2002 foi de 13,37% ao ano.

Por que a dívida líquida do setor público³ apresentou um notável comportamento ascendente no Brasil pós-*Real*? Responder tal indagação conforma o objetivo geral deste trabalho. Para alcançá-lo, deve-se ter em mente que dois caminhos fazem surgir dívida pública, quais sejam, déficits fiscais do setor público e ajustes patrimoniais do endividamento público.

Déficits fiscais são desequilíbrios no orçamento governamental, isto é, receitas inferiores aos dispêndios públicos, que induzem o setor público a buscar recursos de terceiros para financiar-se ou, em caso de ausência de credores voluntários, fazer uso da emissão monetária para cobrir seu desajuste fiscal. Consideradas as receitas públicas, o déficit público ocorrerá quanto houver excesso de gastos públicos, sendo que esses são discriminados, tanto na literatura econômica quanto nas apurações de dados desde meados dos 1980, com a publicação do *A Manual of Government Finance Statistics* pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), em 1986, enquanto gastos primários e financeiros. Gastos primários são

¹ Em detalhes, conforme o *Manual de Estatísticas Fiscais* do Banco Central do Brasil, (BCB, 2009), a dívida líquida do setor público brasileiro (DLSP) corresponde aos passivos financeiros detidos pelo setor público não financeiro (em que se excluem as empresas públicas financeiras, à exceção do Banco Central do Brasil, contabilizado enquanto agente público não financeiro) deduzidos dos ativos financeiros do setor público não financeiro em mãos do setor privado, financeiro e não financeiro, setor público financeiro e o resto do mundo. Dados do BCB (vários anos) mostram que dentre os passivos componentes da DLSP, os principais, em volume, são a base monetária – que não paga juros, todavia – e a dívida mobiliária federal. Dentre os principais ativos estão as reservas internacionais e os fundos públicos, tais como o Fundo de Amparo ao Trabalhador. Essas informações também estão destacadas em Silva e Medeiros (2009).

² Todos os dados oriundos das séries de Ipeadata (2011).

³ Por setor público, ao longo deste trabalho, entenda-se o setor público não financeiro, isto é, excluídos os agentes públicos financeiros, salvo referências em contrário.

todos aqueles que não englobam dispêndios de juros, ao passo em que essa despesa conforma os gastos financeiros.

Cabe ressaltar que, para a realização do objetivo deste trabalho, será feita uma pequena diferenciação em relação aos conceitos acima descritos. Isso, pois, nos gastos financeiros do setor público serão contabilizados, além dos juros, os dispêndios com amortizações da dívida pública. Os gastos não financeiros, por sua vez, serão idênticos às variáveis primárias. Assim sendo, partindo-se de uma situação hipotética em que não existe dívida pública para dela terem-se juros e amortizações, ou seja, gastos financeiros, não havendo déficit público de natureza primária no transcorrer do tempo, não haverá nem dívida pública nem gastos financeiros. O que faz surgir, então, gastos financeiros? Por um lado, a ocorrência de gastos não financeiros que superem as receitas públicas, obrigando o financiamento do déficit por meio da contratação de dívida, pela qual o setor público pagará amortizações e juros. Por outro lado, pode-se gerar dívida pública pela condução da política monetária.

Em tese, a política monetária tem como objetivo promover o controle da liquidez no sistema econômico, visando à estabilidade do nível de preços⁴. Para tanto, a Autoridade Monetária (AM) definirá um regime monetário que servirá como âncora aos agentes para o patamar dos preços. Pois bem, no Brasil pós-*Real* dois foram os regimes monetários: a âncora cambial, entre meados de 1994 e janeiro de 1999, e as metas de inflação, de julho de 1999 em diante. Em ambos, a AM necessitou tomar para si recursos privados, fosse para manter a paridade de troca entre a moeda nacional e a externa à qual se atrelou a nacional, fosse para impedir a criação de meios de pagamentos por parte do sistema bancário. Ao tomar recursos para si, a AM faz, em realidade, uma tomada de financiamento, mesmo sem estar em déficit, pela qual incorrerá em gastos financeiros. Desse modo, a política monetária, *per se*, não conforma gasto primário.

Logo, se os gastos financeiros da política monetária forem custeados pelas receitas públicas, não há geração de novo endividamento. Caso contrário, isto é, se os gastos financeiros não forem custeados pelas receitas públicas, o *fluxo* de endividamento construído para a consecução da política monetária implicará um fluxo de déficit público e, por desequilibrar o orçamento público, gerará um *estoque* de dívida pública. O que definirá,

⁴ Em tese, os *policy makers* podem subsumir a política monetária enquanto meio para buscar-se a estabilidade monetária, a outras intenções, como as de âmago político – perpetuação no poder mandatário, favorecimento em eleições de potenciais incumbentes e sustentação de legitimidade política.

portanto, o tamanho dos gastos financeiros da política monetária será a magnitude e o custo dos fluxos de dívida lançados à sua consecução.

O ajuste patrimonial do endividamento público, por sua vez, decorre de três fatores, quais sejam, (i) correções do valor do endividamento em função de alterações em seus indexadores, por exemplo, moeda estrangeira, (ii) reconhecimento de dívidas vencidas e não pagas, denominadas passivos contingentes ou esqueletos, e (iii) as privatizações, que por serem alienações de ativos públicos, reduzem o estoque da DLSP.

Considera-se, como hipótese deste trabalho, que o condicionante da ampliação da dívida líquida do setor público no Brasil pós-*Real* foram os gastos financeiros incorridos pelo setor público, notadamente por seu maior componente, o governo central, em função do modo de condução da política monetária. Por modo de condução entenda-se a forma pela qual se efetivou a política monetária. Assim sendo, nos dois regimes monetários vigentes entre 1994 e 2009, a AM utilizou-se de fluxos de dívida em grande magnitude e de elevado custo médio. Especificamente, os títulos públicos conformaram os fluxos de dívida (dívida mobiliária) ao passo em que os juros da política monetária, em todo o período, e o *hedge cambial*, mormente entre 1997 e 1999, configuraram o custo médio. Este modo de efetivação dedicou-se (i) entre 1995 e 1996, à esterilização da base monetária, (ii) entre 1997 e início de 1999, à atração de capitais internacionais que sustentassem o regime monetário de âncora cambial, e (iii) entre 2000 e 2009, à compressão da capacidade de criação de crédito ao público com consequente restrição da demanda agregada e da atividade econômica. Os gastos financeiros que decorreram de tais operações foram substanciais, superando os recursos públicos primários poupados para custeá-los. Os resultados foram a fragilização financeira do setor público, constantes déficits orçamentários e crescente endividamento público, sobretudo em sua componente mobiliária.

Embora se reconheça que, por um lado, a desorganização das finanças públicas de estados e municípios entre 1995 e 1999, e, por outro lado, os ajustes patrimoniais, em termos dos passivos contingentes e da correção do estoque da dívida nas desvalorizações cambiais de 1999 e de 2002, tenham contribuído para o aumento do endividamento público, considera-se que tais fatores foram de somenos importância quando comparados com os custos oriundos da política monetária.

No entanto, o que se pode denotar como sendo gastos financeiros excessivos em relação à poupança não financeira, destacada do orçamento público para financiá-los, pode também ser apontado como uma poupança não financeira insuficiente para financiar os gastos

financeiros. Para evitar tal *quid pro quo*, este trabalho terá como referência teórica os escritos de John Maynard Keynes e dos teóricos pós-keynesianos, em especial, Hyman Minsky.

Partindo-se de Keynes, procurar-se mostrar sua concepção da realidade social enquanto uma unidade orgânica, em que as ações dos indivíduos refletem no todo social da mesma forma em que esse todo age sobre os indivíduos. O resultado dessa reciprocidade causal evidencia uma incerteza inerente em relação ao futuro no qual as iniciativas individuais concretizam-se, pois uma parcela da ação do indivíduo é impossível de ser por ele conhecida. A realidade social para Keynes é a economia monetária da produção, em que um indivíduo, qual seja, o empresário, é o agente que toma decisões de investimentos produtivos e, ao concretizá-las, gera emprego, renda – inclusive, ao setor público – e riqueza. O investimento produtivo do empresário é, portanto, fundamental para que exista riqueza social nova a ser, em alguma medida, distribuída entre os participantes da sociedade. Porém, há um inexorável dilema. O empresário em sua decisão de investir é inerentemente confrontado pela incerteza sobre o futuro. Nesse cenário, como o empresário toma suas decisões de investir moeda em equipamentos, bens de capital e emprego, gerando renda e riqueza?

Em suma, a visão de Keynes sobre a dinâmica do mundo real remete à sua teoria da probabilidade. Para Keynes, os empresários tomam suas decisões a partir do conjunto de conhecimento direto a que têm acesso, transformando-o em proposições sobre a ocorrência de um evento, acerca do qual se pode ter maior ou menor grau de confiança e não uma maior ou menor quantificação de probabilidade. Em específico, o empresário keynesiano absorve todas as premissas, conhecimentos imediatamente apreendidos por ele, e infere um determinado argumento/proposição sobre o que pode ocorrer no futuro. Assim, ele decide se investirá ou não. Quanto maior o conjunto de conhecimento direto detido pelo empresário, maior o peso que seu argumento terá e mais confiante ele será em abrir mão de sua riqueza no presente, realizando investimentos produtivos e apostando, assim, em conseguir mais riqueza no futuro.

Para que o peso do argumento do empresário ofereça uma base para as suas expectativas, induzindo-o aos investimentos produtivos geradores de emprego e renda, Keynes prescreve modos de condução para a política econômica. Nesse sentido, o Estado não deve ser retirado dos mercados, mas deve neles atuar no sentido de balizar as expectativas dos agentes privados e, dessa forma, manter o ciclo econômico estável por meio da manutenção de um nível de investimentos compatível com o alcance do pleno emprego. Para tanto, o Estado deve sustentar o nível de demanda efetiva vigente no sistema econômico, seja por

políticas de renda que incentivem o consumo, seja, em especial, por uma agenda de investimentos públicos que ofereça âncora às esperanças de receitas futuras dos empresários.

Para que o Estado tenha condições financeiras de estimular, direta e indiretamente, a demanda efetiva, Keynes propôs a criação de um orçamento público bipartite: o corrente e o de capital. O primeiro, que se refere aos gastos de manutenção de um Estado e seus serviços públicos, deveria auferir superávits constantes. Por sua vez, o de capital seria o orçamento relacionado aos investimentos estatais para a conservação do trilho equilibrado do sistema econômico. Ele deveria, quando requerido pelo ciclo econômico, ser deficitário, dado o papel nevrálgico que os investimentos representam na estabilidade da economia. Os déficits de capital seriam financiados *prima facie* pelos saldos positivos acumulados no orçamento corrente e, no longo prazo, pelos próprios efeitos multiplicadores do investimento sobre a geração de renda na sociedade bem como pelos retornos dos investimentos públicos.

A concepção teórica de Keynes permitirá observar que os gastos financeiros do setor público implicaram constante desequilíbrio fiscal com consequente expansão da dívida líquida do setor público. Ademais, os gastos financeiros não funcionaram nem para sustentação da demanda efetiva nem para estimular o crescimento da riqueza social. As despesas financeiras detiveram como contrapartida o lucro monetário dos agentes atuantes no sistema financeiro, funcionando como transferências de recursos do setor público ao privado, notadamente à iniciativa privada relacionada ao sistema financeiro. A política monetária responsabilizou-se por este processo, pois, para efetivar-se, precisou precificar a preferência pela liquidez dos agentes, oferecendo-lhes a possibilidade de arbitrarem seus lucros monetários contra o setor público.

Além disso, os gastos financeiros não estimularam a demanda efetiva, pelo contrário. A operacionalização da política monetária buscou a compressão da demanda tanto em termos de consumo quanto no que toca ao investimento. Nesse particular, perde-se o sentido, a partir da importância conferida por Keynes e Minsky aos gastos públicos não financeiros enquanto estabilizadores automáticos do ciclo econômico, as afirmações de que os gastos não financeiros, entre os quais se incluem os investimentos públicos e as políticas de transferência de renda, deveriam ser mais restringidos para financiar os gastos financeiros da política monetária. Por sinal, a redução dos gastos não financeiros poderia implicar estrangulamentos ao crescimento econômico que redundariam em piora da situação fiscal. Cabe enfatizar que a perspectiva keynesiana tem como pano de fundo uma constante estabilidade fiscal e, portanto, nada tem a ver com uma proposição de déficits orçamentários não financeiros.

Embora se tenha dito que os gastos financeiros e a dívida pública tenham sido a contrapartida dos lucros monetários dos agentes operando no sistema financeiro, o comportamento dos referidos agentes não resultou, naturalmente, de qualquer ilegalidade, mas das opções de política econômica levadas a efeito ao longo do Brasil pós-*Real*. A origem destas opções ocorreu com o Plano Real e seu objetivo primaz e insubstituível de construção e de sustentação da estabilidade monetária a qualquer custo, inclusive o da elevação substancial do endividamento público, mesmo defronte poupanças não financeiras crescentes.

A fim da consecução de seu objetivo, o Plano efetivou diversas reformas estruturais na economia brasileira, destacando-se, por um lado, a abertura da economia, tanto liberando o mercado local para as livres movimentações de bens e serviços estrangeiros – abertura comercial –, quanto pela retirada de restrições aos fluxos de capitais financeiros e produtivos internacionais – abertura financeira. Por outro lado, buscando ampliar-se a liberdade de ação dos agentes, propugnou-se a desconstrução das atividades estatais, fosse a produtiva, fosse qualquer indício de ação estabilizadora. Dessa maneira, consolidaram-se fundos de contenção fiscal e legislações específicas sobre as condutas fiscais dos *policy makers*, com vistas a reduzir o poder discricionário (e os gastos) deles para conter o chamado *viés-inflacionário*.

É importante destacar que o argumento desta tese, qual seja, de que foram os gastos financeiros os responsáveis pela ampliação do endividamento público brasileiro é comum na literatura de inspiração keynesiana, como se pode observar nos trabalhos, entre vários, de Ferrari Filho (2002), Paula *et ali* (2003), Alves Júnior *et alii* (2004), Carvalho *et ali* (2004) e Terra *et alii* (2008).

Este argumento difere-se do argumento de Pinheiro (2001), Giambiagi e Álem (2002), Giambiagi (2006), Franco (2011), Mendonça de Barros (2011) e Schwartzman (2011), entre outros, que entendem que a dívida pública é causada por gastos não financeiros excessivos. Nesse cenário, gastos não financeiros elevados, ainda que em situação de contas públicas primárias superavitárias, são incapazes de equilibrar a dinâmica do endividamento público e acabam contribuindo para a elevação da taxa de juros.

Em suma, a causalidade entre dívida pública e gastos financeiros é o cerne da diferença entre as perspectivas de análise: na que baliza esta tese, a dívida pública é causada pelos gastos financeiros. Na de inspiração daquilo que é o *mainstream* teórico da ciência econômica, ou seja, a perspectiva que decorre das ideias clássicas, neoclássicas e novo-clássicas, a causalidade da dívida pública parte da elevação dos gastos primários que acabam pressionando os gastos financeiros.

No intento de contribuir e incrementar as análises críticas, keynesianas e pós-keynesianas, a tese, por um lado, faz o resgate das prescrições de política econômica nos escritos originais de Keynes, enfatizando o modo de condução da política fiscal. Embora seja reconhecido como o autor que reclamava a coordenação econômica estatal, pouco se tratou na literatura pós-keynesiana das proposições originais de política fiscal de Keynes. Nesse particular, destacam-se os trabalhos de Kregel (1985), Bresser-Pereira e Dalla'acqua (1991), Carvalho (2008) e Gobetti (2008). Assim, a tese, além de se somar aos trabalhos dos referidos autores, busca ir além, por relacionar as proposições de política fiscal keynesiana às políticas monetária e cambial em Keynes e à noção de estabilização automática do ciclo.

Por outro lado, a tese também objetiva acrescentar à literatura pós-keynesiana o Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público. O referido Índice faz a parametrização numérica das posições financeiras *hedge*, *especulativo* e *Ponzi*, desenvolvidas por Minsky (1986), permitindo que se aponte em qual das três posições financeiras o Estado se encontra em seus fluxos de receita e despesa. O Índice funciona, a exemplo dos conhecidos índices de inflação, como um dado síntese referente às contas públicas. Nesse sentido, o Índice fornece um primeiro diagnóstico sobre o modo pelo qual se comportaram as finanças públicas e, por conseguinte, a dívida pública.

Pois bem, três serão os métodos utilizados para o alcance do objetivo deste trabalho. Para a abordagem do objeto de pesquisa, por um lado, faz-se um resgate bibliográfico das obras de Keynes e Minsky, aproveitando-se ainda de seus intérpretes, a bem da apresentação do referencial teórico que norteará a interpretação das finanças públicas brasileiras pós-*Real*. Por outro lado, tece-se um resgate histórico do Plano Real e da estrutura econômica por ele engendrada que, mesmo após seu fim em 1999, legou a estabilidade monetária como foco único da política econômica levada a efeito no País. Importante ressaltar que para este resgate histórico será dada atenção especial aos relatos dos *policy makers* que estiveram envolvidos na configuração da economia brasileira. Para tanto, o recurso a entrevistas e documentos oficiais será constante, como forma de se traçar uma história, para além dos fatos, das ideias. Enfim, para a análise das finanças públicas brasileiras, utilizar-se-á o Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro (doravante IFFSPB), para se apurar, à luz de Minsky, qual a posição financeira ocupada pelo setor público brasileiro de 1995 a 2009. O referido Índice abrirá espaço para analisar o que, no interior das finanças públicas, conduziu o Brasil ao seu crescente endividamento. Para tanto, o Índice estrutura-se em uma relação entre

receitas públicas, gastos financeiros e não financeiros. Para ilustrar a interpretação e os argumentos desenvolvidos, será utilizada, ainda, estatística descritiva.

O desenvolvimento do trabalho será feito em quatro capítulos, além desta introdução. No capítulo dois será apresentado o referencial teórico, retomando-se os escritos de Keynes e desenvolvendo-se, a partir de Minsky, o IFFSP. No capítulo três, será realizado o resgate histórico do Brasil pós-*Real*, com ênfase ao modo pelo qual as políticas monetária, cambial e fiscal foram concebidas e estruturadas. No capítulo quatro, é feita a análise das finanças públicas e da dívida líquida do setor público, examinando-se, a partir dos resultados apontados pelo IFFSP, as contas públicas em termos de receitas, despesas não financeiras e, de forma mais meticulosa, os gastos financeiros. Por fim, tecem-se as considerações finais do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO: AS POLÍTICAS ECONÔMICAS NA PERSPECTIVA KEYNESIANA

Como se sabe, Keynes é conhecido nos veios da história do pensamento econômico como o autor que propôs a intervenção estatal como meio de se conseguir a estabilidade dos ciclos econômicos. Isto porque economias monetárias de produção, definição dada por Keynes ao sistema capitalista, são inerentemente sujeitas a trajetórias históricas cíclicas, com subsequentes momentos de expansão e de contração da riqueza social. A função das políticas econômicas propostas por Keynes é, neste contexto, estabilizar os ciclos econômicos, permitindo uma dinâmica estável do sistema econômico, ou seja, evitando diminuições na riqueza social as quais, inexoravelmente, trazem consigo desemprego involuntário à sociedade.

Mas, por que Keynes sugere a coordenação das economias monetárias de produção? Neste particular, quais as proposições de Keynes acerca da condução das políticas econômicas, especificamente as políticas cambial, monetária e fiscal? Este capítulo, que conforma o referencial teórico desta tese, tem como intuito responder a estas questões e, conseqüentemente, apresentar as proposições de política econômica nos escritos originais de Keynes. Não obstante, este referencial teórico também será informado por autores da perspectiva pós-keynesiana, a fim de se conformar uma perspectiva de interpretação teórica para a análise das finanças públicas brasileiras no período do *Real*.

Decerto não foi o arcabouço teórico keynesiano ou pós-keynesiano o exercido em nível prático no Brasil após junho de 1994. Desta forma, a perspectiva keynesiana adotada neste trabalho servirá como base para se estudar de forma alternativa os rumos tomados e os resultados obtidos pela política econômica brasileira após a implantação do Plano Real. Longe de ser um mero exercício intelectual, esta forma de se analisar a economia brasileira permitirá criticar a política econômica engendrada a partir do referido Plano, incorporando como “tipo ideal” de política econômica aquela proposta por Keynes, cuja pretensão seria resolver, constante a nova filosofia social a que poderia levar a sua *The General Theory of Employment, Money and Interest* (doravante *GT*), “os principais problemas da sociedade econômica em que vivemos [...] [quais sejam] sua incapacidade para proporcionar o pleno emprego e a sua arbitrária distribuição de renda” (1964, p.372).

Uma vez que estes problemas continuaram a ser observados e, além disso, acentuados em grande parte do período pós-*Real*, com exceção dos anos mais recentes após o meado final da primeira década dos 2000, acredita-se que seja útil e justificável pensar o

Brasil pós-*Real* sobre bases keynesianas. Ademais, tais bases são pertinentes como instrumentos para se promover um crescimento econômico coordenado pelo Estado, sem que se causem distorções inflacionárias, ou déficits públicos primários, ou qualquer outro problema econômico comumente acusado como resultante da adoção de políticas econômicas pretensamente keynesianas.

2.1 O ponto de partida: a unidade orgânica, a incerteza, e a filosofia da prática

A proposição de uma coordenação econômica estatal de Keynes derivou de suas percepções acerca da conduta racional do homem. Tais percepções, por sua vez, apropriaram-se da noção de *unidade orgânica* do filósofo George Edward Moore⁵, conforme aponta Keynes no artigo *My Early Beliefs*, escrito em 1938 e que expõe os pensamentos deste autor quando de sua chegada a Cambridge, em início dos anos 1900⁶.

A unidade orgânica é caracterizada pelo fato de o indivíduo não formar suas convenções e valores apenas informado por sua razão, mas a inter-relacionando tanto com as partes quanto com o todo ao qual ele está circunscrito. A consciência do indivíduo, desta forma, construirá “valores dependentes, de acordo com o princípio da unidade orgânica, do estado das coisas como um todo, que não podem ser utilmente analisadas em nível [somente] das partes” (KEYNES, 1972a, p.436).

No que interessa à ciência econômica, a unidade orgânica relaciona o homem e a sociedade. Na perspectiva keynesiana, ter-se-á como principal relação orgânica a travada entre uma categoria específica de homem, o empresário, e a sociedade na qual ele atuará em busca da ampliação de sua riqueza monetária⁷. Na medida em que é esta categoria específica de homem, o empresário, a que detém a capacidade de empregar recursos monetários em bens de capital, máquinas, e equipamentos, será ela a responsável pelo emprego dos demais indivíduos, criando, assim, renda e, conseqüentemente, ampliando a riqueza social. Contudo, a unidade orgânica implica o lucro monetário do empresário depender do comportamento dos

⁵ Diga-se de passagem que Moore foi contemporâneo de Keynes em Cambridge. Para mais, veja: Skidelsky (1999) e Keynes (1972a).

⁶ Embora breve – e, talvez, até mesmo por isso – o artigo “My Early Beliefs” deu corpo a toda uma literatura especializada nos debates sobre a influência da filosofia em Keynes e sobre o chamado Keynesianismo Filosófico. Ele foi publicado no volume X dos *Collected Writings of John Maynard Keynes*, em 1972. Para mais, veja: Rotheim (1989-1990), Davis (1989-1990), Bateman e Davis (1991), Skidelsky (1999) e Andrade (2000).

⁷ Não é por demais salientar que, segundo Keynes “o empresário não está interessado no montante de produto, mas no montante de moeda que lhe será partilhado. Ele expandirá sua produção, pois espera, ao fazê-lo, aumentar seu lucro monetário” (1979, p.82). Isto define, para Keynes, uma economia *empresarial* ou *monetária da produção*.

outros agentes, especificamente, da demanda efetiva social pela sua oferta individual.

Assim sendo, o organicismo social é a concepção de que o resultado social das livres ações individuais não é um mero somatório das ações individuais, porém é sempre algo que atinge além daquilo que é pretendido pelo indivíduo ao agir⁸. Logo,

[...] um sistema orgânico na teoria econômica de Keynes não é viciar um indivíduo em favor de algum todo independente, mas é o reconhecimento de que a natureza do indivíduo bem como sua percepção de si mesmo são funções de, e mudam com, suas interações com outros indivíduos (ROTHEIM, 1989-1990, p.322).

Na medida em que as ações individuais repercutem para além daquilo que os agentes esperam e não ocorrem mantendo em *coeteris paribus* as possibilidades de ação de todos os outros indivíduos, elas acabam por conformar uma sociedade orgânica, cuja totalidade é incapaz de ser apreendida pelos indivíduos. Desta forma, o processo de conformação do todo, a todo tempo, traduzir-se-á aos indivíduos como algo que lhes implicará novas percepções sobre o ambiente que lhes circunda. Neste contexto dinâmico, “ao reajustarem as estratégias de ação, os agentes também alteram o contexto e as condições em que atuam [...] os agentes se adaptam ao mundo – o padrão agregado – por eles co-criado” (CARDOSO; LIMA, 2008, p.15).

Em contraposição, se a teoria neoclássica assumisse como um de seus pressupostos a unidade orgânica, seu indivíduo utilitarista necessitaria ter em sua função-utilidade variáveis explicativas representativas das funções-utilidade de todos outros indivíduos e, não obstante, que se alterassem na medida em que as funções-utilidade dos outros agentes se modificassem. Somente nestas condições o equilíbrio geral neoclássico seria mantido. Caso contrário,

[...] pode ocorrer de duas partes [...] não estarem carregando suas intuições para alcançarem precisamente o mesmo objetivo e, por conta do princípio da unidade orgânica, uma bem pequena diferença nos objetivos pode produzir uma grande diferença no resultado (KEYNES, 1972a, p.437)⁹.

Esta constante dinâmica de reciprocidade causal entre homem e sociedade, em que os efeitos da ação humana guardam resultados sociais imprevisíveis, tem como uma de suas mais relevantes consequências a “existência de uma incerteza radical” (SKIDELSKY, 1999, p.109). Para Dequech (1999) a incerteza é a situação na qual o conhecimento, enfrentado pela escassez de evidências, é incapaz de ser plenamente alcançável como um guia para a ação

⁸ É importante esclarecer que “além” significa, conforme utilizado na passagem acima, um resultado diverso – podendo ser quantitativa ou qualitativamente maior ou menor – do que o esperado pelo agente.

⁹ Não é por menos que, “estávamos [Keynes e seus contemporâneos em Cambridge] entre os primeiros de nossa geração, às vezes sozinhos em nossa geração, a escapar da tradição Benthamita [utilitarista]” (KEYNES, 1972a, p.445).

humana. Neste sentido, consoante Dequech (1999, p.68), a incerteza resulta, conseqüentemente, na “indeterminação [cognoscível] do futuro, pelo futuro ainda ter que ser construído pelas decisões das pessoas”.

A incerteza está sempre presente em função da incapacidade do homem em apreender o todo no qual ele está inserido. Porém, o homem é criativo, de modo que o destino do mundo não se configura como algo a ser desvelado, mas criado. Assim, as decisões de ação dos agentes, a todo instante, construirão trajetórias histórico-institucionais para a sociedade e, não obstante, resultarão em contextos não plenamente cognoscíveis. Neste particular, não há a possibilidade de se conhecer, no presente, o futuro, pois não há a possibilidade de se definir e calcular tudo aquilo que a criatividade humana e sua interação criativa podem erigir (SKIDELSKY, 1999). Nas palavras de Carvalho (2003, p.180), “o caminho é criado pelo caminhante ao caminhar, mas nem todas as trilhas podem ser abertas, ainda que não se saiba com antecedência quais realmente podem ser proficuamente exploradas”.

Inobstante a incerteza radical, deve-se ainda destacar o tempo como um elemento central na visão de mundo de Keynes, como enfatizam os analistas vinculados à perspectiva pós-keynesiana¹⁰. Consoante Carvalho (2003), o tempo numa abordagem keynesiana deve ser analisado de duas formas: expectacional e histórica. No primeiro, a incerteza é elemento *sine qua non*, pois é devido à sua ocorrência que se forma uma expectativa, e não uma antecipação certa, do futuro. É por não se saber como se comportará o todo e as partes em uma unidade orgânica que os agentes *esperam* determinados resultados. Por sua vez, o tempo histórico refere-se à irreversibilidade temporal. As conjunturas sociais e suas percepções por parte dos indivíduos alteram-se de forma crucial na dinâmica da unidade orgânica. Assim, o tempo histórico implica uma trajetória histórico-institucional futura diversa do contexto presente, porém composta a partir deste. Ademais, a trajetória futura é irreversível ao presente do qual emana.

Neste particular, acompanhando Davidson (1991b), ocorrerá, no tempo e no espaço probabilísticos, a não-ergodicidade tanto dos dados resultantes das ações humanas quanto destas próprias ações. A apuração intelectual do conjunto de variáveis que cada indivíduo considera relevante para decidir agir pode ser bastante díspar ao longo do tempo histórico, impossibilitando a construção de uma formulação estatística que traga, no momento de decisão presente, os cálculos corretos das possíveis, em termos probabilísticos, conseqüências

¹⁰ Para referências, veja: Robinson (1972), Eichner e Kregel (1975) e Davidson (1978; 1991a), dentre várias outras.

futuras. A ergodicidade, por isso, é uma hipótese não aplicável à ciência econômica, pois um de seus objetos centrais, o homem, não é uma medida invariável como os objetos das ciências naturais, mas uma medida variável. Desta forma,

[...] eu também gostaria de enfatizar fortemente o ponto de que a economia é uma ciência moral [...] Eu devo adicionar que ela lida com motivações, expectativas, incertezas psicológicas. Deve-se estar constantemente em guarda contra tratar o material [de estudo da ciência econômica] como constante e homogêneo. É como se pensar que a queda da maçã ao chão dependa dos motivos da maçã: se a ela vale a pena cair no chão, e se o chão deseja que a maçã caia. Ademais, depende de erros de cálculo por parte da maçã, acerca de quão longe ela estava do centro da terra (KEYNES, 1973b, p.300).

Keynes considera a ciência econômica como uma ciência moral por crer que o homem é o agente social, é o ser criativo. Suas motivações, expectativas, o levam a atuar socialmente, ainda que enfrente “o fato dominante da vida [...] a incerteza fundamental e incontornável que cerca o futuro” (CARVALHO, 2003, p.176). Imerso no sistema capitalista, definido por Keynes como a *economia monetária da produção*, somente arriscando-se ante o inalcançável futuro poderá ter o homem, agindo enquanto empresário, maior poder de comando sobre a riqueza social.

Neste íterim, para compreender como se processa a ação humana defronte o incerto contexto no qual se vive, entra em cena a teoria da probabilidade de Keynes, exposta em seu livro *Treatise on Probability*, publicado originalmente em 1921¹¹. De forma inovadora em relação aos padrões de desenvolvimento teórico sobre a probabilidade em vigor no início dos 1920¹², Keynes propôs uma teoria da probabilidade não ancorada em bases quantitativas: “a probabilidade é o estudo das bases que nos levam a termos em mente, racionalmente, a preferência em uma crença às expensas de outra” (KEYNES, 1973a, p.106)¹³.

Consoante Carvalho (1988), a preocupação de Keynes em observar como se pode qualificar uma determinada relação entre variáveis enquanto mais ou menos confiável, ao invés de mensurá-la e determiná-la enquanto mais ou menos provável, decorre da intenção de

¹¹ Keynes, em *My Early Beliefs*, destaca como a unidade orgânica de Moore foi importante para que ele desenvolvesse sua teoria da probabilidade. Para mais veja: Keynes (1972a).

¹² Nesta época, início dos 1920, a “*agenda de pesquisa*” sobre probabilidade se centrava na apuração estatística das distribuições de frequência. Para mais, veja: Carvalho (1988) e Skidelsky (1999).

¹³ Ciente de que sua perspectiva sobre probabilidade enfrentaria severas resistências e que era preciso, em vista disto, um trabalho de persuasão sobre a comunidade científica, argumenta Keynes (1972a, p. 438): “consideramos tudo isto [a sua teoria da probabilidade] como inteira e caracteristicamente racional e científico. Como qualquer outro ramo da ciência, não é nada mais do que a aplicação da lógica e da análise racional ao material apresentado como dados à nossa sensibilidade”.

Keynes em compreender os parâmetros que comovem um indivíduo a uma decisão: “Keynes primeiramente aproximou-se da probabilidade na busca por critérios que suportassem as decisões práticas” (CARVALHO, 1988, p.67).

Para Keynes, a tomada de decisão do indivíduo é resultado de um processo de duas etapas. A primeira diz respeito ao conjunto de informações que um indivíduo elenca e apreende imediata ou diretamente. Estas informações são denominadas *premissas* e conformam o que é conhecido pelo indivíduo objetiva e diretamente: é o conhecimento direto. A segunda etapa, subjetiva e mediata, configura-se em como as premissas do indivíduo são por ele raciocinadas até se transformarem em *proposições* ou *argumentos*. Portanto, na segunda etapa, o sujeito elabora racionalmente seu conhecimento direto transformando-o em uma determinada proposição.

Assim sendo, a probabilidade em Keynes define-se enquanto

[...] dado o corpo de conhecimento direto que constitui nossas premissas básicas, essa teoria [da probabilidade] nos diz quais crenças racionais, certas ou prováveis, podem ser derivadas por proposições válidas, de nosso conhecimento direto (KEYNES, 1973a, p.4).

Logo, a probabilidade assim definida passa a envolver o grau em que se pode crer racionalmente numa relação lógica travada entre um conjunto de premissas conhecidas e apreendidas pelo indivíduo e as proposições sobre as quais lhe é permitido concluir a partir do raciocínio que ele faz, imbuído das referidas premissas. Em outros termos, refere-se ao grau em que o indivíduo racionalmente crê que suas premissas possam tornar-se argumento (KEYNES, 1973b). Neste particular, como o faz Ferrari Filho (2006a, p.20), é relevante enfatizar que Keynes pretende “mostra[r] que o conhecimento intuitivo é fundamental para a formação de uma crença racional”. Ou seja, para Keynes, a forma pela qual o sujeito interpreta aquilo que o circunda é fundamental na composição de suas escolhas.

O critério elencado por Keynes para validar esta forma de conceber a probabilidade é a lógica, entendida como as regras que permitem a sistematização e a verificação da pertinência de argumentações, tornando-as válidas¹⁴. A possibilidade de premissas tornarem-se argumento com algum grau de crença racional de ser provável ou certo decorre do último “designa[r] apenas uma determinada combinação de elementos, que não é um simples

¹⁴ É importante ressaltar que, conforme aponta Keynes (1972a), dentre seus convivas em Cambridge estavam Bertrand Russel e Ludwig Wittgenstein, dois dos maiores expoentes, no século XX, da lógica filosófica, ramo da filosofia que se dedica à compreensão dos fundamentos da lógica constituinte do pensamento e, por consequência, do conhecimento. Keynes, que frequentava *Lectures* destes filósofos, tinha a consideração necessária com a pertinência lógica de suas teorizações. Para mais sobre as relações entre Keynes e os proeminentes filósofos de Cambridge, veja: Bateman e Davis (1991) e Coates (1996).

amontoado, mas sim uma articulação cujo *caráter lógico* pode ser apreendido e claramente mostrado” (MORENO, 2006, p.23, grifos do autor).

Um empresário, em busca do lucro monetário, somente investe após raciocinar, baseado em determinadas premissas conhecidas por ele. Ao investir, um empresário crê em elevado grau que suas proposições são certas. Principalmente, o empresário confia que, no presente, aquilo que ele espera como provável no futuro, ocorra. A isto, Keynes chamou na *GT* de *estado de confiança* do empresário (KEYNES, 1964, Capítulo 12). O estado de confiança é representativo do grau, não numérico, da crença racional do empresário sobre a validade futura de suas proposições e decisões presentes.

Neste ponto é importante ressaltar, conforme Cardoso e Lima (2008) e Dequech (1999), que a habilidade criativa do homem, o uso constante desta capacidade, bem como a imprevisibilidade do destino das transformações sociais, não significam para a sociedade o caos completo e, para o homem, a inação e a generalização da desconfiança. Embora dinâmica, a trajetória histórica da unidade orgânica é percebida pelos indivíduos como apresentando uma série de regularidades, motivadas, sobretudo, por certas *regras* ou *convenções* tacitamente assumidas pelos agentes e que se configuram em premissas a partir das quais se supõem maiores graus de crença racional¹⁵ (BATEMAN, 1991). Neste sentido, estas convenções, que podem até mesmo ser materializadas em contratos entre as partes envolvidas, funcionam para manter determinadas percepções de regularidade, pois,

[...] na prática, concordamos, geralmente, a recorrer a um método que é, na verdade, uma *convenção*. A essência desta convenção – embora ela nem sempre funcione de forma tão simples – reside em se supor que a situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido (KEYNES, 1964, p.152, grifo do autor).

A trajetória social altera-se com constância e de forma imprevisível, mas os indivíduos são capazes de jogar com a transformação e sobreviver a ela, pois absorvem e respeitam determinadas regras convencionais que se espraiam pela sociedade. A título de ilustração, Keynes (1964, p.162) argumenta que

[...] a iniciativa individual somente será adequada quando a previsão razoável for secundada e sustentada pelo dinamismo, de tal maneira que a ideia de prejuízos finais [...] é repelida do mesmo modo que o homem saudável repele a probabilidade de sua morte.

¹⁵ Um exemplo de convenção tacitamente assumida, conforme Rotheim (1989-1990, p.324), pode ser observado “no estabelecimento da oferta de trabalho em termos monetários [...] [que] [...] tem o efeito de manter os preços monetários estáveis, o que, por sua vez, adiciona um elemento de confiança às expectativas de longo prazo dos empresários”.

Para salientar a importância das convenções, cabe ressaltar o extremo pessimismo com que Keynes (1964) enxergava o *modus operandi* da Bolsa de Valores de Nova York nos anos 1920, visto que suas operações se tornaram voltadas à tentativa dos seus participantes de se apossarem da maior remuneração, mantendo-se nas posições mais líquidas possíveis. Desse modo, surgiu uma forma de convenção de curtíssimo prazo, em que os corretores da Bolsa não mais baseavam suas expectativas acerca do futuro das empresas listadas na Bolsa, mas naquilo que eles apostavam que seria a expectativa média dos operadores sobre o futuro de alguma empresa. Assim, o objeto de antecipação e aposta deixou de ser o futuro de um investimento e passou a ser a expectativa convencionalizada pelos operadores da Bolsa, isto é, a psicologia de curto prazo do mercado de ações. Não obstante, desta referida deturpação imputada sobre o objetivo da Bolsa de Valores surge ainda a possibilidade de uma convenção peremptória soerguer e eliminar intempestivamente uma determinada convenção¹⁶.

Com efeito, e a título de ilustração, a própria *Hipótese de Fragilidade Financeira* de Minsky (1986) pode ser compreendida a partir do efeito das convenções sobre as decisões dos agentes. Neste particular, a convenção de que se está em um momento econômico proeminente faz com que os empresários proponham, e o sistema financeiro valide, estruturas de financiamento cada vez mais audaciosos. É isto que incitará as unidades econômicas a caminharem para posições cada vez mais fragilizadas financeiramente. Por fim, quando as premissas à disposição do sistema financeiro levarem-no à convenção de que não se deve mais validar as proposições de investimento dos empresários, o sistema econômico entrará em seu ciclo descendente, ocasionando, assim, a crise¹⁷.

Ao decidir realizar um investimento pioneiro, que se concretizará no longo prazo, o empresário é motivado pela sua expectativa de recompensa pelo lucro monetário futuro. Nos tempos histórico e expectacional que o separam da realização de seu investimento, o empresário usa de seu dinamismo e de suas novas apostas baseadas em suas crenças racionais atualizadas para promover, no curto prazo, ações que ele acredita levarem ao resultado que ele espera no longo prazo. Isto, por sua vez, é diferente das expectativas e decisões relacionadas à produção tomadas sobre investimentos devidamente concluídos. Sobre estas incidem expectativas de curto prazo, que comovem o empresário a produzir uma maior ou menor

¹⁶ A este fenômeno a literatura econômica, especialmente a de inspiração keynesiana, denominou *comportamento de manada*. À ação dos atores do mercado financeiro, pouco preocupados com investimentos efetivamente produtivos como forma melhor de ampliação da riqueza social, Keynes (1964, p.158) denominou “especulação”.

¹⁷ Conforme Keynes “devemos considerar também outro aspecto do estado de confiança, ou seja, o grau de confiança que as instituições de crédito concedem às pessoas que nela procuram empréstimos e que, às vezes denominam condições de crédito” (1964, p.158).

quantidade¹⁸ (KEYNES, 1964).

Ambas as decisões, de produção e de investimento, são fundamentais para a ampliação do emprego, da renda e da riqueza social. Porém, é a continuidade do segundo tipo de decisão, o investimento, que, por um lado, faz surgir a possibilidade de existência da decisão de produção, e, por outro lado, mobiliza recursos para a expansão do estoque de capital da sociedade, ampliando, desta forma, o potencial de produção de riqueza social.

Para os empresários, tanto no curto quanto no longo prazos, a presença de convenções faz com que as premissas em que eles se inspiram para proporem seus investimentos tenham maior grau de crença racional. Não apenas as convenções, mas também conhecimento direto, tais como o volume existente dos vários tipos de capital, a intensidade da procura atual, os contratos com operários e com fornecedores e o nível técnico-produtivo de seu equipamento, fomentam ao investidor um conjunto ampliado de premissas diretamente conhecidas, sobre as quais ele baseará sua tomada de decisão. À medida que o conjunto de premissas em que se respalda o indivíduo for se expandindo, ampliar-se-á o peso do seu argumento, ou seja, a confiança em sua proposição, em sua decisão. Então, o peso do argumento é o crescimento da quantidade de conhecimento direto que se possui e que viabiliza a expansão do grau da crença racional do indivíduo em determinado argumento, muito embora não implique que o futuro será mais provável ou certo. É sobre a confiança em um argumento que pesa o volume maior de premissas, não sobre a probabilidade de um dado futuro (CARDOSO; LIMA, 2008).

Neste caminho, Ferrari Filho (2006a, p.21)¹⁹ afirma que “a teoria da probabilidade de Keynes consiste de uma lógica na qual o grau de crença racional é sustentado em determinadas circunstâncias devido, principalmente, ao peso do argumento”. A intuição do agente, mesmo que dependa “do nosso entusiasmo – como um intuito espontâneo de agir, em vez de não fazer nada” (KEYNES, 1964, p.161) será, para o agente, mais confiável na medida em que seu argumento detiver o peso das premissas que ele elencar como funcionais à formação de suas proposições.

A riqueza social somente será aumentada se o ânimo dos empresários validar suas decisões de mobilização de recursos monetários em novos empreendimentos. O empresário,

¹⁸ Consoante Dequech (1999, p.68) um período de produção não diz respeito à construção de capacidade produtiva, mas “este período inclui o tempo requerido para decidir-se sobre a produção, produzir o produto e (tentar) vendê-lo”.

¹⁹ Ferrari Filho (2006a) destaca que há uma continuidade entre a Teoria da Probabilidade, de 1921, e a GT, de 1936, o que expõe a preocupação de Keynes com a incerteza sempre presente e a necessidade de tomada de decisão nesta situação. Ferrari Filho (2006a, p.21) diz que “no primeiro [Teoria da Probabilidade] tem-se o binômio probabilidade-peso, ao passo que na GT é acentuado o binômio expectativa-estado de confiança”.

contudo, é participante de uma unidade orgânica transeunte, o que afeta seu ânimo e suas decisões. Desta forma, o produto e o volume de emprego sociais são dependentes das percepções que o empresário detém no bojo da trajetória histórica da sociedade. Baseado nesta construção filosófica sobre a relação homem-sociedade e sobre as bases motivacionais da ação humana, Keynes provoca uma revolução teórica na ciência econômica. Para ele, a verdadeira liberdade individual não advém da livre ação do indivíduo no mercado e da autorregulação econômica que pretensamente emana disto. Esta concepção, inclusive, pode conduzir a processos de eliminação das liberdades individuais.

Em um contexto de unidade orgânica, a trajetória social pode ocorrer de uma forma tal que provoque uma ampla redução dos elementos concretos que servem de premissas às proposições e decisões dos agentes no mercado. Não se podem saber quais as percepções e proposições de todos os indivíduos ao ponto de o bem comum ser atingido pelo mercado livre. A plena liberdade individual só será promovida, mantida e ampliada, se existir a coordenação da ação individual. Em outros termos,

[...] porém, acima de tudo, o individualismo, se puder ser purgado de seus defeitos e abusos, é a melhor salvaguarda da liberdade pessoal, no sentido de que amplia mais do que qualquer outro sistema o campo para o exercício das escolhas pessoais (KEYNES, 1964, p.380).

Com efeito, a proposição de Keynes para a coordenação da ação individual se refere a uma ação de política econômica capitaneada pelo Estado. A necessidade de um ente regulador, para Keynes, deu-se no sentido de amainar uma de suas preocupações fundamentais, qual seja, a instabilidade cíclica nos níveis de produto e emprego em economias monetárias da produção. Seu intento era compreender e propor formas de conter a instabilidade econômica (FERRARI FILHO, 2006a). De forma sumária, para Keynes, as flutuações no sistema capitalista decorrem do fato de que “uma economia monetária [...] é essencialmente uma economia em que *mudanças de pontos de vista sobre o futuro* são capazes de influenciar o volume de emprego” (KEYNES, 1964, p.4, grifo nosso).

Neste particular, a característica essencial de uma economia monetária é que a moeda não é apenas um meio de troca, mas é um ativo capaz de resguardar as alterações nas *mudanças de pontos de vista sobre o futuro*, pois reserva poder de comando sobre a riqueza social ao longo do tempo, possuindo liquidez máxima para saldar tanto transações à vista quanto contratos diferidos. A depender da forma pela qual a preferência pela liquidez dos empresários for condicionada pelas proposições que eles esperam sobre o futuro, ocorrerão “movimentos de substituição das formas de riqueza, aumentando ou diminuindo a demanda

por ativos reprodutíveis e, assim, aumentando ou diminuindo a renda gerada na produção de novos itens” (CARVALHO, 1994, p.47).

Para suavizar o ritmo de tais *mudanças de pontos de vista sobre o futuro* por parte daqueles que possuem capacidade de comando sobre o produto social, ou seja, os empresários, e em consonância com a filosofia da prática de que partilhava, Keynes, incorporando em suas pretensões um caráter “razoavelmente conservador” (1964, p.378), pretendeu que

[...] o Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, seja através de seu sistema de tributação, seja, em parte, por meio da fixação da taxa de juros e, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas [...] Eu entendo, portanto, que uma *socialização* algo ampla dos *investimentos* será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique na necessidade de excluir ajustes e fórmulas de todas as espécies (KEYNES, 1964, p.378, grifo nosso).

O Estado é o ente social capaz de reunir o maior número de informações disponíveis e, sem embargo, é o mais influente ator social. Cabe-lhe, portanto, coordenar a atividade econômica, em sintonia-fina com aquilo que for necessário para cooperar com a iniciativa privada²⁰ (KEYNES, 1964). Assim sendo, a ideia de Keynes sobre “socialização dos investimentos” deve ser compreendida, como se pode inferir a partir de Ferrari Filho e Conceição (2001), como uma participação ativa do Estado na economia, por meio de políticas econômicas que sinalizem aos empresários a existência de demanda efetiva para suas produções. Não obstante, a atuação do Estado deve estar consonante com o conjunto de instituições – como o hábito no cumprimento de contratos, a confiança na qualidade da moeda de curso legal, regras que assegurem a estabilidade política – socialmente definidas e legitimadas.

De acordo com Ferrari Filho (2006a), a preocupação de Keynes com a participação reguladora estatal foi inicialmente manifestada em *The Economic Consequences of the Peace*, publicado em 1919. Neste texto, Keynes argumenta que a reestruturação da ordem econômica e social mundial passava pela regulação do capitalismo, necessariamente conduzida pelo agente público. Nos anos 1920, as críticas ao capitalismo liberal e, por conseguinte, à necessidade de uma intervenção do Estado na economia passam a ser mais recorrentes nos

²⁰ Sobretudo, as proposições de política econômica regulacionista em Keynes não decorrem apenas de sua visão sobre o homem e a forma pela qual ele se relaciona com a economia e a sociedade. Decorrem da responsabilidade prática que há de se ter quando se tem em mente uma visão de mundo e que se esteja consciente, portanto, dos principais problemas do sistema capitalista e dos riscos da instabilidade que lhe acomete. Esta é a filosofia da prática em Keynes, ressaltada por Andrade (2000, p.86), “por ser uma teoria da ação, e não da contemplação, a teoria do conhecimento de Keynes é voltada para as possibilidades de transformar a realidade por meio de mudanças das crenças e opiniões acerca da realidade”.

escritos de Keynes.

Consoante Ferrari Filho (2006a), um ensaio de Keynes chama atenção nesse período dos anos 1920, qual seja, *The End of Laissez-Faire* (1972b), por meio do qual Keynes diria que o *laissez-faire* não conciliava os interesses individuais com os sociais²¹, bem como que os principais problemas econômicos, sociais e políticos decorriam, em grande parte, do “risco, incerteza e ignorância” (1972b, p.291). Assim sendo, a regulação do capitalismo é capaz de assegurar a estabilidade econômica e a harmonia social,

[...] acredito que a solução para esses problemas [instabilidades econômicas e sociais] é parcialmente encontrada através de um controle deliberado da moeda e do crédito por uma instituição central [...] [minhas] reflexões têm sido direcionadas para uma possível melhora das relações técnicas e institucionais do capitalismo moderno através de uma ação coletiva (KEYNES, 1972b, p.292-293).

[...] acho que o capitalismo, *relativamente administrado*, pode [...] ser eficiente [...] Nosso problema é construirmos uma organização social que seja mais eficiente sem dirimir nossos pontos de vista em busca de uma vida mais satisfatória (KEYNES, 1972b, p.294, grifo nosso).

Indo nessa direção, a partir de sua análise sobre a lógica operacional de economias monetárias, Keynes, ao longo de sua vida, apresentou inúmeras propostas de reformas do capitalismo. Em comum a todas as proposições, a ideia de que o Estado deve mitigar a incerteza dos agentes econômicos, em prol do crescimento econômico sustentável e do desenvolvimento social. Neste contexto, Keynes destaca a execução das políticas monetária, cambial e fiscal, sobretudo esta, como as mais importantes para que o setor público detenha uma intervenção econômica devidamente orientadora à iniciativa empresarial privada²².

2.2 Políticas econômicas keynesianas

Para Keynes (1964), todos os ativos possuem intrinsecamente uma taxa de juros (de retorno). Pela comparação entre as remunerações factíveis de escolha, os agentes podem destinar seus recursos – caso lhes seja mais vantajoso em termos de liquidez, custo de carregamento e quase-renda – a ativos não suscetíveis de reprodução fabril. Isto ocorrerá

²¹ Nas palavras de Keynes (1972b, p.287-288), “o mundo não é governado de forma que os interesses privados e sociais sejam sempre coincidentes [...] Não é correto afirmar que os princípios da economia são conduzidos de forma que o auto-interesse seja sempre operacionalizado em prol do interesse público”.

²² Keynes aponta ainda a importância de outras políticas econômicas, tal como a de renda. Para mais, veja Keynes (1972b, capítulo VI-2), Keynes (1964, capítulo 24), Carvalho (2006) e King (2003).

principalmente quando os investimentos produtivos realizados no passado tornaram-se estoques involuntários e expectativas frustradas. Nesse contexto, à política monetária caberia realizar, por meio da administração da taxa de juros básica da economia, o alinhamento dos preços relativos dos ativos passíveis de investimento.

Em vista do exposto, a taxa de juros básica da AM deveria manter-se em pleno conhecimento público e em um patamar considerado por este público normal, dentro de suas convenções. Conforme Carvalho (1999, p.275, grifo nosso), “as pessoas formam uma expectativa da taxa de juros *normal* e esperam que as taxas atuais gravitem ao seu redor”. Assim sendo, como há um desconhecimento incalculável do futuro, a taxa de juros é sempre alvo de tentativas de antecipação por parte dos agentes, que a ela se atentam para não incorrerem em elevados custos de oportunidade de investimento. A taxa de juros da AM torna-se uma premissa, um conhecimento direto, em que se baseiam os empresários para decidir em que investir. A qualquer desconfiança de oscilação na taxa de juros em torno daquilo que se considera normal, haverá modificações nos gastos dos investidores.

Carvalho (1994) chama a atenção para uma ilustração válida para a representação de como a política monetária atua na determinação da composição de *portfólio* de ativos dos agentes. Segundo o autor,

[...] é neste sentido que se constrói a pirâmide invertida que caracteriza a visão keynesiana da relação entre a moeda e os demais ativos financeiros [...] No vértice está a moeda legal, e sobre esse vértice se apóiam os outros ativos, em camadas sucessivas, definida cada uma pelos arranjos institucionais que estabelecem as regras de conversibilidade entre os grupos [...] e pela relação entre as taxas de retorno obtidas em cada coleção de ativos (CARVALHO, 1994, p.43-44).

É justamente por esta relação estabelecida entre os diversos ativos e a própria moeda que se concede à política monetária, por meio da gestão da taxa de juros, alguma capacidade de gerenciar a demanda efetiva e influenciar variáveis reais da economia. Contudo, em momentos de desconfiança generalizada, a política monetária pode pouco contribuir, haja vista a ilustração representada pela conhecida *armadilha da liquidez*²³. Por conta disto, Keynes, apesar de conceder significativa importância à condução da política monetária, argumenta que

[...] não é muito correto que eu confira importância primaz à taxa de juros. Confiro importância primaz à escala de investimento e me interesso na taxa de juros como um dos elementos para se alcançar isto. Mas, devo considerar a intervenção estatal como encorajadora de investimento um fator mais importante (KEYNES, 1980a, p.350).

²³ Para informações sobre a *armadilha da liquidez*, veja: Krugman (2000).

A desconfiança de Keynes sobre os resultados da política monetária derivam do fato de esta forma de política econômica operar indiretamente sobre a demanda efetiva tanto em consumo quanto em investimento. Ou seja, a política monetária atua de forma indireta sobre a atividade econômica, impactando inicialmente sobre os níveis de liquidez dos mercados monetário e financeiro. Ao atingir a liquidez dos diferentes ativos monetários e financeiros, a política monetária repercute sobre as taxas de juros da economia e, assim, afeta o lado real da economia (MINSKY, 1986). Enfim, será a partir do modo pelo qual a taxa de juros impactar sobre as decisões dos agentes que a política monetária implicará maior ou menor disposição dos agentes ao gasto, o que, portanto, não redundará *diretamente* em demanda efetiva.

No que diz respeito à política cambial, ao longo de sua obra, as reflexões e proposições teóricas de Keynes acerca da referida política vão na direção da articulação de um regime de taxa de câmbio administrada para assegurar o equilíbrio externo e a estabilidade dos preços (FERRARI FILHO, 2006b, Capítulo 3). Em sua *International Clearing Union* (KEYNES, 1980b), Keynes deixa clara essa ideia ao sinalizar que um dos objetivos de um arranjo cambial fixo, mas alterável em conformidade com as circunstâncias, deveria ser o de reduzir as incertezas sobre os preços futuros dos ativos e bens *tradeables* quando os agentes econômicos fossem tomar decisões de fechamento de contratos de câmbio. Em *Means to Prosperity*, Keynes também destaca a vigência de um câmbio administrável,

[...] a paridade *de facto* dever ser alterável, se necessário, de tempos em tempos, se as circunstâncias assim o requererem, a exemplo da taxa de juros da autoridade monetária – em pequenos graus, se assim se esperar. [...] Ademais, é desejável que se mantenha permanentemente algum grau de poder de ajustamento entre as condições nacionais e as internacionais (KEYNES, 1972b, p.362).

A lógica de administração da taxa de câmbio, como se pode inferir a partir de Lamfalussy (1976), dar-se-ia no sentido de permitir que alterações cambiais no curto prazo (i) tornassem autônomas as políticas econômicas domésticas e (ii) quando o balanço de pagamentos se apresentasse em crise, seu ajustamento fosse mais facilmente resolvido. Entretanto, as taxas de câmbio ajustáveis no curto prazo deveriam caminhar para um patamar mais estável no decorrer do tempo, a bem do fornecimento aos empresários de informações mais constantes, que ampliassem seu grau de confiança em relação ao futuro (FERRARI FILHO, 2006b).

Ainda no que tange ao setor externo, Keynes preocupou-se em sinalizar que a dinâmica externa de economias monetárias não poderia prescindir de um instrumento que viabilizasse simetrias de equilíbrio entre as relações comerciais dos países. Neste particular,

Keynes enfatizava ainda que as taxas de câmbio dos diversos países deveriam ser alteradas ordenadamente, de forma convencionada, e não apenas a partir dos interesses de um país, “o principal objetivo de Keynes era habilitar que os ajustamentos na taxa de câmbio fossem feitos de uma forma ordenada” (KAHN, 1976, p.2). Não por menos Keynes propôs a criação de um organismo coordenador multilateral²⁴ que deveria zelar para que os desequilíbrios comerciais fossem automaticamente compensados, de forma que os países deficitários não ficassem reféns da necessidade de atração de capitais para financiar seus balanços de pagamento.

Esta compensação multilateral deveria ser feita por intermédio de uma moeda de aceitação universal e, adicionalmente, de emissão supranacional, gerada apenas para promover as compensações multilaterais e sem qualquer vantagem em ser usada como reserva de valor. Nas palavras de Keynes (1980b, p.270), a utilidade desta moeda e do equilíbrio comercial que ela objetiva residiriam em “permitir que o dinheiro ganho na venda de bens a um país possa ser gasto na compra dos produtos de qualquer outro”, pois “não podemos esperar que se equilibre nossa balança comercial, se os excedentes ganhos em um país [demanda efetiva doméstica realizada por não residente] não podem ser aplicados para satisfazer nossas necessidades em outro”.

A compensação automática dos desequilíbrios comerciais permitiria que se suavizasse a necessidade de os países deficitários atraírem capitais estrangeiros para o financiamento de seus balanços de pagamento com transações correntes de comércio deficitárias. Para tanto, controles sobre o fluxo internacional de capitais poderiam ser impostos, em prol de uma condução mais autônoma da taxa de juros de política monetária.

Keynes apontava que a compensação automática seria uma restrição à liberdade de atuação econômica dos países que, contudo, possibilitar-lhes-ia deter uma maior autonomia sobre as decisões interessantes à política econômica doméstica. Em suas palavras,

[...] estamos ganhando uma liberdade à custa de outra? Teremos de nos submeter a controles de câmbio nas transações individuais – controles que, de outra forma, seriam desnecessários? [...] Não se trata apenas de uma questão de impedir as especulações cambiais e os movimentos de dinheiro vivo, ou até mesmo de evitar fugas de capitais, devido a motivos políticos [...]. A meu ver, a necessidade é mais fundamental [...] [caso contrário] estamos sujeitos a perder o controle sobre a taxa interna de juros (KEYNES, 1980b, p.275).

²⁴ Keynes, às vésperas de sua morte, demonstrava insatisfação com a posição dos Estados Unidos nas negociações para o estabelecimento do Fundo Monetário Internacional: “Os americanos não têm ideia sobre como criar estas instituições [Fundo Monetário Internacional] que operem em acordo com as preocupações internacionais, em quase todas as direções suas ideias são ruins” (KEYNES *apud* KAHN, 1976, p.25).

A vigência de um câmbio administrado e ajustável, a compensação automática dos desequilíbrios comerciais e a permissão ao controle de capitais, cumprem dois papéis fundamentais para Keynes, quais sejam, (i) tornam menos incertas as expectativas empresariais e (ii) dão maior liberdade à condução da política monetária tanto por dificultarem efeitos *pass-through* da câmbio para os preços domésticos, bem como por possibilitarem que a taxa de juros não seja a todo tempo utilizada para atrair poupança externa²⁵, o que pode vir a inibir os investimentos produtivos e onerar a política fiscal. Em suma, a política cambial em Keynes pretende estabelecer, de forma intertemporal, o equilíbrio das contas externas e a maior autonomia possível da política econômica doméstica.

Embora destacasse a importância das políticas monetária e cambial, a política econômica indicada por Keynes como a mais importante é a fiscal, uma vez que é a intervenção estatal que impacta diretamente sobre a demanda agregada – mais especificamente, sobre consumo e investimento. Desta forma, ela não somente demanda a oferta agregada disponível, mas também atua como uma âncora às expectativas dos empresários acerca da demanda efetiva futura pelo produto que eles se dispõem a oferecer. Nas palavras de Keynes,

[...] encontrando-se o Estado em situação de exercer influência sobre a eficiência marginal dos bens de capital a longo prazo e com base nos interesses gerais da comunidade, espero vê-lo assumir a responsabilidade cada vez maior na organização *direta* dos investimentos (KEYNES, 1964, p.164, grifo nosso).

A política fiscal keynesiana ancora-se na política de tributação e na administração de gastos públicos – ressalte-se, categoria completamente diferente de *déficit público*. A política de tributação objetiva, por um lado, permitir que a renda desigualmente distribuída possa ser realocada, seja por tributação da renda, seja por impostos sobre a herança. Por outro lado, ela viabiliza a capacidade de gasto do Estado. Por fim, a política de tributação, como denota Keynes (1972b), pode também servir para ampliar a renda disponível, fomentando a ampliação da demanda efetiva.

A administração dos gastos públicos para Keynes centra-se na constituição de dois orçamentos: o corrente e o de capital. O orçamento corrente diz respeito ao fundo de recursos necessários à manutenção dos serviços básicos fornecidos pelo Estado à população sob sua guarda, tais como saúde pública, educação, previdência social, entre outros. Embora Keynes acreditasse na importância destes gastos correntes, mormente as transferências da previdência

²⁵ Não é por menos que Keynes (1980b, p.276) afirma que “não podemos ter esperança de controlar as taxas internas de juros, se os movimentos de recursos de capital para fora do país forem ilimitados”.

social, como *estabilizadores automáticos* dos ciclos econômicos, o orçamento corrente deveria ser sempre superavitário, no limite equilibrado.

Como ilustração desta preocupação com o equilíbrio orçamentário, Keynes (1980a, p.204-205) argumenta que, no bojo dos debates que se travaram na Inglaterra sobre o sistema de Seguridade Social que deveria ser construído após a Segunda Guerra Mundial²⁶, as pensões a serem pagas “constituir-se-iam em um severo fardo, ao ser necessário pagar pensões para as quais não havia fundos acumulados e, simultaneamente, acumular fundos para pensões futuras”.

A necessidade de inibição de saldos deficitários no orçamento corrente decorre dos reflexos dos déficits públicos sobre uma economia monetária de produção, dentre os quais:

- (i) a criação de dívidas de “peso morto” para as quais nada lucrativo foi constituído em contrapartida, para financiar seu pagamento futuro;
- (ii) a pressão sobre a taxa de juros da economia, em função da demanda por recursos privados pelo setor público para financiar seus saldos deficitários;
- (iii) o risco de, a depender do ritmo de crescimento do endividamento e do perfil deste, em comparação com o crescimento econômico e com o aumento das receitas públicas, o Estado ficar refém de criar dívida nova para pagar dívida velha

Diante disto, Keynes infere que “[eu] não devo objetivar alcançar a compensação das flutuações cíclicas do sistema econômico por meio do orçamento corrente. Eu devo deixar esta tarefa ao orçamento de capital” (1980a, p.278). A outra parte do orçamento público keynesiano, o orçamento de capital, é aquele em que se discriminam as despesas públicas referentes a investimentos produtivos levados a cabo pelo Estado para a manutenção da estabilidade no sistema econômico. Estes investimentos devem ser realizados por órgãos públicos ou semi-públicos²⁷, desde que com objetivos claros de regulação do ciclo econômico por meio da ampliação do grau de crença racional dos empresários na demanda efetiva futura daquilo que eles, no presente, decidam empreender.

Os investimentos públicos arrolados no orçamento de capital não podem ser rivais, porém, devem ser complementares aos investimentos da iniciativa privada (CARVALHO,

²⁶ As discussões se travaram no Comitê Inter-Departamental para a Seguridade Social, iniciado em junho de 1941, e se centraram, principalmente, entre Keynes e William Beveridge, *chairman* do citado Comitê. Para mais, veja: Keynes (1980a, Capítulo 4).

²⁷ Para Keynes, o órgão semi-público “busca o bem público [...] [e] aproxima-se mais do *status* de uma corporação pública do que de uma empresa privada. [Como exemplo, tem-se] “as universidades, o Banco da Inglaterra e a Autoridade Portuária Londrina e [...] instituições *joint-stock*” (KEYNES *apud* KREGEL, 1985, p.37).

1999). Ademais, estes investimentos, normalmente, estão relacionados às inversões tecnicamente sociais, que são aquelas “decisões que não são feitas por ninguém se o Estado não as fizer” (KREGEL, 1985, p.37). Logicamente, não cabe ao Estado realizar aqueles investimentos que a iniciativa privada está executando, pois isto seria desperdício de recursos e eficiência, bem como conformaria um cenário competitivo à atuação da iniciativa privada, desconfiando-a e redundando em um desestímulo ao investimento empresarial.

O orçamento de capital, por ser um indutor de instituições produtivas, é construtor de seu próprio superávit ao longo do tempo. Para o equilíbrio das finanças públicas basta que, no curto prazo, não se incorra em déficit corrente, uma vez que os superávits demandados no orçamento corrente financiam eventuais déficits no orçamento de capital. Por outro lado, os retornos dos investimentos públicos realizados tendem a equilibrar, no longo prazo, o próprio orçamento de capital. Nas palavras de Keynes, que se configuram numa outra regra para os *policy makers*, os “dispêndios de capital devem, no mínimo parcialmente, se não completamente, pagar a si mesmos” (1980a, p.320).

O orçamento de capital keynesiano poderia ser deficitário, mas os superávits necessariamente obtidos no orçamento corrente o financiariam. Desta forma, a dívida porventura construída pelo déficit no orçamento de capital seria relacionada não a atividades estatais de tomada de empréstimos nos mercados financeiros, as quais poderiam suscitar desconfianças nos indivíduos quanto à solvência do Estado e, conseqüentemente, sobre a capacidade de ele manter-se como fomentador das expectativas empresariais. A dívida do orçamento de capital, quando sobreviesse, referir-se-ia a “atividades produtivas ou semi-produtivas que substituirão gradualmente a dívida de peso morto” (KEYNES, 1980a, p.277).

De forma bastante diversa do que o analista desavisado tem em mente, a política de gasto público keynesiana tem como cerne o equilíbrio do orçamento público, ainda que no curto prazo isto possa ser alcançado via superávit no orçamento corrente e déficit no orçamento de capital. Mankiw, em seu artigo “The Reincarnation of Keynesian Economics”, incorre em erro de interpretação da obra de Keynes, ao afirmar, sem sequer dissertar sobre o orçamento bipartite keynesiano, que “o gasto deficitário é, portanto, bom para a economia” (1991, p.5). No mesmo texto, aponta Mankiw (1991, p.8) que “os *policy makers* devem ser livres para exercer suas discricões para alterarem as condições econômicas, e devem evitar a aderência a uma regra política rígida”.

Como visto, nas palavras do próprio Keynes, as políticas monetária e fiscal devem ser regradas, não somente para que seus efeitos não sejam adversos em relação aos objetivos

da intervenção estatal, mas principalmente porque a política econômica é uma *regra*, uma *convenção*, sobre a qual se apóia o empresário. A regra de condução da política econômica é o que a viabiliza enquanto coordenadora da atividade econômica, dando peso ao argumento dos investidores. Se a atuação da política econômica fosse casuísta ela simplesmente não funcionaria como fornecedora de premissas às proposições dos agentes; antes, pelo contrário, deixá-los-ia com bases ainda mais precárias sobre as quais decidiriam como agir, afinal, seria uma política fiscal que mudaria constantemente.

Consoante Davidson (1991a, p.32) “as decisões econômicas são feitas por homens que enfrentam um incerto e imprevisível futuro econômico e que se movem de um fixo e irreversível passado”. Ou seja, o tempo importa, tanto em seu caráter expectacional quanto no histórico. E, porquanto o tempo for uma variável central para os indivíduos e para aquilo que eles relevam para decidir se devem agir ou não, a verdadeira política fiscal *estabilizadora automática* keynesiana não poderá ter caráter de instrumento de *última instância*.

Segundo Keynes, a tarefa do estabilizador automático seria *prevenir* largas flutuações por intermédio de um programa estável e contínuo de investimentos de longo prazo. Segundo Keynes, ser o Estado um estabilizador automático implica manter “um programa de longo prazo [de investimentos] que seja capaz de reduzir a amplitude potencial de flutuação para limites muito mais estreitos” (KEYNES, 1980a, p.322).

Não seria a função do Estado socorrer um pico ou um vale de uma trajetória do sistema econômico, mas *evitar* que picos ou vales existam. Uma vez estabelecido este programa de longo prazo de investimentos produtivos, as flutuações que se apresentem no curto prazo são mais facilmente contornáveis, no bojo do próprio programa de longo prazo, por meio da antecipação de algumas medidas futuras, haja vista o surgimento dos primeiros sintomas de insuficiência de demanda efetiva; ou pelo postergar de algum projeto de investimento do orçamento de capital ao passo em que se percebam quaisquer sinais de excesso de demanda agregada.

Neste particular, portanto, as ações de contenção de flutuações no curto prazo não devem ser restritas a promover fases de expansão, mas devem ser requisitadas, inclusive, para evitarem-se episódios de excesso de demanda agregada. Como aponta Keynes,

[...] decorre, então, que a maior quantidade de dinheiro, disponível para gasto, nos bolsos dos consumidores vai se deparar com uma quantidade de bens que não é aumentada [Assim] [...] o consumidor voltaria para casa com dinheiro a lhe queimar os bolsos [...] [de forma que] é preciso arranjar alguns meios de retirar do mercado o poder aquisitivo; senão [...] prevalecerá o método de inflação (KEYNES *apud* SZMRECSÁNYI, 1978, p.194).

A forma pela qual Keynes concebe equilíbrio do saldo do orçamento de capital no longo prazo torna muito mais racional e viável o orçamento público em sua totalidade²⁸, fomentando ao longo do tempo a construção de superávits e, por conseguinte, de poupança pública, em ambas as partes do orçamento, o que sinaliza aos indivíduos maior capacidade para o Estado atuar. Torna-se, assim, ainda mais distante a incursão em déficits orçamentários que, conforme ratifica Keynes (1980a, p.352), advirá se “o volume de investimentos planejados falhar na produção do equilíbrio”. Nestas condições, e somente nelas,

[...] o equilíbrio [orçamentário] poderá ser encontrado por meio do desequilíbrio [...] do orçamento corrente. Admitidamente isto deverá ser um último recurso, que deverá entrar em jogo apenas se a maquinaria do orçamento de capital se quebrar (KEYNES, 1980a, p.352).

Não obstante, Keynes ainda argumenta que, para não restarem dúvidas quanto a sua verdadeira intenção ao prescrever regras de funcionamento à política fiscal, “então, decididamente [...] [não se deve permitir] que se confunda a ideia fundamental do orçamento de capital com o particular – e um tanto quanto desesperado – expediente do déficit” (KEYNES, 1980a, p.353-354).

Este papel fundamental dado ao gasto com o investimento *vis-à-vis* o gasto em consumo, em termos da dinâmica da demanda agregada em uma perspectiva keynesiana, concentra-se, em especial, sobre três aspectos. Em princípio, o estoque acumulado de riqueza na sociedade depende essencialmente das decisões de investimento dos empresários. Em segundo lugar, consoante Keynes (1972b)²⁹, o aumento inicial da riqueza, em decorrência da passagem de recursos de um indivíduo para outros no ato de investir, é capaz de gerar um circuito de gastos e, então, novos aumentos de renda por meio do efeito multiplicador dos investimentos. Em conjunto, esta multiplicação da renda amplia o estado de confiança dos empresários de que suas apostas concretizar-se-ão em receitas futuras que remunerarão os gastos já efetivados. Nas palavras de Keynes (1972b, p.339),

[...] mas se o novo gasto é adicional e não meramente substituto de um outro gasto, o crescimento do emprego não se encerra. Os salários adicionais e outras remunerações pagas são gastas em trocas adicionais, que geram novos empregos. [...] Para além, em que pese a demanda ampliada por comida, resultante do poder de compra expandido das classes trabalhadoras, servir tanto para aumentar os preços quanto para ampliar as vendas dos produtores primários [i.e., iniciais] domésticos e alhures, nós devemos atualmente dar

²⁸ Em 1933, em *The Means to Prosperity*, Keynes (1972b) aponta que políticas de ampliação do gasto público em momentos de estagnação, recessão ou depressão são meios de os tesouros nacionais conseguirem ampliar suas arrecadação e facilitarem a conquista de orçamentos equilibrados, guardado o tempo necessário entre o gasto tornar-se remuneração e esta efetivar-se em consumo. Para mais, veja: Keynes (1972b, Capítulo VI-1).

²⁹ O argumento também pode ser observado em Ferrari Filho (2006a) e Carvalho (2008).

boas vindas a isto. Será muito melhor elevar os preços dos produtos agrícolas pelo crescimento da demanda deles do que artificialmente restringir sua oferta.

Por fim,

[...] a questão então surge em porque eu preferiria uma forte escala de investimento em relação a um crescimento no consumo. Minha principal razão sobre este ponto é que eu não acredito que tenhamos alcançado o ponto de saturação do capital. Será do interesse do padrão de vida no longo prazo se crescermos largamente nosso capital (KEYNES, 1980a, p. 350).

O crescimento do gasto em consumo é importante. Entretanto, ele terá papel de destaque quando o estoque de capital de um país não for mais escasso, fazendo com que a lucratividade dos ativos seja pouco atrativa. Quando se alcançar a saturação do estoque de capital instituir-se-ão políticas públicas de fomento ao consumo. Enquanto este ponto não for alcançado, contudo, há espaço para o crescimento dos investimentos e, por conseguinte, para a expansão da riqueza social, via gastos com investimento.

Enfim, o investimento deve ser conduzido pela complementaridade entres as iniciativas privada e pública, sendo que esta última, *par excellence*, deve funcionar como indutora da primeira e, assim, como estabilizadora das flutuações cíclicas do sistema econômico. Não é demais salientar que as expectativas dos agentes são o fator desestabilizador do sistema e que, portanto, é sobre elas que atuará a política econômica keynesiana. Tão claro deve ser isto, principalmente aos empresários, que Keynes elabora a noção de orçamento de capital para que o investidor produtivo tenha compromissado consigo a atuação estatal. Isto imprimirá sobre o empresário um grau maior de crença racional na demanda efetiva do sistema econômico.

Em um mundo incerto, no qual agentes arriscam sua possibilidade de comando sobre a riqueza a fim de conseguirem mais deste poder no futuro, a política econômica deve ser aquilo de mais sólido com que a iniciativa privada tem contato, fomentando suas prospecções sobre o futuro e garantindo uma dinâmica de crescimento da riqueza. Sobre isto, Minsky (1986, p.6) denota que,

[...] se o mecanismo de mercado tiver que funcionar bem, nós devemos nos arranjar para constranger a incerteza devida aos ciclos de negócios, para que as expectativas que guiam os investimentos possam refletir a visão de um progresso tranquilo.

Como aponta Marcuzzo (2005, p.2, grifo nosso), a teoria de Keynes é um anúncio, a todo tempo, daquilo que precisa ser realizado para que “sustente-se o nível de investimento,

mas isto deve ser interpretado mais no sentido de *estabilizar a confiança dos negócios* do que um plano para obras públicas financiadas por lançamento de dívida”. Isto porque

[...] a confiança de [Keynes] na *socialização dos investimentos* ao invés de em uma política fiscal objetivando a suavização dos níveis de consumo ao longo do ciclo de negócios mostra seu interesse sobre o tamanho do déficit; e, a importância atribuída aos incentivos dados ao mercado para alcançar-se o nível desejado de emprego (MARCUIZZO, 2005, p.2, grifo nosso).

Evidencia-se, enfim, que a política econômica keynesiana, tanto em sua concepção quanto em sua operacionalização, pretende a manutenção dos níveis de demanda efetiva, tendo como fim abrandar o desemprego involuntário, por meio da estabilização do estado de confiança dos homens de negócio. As políticas econômicas keynesianas são o meio pelo qual se efetivará a socialização dos riscos dos investimentos empresariais. O resultado a que se anseia chegar por meio das referidas políticas é a construção de uma sociedade com uma trajetória que conte perenemente com eficiência econômica, justiça social e liberdade individual.

2.3 Da Hipótese de Fragilidade Financeira de Minsky ao Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro

Dentre os vários seguidores de Keynes, Hyman Minsky foi o teórico pós-keynesiano que, notadamente, mais dedicou esforços à compreensão, em uma perspectiva fiel à teoria keynesiana, da lógica de ampliação da *financeirização* das transações e da riqueza econômicas. Tendo como referência as principais proposições de Keynes sobre a dinâmica de economias monetárias apresentada na *GT*, a teoria de Minsky aponta que o investimento, variável chave para o crescimento da acumulação de riqueza em uma economia capitalista, é condicionado pela dinâmica do mercado financeiro.

Para Minsky, as decisões de investimento dizem respeito à composição de uma carteira de ativos, de capital e financeiros, estabelecida de forma atinente às estratégias de acumulação de riqueza das unidades econômicas (CARVALHO, 1987). Por sua vez, o sistema financeiro³⁰, por meio da concessão de financiamentos, possibilita que grande parte destas decisões de investimento concretize-se, visto que “a acumulação de riqueza em uma economia capitalista é acompanhada pela troca de dinheiro presente por dinheiro futuro” (MINSKY, 1992, p.2). Isto é, a construção de uma carteira de ativos por parte de uma unidade

³⁰ Componentes do sistema financeiro são, conforme Minsky (1992, p.6), qualquer unidade econômica que atue como intermediário financeiro, isto é, emprestando recursos a terceiros em troca de uma remuneração na forma de juros.

econômica é acompanhada pela formação de uma estrutura de endividamento (estrutura de passivo).

Todavia, os lucros monetários derivados da composição da carteira de ativos são, no momento da contratação dos financiamentos, apenas expectativas, enquanto que os financiamentos são dívidas, cujo pagamento é uma obrigação ao seu tomador. Trava-se, assim, uma relação entre as receitas *esperadas* dos investimentos realizados e as despesas obrigatórias (tanto as operacionais quanto as de juros e amortizações decorrentes dos créditos concedidos), sendo que aquelas deverão criar os fundos que cobrirão estas (PAULA; ALVES JÚNIOR, 2003).

Dessa maneira, economias monetárias estão expostas à fragilidade das posições financeiras dos agentes. A fragilização tem como determinantes elementos endógenos ao sistema econômico, tanto de fontes institucionais, relacionadas à organização e desenvolvimento do sistema financeiro, quanto de fontes conjunturais, tais como o estado de expectativas de investidores e credores *vis-à-vis*, por exemplo, as políticas econômicas executadas pelo Estado ou o cenário econômico doméstico e internacional.

Por sua vez, a diferença entre as receitas esperadas pelas unidades econômicas e os seus pagamentos financeiros denomina o conceito de margem de segurança³¹. De acordo com Minsky (1986), dependendo da forma pela qual se estabelece a relação entre os fluxos futuros de receitas esperadas – que se tornam fluxos de caixa para as unidades econômicas – e os compromissos financeiros contratados, diga-se de passagem, elo intrínseco entre os setores produtivo e financeiro, as posições financeiras das unidades econômicas podem ser *hedge*, *especulativa* e *Ponzi*.

As unidades em posição *hedge* são aquelas cujas receitas esperadas de seus ativos, quando convertidas em fluxos de caixa, são suficientes para cobrir os “compromissos financeiros no presente e no futuro” (MINSKY, 1986, p.207). Unidades *hedge*, detentoras de boas margens de segurança, são capazes de honrar com seus fluxos de receita, tanto a amortização de sua estrutura de passivo, bem como os juros que incidem sobre tal estrutura.

Na unidade *especulativa*, os fluxos de receita da unidade econômica “são inferiores aos pagamentos financeiros contratados [...] em especial no curto prazo” (MINSKY, 1986, p.207). Com isto, essas unidades não constituem margens de segurança. Elas necessitam

³¹ Embora a margem de segurança não seja unicamente determinada por isso, neste caso, sendo ela relacionada a fluxos de caixa, é suficiente. De acordo com Minsky (1986, p.335) “os fluxos de caixa, os valores capitalizados [de receitas esperadas e despesas financeiras] e o balanço patrimonial” são capazes de oferecer margem de segurança a uma unidade econômica. Para a discussão exata do que a margem de segurança envolve, veja: Minsky (1986, Apêndice A, p.335-341) e Minsky (1975).

incorrer no refinanciamento de suas dívidas tendo como base rendimentos futuros que, calculados em valor presente, sejam maiores do que o valor presente de longo prazo de seus compromissos financeiros (1986, p.203). Neste particular, conforme Minsky, “finanças *especulativas* envolvem a rolagem da dívida” (1986, p.207).

Por fim, tem-se a unidade *Ponzi* que são casos extremos de unidades *especulativas*. As unidades *Ponzi* não são hábeis, a partir de suas receitas esperadas, de fazer frente nem ao pagamento do principal de suas estruturas de passivo, nem aos juros que sobre elas incorrem. É de se esperar que as unidades *Ponzi* refinanciem suas estruturas de endividamento para que possam continuar a operar, seja vendendo ativos, seja tomando financiamentos novos para reordenar seu passivo. Unidades *Ponzi* não estabelecem margens de segurança (MINSKY, 1992). De acordo com Minsky (1986, p.207) “devedores e credores em posições *especulativa* e *Ponzi* esperam que seus pagamentos contratados sejam realizados por meio de refinanciamento, crescimento de dívida ou pela dissolução estoques de ativos financeiros supérfluos”.

A lógica da fragilidade financeira de uma economia resulta da mobilidade que uma unidade econômica tem entre as posições financeiras acima descritas. Observa-se a fragilidade financeira, à luz de Minsky, notadamente em momentos expansivos do ciclo econômico. Em uma etapa de expansão do sistema econômico, as expectativas dos investidores e de seus financiadores animam-se de uma forma tal que “a especulação e a experimentação com estruturas de passivo e os novos ativos financeiros levam a economia a um *boom* de investimento” (MINSKY, 1986, p.178).

Neste cenário, com a constante validação dos planos de investimento pelo sistema financeiro, isto é, em um ambiente econômico otimista, as unidades econômicas caminharão de posições *hedge* para *especulativa* e desta para *Ponzi*, trilhando, inerentemente, os rumos da fragilização de suas finanças (SILVA, 2008). A crise eclodirá quando as expectativas dos empresários, sejam os produtivos sejam os credores financeiros, não mais sustentarem a crença em uma dinâmica profícua do sistema econômico. Os elementos determinantes conjunturais, ou seja, as expectativas, determinarão que a produção não deve ser ampliada em vista da descrença em uma demanda efetiva favorável, estagnando-se postos de emprego e conseqüentemente abrandando-se a geração de renda e de demanda efetiva agregada, fator fundamental para a consecução dos fluxos de receitas que pagarão os compromissos financeiros assumidos. De forma similar, expectativas desfavoráveis dos financistas podem levar ao encerramento da concessão de crédito e, ademais, ao encarecimento do seu

fornecimento. As complicações decorrentes expressam-se tanto na maior dificuldade de unidades *especulativas* e *Ponzi* alterarem seus balanços contábeis fragilizados, quanto no engessamento das receitas recebidas em função dos maiores pagamentos financeiros, tendo isto consequências sobre a realização de investimentos produtivos.

A alteração das expectativas não deve ser esperada por ocorrências alheias ao sistema econômico, como choques exógenos de clima que afetem a oferta ou pelas tentativas e erros dos agentes na coincidência de suas distribuições de probabilidade. As expectativas modificam-se pelas próprias percepções dos agentes sobre variáveis econômicas endógenas e inerentes ao sistema econômico, como aumento da inflação, elevação das taxas de juros, volatilidade cambial. Assim sendo, ocorrências endógenas ao sistema capitalista levam da fragilidade financeira à crise financeira e ao ciclo econômico.

Mesmo sem fazer uso da noção keynesiana de orçamentos segregados, Minsky (1986) aponta que as deficiências de investimentos privados precisam ser balanceadas por gastos públicos realizados pelo *Big Government*. Inspirado pela tradição keynesiana, o autor denota que em economias monetárias quedas nos lucros significam frustrações empresariais e podem representar toda uma cadeia de não pagamentos de obrigações financeiras que tendem a tornar críticas as posições das instituições atuantes nos mercados financeiros. Neste intricado e instável cenário em que os lados real e monetário da economia são indissociáveis e mutuamente dependentes, o *Big Government* deve ser “grande o suficiente para assegurar que oscilações no investimento privado levem a oscilações contracíclicas no déficit governamental que estabilizem os lucros” (MINSKY, 1986, p.297)³².

Minsky (1982) propõe ainda que, articulada à atuação do *Big Government*, exista a ação perene de um Banco Central, *Big Bank* que, por um lado, regule as ações das instituições monetárias e financeiras – por sinal, operando com inovações financeiras muito mais instáveis do que as vivenciadas por Keynes na primeira metade do século XX –, inibindo-as de trilharem posições cada vez mais fragilizadas. Por outro lado, o *Big Bank* deve atuar como prestador de última instância nos momentos em que surgirem os primeiros sinais de não recebimento dos créditos emprestados. Desta forma, a política monetária operada pelo Banco Central minskyano deve manter os sistemas monetário e financeiro em posições financeiras mais robustas e críveis, para que, em caso de ampliação da desconfiança dos empresários que conduza à geração de desemprego e à estagnação da renda, não ocorra um circuito de falências bancárias que conduziram o sistema econômico a uma grande depressão.

³² Não é por menos que Minsky (1986) propõe que o tamanho do *Big Government* em relação ao PIB seja igual ou superior à taxa de formação de capital bruto sobre o PIB, ou seja, à taxa de investimento do país.

Logo, cabe ao *Big Government* e ao *Big Bank*³³ a ação de estabilização automática do ciclo do sistema econômico. O governo, por meio de ações fiscais, mantém os lucros, o emprego e a produção corrente, e o Banco Central regula e estabiliza o valor dos ativos monetários e financeiros tornando estável o sistema financeiro. Contudo, a ação do setor público na amenização das crises econômicas pode estar delimitada pelas próprias posições financeiras em que este se encontra ao longo do ciclo econômico.

Assim sendo, embora nas teorias de Keynes (1964) e de Minsky (1986) o setor público não seja o protagonista dos ciclos econômicos, seu papel de agente contracíclico *por excelência* é ressaltado por ambos os autores, notadamente no que cabe ao governo central. Para que possa adotar medidas de estabilização do ciclo econômico, o Estado deve manter solventes suas finanças públicas. Para tanto, a necessidade de equilíbrio orçamentário é contínua e patente. Tal qual apontado por Keynes, Minsky (1986) ressalta que incursões de déficits orçamentários devem ser esporádicas, devido à necessidade de o governo fomentar em seus credores credibilidade suficiente para que a captação de dívida pública seja viabilizada. Nas suas palavras,

[...] assim como dívidas privadas precisam ser validadas por lucros, as obrigações bancárias por receitas de ativos, a dívida externa por superávits comerciais, a dívida do governo precisa ser validada por um excesso de receitas tributárias sobre os dispêndios correntes. [...] Então, para que a dívida do governo mantenha sua aceitação, os programas de tributação e de gastos necessitam ser superavitários (MINSKY, 1986, p.303).

O Estado, assim como qualquer outro agente econômico, pode ter suas receitas orçamentárias incapazes de facear uma determinada estrutura de passivo. Dadas as regras apontadas por Keynes para a condução das políticas econômicas, não se deve utilizar como regra de financiamento público a emissão monetária. Caso fosse esta a norma, em Keynes, isto de imediato atrapalharia a constância da taxa de juros da política monetária e traria aos investidores alguma desconfiança sobre as finanças públicas, visto que o orçamento seria, por princípio, deficitário. Para Minsky, a emissão monetária faria com que os agentes financiadores do governo o enxergassem como um agente incapaz de criar fluxos de receitas, o que lhe inibiria a concessão de empréstimos. Minsky (1986, p.302) destaca este ponto

[...] se o Banco Central [...] monetiza a dívida do governo buscando manter seu preço nominal face a uma deterioração do desejo de se possuir tal dívida, então pode existir uma fuga da Reserva Federal [Banco Central] bem como

³³ Ao resgatar a ação reguladora do Estado de Keynes, ressaltava Minsky, o “*Big Government* é a mais importante razão pela qual o capitalismo de hoje [dos 1980] é melhor que o capitalismo que nos deu a Grande Depressão” (1986, p.296).

das obrigações dos bancos comerciais. [...] Dívida do governo tem que ser validada por um excesso de receitas sobre gastos atuais.

Minsky (1986) enumera ainda duas razões que ressaltam a necessidade de finanças públicas equilibradas. A primeira delas diz respeito ao próprio modo pelo qual qualquer organização com atividades econômicas, tal qual o Estado, é enxergada na sua rede de transações econômicas. Nesse particular, “qualquer organização com grande endividamento não pode desviar-se muito ou por muito tempo no mínimo da promessa de superávits em seus fluxos de dinheiro” (1986, p.303). A segunda razão é o protagonismo do Estado em produzir políticas contracíclicas, fundamentais no equilíbrio do ciclo das economias monetárias. De acordo com Minsky (1986), déficits públicos afetam lucros e estes são os objetos de desejo das ações empresariais. Os governos devem ter, portanto, capacidade de interferir nos lucros e isto necessitará de finanças públicas estáveis e críveis.

A partir destas considerações, portanto, considera-se a hipótese de que o Estado não se utiliza de sua prerrogativa de Autoridade Monetária legal, para impedir situações de fragilização financeira. A propósito, tal prerrogativa é uma possibilidade legal a que o Estado pode recorrer para enfrentar situações financeiras adversas, não apenas suas, mas também dos agentes privados, aos moldes do que fez os Estados Unidos a partir de 2008 com a política monetária do *quantitative easing*³⁴. Assim sendo, em tese, nenhum Estado com endividamento denominado em moeda soberana tem risco de ser insolvente, o que não o colocaria em uma situação de possível colapso financeiro, consequência da ampliação fragilidade financeira que, conforme Minsky (1986), leva, inevitavelmente, ao colapso. Em suma, o colapso é uma possibilidade apenas para agentes privados que, em situações *Ponzi*, podem não ter qualquer último recurso, restando-lhes apenas a falência.

Neste contexto, Terra *et alii* (2008) desenvolveram, a partir da Hipótese de Fragilidade Financeira de Minsky, um Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público, que permite aferir em que posição fiscal-financeira (*Hedge, Especulativo ou Ponzi*) se encontra um determinado país e, ademais, porque ele se encontra em tal posição. Conforme destacado acima, supõe-se que a fragilização financeira do setor público apontado pelo IFFSPB não envolve como possível solução o recurso à emissão de moeda ou a qualquer outro artifício, como alongamento unilateral dos contratos de dívidas ou aquisição privada forçada de dívida pública. O Índice aproveita-se da taxonomia criada por Minsky para o desenvolvimento de um instrumental analítico de natureza keynesiana/pós-keynesiana que permite inferir quais

³⁴ Para o que seja *quantitative easing*, veja: Bank of England (2009).

são os resultados e as orientações da política econômica praticada em determinado país. Por fim, na medida em que a posição financeira de um determinado país diz respeito ao modo pelo qual se comportaram as contas públicas, o Índice viabiliza o debate dos condicionantes do endividamento público.

Para a construção do citado Índice, Terra *et alii* (2008) acompanham a posição de Atkinson e Stiglitz (1980) de que a definição de setor público acarreta algum grau de arbitrariedade, em função das diferenças metodológicas e analíticas que se estabelecem, neste tema, entre os diversos países. Almejando a melhor construção analítica para o caso brasileiro, a definição de setor público utilizada pelos autores é a do Banco Central do Brasil (BCB), (2009a). Nela, setor público

[...] compreende a administração direta e indireta do Governo Federal (inclusive Previdência Social), a administração direta e indireta dos governos regionais (estados e municípios), o Banco Central do Brasil e as empresas estatais não-financeiras das três esferas de governo (BCB, 2009a, p.7).

Ademais, segundo BCB (2009a, p. 7), “incluem-se também no conceito de setor público não financeiro os fundos públicos que não possuem características de intermediário financeiro, isto é, aqueles cuja fonte de recursos é constituída de contribuições fiscais ou para-fiscais”. Note-se, portanto, que esta definição corresponde ao setor público não financeiro, uma vez que não incorpora as estatísticas fiscais dos intermediários financeiros do setor público, com exceção do BCB, cujo resultado contábil é automaticamente transferido ao Tesouro Nacional ao final de cada período contábil³⁵.

Nesta definição, têm-se englobadas todas as esferas de governo e com isso todas as receitas e despesas do setor público. Desta forma, incluem-se ao longo da análise todas as diversas fontes de receita do setor público e, igualmente, todos os seus diferentes gastos. Trabalhando com a variável receita total, ademais, aferem-se em uma só variável todas as possibilidades apontadas por Minsky (1986) de composição de margens de segurança.

Assim, pode-se supor que a posição financeira do setor público será estabelecida a partir de seu fluxo de caixa, isto é, da relação entre as suas receitas totais e as suas despesas totais, discriminadas em gastos não financeiros e financeiros. Em gastos não financeiros agregam-se todos os dispêndios do setor público que não envolvam despesas de juros, amortização e encargos da dívida. Estes são os gastos financeiros. Perceba-se que a definição de gastos financeiros vai além daquela estipulada pelo FMI (1986) para o cálculo das

³⁵ Vale salientar que a conceituação de setor público denotada pelo BCB (2009a) é ancorada naquela disposta pelo *Government Finance Statistics Manual* do Fundo Monetário Internacional. Para mais, veja FMI (1986).

necessidades de financiamento do setor público (NFSP), uma vez que, nestas, os gastos com amortizações não são considerados para apuração do resultado nominal. Os gastos não financeiros, por sua vez, correspondem exatamente à definição de gastos primários feita pelo FMI (1986).

Desta maneira, para a formalização do Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, Terra *et alii* (2008) adaptaram a taxionomia de Minsky para o setor público. A posição *hedge* relaciona-se ao cenário no qual as receitas públicas superam tanto seus gastos não financeiros quanto seus gastos financeiros. Ou seja, há uma margem de segurança com recursos em caixa que garante a solvência do setor público frente a choques que possam alterar de forma inopinada seus gastos. Isto indica que não há a necessidade de criação de dívida ou de rolagem desta. De forma esquemática, a posição financeira *hedge* do setor público é mostrada pela seguinte relação:

$$(1) \quad (T + R_k + R_{of}) - G > G_a + G_i,$$

em que T são tributos, R_k receitas de capital, R_{of} são receitas de outras fontes, G são gastos não financeiros do setor público, G_a são os gastos financeiros com amortização e G_i são gastos financeiros com pagamento de juros.

Em outras palavras, a relação (1) diz que

$$(2) \quad \textit{Receitas totais} - \textit{Gastos não financeiros} > \textit{Gastos financeiros}$$

Por sua vez, a posição financeira *especulativa* do setor público ocorre quando as suas receitas totais superam apenas seus gastos não financeiros, sendo inferiores às despesas financeiras. Nesta condição, o setor público não produz margem de segurança, mas apenas superávits sobre os gastos primários. Assim sendo, assume-se que a posição *especulativa* envolve incursões ao mercado financeiro para captação de recursos que possibilitem a rolagem do endividamento.

Para sair desta situação o setor público precisa fazer com que, em algum instante, suas receitas totais se expandam acima do aumento dos gastos totais. Pode-se alcançar tal objetivo com o aumento da carga tributária e/ou o crescimento da arrecadação em momentos de expansão do produto. De forma esquemática, a posição *especulativa* pode ser representada pela seguinte relação:

$$(3) \quad (T + R_k + R_{of}) - G < G_a + G_i.$$

Ou, o que é o mesmo:

$$(4) \quad \textit{Receitas totais} - \textit{Gastos não financeiros} < \textit{Gastos financeiros}$$

Por fim, o setor público em posição financeira *Ponzi* é incapaz de sequer cobrir seus gastos não financeiros e, assim, não faz frente a nenhuma parcela de seus gastos financeiros. Tal posição financeira é insolvente até mesmo diante de suas obrigações orçamentárias e necessita de perenes endividamentos e refinanciamentos do estoque devedor acumulado. Nesta condição, é necessário reestruturar não somente os gastos financeiros, mas necessariamente os dispêndios primários e as próprias captações de receitas.

Sem reestruturação, o setor público em posição *Ponzi* poderá incorrer em conturbações no próprio crescimento do produto do país. O deslocamento de renda privada para financiamento do setor público pode impedir a ocorrência de investimentos produtivos, dificultando aumentos da carga tributária e, por conseguinte, maiores arrecadações de receitas públicas. Não existe margem de segurança na posição *Ponzi* e as possibilidades de atuação da política econômica são extremamente limitadas. Os fluxos de caixa dessa posição são observados em conformidade com a relação abaixo:

$$(5) \quad (T + R_k + R_{of}) - (p)G < (1 - p)G + G_a + G_i,$$

sendo p a porcentagem das despesas não financeiras cobertas pelas receitas totais.

Reescrevendo a relação (5), tem-se:

$$(6) \quad \textit{Receitas Totais} - (p) \textit{Gastos não financeiros} < (1-p) \textit{Gastos Não financeiros} + \textit{Gastos Financeiros}$$

A parametrização do IFFSPB é alcançada tendo como referência as relações comportamentais acima discriminadas, que denotam teoricamente as posições financeiras *hedge*, *especulativa* e *Ponzi*. Considerando uma posição de equilíbrio entre os dispêndios

públicos financeiros e a diferença das receitas governamentais de seus gastos não financeiros, tem-se a relação (1') abaixo,

$$(1') (T + R_k + R_{of}) - G = G_a + G_i,$$

em que as receitas totais do setor público, deduzidos de seus gastos não financeiros, equivalem ao exato montante dos gastos financeiros. Multiplicando-se ambos os lados da relação (1') pelo fator $1/(G_a + G_i)$, obtém-se o IFFSP:

$$(1'') \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{G_a + G_i} = 1$$

Diante desta condição de equilíbrio, é possível estabelecer os seguintes parâmetros:

$$\text{se, } \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{G_a + G_i} > 1, \text{ posição financeira } \textit{hedge};$$

$$\text{se, } 0 < \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{G_a + G_i} < 1, \text{ posição financeira } \textit{especulativa};$$

$$\text{e se, } \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{G_a + G_i} < 0, \text{ posição financeira } \textit{Ponzi}.$$

Portanto, inspiradas por Minsky (1986), estas seriam as posições financeiras passíveis de serem ocupadas pelo setor público, sendo que sua fragilidade financeira sobrevém com a passagem da posição *hedge* para *especulativa* e *Ponzi*. A fragilização advém dos impactos que as decisões de política econômica têm sobre as finanças públicas. Logo, dado o limite de recursos imposto pelas receitas, o setor público pode caminhar para posições fragilizadas tanto por conta de desmedidas despesas não financeiras, quanto por excesso de dispêndios financeiros, ou por ambos, situação esta que configuraria uma posição de extrema fragilidade financeira.

Por fim, a comparação do IFFSPB e de suas variáveis explicativas com a conjuntura econômica doméstica e internacional permite que se infira o modo pelo qual as políticas econômicas foram executadas, em ações pró-cíclicas ou contracíclicas. A ação esperada da política econômica, a partir de Keynes e Minsky, é contracíclica, isto é, de estabilização automática, seja comprimindo a atividade econômica em momentos de riscos inflacionários, seja fomentando expectativas de demanda efetiva em instantes de arrefecimento do ciclo econômico.

3 ANTECEDENTES E DESDOBRAMENTOS DO PLANO REAL

Neste capítulo, passa-se à descrição da estrutura econômica erigida no Brasil com o Plano Real. Embora já extensamente analisado na literatura econômica, o Plano Real constitui o arcabouço estrutural – e, portanto, o referencial a ser analisado – sobre o qual reside o objeto em pesquisa neste trabalho, qual seja, a dívida líquida do setor público. Além disso, a reforma econômica introduzida pelo Plano Real marca o recorte temporal adotado nesta pesquisa. Em função disto faz-se necessário, mesmo sob o risco de se ser enfadonho, (re)trilhar o percurso das ideias e das concreções que nortearam a construção do referido Plano. Para tanto, informarão parte substancial deste Capítulo referenciais teóricos dos próprios *policy makers* que de alguma forma contribuíram para engendrar o Plano Real. Ademais, o Capítulo descreverá o Regime de Metas de Inflação e de câmbio flutuante, instaurados em 1999, que delimitam o fim do Plano Real em sua concepção original.

É importante salientar que a perspectiva teórica deste trabalho é crítica em relação ao modo pelo qual se conduziram as políticas econômicas no Brasil pós-*Real*. Assistiu-se, neste período, à dominância da política monetária sobre as outras políticas econômicas, em que somente a estabilidade monetária foi o centro das atenções da ação econômica estatal. Nesse particular, não custa lembrar que a hipótese deste trabalho aponta para a responsabilidade dos gastos financeiros decorrentes da política monetária pelo crescente endividamento público. Entretanto, ao longo deste Capítulo, não serão tecidas as críticas ao modo de condução da política econômica pós-*Real*, salvo algumas exceções. As críticas serão realizadas no Capítulo 4, em que se utilizará o referencial teórico desenvolvido no Capítulo anterior para a análise daquilo que este Capítulo apresenta.

O cerne do Plano Real era o combate à crônica inflação com a qual o Brasil convivia desde o meado final da década de 1980. O diagnóstico da equipe econômica proponente do Plano Real³⁶ apontava a inércia decorrente dos mecanismos de indexação de preços e contratos vigentes na sociedade brasileira, bem como o desequilíbrio fiscal como os principais fatores da inflação. Se, por um lado, a inércia inflacionária provocava a continuidade da inflação, por outro, a causa da inflação era devida ao desajuste fiscal potencial materializado no irrealismo orçamentário (FRANCO, 1995).

No tocante ao caráter inercial da inflação, os mecanismos de indexação, de acordo com Franco (1995), conferiam às expectativas futuras de inflação dos agentes um componente

³⁶ Então chamado Plano Fernando Henrique Cardoso. Para mais, veja: Cardoso (1993).

backward-looking de ocorrência certa, garantida pela indexação presente dos preços e contratos à inflação verificada no passado. O resultado era, portanto, uma profecia autorrealizável das expectativas de inflação. À medida que ocorria a aceleração inflacionária, algo inexorável no contexto da indexação generalizada a prazos completamente descasados, a memória inflacionária tornava-se cada vez mais imediata e a instabilidade monetária mais intensa. Cada agente, a seu tempo porém com constância, reajustava seus preços imbuindo-os dos índices de inflação passada. Assim, era promovida a autorrealização das expectativas do tipo *backward-looking* e a própria inflação.

Uma vez detectado e apreendido o processo de conformação (irrealismo orçamentário) e alastramento (indexação) da inflação, diversas propostas de estabilização monetária foram empreendidas, principalmente no período de 1986 a 1993³⁷. Todavia, por motivos diversos, todos os anseios foram frustrados. Tal não foi, contudo, o ocorrido com o Plano Real³⁸, cuja reforma monetária, isto é, o deferimento de poder liberatório à nova moeda, concluiu-se em julho de 1994. O referido Plano, conforme apresentado em dezembro de 1993 pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, em sua exposição de motivos ao Presidente da República à época, Itamar Franco, alicerçava-se em três frentes principais, mutuamente necessárias, quais sejam: (i) a reforma monetária (ii) o equilíbrio fiscal e (iii) as reformas institucionais³⁹.

A reforma monetária do Plano Real desenvolveu-se sobre uma complexa engenharia de substituição monetária que se ancorou em três âmbitos: (i) na instituição de um sistema bimonetário⁴⁰, (ii) na coordenação das expectativas dos agentes sobre o comportamento futuro dos níveis de preços e (iii) no gradualismo, associado à publicidade ampla da instituição das etapas da reforma. Requereu-se gradualismo e publicidade justamente para que a coordenação das expectativas não falhasse e o sistema bimonetário pudesse ter credibilidade, no bojo de uma economia amplamente indexada e padecendo de inflação inercial. Nas palavras de Fernando Henrique Cardoso

[...] o êxito de qualquer programa de estabilização exige, desde o primeiro momento, alto grau de credibilidade por parte dos agentes e da população. [...] Não podemos, portanto, comprometê-[lo] com ações imediatistas de resultados pouco duradouros (1993, p.127).

³⁷ Para a discriminação dos planos de estabilização implementados, veja: Ferrari Filho (2002). Embora o Plano Real tenha sido concluído em 1994, ele e sua natureza sequencial de implementação foram apresentados e executados no País ainda em 1993. Para mais, veja: Cardoso (1993) e Bacha (1997).

³⁸ Para mais informações, veja: Arida e Lara-Rezende (1985).

³⁹ Ressalte-se, contudo, que estas frentes não se apresentaram nesta cronologia, mas, da seguinte forma: i) ajuste fiscal e ii) reformas monetária e institucionais, em concomitância. Pelas próprias naturezas destas reformas, a monetária foi *once-and-for-all* e as institucionais decorreriam no tempo. Para mais, veja: Cardoso (1993).

⁴⁰ Ou, como chama Franco (1995), na dissociação das funções da moeda.

A inércia inflacionária só seria passível de superação, para os formuladores do Plano, caso a memória inflacionária – isto é, o caráter *backward-looking* formador das expectativas futuras sobre os níveis de preços – fosse eliminada. Para tanto, os três âmbitos acima denotados eram os passos da estratégia adotada para que se construísse um elemento que fomentasse expectativas do tipo *forward-looking* nos agentes econômicos. Mas este elemento deveria ser um no qual todos os agentes formadores de preços e a própria sociedade indexassem seus contratos e preços, inclusive salários. A este elemento de referência monetária da sociedade deu-se o nome de Unidade Real de Valor (URV)⁴¹.

A URV foi lançada pela Medida Provisória (MPV) nº. 434 em 27 de fevereiro de 1994⁴², tornada Lei nº 8.880 em 27 de maio de 1994. Ela serviu, quando de seu lançamento, apenas como unidade monetária de conta, ficando mantida a função meio de pagamento à moeda oficial em circulação, o *Cruzeiro Real*. Para que a URV, elemento de referência do padrão monetário, funcionasse de forma crível, mesmo não sendo meio de pagamento, seu valor era diariamente tornado público pelo BCB. Ademais, para que os agentes tivessem segurança em utilizá-lo como padrão monetário, o valor da URV teria correção diária em relação ao *Cruzeiro Real*, realizada pelos três mais disseminados índices de inflação à época⁴³ (FRANCO, 1995).

Não obstante, enquanto o *Cruzeiro Real* em termos de URV teria seu valor atualizado diariamente, a URV também teria uma ancoragem na taxa de câmbio, parametrizada pelo *Dólar* americano. Desta forma, o elemento de referência monetária da sociedade teria seu valor atrelado a uma moeda estável. Na busca pela maior credibilidade possível, o governo comprometer-se-ia a não manipular o valor da URV, “tanto que o Banco Central se disporá a vender dólares no mercado de câmbio de taxas livres de acordo com a cotação [estipulada] da URV” (CARDOSO, 1993, p.129).

Os agentes formadores de preços e toda a sociedade, portanto, dispunham de um meio de pagamento cujo valor era diariamente alterado para receber os impactos da inflação, mas, ao mesmo tempo, lhes era disponível acessar uma unidade de conta diversa, de valor estável e estabilidade garantida pela paridade administrada com a taxa de câmbio. A sociedade, assim, passou a indexar seus preços e contratos à URV, que se tornou

⁴¹A URV era inspirada em Arida e Lara-Rezende (1985). Segundo Francisco Lopes “o Real sim, foi inegavelmente uma aplicação do Larida [trocadilho entre os nomes de Pésrio Arida e André Lara-Rezende]” (*apud* MANTEGA; REGO, 1999, p.344).

⁴² Para mais, veja: Brasil (1994a).

⁴³ A saber, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, o Índice de Preços ao Consumidor, da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas, e o Índice Geral de Preços – Mercado, da Fundação Getúlio Vargas. Para mais, veja: Franco (1995).

gradualmente a coordenadora das expectativas dos agentes, com estabilidade dada pela sua ancoragem cambial e credibilidade atestada pelo compromisso do governo em manter estável o seu valor.

Neste particular, a ancoragem da URV ao *Dólar* equivaleu à indexação de todos os preços da economia a esta moeda, coordenando as expectativas dos agentes sobre o valor futuro da inflação⁴⁴ e, também, permitindo o alinhamento dos preços relativos da economia brasileira, algo de extrema relevância para amainar o ímpeto de reajustes de preços dos agentes. Formou-se com a URV, em síntese, uma regra para a manutenção do valor real dos inúmeros contratos econômicos da sociedade (CARDOSO, 1993).

Na medida em que sociedade incorporou a URV a seus hábitos de referência econômica, o *Cruzeiro Real* foi sendo preterido. Ao passo em que a sociedade se negava a guardá-lo como reserva de valor, a sua velocidade de circulação acelerou-se extremamente, de tal sorte que ele era retido pelo menor tempo possível, curto o suficiente para realizar as transações econômicas mais imediatas. O resultado disto, almejado pelos autores do Plano Real, foi a promoção de uma acelerada desvalorização do *Cruzeiro Real*, o que servia como estímulo à disseminação da URV. Neste cenário, o governo passou, gradualmente, a instituí-la como meio de pagamento da economia⁴⁵. Em primeiro de julho de 1994⁴⁶, o governo determinou poder liberatório à URV, alterando seu nome para *Real*, que passou a ser a nova moeda brasileira (FRANCO, 1995).

O resultado de toda esta engenharia monetária foi a queda abrupta da inflação já nos primeiros meses do *Real*. Como destacam Paula e Ferrari Filho (2003), a extensa desindexação promovida antes da implementação da nova moeda fez com que a inércia inflacionária fosse subitamente eliminada. A passagem abaixo, retirada das explicações para uma proposição de MPV feita pelos então Ministros Pedro Malan, José Serra, Paulo Paiva e Reinhold Stephanes⁴⁷, datada de 1º de julho de 1995, ilustra o sucesso do Plano Real em combater a inflação⁴⁸:

⁴⁴ Segundo Franco (1995) a indexação ao *Dólar* detinha cinco aspectos positivos, que se associavam para o combate à inflação, quais sejam: i) impedia a confusão de preços relativos; ii) conferia visibilidade ao sistema de preços; iii) evitava o descasamento dos indexadores; iv) eliminava o problema da periodicidade dos reajustes; e v) a taxa de câmbio fixa e indexadora generalizada de contratos, preços e salários estacionaria automaticamente a inflação.

⁴⁵ Para garantir a credibilidade da política de estabilização, o governo compromissou-se a avisar com 35 dias de antecedência a data da primeira emissão da nova moeda, o *Real*. Para mais, veja: Franco (1995).

⁴⁶ Por meio da MPV nº 542. Para mais, veja: Brasil (1994c).

⁴⁷ Respectivamente, Ministros da Fazenda, Orçamento e Gestão, Trabalho, e Previdência e Assistência Social.

⁴⁸ Conforme dados de Giambiagi *et alii* (2005) a inflação brasileira foi, em média anual, de 150% entre 1981 a 1984, de 471,4% entre 1985 e 1989, de 1.210% entre 1990 e 1994 e de 9,4% entre 1995 e 1999.

[...] o sucesso do programa, doze meses depois, é inequívoco. A taxa de inflação (medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Restrito – IPC-r) acumulou no primeiro trimestre deste ano uma variação inferior a 11 por cento, equivalente a cerca de 23 por cento ao ano, contra 759 por cento no primeiro semestre do ano passado (medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC), equivalente a 7.380 por cento ao ano (BRASIL, 1995, p.2).

A política monetária conduzida a partir do lançamento da nova moeda instituiu duas regras monetárias. Conforme estabeleceu o artigo 3º da MPV nº 542, “o Banco Central do Brasil emitirá o *Real* mediante a prévia acumulação de reservas internacionais em valor equivalente” (BRASIL, 1994c, art. 3º). Assim, emitir-se-ia um *Real* para cada *Dólar* existente em reserva internacional, fosse em moeda, fosse em ativos conversíveis em *Dólar*⁴⁹. De fato, o art. 3º estabeleceu a administração da taxa de câmbio, definindo um regime monetário de âncora cambial ao País. A âncora cambial servia enquanto âncora nominal aos agentes, como uma referência para a marcação de preços. Conforme Paula e Ferrari Filho (2003, p.65), “a âncora cambial seria usada para reduzir e controlar a taxa de inflação, enquanto a estratégia da âncora monetária seria utilizada para reduzir o ímpeto da demanda agregada”. Não obstante o lastro cambial, a MPV do *Real*, em seu artigo 4º, normatizou o montante de moeda que poderia ser emitido pelo BCB, estabelecendo, portanto, e em paralelo a âncora cambial, um regime de metas monetárias.

O estabelecimento das duas âncoras monetárias ansiava disseminar a confiança dos agentes na nova moeda e no compromisso do governo em preservar sua estabilidade. Para tanto, as regras monetárias restringiam o poder discricionário do setor público e dirimiam o que a literatura econômica convencionou chamar de *inconsistência temporal da política monetária*, causadora do denominado *viés-inflacionário* dos condutores da política monetária⁵⁰.

Contudo, Franco (1995) aponta que os episódios de estabilização monetária trazem consigo uma elevada monetização⁵¹ em função de a população recuperar a credibilidade na moeda. No Brasil, não foi diferente. Desta forma, a partir de outubro de 1994, as metas

⁴⁹ Conforme MPV nº 542, art. 3º, §2º. Para mais, veja: Brasil (1994c).

⁵⁰ Para mais, veja: Modenesi (2005).

⁵¹ Tal monetização repentina pode ser ilustrada pelo comportamento oposto, a desmonetização da riqueza em momentos de alta inflação. Conforme Bacha (1994, p.6), para dados do Brasil, “logo após o pós-guerra, a relação entre M1 e PIB era da ordem de 25%; há vinte anos, ainda se situava em cerca de 15%; hoje em dia [1994] tende para um décimo desse último valor”.

monetárias foram sendo expandidas para acomodar a crescente demanda por liquidez da sociedade⁵², de tal sorte que houve seu abandono ainda no meado final de 1994.

Porém, dado o temor da AM de que a ampliação dos agregados monetários conduzisse a pressões de demanda em um momento incerto e delicado de estabilização, o governo, por um lado, determinou fortes restrições sobre a capacidade de criação de moeda bancária, via imposição de compulsórios sobre captações à vista e a prazo (GARCIA, 1995). Por outro, e principalmente, o governo buscou conter ímpeto de demanda por meio da elevação da taxa de juros básica.

A estratégia de estabilização monetária do Plano Real caracterizou-se, sobretudo, pelo estabelecimento de uma âncora cambial em um contexto de abertura da economia nacional aos fluxos de comércio e de capitais internacionais. Neste cenário, a imposição de elevadas taxas de juros básicas somou-se à elevação das taxas de juros do sistema financeiro em função da restrição à criação de moeda bancária. Os elevados juros resultantes fizeram com que ocorresse um forte influxo de capitais – notadamente de curto prazo – ao País, sobrevalorizando, ainda no início do Plano Real, a taxa de câmbio e, paralelamente, ampliando o estoque de reservas internacionais.

Assim, salientam Paula e Ferrari Filho (2003), o Brasil passou a ter seu balanço de pagamentos fragilizado. Isto ocorreu, por um lado, tanto porque passou a incorrer em maiores volumes de importações e menores volumes de exportação, que desequilibraram a balança comercial e ampliaram o déficit em transações correntes, quanto, por outro, porque contou com o financiamento de seu balanço de pagamentos por meio da atração de recursos pela conta financeira, sendo que os capitais aplicados no País detinham um caráter de elevada volatilidade⁵³. Com a geração de dólares próprios comprometida e sendo o nível de preços dependente de uma âncora cambial cuja estabilidade decorria da capacidade de atração de capitais, o Brasil detinha uma fragilidade financeira que seria testada sempre que vigorasse a preferência pela liquidez no mercado financeiro internacional.

A primeira instabilidade enfrentada pela economia brasileira foi a crise do México, entre fins de 1994 e início de 1995. A resposta das autoridades econômicas do País aos reflexos da crise deu-se no sentido da preservação da administração cambial, principalmente pela significativa elevação da taxa básica de juros⁵⁴, mantendo a taxa de câmbio em patamares

⁵² Conforme MPV nº 731. Para maiores informações, veja: Brasil (1994d).

⁵³ Outro problema da abertura da conta capital e financeira no Plano Real foi o efeito nefasto da esterilização da base monetária, em função do massivo influxo de capital externo, sobre o endividamento público, que será tratado no capítulo seguinte.

⁵⁴ A taxa de juros nominal alcançou aproximadamente 65%. Para mais, veja: Ferrari Filho e Paula (2003).

sobrevalorizados dado o temor de que desvalorizações cambiais significassem um choque inflacionário via *pass-through*. Porém, o governo passou a administrar a taxa de câmbio com uma modesta flexibilização, construída por meio do estabelecimento de bandas de flutuação de pequeno intervalo, em um regime cambial do tipo *crawling peg*.

Em 1997 a economia mundial incorreu em uma nova crise, desta vez emanada dos Tigres Asiáticos, diante da qual a reação do governo brasileiro repetiu o que se assistiu quando da crise do México. Todavia, as repercussões desta crise foram mais prolongadas que as da crise anterior e, não obstante, a elas se somou a crise da Rússia, de meados de 1998. O Brasil, com fundamentos macroeconômicos fragilizados, dados o parco estoque de reservas internacionais, o déficit em transações correntes e a crescente dívida líquida do setor público, passou a ser alvo de ataques especulativos. Nas palavras de Malan (1998)⁵⁵,

[...] nos meses de agosto setembro e outubro do corrente ano [1998] fruto da combinação perversa do já mencionado pânico nos mercados internacionais e das fragilidades ainda não equacionadas da própria economia brasileira - sobretudo no campo fiscal - nossa moeda foi duramente testada.

Para além de elevar a taxa básica de juros e imputar ao orçamento fiscal um forte engessamento dos gastos correntes, o governo brasileiro viu-se compelido a recorrer ao FMI em novembro de 1998, o qual repassou ao País aproximadamente US\$ 40 bilhões, tendo como contrapartida o estabelecimento de metas fiscais, externas e monetárias⁵⁶. Porém, os investidores internacionais não confiaram na sustentabilidade da estabilidade do País e a retirada de capitais aqui investidos tornou irresistível a flexibilização do regime cambial e a alteração do regime monetário. Desta forma, duas importantes rupturas ocorreram⁵⁷: em janeiro de 1999, o regime cambial passou de um sistema administrado de bandas cambiais para um de câmbio flutuante e, em julho do mesmo ano, a âncora monetária passou a ser fornecida pelo Regime de Metas de Inflação (RMI).

Arestis *et ali* (2009) apontam que o que caracteriza o RMI é a política econômica voltar-se, sobretudo, para a estabilidade de níveis de preços continuamente baixos. Por sua vez, a política fiscal não é entendida como um instrumento macroeconômico eficaz em

⁵⁵ Citação presente na Exposição de Motivos nº 756, de 7 de dezembro de 1998, do Ministério da Fazenda. Por ter sido consultada a versão “online”, não há paginação. O documento original está disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/emfmi.asp>. Para mais, veja: Malan (1998).

⁵⁶ Estabeleceram-se como metas fiscais: resultado primário do setor público consolidado e volume de dívida líquida do setor público consolidado. Como metas externas: desempenho da dívida externa do setor público não-financeiro, desempenho para dívida externa com garantia pública, desempenho para dívida externa de curto-prazo do setor público não-financeiro. Por fim, enquanto metas monetárias, critério de performance para ativos domésticos líquidos no Banco Central do Brasil.

⁵⁷ Por conta disto, Ferrari Filho e Paula (2003) argumentam que o Plano Real é encerrado em janeiro de 1999; entretanto, o período do *Real* continua, pela permanência da unidade monetária.

promover o crescimento da riqueza e, no que toca ao emprego, seu nível deve residir em patamares que não causem a aceleração inflacionária. Para que o RMI seja crível e sustentável, há o anúncio público e irrestrito das metas de inflação a serem alcançadas e, não obstante, realizam-se publicações de acompanhamento dos indicadores de preços e daquilo que a AM está levando a efeito para o cumprimento das metas.

No Brasil, de acordo com o Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999, que instituiu o RMI, o Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão responsável pela definição das metas de inflação, que utiliza como parâmetro o Índice de Preços ao Consumir Amplo (IPCA)⁵⁸, reunindo-se em junho de cada ano para definir as metas para os dois anos seguintes⁵⁹ (BRASIL, 1999). Cabe ao BCB, especificamente ao seu Comitê de Política Monetária (COPOM), instrumentalizar a política monetária para que a meta de inflação seja atingida. Para tanto, o COPOM realiza reuniões periódicas, amplamente divulgadas nos meios de comunicação, nas quais define a taxa de juros básica. Como uma decorrência imediata do RMI, a taxa de juros não era mais responsável pela administração cambial, o que a permitiu níveis menores do que entre 1994 e início de 1999, pois o câmbio – flutuante desde janeiro de 1999 – absorveria e equilibraria o balanço de pagamentos, conforme denotam Arestis *et ali* (2009).

A eliminação da inflação e a consolidação da estabilidade monetária auferidas pelo Plano Real não se centraram apenas em regimes monetários e cambiais. Os regimes foram necessários à estabilização, todavia, não eram, isoladamente, suficientes. Para a maior correção possível do aqui dissertado, há de se dizer que a reforma monetária há pouco descrita ocorreu como último passo dado pelo Plano Real. Antes dela, o Plano articulou um forte ajuste fiscal, ainda que de curto prazo, na tentativa de reordenar as contas públicas, passo, segundo Franco (1995), *sine qua non* para a estabilização monetária. Nas palavras de Cardoso, “a reorganização fiscal do Estado é a pedra fundamental do processo de estabilização ainda que esta requeira medidas adicionais para quebrar a inércia inflacionária e [...] [para se] chegar a um padrão monetário estável” (1993, p.116).

Como aponta Bacha (1994), o setor público utilizava-se da estratégia convencionalmente chamada de *irrealismo orçamentário*. Trocando em miúdos, o orçamento público continha, *a priori*, uma estimativa de receitas muito inferior às despesas orçadas, o

⁵⁸ Calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

⁵⁹ O CMN é composto pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil. A dinâmica de determinação da meta de inflação pelo CMN envolve não apenas o estabelecimento do alvo da meta, mas de um intervalo de flutuação para a inflação em torno do alvo. Para mais, veja: Arestis *et ali* (2009).

que dava corpo a um déficit potencial. Embora neste cenário o caminho do orçamento brasileiro fosse a consecução de resultados negativos, não era isto o verificado. O déficit potencial oriundo do irrealismo orçamentário brasileiro não era concretizado devido à inflação. Nas palavras de Franco (1995, p.213), “a inflação se encarrega de tornar factível a execução de um orçamento que em condições normais, i. e., com uma inflação baixa seria irrealizável. É neste sentido que o Executivo se torna dependente e sócio da inflação”.

Os meios pelo quais o executivo utilizava a inflação para garantir sua solvência orçamentária materializavam-se, por um lado, no contingenciamento das despesas orçamentárias, o que fazia com que o valor real das despesas fosse corroído pela inflação ao longo do período de contenção. Por outro lado, o executivo indexou as receitas públicas – portanto, defendeu-se da inflação –, fazendo com que o valor real de seus recursos se mantivesse ao longo do período contábil *vis-à-vis* despesas públicas cujos valores eram apenas parcialmente corrigidos, inclusive por estimativas inflacionárias subestimadas. O fisco brasileiro incorria, desta forma, naquilo que ficou conhecido como *efeito-Tanzi às avessas*, ou *efeito-Bacha*. Por fim, outro mecanismo pelo qual o setor público usou a inflação para inibir o déficit orçamentário foi o imposto inflacionário (BACHA, 1994).

Por que as despesas orçadas eram, *a priori*, tão superiores às receitas orçadas? Por que sobrevinha, por princípio norteador, um déficit potencial nas contas públicas brasileiras? Segundo os formuladores do Plano Real, “é na elaboração do orçamento que se expressam normalmente os conflitos entre os diversos setores da sociedade e do próprio Estado pelos recursos fiscais” (CARDOSO, 1993, p.116). Conformou-se, assim, uma nova espécie de conflito distributivo, não como convencionalmente tratado, por lucros e salários, mas por estes e pelos diversos interesses que conseguiam embrenhar-se no corpo do setor público brasileiro e influenciar na alocação dos recursos orçamentários. Segundo Bacha (1994, p.13), “o conflito se manifesta [...] na disputa entre os grupos de interesse por uma fatia do orçamento. [Só que] a soma das fatias desejadas é maior do que as receitas disponíveis”.

Franco (1995) argumenta que a luta por fatias do orçamento apresentou-se também nas vinculações de receitas públicas, meio pelo qual as categorias sociais e as próprias unidades de despesa do setor público buscaram superar, respectivamente, a diminuição real do aportes de recursos públicos e os contingenciamentos fiscais. O resultado direto deste processo foi uma forte rigidez orçamentária, muito sedimentada pelas transferências – notadamente as referentes à previdência social – tornadas obrigatórias pela Constituição

Federal de 1988⁶⁰. Por conta disto, a capacidade de administração de recursos livres pelo setor público reduziu-se significativamente⁶¹.

A radicalização da tentativa de proteção das repressões fiscais e da corrosão do valor real das dotações orçamentárias deu-se quando unidades de despesa pública passaram a usufruir de mecanismos automáticos de “cobertura de insuficiência de recursos” (FRANCO, 1995, p.217). O Tesouro Nacional automaticamente assumia déficits das referidas unidades, que passaram a deter elevada autonomia na consecução de seus dispêndios e, por consequência, os ampliavam sem qualquer responsabilidade prévia pelo seu financiamento.

O que se percebe é que a inflação era uma parceira fiel do setor público, pois ela permitia que suas receitas, plenamente indexadas e ampliadas pelo imposto inflacionário, se expandissem em ritmo superior às despesas públicas. Quanto mais se acentuou o conflito pela distribuição das fatias do orçamento, e quão mais dinâmicos e generalizados tornaram-se os mecanismos de proteção contra a repressão fiscal, mais necessitou o setor público da inflação elevada para auferir resultados orçamentários equilibrados – ainda que de forma intertemporalmente ilusória.

Acrescente-se ao problema do irrealismo fiscal brasileiro o fato de que as despesas financeiras do País eram elevadas, dada a elevação do custo de captação de recursos, internos e externos, em função tanto da crise da dívida externa nos anos 1980, bem como da moratória declarada pelo Brasil em 1987. Giambiagi (1996) denota que os encargos financeiros elevados do País comprometiam parcela não desprezível das finanças públicas e se somavam aos problemas do conflito distributivo do orçamento e da vinculação das receitas e dispêndios públicos.

O irrealismo fiscal brasileiro – e seu consequente déficit potencial – transpareceriam concretamente em um cenário de estabilidade de preços, dando conteúdo a um enorme desarranjo fiscal que colocaria em maus lençóis a estabilidade monetária. Sem o recurso à inflação para a manutenção dos resultados fiscais superavitários presenciados entre fins de 1980 e início dos 1990, restaria ao setor público financiar seu déficit, pelo menos em parte, por emissão monetária, potencialmente causadora de inflação em um contexto cuja demanda agregada, esperava-se, elevar-se-ia com a queda dos níveis inflacionários.

⁶⁰ Em um estudo do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, de 2003, o percentual de receita vinculada, no total de receitas públicas sai de aproximadamente 5% em 1983 para 70% em 1994. Para mais, veja: MPOG (2003, p.6).

⁶¹ Franco (1995) calcula que os recursos orçamentários livres para custeio e investimento nas mãos da União caíram de 22% da receita em 1988 para 3% em 1992. Giambiagi (1996) chega a resultados semelhantes.

O ajuste fiscal, em vista disto, era o âmago para o fim da inflação. Seria por meio de seu alcance que se encerraria o imbricamento entre o setor público e a inflação. Eliminando-se este conluio, dirimir-se-ia a promoção da inflação e seu espalhamento pela sociedade brasileira pelos mecanismos institucionalizados de indexação. Nas palavras de Cardoso (1993, p.128), “a restauração da racionalidade e do equilíbrio fiscal levará à redução das expectativas de inflação futura decorrentes da percepção, por parte dos agentes econômicos, da desorganização das finanças públicas”.

Para que se ratifique a posição central dada ao equilíbrio fiscal no bojo do combate inflacionário, deve-se ter em mente que a estabilidade do nível de preços somente dar-se-ia

[...] subordinada à convicção de que o processo de reorganização fiscal está suficientemente avançado para ser percebido como irreversível. Esta é a garantia de que o Governo não precisará mais emitir moeda ou quase-moeda para financiar seu déficit (CARDOSO, 1993, p.128).

Nas palavras de Bacha (1997, p.13),

[...] a conclusão era que o controle da inflação pressupunha que o governo equilibrasse seu orçamento *ex-ante*, isto é, mostrasse a determinação política de cortar do orçamento os excessos de gastos que eram previamente erodidos pela inflação ou pelo imposto inflacionário.

O ajuste fiscal iniciou-se com o Programa de Ação Imediata (PAI), de junho de 1993. As medidas do PAI, consoante Cardoso (1993, p.114), “significam o começo da arrumação da casa, uma limpeza de terreno para as decisões, ainda mais importantes, que agora nos cabe encaminhar”. As mudanças introduzidas pelo PAI concentraram-se “na reorganização do setor público” (CARDOSO, 1993, p.114) e, para tanto, ansiaram reduzir e tornar mais eficiente o gasto público, recuperar a receita tributária, reorganizar as finanças de estados e municípios, tornando-os adimplentes para com a União, controlar bancos estaduais e sanear bancos federais, normatizar e restringir as relações entre o BCB e o Tesouro Nacional⁶², e ainda expandir o programa de desestatização (CARDOSO, 1993).

O PAI deu início ao ajuste orçamentário *ex-ante* e suavizou a necessidade da inflação no financiamento dos déficits potenciais, sendo esta uma condição essencial para o sucesso do Plano Real. Suas medidas tratavam tanto de permitir o ajuste de curto prazo, circunstancialmente realizado pela compressão de gastos e ampliação de receita pública, quanto de iniciar o processo de consolidação estrutural do equilíbrio orçamentário, haja vista

⁶² Cabe relevar que as restrições à atuação do BCB como financiador irrestrito do setor público federal iniciaram-se em 1986 com criação da Secretaria do Tesouro Nacional. A sistematização das relações entre estes dois órgãos da administração pública estendem-se desde 1986 até o período recente. Para mais, veja: Silva *et alii* (2009).

a redefinição das relações financeiras entre o BCB e o Tesouro Nacional, as privatizações e a reorganização das finanças de estados e municípios. Neste âmbito estrutural, o ajuste fiscal empreendido pelo PAI coadunava-se à concepção de qual seria o novo papel do setor público na economia, algo materializado pelas reformas institucionais que ansiavam fomentar o ajuste orçamentário estrutural para o Estado. Em suma, o equilíbrio orçamentário provocado em 1993 pelas ações do PAI foi o início, e um dos principais métodos, do ajuste fiscal que se constituiu no Brasil com o Plano Real. Conforme José Serra (*apud* MANTEGA; REGO, 1999, p.139, grifo nosso), “colaborei com o Fernando Henrique, logo que ele assumiu o Ministério da Fazenda, elaborando o PAI, Plano de Ação Imediata, que fixou uma *visão* e uma *linha de ação* na política fiscal”. A visão e a linha de ação foram centradas no contingenciamento de recursos não financeiros e ampliação de receitas públicas.

Cardoso (1993) denota que o orçamento público de 1994 foi aprovado pelo Congresso Federal com um déficit que seria financiado por recursos inflacionários, da ordem de US\$ 22 bilhões. Contudo, ainda em 1993, a equipe econômica realizou uma reprogramação orçamentária que objetivou anular a NSFP, em seu conceito operacional⁶³. Novas medidas estruturais de ajuste fiscal que visavam alterar a Lei de Diretrizes Orçamentárias⁶⁴ e, para além, fundar novas bases sobre as quais se formulariam o orçamento público, acompanharam a reprogramação orçamentária. Mesmo com a reprogramação orçamentária, que se concentrou em cortes de gastos nas contas de custeio e investimento público, e as medidas alteradas na Lei de Diretrizes Orçamentárias, não se conseguiu eliminar o déficit operacional previsto para o ano de 1994, mas apenas reduzi-lo para aproximadamente US\$10 bilhões. Para sua eliminação, implantou-se em 1993, com vigência para 1994, o Fundo Social de Emergência (FSE).

Válido por dois anos, o FSE foi formado pela absorção de 15 a 20% de todos os impostos e contribuições de competência federal o que, por sua vez, implicaria a desvinculação de tais receitas públicas a despesas específicas, aliviando a rigidez orçamentária. Ao desvincular as receitas, e conseqüentemente os dispêndios, o FSE permitiria que seus recursos fossem destinados a outros gastos previstos no orçamento, amainando a necessidade de financiamento inflacionário.

⁶³ A categoria operacional das NFSP diz respeito ao resultado primário acrescido dos juros reais despendidos pelo setor público. Para mais, veja: BCB (2009).

⁶⁴ Visou-se reformular os mecanismos de transferências voluntárias de recursos a estados e municípios, permitir o lançamento de dívida mobiliária apenas para custear os serviços da dívida pública e vedar a utilização das remunerações das disponibilidades do Tesouro Nacional no BCB para uso em qualquer fim que não o pagamento do serviço do endividamento público. Para mais, veja: Cardoso (1993).

A grande inovação do FSE foi a criação do mecanismo de contenção fiscal de recursos vinculados e de reenvio destes recursos a outras despesas públicas que, não fosse o FSE, demandariam inflação para serem financiadas. Nas palavras de Fernando Henrique Cardoso, ao então Presidente Itamar Franco,

[...] sem ele [o FSE] o Governo dificilmente encontrará o equilíbrio fiscal e ainda terá condições de combater a inflação com a presteza que o país reclama. Aprovado este Fundo, o Governo de Vossa Excelência e o primeiro ano do próximo Governo terão as condições mínimas de gestão adequada. Com isso, separaremos as dificuldades de gestão de curto prazo das questões estruturais (1993, p.122).

O método de ajuste fiscal do PAI e do FSE foi continuamente renovado ao longo dos anos pós-*Real*, todavia, com diferentes denominações, como Fundo de Estabilização Fiscal, de 1997, e Desvinculações de Arrecadação de Impostos e Contribuições Sociais da União, de 2000, e com diferentes disposições sobre a dimensão da arrecadação de impostos que seria destinada à composição de recursos em caixa da STN. Associaram-se aos programas de contenções fiscais, alterações significativas nas regras de concessão de benefícios do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS), órgão que guardava um dos mais significativos déficits primário do setor público (PINHEIRO *et alii*, 2001).

Para consolidar os planos de ajuste fiscal foram instituídas, a partir do acordo com o FMI em 1998, metas de superávits primários a serem alcançadas pelo setor público. A essência desta alteração foi regrar ainda mais a condução da política fiscal, contrapartida exigida pelo FMI para firmar o empréstimo de solvência ao Brasil em novembro de 1998. De acordo com Pinheiro *et alii* (2001, p. 21), “a adoção de metas fiscais [foi] determinada sob o “guarda-chuva” do acordo com o FMI”. O método de alcance das metas fiscais, contudo, manteve-se nos moldes do que foi efetivado com o PAI e o FSE, com ajustes de curto prazo e tópicas alterações estruturais que fundamentaram novas bases de formulação do orçamento público.

Desta forma, destaca-se o cerne do ajuste fiscal tornado efetivo com o Plano Real: contenção de gastos públicos de custeio e investimento, portanto, de natureza não financeira, e desvinculação de receitas da União. Paralelamente, no que toca às receitas públicas, a diminuição das NFSP foi auferida pela constante expansão da carga tributária, seja pela criação de novas contribuições, seja pela ampliação da base de arrecadação, ou, ainda, pela melhoria da eficiência dos instrumentos da Receita Federal e pelo mais incisivo combate à sonegação fiscal. Cabe salientar que a extensão temporal deste formato de ajuste fiscal era (e, como se verá no Capítulo seguinte, continua a ser), por natureza, de curto prazo e sem

embargo requer, ano a ano, um substancial esforço de analisar quais cortes e desvinculações poderiam ser realizadas sem comprometer o funcionamento adequado do setor público e o correto atendimento das necessidades sociais prementes.

O ajuste fiscal necessário ao esforço de combate à inflação exigiu, além dos meios fundados pelo PAI e pelo FSE, alterações estruturais na economia brasileira. Novamente tendo como referência as palavras de Cardoso, era “imprescindível que se busquem as mudanças mais profundas para tornar permanentes as condições do equilíbrio fiscal” (1993, p.122). As *mudanças mais profundas*⁶⁵ nada mais eram do que as reformas institucionais que comporiam um novo perfil ao setor público, alinhavado ao que se esperava a uma reorganização fiscal consolidada e perene. Para tanto, as reformas propugnadas pelo Plano Real concentrar-se-iam em seis frentes, segundo a Exposição de Motivos nº 395 de 1993, quais sejam: i) federalismo fiscal; ii) realismo orçamentário; iii) reforma tributária; iv) reforma administrativa; v) reforma da previdência; e vi) modernização da economia. Contudo, pode-se ainda mencionar outra, e de substancial importância, reforma estrutural da economia brasileira, não apontada pela Exposição de Motivos de 1993: a abertura da economia brasileira aos fluxos de bens, serviços, e de capitais – financeiros e produtivos – internacionais.

Antes de se debater cada proposição de reforma, deve-se destacar que elas almejavam a reconstrução do Estado brasileiro em novas bases que superassem os problemas que, sob a percepção dos formuladores do Plano Real, as demandas de diversos grupos sociais materializavam no orçamento público, deixando-o em constante desequilíbrio. Seria por meio destas reformas que o Brasil viabilizaria a estabilidade de longo prazo de seu orçamento e, conseqüentemente, de sua moeda. As reformas permitiriam desenhar os contornos do Estado e

[...] desatar as amarras constitucionais [...] que hoje impossibilitam o Governo Federal de assumir plenamente seu papel de *coordenador* das ações do Estado e da sociedade, tanto no terreno do desenvolvimento econômico como no bem-estar social (CARDOSO, 1993, p.122, grifo nosso).

As palavras de Franco ajudam a ilustrar melhor a concepção de por que, no longo prazo, a reestruturação da economia brasileira era vista como *sine qua non* para a estabilidade monetária de longo prazo. Segundo Franco (*apud* MANTEGA; REGO, 1999, p.391),

[...] a lição é a seguinte: a estabilização não deve ser vista como simples coquetel de âncora cambial com âncora monetária. Em toda parte, onde os programas de estabilização deram certo, a parte mais importante é aquilo que a nossa terminologia houve por bem designar como “reformas” [...] A

⁶⁵ Sugeridas, inclusive, no processo de Revisão Constitucional de 1993. Para mais, veja: Cardoso (1993).

hiperinflação é sempre uma criatura da complacência, um resultado da incapacidade de o país decidir.

Portanto, neste novo prospecto, as intervenções do Estado no sistema econômico residiriam em bases frugais, não mais indutoras da iniciativa econômica, mas coordenadoras das iniciativas privadas atuantes sobre um mercado mais livre da ação estatal. Consoante Fernando Henrique Cardoso, em seu discurso na abertura do ano legislativo de 1998 no Congresso Nacional, “não é demais insistir: dentro do novo quadro a retirada do Estado como produtor direto de bens e serviços não implica o fim, mas antes o fortalecimento de seu papel de como *regulador* e indutor do desenvolvimento” (1998, grifo nosso)⁶⁶.

A consequência esperada deste esvaziamento da intervenção pública na economia era o redimensionamento dos gastos públicos, dado o novo escopo do próprio Estado. Neste sentido, as reformas sustentavam-se em uma ampla revisão da Constituição Federal de 1988 que, para os propositores do *Real*, ao ansiar consolidar a democracia no Brasil, incorporou os *conflitos distributivos*, na noção de Bacha (1994), à Carta constituinte, institucionalizando o irrealismo orçamentário.

Para a superação da referida instituição, com base em Cardoso (1993), dever-se-ia consolidar a reforma da distribuição fiscal entre estados e município – *o federalismo fiscal*. Previa-se que as atividades públicas deveriam ser mais bem repartidas entre os entes formadores da federação. As fontes de financiamento do setor público deveriam ser revistas, assim como as excessivas transferências constitucionais, e os constantes aportes de recursos aos entes subnacionais em políticas discriminadas constitucionalmente. A questão que se colocava era como auferir um robusto ajuste fiscal, e, por conseguinte, a estabilidade monetária, nas condições de um federalismo fiscal desestruturado e que se constituía em um fardo fiscal à União.

Neste mesmo espírito de reestruturação estatal concentrar-se-iam as reformas administrativas, previdenciária e tributária. A primeira destas objetivou reconstituir as carreiras profissionais do serviço público, diagnosticando uma superestimação nos quadros das administrações públicas, mormente na esfera federal, que levava a rubrica *gastos com pessoal* a ser umas das principais fontes de dispêndio público. A proposta de reforma tributária centrou-se, por sua vez, em três frentes: (i) a simplificação do processo de

⁶⁶ Mensagem proferida na abertura da 4ª Sessão Legislativa Ordinária da 50ª Legislatura, em 1998. Por ter sido consultada a versão “online”, não há paginação. O documento original está disponível em: http://www.planalto.gov.br/publi_04/COLECAO/98MENS1A.HTM. Para mais, veja: Cardoso (1998).

arrecadação, por meio da redução do número de tributos; (ii) a ampliação da base de arrecadação; e (iii) o combate à sonegação, tanto por uma fiscalização mais eficiente quanto pela consolidação de formas automáticas de recolhimento de impostos. O meio de se atingirem os objetivos propugnados baseava-se na flexibilidade das normatizações jurídicas do sistema tributário brasileiro, algo também alcançável pela revisão constitucional, e “o ideal seria retirá-lo [o sistema tributário] da Constituição, mantendo ali somente os princípios gerais e tratando os detalhes em nível de lei complementar” (CARDOSO, 1993, p.124). No que toca à reforma da previdência, o texto de Cardoso na Exposição de Motivos nº 395 argumenta que

[...] o sistema previdenciário proposto na Carta de 1988 [...] não tem qualquer viabilidade econômica. Trata-se de uma obra de ficção social. É imperiosa sua substituição [...] e a criação de um sistema factível de financiamento (1993, p.126).

Os novos alicerces da economia brasileira careciam ainda do que os formuladores do *Real* consideravam a modernização da economia nacional. *Grosso modo*, por modernização da economia entende-se o processo de transferência do patrimônio público à iniciativa privada – privatização – e, indissociavelmente, a retirada dos processos produtivos estatais do sistema econômico, fomentando a ampliação da agência privada e das possibilidades de sua atuação. Neste particular, marca a história contemporânea a intensificação do processo de globalização, em cuja faceta econômica, em âmbito do capital produtivo, presencia-se a notável presença de capitais transnacionais conglomerados. Segundo Franco (1998), seriam as empresas privadas transnacionais as promotoras do novo modelo de desenvolvimento econômico brasileiro (e dos diversos países em quaisquer estágios de desenvolvimento), uma vez esgotado o processo de industrialização por substituição de importações, no qual o Estado era o indutor.

A perspectiva teórica de Franco (1998), portanto, é diversa daquela que norteia este trabalho. A partir das referências do referido autor – e também de Cardoso (1993) – percebe-se a intenção de construção do desenvolvimento a partir do mercado, com ausência de qualquer coordenação estatal. Para Keynes (1980a), cabe ao Estado oferecer a âncora às expectativas dos empresários, motivando-os a realizar investimentos produtivos. Quando o ânimo empresarial necessitasse de investimentos produtivos estatais, o Estado deveria atendê-lo, notadamente no que toca aos investimentos tecnicamente sociais, conforme aponta Kregel (1985).

Franco (1998), bem como Cardoso (1993), consideram que a diminuição da intervenção produtiva do Estado possibilitaria novos nichos de ganhos privados. Além disto,

as finanças públicas seriam desoneradas, pois, na leitura dos idealizadores do Plano Real, as empresas estatais teriam se conformado, em sua esmagadora maioria, em antros de ineficiência operacional, cujos prejuízos e eventuais aportes de capital social eram contabilizados nos déficits do Tesouro Nacional. Para tanto, como aponta Franco (1995), *suborçamentos*⁶⁷ e automatismo na assunção de resultados negativos eram expedientes de uso corriqueiro por parte das empresas estatais.

Em síntese, de acordo com Cardoso (1993, p.125),

[...] vão longe os dias em que o Estado tinha que monopolizar as atividades produtivas para criá-las e controlá-las, a fim de assegurar condições de crescimento econômico. No mundo inteiro, governos de diferentes orientações ideológicas têm encontrado na privatização uma alternativa para aliviar o peso da máquina estatal e aumentar a eficiência de gestão das empresas.

Pois bem, em tal cenário, o que restaria ao Estado? Coordenar – como mero regulamentador e fiscalizador das normatizações estabelecidas – a atividade econômica de livre iniciativa privada. Em outros termos, o Estado viabilizaria e fomentaria a agência privada nos mercados, por intermédio de regras claras e de um aparato institucional garantidor do cumprimento dos contratos. Abster-se o Estado de remunerações produtivas confere aos investidores privados, ansiosos por novas possibilidades de inversão, oportunidades de aplicar seus recursos em locais nos quais outrora se constituíam monopólios estatais. Eis que, “nos dias de hoje, há duas forças dinamizadoras na economia de um país: de um lado, o mercado; de outro, o interesse público assegurado pela ação democrática do Governo e da própria sociedade (CARDOSO, 1993, p.125)”.

Para que o novo *locus* dinamizador da economia, o mercado, exercesse mais plenamente sua liberdade, ocorreu, desde início dos 1990, a abertura da economia brasileira. Os fluxos internacionais de capitais, produtivos e financeiros, bem como o intercâmbio de bens e serviços, foram gradualmente desregulamentados. A abertura comercial, isto é, o acesso facilitado dos brasileiros à oferta internacional de bens e serviços foi promovida pela redução das alíquotas tarifárias e pela diminuição das restrições quantitativas à importação. Foi com o Presidente Fernando Collor de Melo que se iniciou a redução das barreiras não-cambiais ao comércio exterior. Porém, turbulências políticas e o desequilíbrio monetário atravancaram o espargimento da abertura comercial. Tal não foi, entretanto, o cenário enfrentado pelos governos Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso. Nestes, a abertura

⁶⁷ Para um debate do que seja *suborçamentos*, veja: Franco (1995, p.117-19).

comercial foi estabelecida e o grau de proteção do mercado interno à concorrência externa consolidou-se reduzido.

A abertura comercial da economia brasileira atendia, sob os ditames do Plano, a dois objetivos básicos. Por um lado, consoante Franco (1995, p.132), “a convertibilidade é tanto mais difícil [...] quanto mais fechada é a economia”. De forma intrinsecamente fundamental à âncora cambial, o Plano não poderia prescindir da utilização de eventuais saldos superavitários na balança comercial para acúmulo de reservas internacionais em patamar que garantisse a conversibilidade da taxa de câmbio. Por outro lado, a estrutura industrial oligopolista brasileira erigida após o processo de substituição de importações enfrentaria a concorrência internacional, o que dirimiria o espaço de marcação de preços, contribuindo no combate à inflação. Ademais, este próprio processo ensejaria uma nova orientação ao comportamento das firmas nacionais que investiriam em pesquisa e desenvolvimento de novas tecnologias fomentadoras de produtividade e viabilizadoras de trajetórias tecnológicas hábeis em competir tanto no mercado interno quanto no externo. A título de ilustração, Franco argumenta que

[...] a proteção generalizada estimulava a preguiça empresarial. Na ausência de competição, externa e doméstica, o crescimento da produtividade foi se estagnando [...] [e] o crescimento da produtividade é a única coisa no mundo que é capaz de fazer o bolo crescer e distribuir ao mesmo tempo (*apud* MANTEGA; REGO, 1999, p.393-4).

Não obstante, o Plano Real intensificou, como outra parte da abertura da economia, a liberalização dos fluxos internacionais de capital, tanto do capital financeiro quanto do produtivo. Esperava-se que a atração do capital produtivo se ampliasse, uma vez que o Brasil estava se estabilizando macroeconomicamente, o que o tornava mais atraente e seguro para inversões produtivas de capitais forâneos. Ademais, seria por meio de investimentos diretos externos que se construiriam os novos alicerces da estrutura industrial nacional, conforme salientava Franco (1998). Como já aludido, esperava-se que novos espaços se apresentassem ao investimento privado, uma vez que o Estado recolhera-se da atuação produtiva. Acreditava-se, como propôs Franco (1998), que as empresas transnacionais ocupassem alguns destes locais e então impusessem o ritmo e a trajetória tecnológica do processo de desenvolvimento econômico brasileiro.

Por sua vez, a abertura aos fluxos de capital financeiro foi constituída por uma ampla supressão de regras que limitavam e taxavam os influxos e refluxos de capital financeiro entre o Brasil e o resto do mundo. A poupança externa que afluiria ao Brasil seria responsável,

como aponta Franco (1998), pelo financiamento do novo modelo brasileiro de desenvolvimento, e ainda responderia – somada aos investimentos diretos externos – pelo financiamento das transações correntes, que se tornaram deficitárias quando da intensificação da abertura comercial com câmbio sobrevalorizado. As palavras de Bresser-Pereira e Nakano (2003) sintetizam aquilo em que Franco (1998) acredita:

[...] a teoria do crescimento geralmente aceita no caso das economias abertas afirma que os países com menor intensidade de capital e menor renda *per capita* crescerão mais depressa [...] porque possuem maior retorno sobre o capital; assim, se não houver restrições à mobilidade do capital, a poupança movimentará e aumentará o investimento e o crescimento (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2003, p.6).

No entanto, Bresser-Pereira e Nakano (2003) argumentam que esta estratégia pode ser perversa, uma vez que os capitais internacionais aumentam muito pouco os investimentos produtivos no País, inclusive, em nível insuficiente para gerar os recursos necessários para o pagamento do endividamento gerado por esta poupança externa. Argumentam os autores que

[...] a maior parte da poupança externa é canalizada para o consumo [...] Com a acumulação da dívida e o aumento das taxas de juros [para atração dos capitais], os pagamentos de juros absorvem parcelas cada vez maiores das receitas de exportação. Por outro lado, o aumento das taxas internas de juros leva a uma dívida interna crescente, à redução dos investimentos e finalmente à recessão [...] Uma crise de demanda interna e uma crise da dívida externa estão a caminho (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, p.23).

Entretanto, imbuídos de outra perspectiva, os autores do Plano Real acreditavam que a abertura financeira completaria a abertura da economia nacional. Para os *policy makers* do *Real*, no bojo de um processo de estabilização ancorado em um regime de câmbio administrado, a desregulamentação dos fluxos internacionais de capital cumpriu papel central no gerenciamento do estoque de reservas internacionais. Tangenciando a estabilidade monetária que o Plano construiu, a abertura era vista como um dos requisitos para que a credibilidade dos agentes na âncora cambial se sedimentasse (FRANCO, 1995).

Por fim, materializadas de forma subsidiária e indispensável às reformas aludidas, salientam-se, ainda, duas modificações erigidas na economia brasileira quando da vigência do Plano Real: os programas de reestruturação do sistema financeiro nacional e a Lei de Responsabilidade Fiscal.

A reestruturação do sistema financeiro nacional baseou-se em dois programas, o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER) e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade

Bancária (PROES). O primeiro programa, lançado em novembro de 1995⁶⁸, objetivou promover o fortalecimento do sistema nacional de empréstimo e poupança, uma vez que o sistema financeiro estava acometido pela alteração do cenário econômico dada pelo fim do processo inflacionário.

A lógica do programa concentrou-se em se permitir uma concentração do sistema financeiro, notada e principalmente do sistema bancário, o que, em hipótese, traria maior robustez ao sistema. O *modus operandi* do programa ocorreu pela transferência do controle das instituições menores, e com maiores dificuldades em sobreviver a formas não inflacionárias de operação, a instituições mais consolidadas. Em tendência, o PROER aproveitaria a abertura financeira da economia brasileira para que bancos estrangeiros ocupassem espaços no mercado nacional, impingindo, em decorrência da expansão do processo concorrencial, novas formas de atuação ao sistema bancário nacional. O PROER, por fim, aplicou aos bancos atuantes no Brasil os ditames do primeiro Acordo da Basiléia.

Por sua vez, o PROES foi parcela da reestruturação orçamentária do setor público nacional, no tocante ao setor bancário público, condição essencial à não alimentação do processo inflacionário. Com a instituição do programa, consoante discurso do então Presidente Fernando Henrique Cardoso (1998)

[...] criam-se as condições para a afirmação de um regime monetário estável, em que o Banco Central não seja rivalizado por uma multiplicidade de instituições financeiras em condições de expandir a base monetária de modo autônomo.

Ademais,

[...] suprime-se uma fonte espúria de financiamento dos déficits estaduais, induzindo os Estados a gerar superávits primários compatíveis com o esforço nacional de equilíbrio estrutural das contas públicas. Em ambos [...] busca-se calçar o terreno da consolidação definitiva da estabilidade do nível de preços (CARDOSO, 1998).

Em suma, a reestruturação do sistema financeiro nacional, tanto privado como público, compôs o arcabouço formado pelo Plano Real em dois diferentes aspectos. Por um lado, no caso do PROES, inibiu os desmandos fiscais que, ao serem financiados pelos bancos estatais, ampliavam a base monetária e agravavam a interrupção da instabilidade monetária. Concomitantemente, o PROER fornecia nova configuração ao sistema financeiro brasileiro, mormente o sistema bancário. Segundo Cardoso,

⁶⁸ Instituído oficialmente pela MPV nº 1.179 de 03 de novembro de 1995. Para mais, veja: Brasil (1995).

[...] além de afastar os riscos mais agudos de crise bancária, o PROER pavimentou o caminho para a constituição de um sistema financeiro apto a responder aos desafios de uma economia estável, em transformação *estrutural* e crescentemente integrada aos circuitos mundiais de produção, comércio e capitais (1998, grifo nosso).

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), de 4 de maio de 2000⁶⁹, foi promulgada tendo em vista conseguir promover o equilíbrio e a transparência fiscais. Para tanto, a LRF contém dispositivos de penalização criminal⁷⁰ e imputa sobre o dirigente público a completa responsabilidade pelo equilíbrio orçamentário. Conforme Matias-Pereira (2009, p.319),

[...] esses princípios [da LRF] – austeridade, economicidade e seriedade – são os referenciais para orientar o princípio da eficiência na gestão pública [...]. A LRF, portanto, está inserida no contexto de reforma do Estado brasileiro, fundamentada nos princípios do planejamento, transparência, controle e responsabilização.

Os pontos centrais da LRF relacionam-se à constituição de mecanismos de controle e transparência das finanças públicas, reorganização das relações fiscais entre os componentes do setor público, limitação da capacidade discricionária do gestor público e estabelecimento de limites, parametrizados pela receita líquida corrente do setor público, para as despesas públicas com pessoal, com restos a pagar e com o estoque existente de dívida líquida, entre outros (SILVA *et alii*, 2009).

Em essência, a promulgação da LRF correspondeu à consagração das metas fiscais a serem alcançadas pelo setor público. Ela operou uma reforma sobre a gerência fiscal, amarrando à Lei de Orçamento⁷¹ (que estipula a conceituação e a técnica contábil do orçamento público no Brasil) princípios norteadores voltados à consecução do equilíbrio orçamentário. Neste sentido, a LRF inverteu a lógica em vigor até a implementação do *Real*, inibindo que as demandas sociais sem recursos orçamentários previstas fossem atendidas pelos gestores públicos. Ainda sob a lógica da LRF, a transparência nas finanças públicas, imposta, inclusive, pela necessidade de se dar publicidade aos dados das finanças públicas no País, tinha como mote apresentar à sociedade aquilo que ela repassava ao setor público e quais as destinações que ele dava aos recursos recebidos. Assim, argumenta Matias-Pereira (2009), a LRF fez com que o conflito distributivo do orçamento passasse a ser explicitado e, ao mesmo tempo, limitado.

⁶⁹ Para mais, veja Lei Complementar nº 101 em Brasil (2000) e Matias-Pereira (2009).

⁷⁰ Desta forma, instituíram-se no Brasil os “Crimes de Responsabilidade Fiscal”, normatizados pela Lei nº 10.028 de 10 de outubro de 2000. Para mais, veja: SILVA, *et alii* (2009).

⁷¹ Lei nº 4.320 de 17 de março de 1964. Para mais, veja: Brasil (1964).

Enfim, para sintetizar as concepções sobre a inflação devidas ao Plano Real, toma-se de empréstimo a síntese de Bacha (1997). O processo inflacionário brasileiro tinha como componente inercial a alastrada indexação não sincronizada dos contratos econômicos que, por sua vez, detinham como componente estruturante os déficits potenciais configurados no irrealismo orçamentário que carecia da inflação para não se tornarem efetivos. O déficit potencial decorria do conflito distributivo que se incorporou no orçamento fiscal brasileiro, que carregava em si um excesso de demandas para as quais não existiam recursos para atendê-las. Assim sendo, o fisco nacional e sua concretização orçamentária teriam de ser recuperados de uma situação de não plausibilidade financeira para fins de o Estado não mais ter que recorrer, para assistir às demandas sociais a ele determinadas, a dispositivos inflacionários.

A solução proposta, por conseguinte, foi um verdadeiro pacto social que teve como consequência uma reestruturação daquilo que se compreendia por setor público. Consoante Cardoso (1993, p.128),

[...] a agenda de estabilização requer trabalho e tempo. Não é trabalho da noite para o dia. É um processo, uma sequência de ações que se desenrolam ordenadamente na direção desejada. E, mais do que um programa de governo, tem que ser um programa de Nação.

Na nova orientação estrutural da economia, o Estado não mais participaria como agente dinamizador, mas abriria espaço para que a iniciativa privada, nacional e internacional, propulsionasse os mercados e desse cabo ao crescimento sustentado do produto e da riqueza do País. Nesta correção de rota, a estabilidade de preços continuaria por consequência lógica da eliminação de suas causas e inércia.

Como se pode notar, a estruturação do Plano Real, apresentada ao longo do Capítulo, centrou-se na apresentação dos regramentos monetário e fiscal e nas reformas econômicas (inclusive aquelas que ficaram apenas como propostas, como a reforma tributária) instituídas no Brasil a partir do meado final dos 1990. Isto é, centrou-se na exposição daquilo que foi basilar nos contornos econômicos desenhados pelo Plano Real, ou, conforme palavras de Franco (*apud* MANTEGA; REGO, 1999, p.391), “o *mix* macroeconômico” de âncoras monetária e fiscal e a base sobre as quais as âncoras poderiam manter a estabilização, isto é, as reformas estruturais. Neste sentido, as reformas econômicas, tais como a abertura econômica, a desestatização e a reforma fiscal, foram as formas de se estruturarem os regramentos fiscal e monetário e, por conseguinte, subsidiar a estabilidade no nível de preços.

Com o Plano Real o Brasil alcançou sua estabilidade monetária. Concomitantemente, ele auferiu resultados fiscais primários superavitários a partir de 1995, ampliados de 1998 em

diante, após a instituição do regime de metas fiscais. Entre 1995 e 2009, apenas em 1996 e 1997 o País não obteve poupança primária. Contudo, o ajuste fiscal e seu respectivo superávit primário foram incapazes de fazer com que o País detivesse a estabilidade de seu endividamento público, acumulando constantes desequilíbrios quando se considera o orçamento como um todo, isto é, em nível não financeiro e financeiro. Consequentemente, a dívida líquida do setor público expandiu-se, como mostram os dados do Gráfico 1, abaixo.

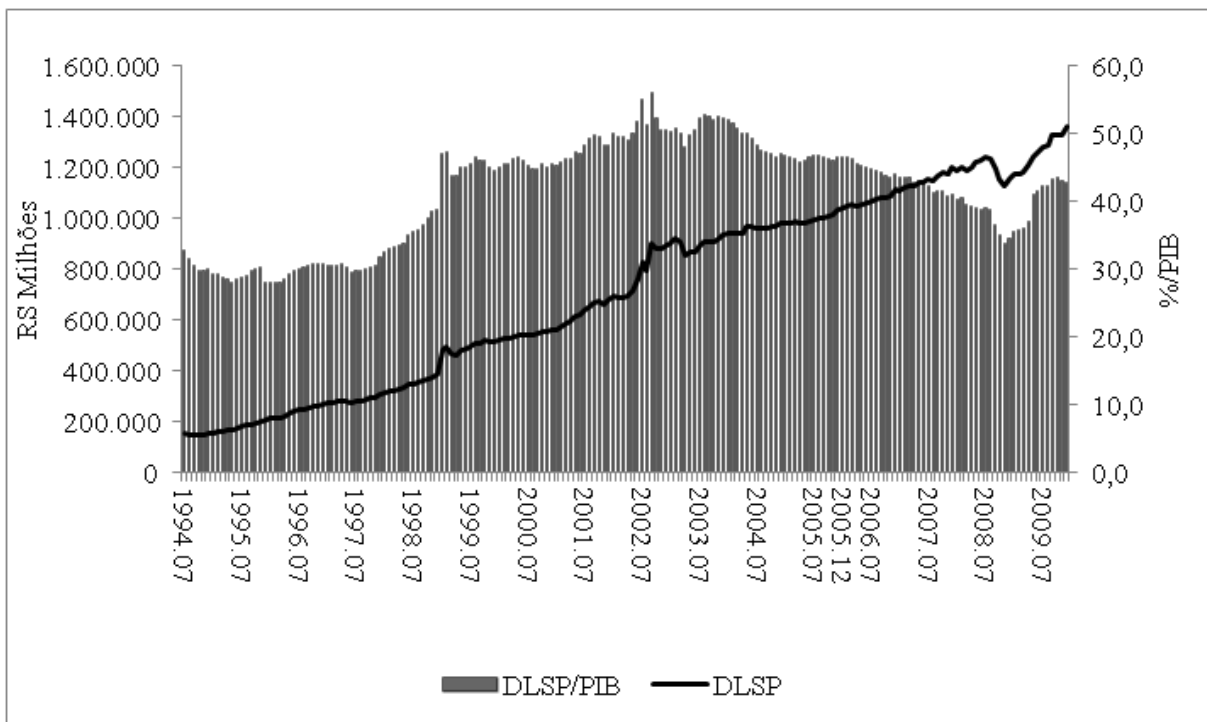


Gráfico 1 - Dívida líquida do setor público, julho de 1994 a dezembro de 2009, mensal (R\$ milhões e %/PIB)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Nota: Entre maio e dezembro de 2009, não se contabilizam os dados de Petrobrás e Eletrobrás.

Observa-se que em valores monetários⁷² o endividamento público cresceu durante todo o período do *Real*, com exceção de 2008. Por que a dívida cresceu? Para esta resposta, que sintetiza o objetivo deste trabalho, infere-se que a expansão da dívida decorreu da manutenção de elevados gastos financeiros decorrentes da forma pela qual se conduziu a política monetária durante todo o período pós-*Real*, sendo que, entre 1999 e 2002, aos juros se

⁷² A abordagem da DLSP será, em sua maior parte, centrada em séries monetárias. A relação mais usual na literatura – e também aferida neste trabalho – é a relação DLSP/PIB posto que ela, de certa forma, fornece uma medida de solvência do setor público. As análises empreendidas neste trabalho relacionarão a DLSP em termos monetários ao resultado das finanças do setor público apurado pelo IFFSPB. Desta maneira, tem-se, igualmente à relação DLSP/PIB, uma medida de solvência do setor público, porém, mensurada pela sua fragilidade financeira e apurada a partir das contas públicas. Essas, por sua vez, representam exatamente aquilo que o setor público detém do PIB, algo não feito pela relação DLSP/PIB.

somaram as desvalorizações cambiais que sobrevieram dos ataques especulativos sofridos pelo País entre 1998 e 1999 e 2001 e 2002. Ademais, o Gráfico permite visualizar que a DLSP no início do Plano Real não era nem problemática nem significativa – representando em 1995, R\$ 153,7 bilhões (que representavam 29% do PIB) – e que de 1995 em diante assistiu-se ao crescimento vertiginoso do endividamento público brasileiro, que alcançou R\$1.362 bilhões em dezembro de 2009 (aproximadamente 43% do PIB). Não obstante, como se pode ver no Gráfico 1, em 2002 a DLSP alcançou seu maior estoque em relação ao PIB, 53%.

4 AS FINANÇAS PÚBLICAS E A DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO NO BRASIL PÓS-*REAL*

Neste capítulo serão discutidos, a partir do referencial teórico keynesiano, os motivos que levaram a DLSP a uma significativa expansão ao longo do período do *Real*. Mesmo recortada temporalmente a partir da introdução do *Real* como moeda, em julho de 1994, cabe ressaltar que, para algumas séries estatísticas, inclusive o IFFSPB, a análise iniciar-se-á em 1995, uma vez que (i) os dados concernentes a 1994 sofrem os efeitos da elevada inflação que se verificou até meados do referido ano⁷³ e (ii) há uma dispersão e não publicidade para os dados das esferas subnacionais – estados, municípios e estatais.

Grosso modo, isto não traz impropriedades à análise, pois o crescente endividamento público faz-se notar de 1995 em diante. Contudo, para que não haja o risco de se perderem informações relevantes, a primeira parte deste capítulo dedicar-se-á ao resgate histórico do endividamento público brasileiro até 1994. Após isto, na segunda e na terceira subseções do capítulo, utilizar-se-á o IFFSPB para obter-se a posição ocupada pelas finanças públicas brasileiras entre 1995 e 2009. Com o Índice, será possível perceber qual a posição fiscal do setor público e o que a condicionou, levando ao aumento do endividamento público.

O recorte temporal das subseções em que se aplica o IFFSPB será realizado de acordo com os modelos de política econômica vigentes no período em questão, quais sejam, o regime monetário de âncora cambial, entre 1994 e a primeira metade de 1999, e os regimes de câmbio flutuante e de metas de inflação, a partir da segunda metade de 1999. Contudo cabem, novamente, algumas ressalvas referentes à seleção dos subperíodos de análise, neste caso, atinentes à opção pelo ano de 1999 ser inserido integralmente no período 1995/1999 e, portanto, não ser recortado em dois semestres, o que se justificaria pelas mudanças na política econômica brasileira em janeiro e em julho do referido ano.

A razão pela qual se optou inserir o ano de 1999 por completo no primeiro subperíodo de análise (1995/1999) deveu-se, principalmente, pela fonte de dados ser a mesma daquela dos anos anteriores e diferente daquela de 2000 em diante. Tal discrepância na apuração dos dados ocorreu em função da promulgação da LRF em 2000. Com ela, o setor público passou a ser obrigado, via Secretaria do Tesouro Nacional, a publicar relatório consolidado das contas públicas que, desde então, encontram-se harmonizadas e completas em termos dos entes componentes do setor público. Como isto não existe para 1999, a coleta

⁷³ Como é o caso, em 1994, do déficit nominal que, por incorporar a inflação, alcançou 26,97% do PIB, conforme Ipeadata (2011).

de dados para a análise repete a feita para os quatro anos anteriores, tornando mais robusta a pesquisa destes anos em conjunto. As diferenças nas fontes de dados implicaram, ainda, uma alteração na fórmula de cálculo do IFFSPB em relação àquela apresentada no capítulo 2 e que serve ao período 2000/2009, como se verá na subseção 4.2.

4.1 A dívida líquida do setor público anterior ao *Real*

A trajetória da DLSP anterior a 1994 é marcada pelas dificuldades enfrentadas pelo Brasil no equacionamento de seu endividamento externo desde finais de 1970 e durante toda década de 1980. O crescimento da parcela externa do endividamento brasileiro deveu-se à opção de financiar-se parte significativa dos investimentos realizados para a consecução da industrialização por substituição de importações pela captação de capitais internacionais. Muito embora o financiamento externo fosse fomento utilizado para a industrialização desde os anos 1940, é a partir de 1968, com destaque para os anos 1970, época do *milagre econômico* e do II Plano Nacional de Desenvolvimento, que se observa uma forte ampliação do influxo de empréstimos internacionais. Porém, este passivo externo em expansão passou a enfrentar ampliações de custo ao longo dos 1970, em função da elevação das taxas de juros internacionais em 1971, 1973, 1979 e 1982, dos choques nos preços do petróleo em 1973 e 1979, e das maxidesvalorizações cambiais efetivadas no Brasil em 1979 e 1983 (SILVA *et ali*, 2009).

Com a retração econômica mundial após o segundo choque do petróleo, os credores internacionais passaram a dificultar o financiamento voluntário aos países devedores, situação ainda mais agravada pela moratória mexicana de 1982. Defronte a dificuldade em conseguir equilibrar seu balanço de pagamentos por conta da carência de fontes de poupança externa *vis-à-vis* o elevado pagamento de juros na conta de renda do balanço de pagamentos, o Brasil declarou moratória técnica da dívida externa – suspensão do pagamento dos serviços da dívida – por três vezes: fevereiro de 1987, dezembro de 1988 e julho de 1989 (PEDRAS, 2009).

Foi por conta deste cenário de estrangulamento externo que o endividamento interno brasileiro passou a ascender. Quando as fontes de divisas escassearam, o governo brasileiro inverteu a esfera de endividamento, buscando credores internos para cobrir suas necessidades de financiamento. Inclusive, ao enfrentar dificuldades para captar recursos por meio de títulos prefixados, tais como as Letras do Tesouro Nacional (LTN), e impossibilitado, pelos planos

de estabilização, de emitir as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), por serem títulos com correção monetária, o Conselho Monetário Nacional criou os títulos Letras do Banco Central (LBC) em 1986⁷⁴ (para fins de política monetária) e as Letras Financeiras do Tesouro (LFT), para fins fiscais, em 1987. Ambos os títulos eram pós-fixados e acompanhavam a taxa de juros básica da economia, nominalmente elevada em função das necessidades de atração de capitais externos e de controle inflacionário. Para além, estes títulos públicos detinham correção monetária diária pelo chamado *overnight*, portanto de curtíssimo prazo. Por conta de suas características, os novos títulos pós-fixados foram aceitos voluntariamente pelos credores e passaram a representar parcela significativa da dívida mobiliária interna e, ademais, serviram ao intuito governamental de conseguir financiar-se ampliando a parcela interna da DLSP⁷⁵.

O Gráfico 2, abaixo, apresenta a trajetória do endividamento público entre 1982 e 1994. Pode-se observar o elevado endividamento externo que culminou na moratória de 1987. Em paralelo, é possível observar que o fechamento dos canais externos de financiamento, entre 1982 e 1989, forçou a ampliação do endividamento interno, hábil a ser realizado pelo sucesso dos títulos atrelados à taxa de juros da política monetária. A estratégia de endividamento interno fez com que, em 1989, a dívida interna superasse a dívida externa, tornando-se a principal parcela da DLSP.

⁷⁴ Em 2002 o BCB deixou de emitir títulos públicos, em decorrência da proibição imposta pelo Art. 34 da LRF. Para mais, veja: Brasil (2000).

⁷⁵ Importante salientar que, para os agentes, assolados pela instabilidade monetária, títulos públicos como ORTN, LBC e LFT foram mecanismos pelos quais eles conseguiram manter protegida sua riqueza. Por sua vez, para o Brasil, estes títulos consolidaram o mercado, primário e secundário, de títulos públicos, fundamental para que a AM detivesse a capacidade de realizar política monetária via *go around* em mercado aberto.

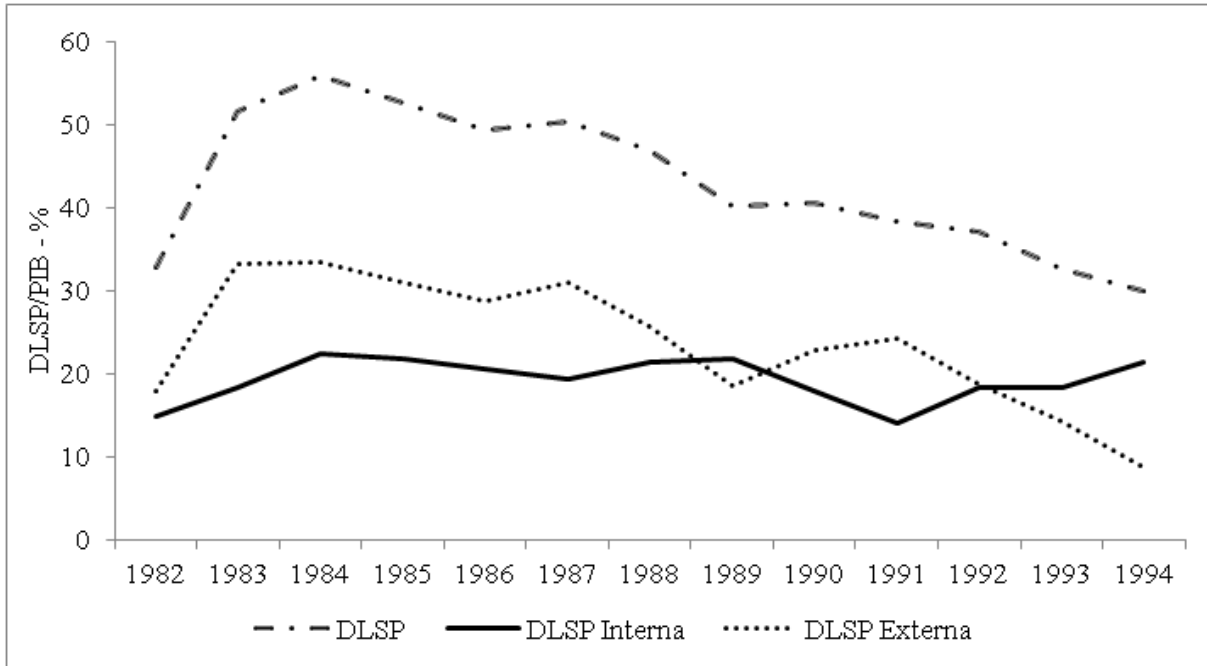


Gráfico 2 - Dívida líquida do setor público, interna e externa, 1982 a 1994, anual (DLSP/PIB)

Fonte: Elaboração própria baseada em Silva *et alii* (2009), para os dados entre 1982 e 1990, e em Ipeadata (2011), para o período 1991 a 1994.

O Gráfico 2 também mostra a redução do estoque de DLSP nos anos 1990. Neste ínterim, em termos da DLSP interna, os fatores que explicam a sua trajetória descendente entre 1989 e 1991 são a redução dos déficits públicos pela expansão da receita de senhoriagem (isto é, a “sociedade” entre setor público e inflação, apontada por Franco (1995)) e a corrosão do valor real do estoque de endividamento pela subindexação dos ativos financeiros retidos em 1990 com o Plano Collor I,

[...] o qual, entre outras, determinou o congelamento de 80% dos ativos financeiros do país [...] Com este artifício, o governo promoveu a troca compulsória de dívida em poder do mercado por outra, retida por 18 meses no Banco Central, rendendo BTN + 6% a.a. Ou seja, o estoque antes remunerado pela taxa Selic, passou a ser remunerado a uma taxa muito inferior, gerando ganhos consideráveis para o governo (PEDRAS, 2009, p.65).

Por fim, como aponta Pedras (2009), com a retenção dos ativos financeiros pelo Plano Collor I, houve uma substancial redução da liquidez na economia, o que criou a necessidade de ampliação da base monetária. O BCB resolveu, então, injetar moeda na economia por meio da recompra de LFTs, o que contribuiu para a redução do estoque de endividamento mobiliário interno ao longo da primeira metade dos 1990. Entre 1993 e 1994 a dívida interna ampliou-se como resultado dos elevados juros reais praticados nos momentos iniciais do Plano Real.

O recuo do endividamento externo, por sua vez, deveu-se à melhoria dos saldos exportadores, à entrada de recursos do FMI e, principalmente, ao reescalonamento das dívidas de curto e médio prazo, no bojo do processo de renegociação da dívida externa. Tendo em vista que o cenário adverso do endividamento público externo não se restringia ao Brasil, mas a praticamente todos os países da América Latina, entre 1985 e 1986 o FMI e o Tesouro dos EUA, capitaneado por James Baker, seu Secretário à época, buscaram uma conciliação entre os bancos credores e os países endividados. No entanto, o projeto que se desenhou, chamado *Plano Baker*, não foi efetivado nem no Brasil nem em qualquer outro lugar. A explicação para a não efetivação do referido Plano pode ser ilustrada pelas palavras de João Sayad, Ministro do Planejamento entre 1985 e 1987:

[...] o nosso caso, a dívida externa estava no auge da crise. Eu e o Dilson [Funaro – então Ministro da Fazenda] tínhamos brigas com esse Baker [secretário do Tesouro americano]. A diplomacia brasileira adorava: “poxa, que cara de coragem”. Mas as coisas que nos falavam eram inaceitáveis. Na verdade, era um conjunto de ditações de regras, para usar uma palavra bem educada, inaceitável (SAYAD *apud* MANTEGA; REGO, 1999, p.234).

Entretanto, a crise da dívida externa precisava ser resolvida, pois afetava interesses de grandes conglomerados bancários de origem europeia e norte-americana. A solução sobreveio em 1989, quando Nicholas Brady, outro Secretário do Tesouro dos EUA, propôs à comunidade financeira internacional um projeto, conhecido como *Plano Brady*. O Plano foi aceito pelo amplo leque de atores privados, governamentais e multilaterais envolvidos na renegociação, e sua linha de ação concentrou-se na securitização dos antigos empréstimos, via novos títulos soberanos, de prazos alongados e serviços reduzidos em relação ao endividamento antigo. Esperava-se – o que de fato confirmou-se – que os títulos dos países em que o Plano fosse bem-sucedido detivessem mercados secundários em médio prazo, viabilizando emissões voluntárias em melhores condições de prazo e de custo.

O Brasil incorporou-se às negociações do Plano Brady em 1990⁷⁶ e as encerrou em 1994⁷⁷. É digno de nota a importante redução no endividamento externo brasileiro neste período, a ponto de a diminuição do passivo externo compensar a elevação do endividamento interno entre 1993 e 1994, implicando a queda da DLSP. Desta forma, o Brasil na primeira

⁷⁶ Para mais, veja: resoluções do Senado Federal nº 82, de 18 de dezembro de 1990, nº 7, de 30 de abril de 1992, e nº 98, de 29 de dezembro de 1992, constantes em Brasil (1990), Brasil (1992a), Brasil (1992b) e Cerqueira (2003).

⁷⁷ O Brasil lançou vários títulos públicos para renegociar sua dívida externa durante o Plano Brady, dentre os quais: *Discount Bond* (US\$ 7,28 bilhões), *Par Bond* (US\$ 8,45 bilhões), *Front-Loaded Interest Reduction Bond – Flirb* (US\$ 1,74 bilhões), *C-Bond* (US\$ 7,41 bilhões), *Debt Conversion Bond – DCB* (US\$ 8,49 bilhões), *New Money Bond* (US\$ 2,44 bilhões) e *Eligible Interest Bond – EI* (US\$ 5,63 bilhões). Para mais, veja: Silva *et alii* (2009).

metade dos 1990 trilhou, em certa medida com artifícios não convencionais, como o sequestro de ativos financeiros e a dependência de receitas de senhoriagem, o caminho que lhe deixou numa situação bastante administrável em relação ao seu endividamento público. Os anos que se seguiram a 1995 apresentaram uma trajetória diversa: o País realizou superávits primários sem qualquer necessidade inflacionária para tanto; porém, a DLSP aumentou de forma significativa.

4.2 As finanças públicas e a dívida líquida do setor público no regime de âncora cambial e câmbio administrado: julho de 1994 a dezembro de 1999

Para se analisar o comportamento dos fluxos das finanças públicas e, por consequência, a dinâmica do estoque da DLSP no Brasil pós-*Real*, faz-se uso do IFFSPB. Retomando-se a última ressalva metodológica feita na introdução deste capítulo e complementando-a, é necessário denotar que, como não existem algumas séries estatísticas para o setor público consolidado, as tentativas de se calcular o IFFSPB 1995/1999 pela mesma fórmula desenvolvida no Capítulo 2, e a ser utilizada para o cálculo do Índice entre 2000 e 2009, poderiam gerar problemas de dupla contagem nas receitas públicas – em função das transferências intragovernamentais – que abalariam a robustez do resultado alcançado. Desta forma, para a manutenção da validade do Indicador enquanto um sinalizador do comportamento e da posição financeira das finanças públicas, a fórmula de cálculo do IFFSPB foi transformada na seguinte:

$$\text{IFFSPB} = \frac{\text{Resultado Primário do Setor Público} + \text{Receitas Financeiras Governo Central} + \text{Receitas Financeiras Estados e Municípios}}{\text{Juros Nominais do Setor Público} + \text{Amortizações Governo Central} + \text{Amortizações Estados e Municípios}}$$

que, em relação à fórmula exposta no desenvolvimento do IFFSPB no Capítulo 2, guarda a diferença de não conter, em função da inacessibilidade de dados, as receitas financeiras e as despesas financeiras com amortizações das empresas estatais não dependentes do Tesouro Nacional.

Por conter variáveis de resultado primário, que neste trabalho também serão adjetivadas como resultados não financeiros, a fórmula envolve todas as receitas e despesas não financeiras (resultado primário) de todos os entes do setor público. Para alcançarem-se as receitas totais do setor público, somam-se ao resultado do confronto entre receitas e despesas não financeiras as receitas financeiras do governo central, dos estados e dos municípios, assimilando-se ao numerador da fórmula do IFFSPB discriminada no Capítulo 2. No

denominador têm-se os gastos financeiros de forma correlata ao IFFSPB apresentado no referido capítulo, à exceção das amortizações das empresas estatais.

Em termos de componentes, as receitas financeiras⁷⁸ englobam o retorno de aplicações financeiras feitas pelo setor público, bem como suas alienações de bens que não foram alocadas no Plano Nacional de Desestatização⁷⁹ (PND). Ressalte-se que esta alienação de bens diferencia-se do processo de privatização levado a efeito pelo PND, pois os recursos advindos do PND foram dedicados à amortização da DLSP, perfazendo um ajuste patrimonial da dívida pública, analisado ao final desta subseção. As receitas não financeiras, por sua vez, são majoritariamente arrecadação tributária. Escapam a isto, com volume reduzido em relação à carga tributária, receitas decorrentes de taxas cobradas por serviços prestados pelos entes do setor público, indenizações por estes recebidas e dividendos pagos pelas empresas estatais. No tocante aos gastos, aqueles de natureza financeira relacionam-se aos juros, amortizações e encargos da dívida pública. Todos os outros gastos, tais como com pessoal, encargos trabalhistas e previdenciários do funcionalismo público, transferências constitucionais e intragovernamentais, investimento, custeio, entre outros, são não financeiros.

Esclarecido o método de cálculo do IFFSPB 1995/1999 e definido o que compõe suas variáveis, um último apontamento necessário diz respeito aos dados utilizados. As receitas financeiras e as amortizações dos municípios estão disponíveis apenas para os anos de 1998 e 1999, pois antes deste período a série Finanças do Brasil – Receitas e Despesas dos Municípios (FINBRA) das Estatísticas Governamentais da Secretaria do Tesouro Nacional (STN, 2011a) – não desagrega das receitas de capital as receitas financeiras e das despesas de capital as despesas com amortização, o que inviabiliza suas utilizações como variáveis explicativas do IFFSPB. No entanto, para todas as outras variáveis, os dados estão disponíveis desde 1995.

Feitas as ressalvas, o IFFSPB 1995/1999 é apresentado no Gráfico 3, abaixo. Em todo o período 1995/1999 o IFFSPB permaneceu no intervalo entre 0 e 1, o que coloca o setor público brasileiro em posição *especulativa*. Isto não somente corrobora a eficácia do IFFSPB, uma vez que se sabe que a DLSP foi ascendente em todo o período em análise, mas também permite afirmar que alguma parcela do gasto público total não foi coberta pelas receitas

⁷⁸ Em detalhes, as receitas financeiras dizem respeito às aplicações financeiras da União, dos estados e dos municípios (tais como remuneração de depósitos bancários, remuneração de depósitos especiais, fundos de investimento, entre outras), o retorno pela alienação de bens não arrolados no Plano Nacional de Desestatização e, no tocante à União, acrescem-se as comissões da emissão de títulos pelo Tesouro Nacional e a remuneração das disponibilidades do Tesouro no BCB e no Banco do Brasil.

⁷⁹ Para maiores informações sobre o Plano Nacional de Desestatização, veja: (Brasil, 1997).

públicas, ou seja, não houve equilíbrio entre receitas e despesas nas finanças públicas brasileiras, que portanto estiveram em posição financeira fragilizada.

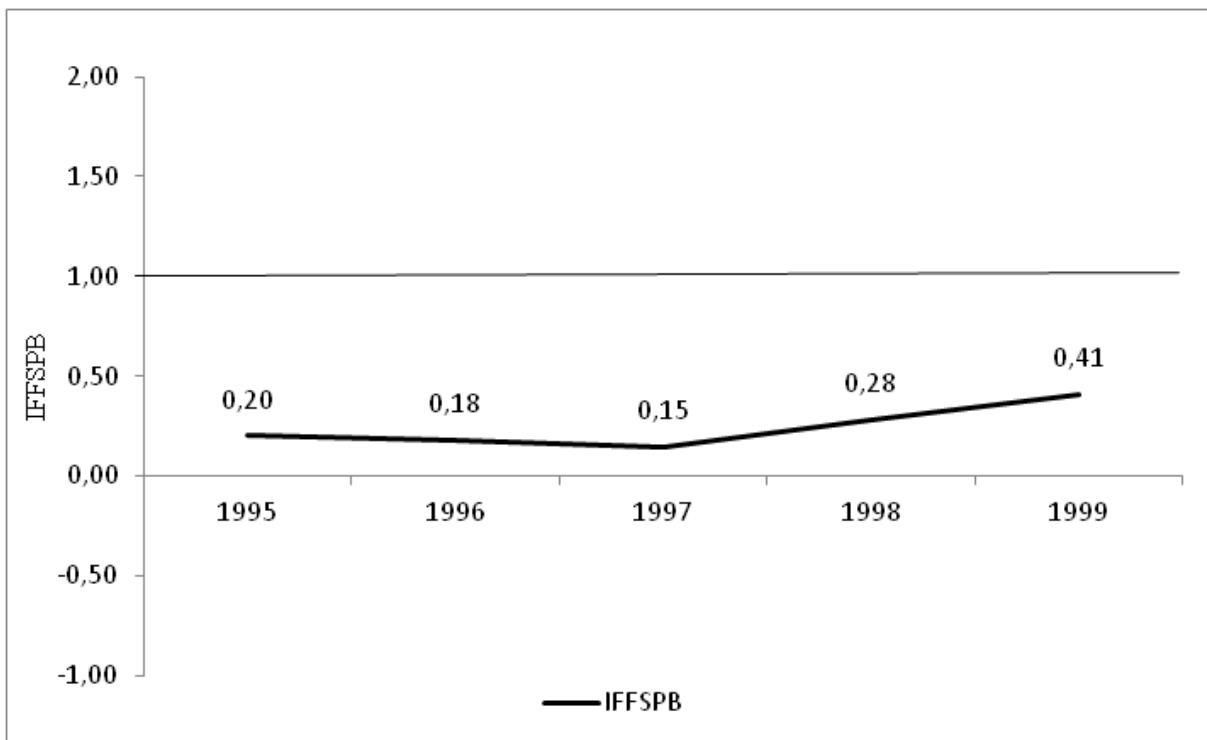


Gráfico 3 - Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, 1995 a 1999, anual

Fonte: Elaboração própria baseada em Boletins do Banco Central (vários anos); Ipeadata (2011) e STN (2011a).

Entre 1995 e 1997, o IFFSPB alcançou seus piores níveis, quais sejam, 0,20, 0,18 e 0,15 respectivamente. Assim sendo, pode-se afirmar que as finanças públicas brasileiras aproximaram-se, inclusive, de posições *Ponzi* (IFFSPB < 0), mormente em 1996 e em 1997. Em 1998 e em 1999 o IFFSPB melhora relativamente aos anos anteriores. *Prima facie*, a dinâmica do IFFSPB é explicada pela Tabela 1, a seguir, que apresenta os saldos das contas públicas conformadoras do IFFSPB entre 1995 e 1999.

Por um lado, a referida Tabela mostra que a receita financeira do setor público foi crescente em todo o período, acumulando expansão de 326%. Por outro lado, ela mostra que as despesas financeiras apresentaram decréscimo apenas entre 1995 e 1996. De 1997 em diante, verifica-se uma expansão destas despesas, diga-se de passagem, bastante acentuada, pois o crescimento acumulado delas entre 1996 e 1999 somou 166%, saindo de aproximadamente R\$ 61,0 bilhões em 1996 para R\$ 165,0 bilhões em 1999. Por fim, o saldo das receitas e despesas não financeiras do setor público foi oscilante. Há de se destacar, contudo, que dos cinco anos da série, o setor público incorreu em déficit apenas em 1996 e em

1997. Em 1995, 1998 e 1999, o setor público gerou superávits, com ênfase para o resultado de 1999.

Tabela 1 – Contas públicas: resultado primário por esfera do setor público, receitas financeiras e despesas financeiras, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões)

Contas/Ano	1995	1996	1997	1998	1999
Receitas Financeiras	11.188	11.759	23.861	31.306	36.475
Resultado Primário	1.723	- 740	- 8.310	106	31.087
Governo Central	3.336	2.908	- 2.375	5.042	22.672
Estados e Municípios	- 1.152	- 4.236	- 6.436	- 1.731	2.105
Estatais	- 461	589	501	- 3.204	6.310
Despesas Financeiras	64.644	61.339	105.531	111.389	165.252

Fonte: Elaboração própria baseada em Boletins do BCB (vários anos), Ipeadata (2011) e STN (2011a).

Nota: Valores acumulados no ano.

Embora oscilante em nível do setor público, o resultado primário em suas esferas componentes apresenta três tendências distintas. A primeira delas é a constância dos superávits no governo central, principal ente público: apenas em 1997 ele incorre em déficit. Outra tendência diz respeito aos constantes déficits de estados e municípios, somente contornados em 1999. Uma última tendência concerne ao resultado oscilante das estatais. Principalmente, chamam a atenção os anos de 1998 e 1999, pois destoam dos resultados pouco substanciais dos anos anteriores. Em 1998 há um forte déficit primário que onera as finanças públicas e concorre com estados e municípios para o fraco resultado primário do setor público no ano⁸⁰. Em 1999, ao contrário, observa-se um elevado superávit das estatais, contribuinte ao esforço de acumulação de poupança primária do setor público.

Relacionando-se os dados da Tabela 1 com o Gráfico 3, é possível apontar que: (i) o saldo das contas não financeiras foi oscilante, mas majoritariamente superavitário, sendo o único resultado ruim para a fragilidade financeira do setor público o do ano de 1997, em que o déficit não financeiro coadunou-se ao forte crescimento das despesas financeiras, implicando a apresentação, pelo IFFSPB, de seu pior valor (0,15); (ii) as receitas financeiras foram crescentes em todo o período responsabilizando-se, inclusive, por impedir posições *Ponzi* ao setor público brasileiro em 1996 e principalmente em 1997; e (iii) as despesas financeiras foram expandidas em todo o período. Prova disto foi o ano de 1999, em que

⁸⁰ Percorrendo-se alguns pormenores do comportamento não financeiro das estatais, BCB (vários anos), mostra que o expressivo resultado deficitário de 1998 foi predominantemente concentrado nas empresas federais (70,0% do déficit). Isto certamente relacionou-se aos esforços de reestruturação do Sistema Telebrás antes de sua privatização, ocorrida no referido ano. Ainda segundo BCB, em 1999, o resultado primário foi deficitário apenas nas estatais municipais, contudo, em um nível irrisório equivalente a 3,0% do superávit das estatais federais.

aproximadamente R\$ 68,0 bilhões de recursos públicos, financeiros e não financeiros, foram destinados ao custeio das despesas financeiras, implicando o melhor resultado do IFFSPB (0,40); este acúmulo de recursos, no entanto, representou apenas 40,0% das despesas financeiras do setor público no ano.

Os fatores condicionantes das receitas e despesas públicas apresentadas na Tabela 1 são fundamentais para que se expliquem as razões da fragilidade financeira do setor público acusada pelo IFFSPB e para que se consiga entender o crescimento da dívida líquida do setor público no Brasil pós-*Real*. Assim sendo, de agora em diante, serão debatidos os elementos causadores das receitas e dos gastos públicos, segregados pelas variáveis levadas em conta para o cálculo do IFFSPB. A análise iniciará-se pela apreciação das receitas financeiras. Posteriormente, será elucidada a dinâmica das variáveis não financeiras, que aferem o resultado primário. Por fim, debater-se-ão as despesas financeiras.

A principal fonte de receitas financeiras para estados e municípios, conforme STN (2011a), foi a alienação de bens, fruto do processo de reestruturação da ação econômica estatal ensejada pelo Plano Real como meio de se construir uma reforma fiscal estrutural no País. Especificamente no governo central, a receita financeira que mais se expandiu foram as remunerações das disponibilidades da conta única do Tesouro Nacional no BCB⁸¹. A Constituição Federal, em seu artigo 163, §3, determinou que as disponibilidades de caixa da STN fossem depositadas no BCB. Uma parcela destes recursos é aplicada pela STN no próprio BCB e, por meio da taxa referencial diária do citado Banco, faz-se a remuneração das disponibilidades de caixa da STN. Como a taxa de juros básica da economia brasileira manteve-se elevada e, em alguma medida, ela é uma referência da remuneração dada ao Tesouro pelo BCB, a receita financeira da aplicação da conta única apresentou significativo crescimento no período 1995/1999, visto que, de aproximadamente R\$ 5,0 bilhões de remuneração em 1995, alcançou R\$ 17,0 bilhões em 1999, um aumento de 247,0%, conforme se pode observar na Tabela 1.

O resultado primário, por sua vez, deve ser analisado por três indicadores: o resultado primário das empresas estatais, a carga tributária bruta e os seus gastos não financeiros. A começar pelas estatais, os dados da Tabela 1 mostram que seu resultado primário foi pouco expressivo entre 1995 e 1997. Em 1998, suas operações implicaram elevados custos às finanças públicas, haja vista o déficit primário em que incorreu, compensado, enfim, pelo superávit substancial de 1999. Em tempo, o resultado operacional

⁸¹ Para a compreensão do que seja a conta única do Tesouro no BCB e como se remuneram as disponibilidades da conta veja: Manual Siafi - STN (1996) e Brasil (2001).

das estatais foi condicionado pelo PND, iniciado em 1990. A alienação do patrimônio público fez com que restassem poucas participações produtivas do setor público e que as empresas remanescentes passassem a uma lógica operacional assimilada às empresas privadas. Surgiram, então, melhores dinâmicas científica, tecnológica e concorrencial, implicando não somente melhores resultados operacionais, bem como em ampliados pagamentos de tributos, como destacam Santos *et alii* (2008).

Para a continuidade da análise do resultado primário, é relevante esclarecer que, como para o período em análise não existem dados para as receitas públicas no formato *setor público consolidado*, a mais adequada *proxy* do comportamento das receitas públicas não financeiras é fornecida pela carga tributária bruta. Assim não se corre o risco de, por exemplo, o imposto arrecadado pelo governo central e transferido aos estados ser contabilizado como receita em ambas as esferas. A Tabela 2, abaixo, apresenta a carga tributária bruta do setor público.

Tabela 2 - Carga tributária bruta, 1995 a 1999, anual (% do PIB)

Ano	1995	1996	1997	1998	1999
Carga tributária bruta do setor público	25,95	26,37	26,51	27,38	28,42

Fonte: Elaboração própria a partir de Santos *et alii* (2008: 41).

A carga tributária, principal fonte de receita pública não financeira, foi ascendente em todo o período. O crescimento de arrecadação foi mais suave entre 1995 e 1997, com expansão acumulada de 0,56 pontos percentuais (p.p.) do PIB. Entre 1997 e 1999 a arrecadação acelerou-se, com expansão de 0,87 p.p. do PIB de 1997 a 1998 e de 1,04 p.p. do PIB de 1998 a 1999. Em muito, a notável aceleração nestes dois últimos anos facilitou a consecução dos superávits primários de 1998 e, notadamente, de 1999, contribuindo para os melhores resultados do IFFSPB, 0,28 e 0,40, respectivamente. Em síntese, as receitas oriundas de tributação detiveram uma expansão equivalente a 2,47 p. p. do PIB no período 1995/1999, sendo que apenas os dois últimos anos do período responderam pelo aumento⁸² de 1,91 p.p..

Por ter se elevado 2,47 p.p. em relação a um PIB em crescimento médio anual, segundo Ipeadata (2011), de 2,20% no período 1995/1999, o ritmo de expansão da tributação no País foi mais acelerado do que a expansão do PIB. Resulta deste cenário que parcelas cada vez maiores da riqueza nacional foram repassadas ao setor público, ampliando-se os recursos públicos sem que, em mesma velocidade, ocorresse expansão da riqueza privada.

⁸² Para os condicionantes da ampliação da arrecadação tributária de 1994 a 2008, veja: Santos *et alii* (2008).

Por fim, encerrando-se a análise do superávit primário, a Tabela 3, abaixo, apresenta as despesas não financeiras. A Tabela mostra que os gastos não financeiros foram crescentes em todo o período, principalmente em estados e municípios. No governo central há declínio de despesas não financeiras entre 1998 e 1999. Em termos da participação nas despesas totais⁸³, os estados destinaram 47,0%, em média anual, ao pagamento de pessoal e dos encargos sociais do funcionalismo público, o que levou estas despesas de custeio a serem o maior gasto não financeiro nesta esfera do setor público. Nos municípios, as despesas com pessoal englobaram média de 37,0% ao ano dos gastos não financeiros. Outra componente importante de despesa não financeira dos estados referiu-se às transferências correntes aos municípios, remontando a 24,0%, em média anual, das despesas totais.

Tabela 3 - Despesas públicas não financeiras, 1995 a 1999, anual
(R\$ milhões)

Despesa/Ano	1995	1996	1997	1998	1999
Despesa Não Financeira	204.209	241.963	333.608	430.819	434.232
Governo Central	128.631	151.926	221.707	248.219	246.757
Estados e municípios	75.578	90.037	111.901	182.600	187.475

Fonte: Elaboração própria baseada em STN (2011a).

Nota: Valores acumulados no ano.

No que toca ao governo central, o quadro é diferente. A maior fonte de gasto anual não financeiro, entre 1995 e 1999, foi a despesa com transferências, em especial os benefícios previdenciários, 24,0% em média anual, e as transferências aos entes subnacionais, 16,0% em média anual. Gastos com pessoal e encargos sociais do funcionalismo público no governo central foram importantes, porém, muito abaixo dos registrados pelos estados e municípios, posto que participaram com aproximadamente 23,0%, em média, da despesa não financeira.

A despesa não financeira com investimento, fundamental sob a ótica keynesiana, foi personagem pouco representativa. Em média anual, 3,0% do gasto não financeiro do governo central dedicaram-se a investimento, nos municípios 11,0% e, nos estados, 15,0%. No entanto, para este ente público os dados estão acrescidos das inversões financeiras nas séries estatísticas disponíveis para consulta^{84,85}. Por sinal, um dado digno de nota nas despesas não

⁸³ Dados apresentados no Anexo Estatístico.

⁸⁴ Embora tanto as inversões financeiras quanto os investimentos públicos impliquem conformação de capital público, aquelas não correspondem à construção de novo capital ao País, enquanto o investimento sim. A inversão financeira não implica diretamente, como os investimentos o fazem, incrementos no PIB. Para mais, veja, Brasil (1964).

⁸⁵ Embora as Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) apresentem dados sobre a formação bruta de capital fixo das administrações federal, estadual e municipal, há uma discrepância relevante entre os dados de investimento do governo federal apresentados pela STN (2011) e pelo IBGE. Como toda a análise das despesas não financeiras baseou-se em dados da STN, que é, de fato, a apuradora das contas “acima

financeiras do governo central são as inversões financeiras. Há uma elevação na participação delas no bojo das despesas não financeiras, saindo de 8,0% em 1996 para 29,0% em 1998 e 25,0% em 1999. A guinada nesta despesa diz respeito ao custo não contabilizado enquanto ajuste patrimonial do programa de reestruturação dos bancos públicos estaduais (PROES), promotor da redução da atividade financeira pública, e, também, ao aporte de recursos ao Banco do Brasil em 1996, modelo daquilo que, a partir de 2001, tornar-se-ia o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais, ou seja, o PROEF⁸⁶.

Em suma, as despesas não financeiras do setor público destinaram-se, nos estados e municípios, em sua maior parte a salários e encargos do funcionalismo público. No governo central, este dado não foi tão relevante, correspondendo a 23,0% das despesas não financeiras totais, mesmo patamar dos benefícios previdenciários. Os investimentos do setor público, por sua vez, foram modestos, significando no governo central 3,0% da despesa não financeira. Mesmo quando se consideram os investimentos federal, municipal e dos estados (em que pese nesta esfera subnacional, a distorção das inversões financeiras), têm-se em 1998 e 1999, por exemplo, despesas com investimento representando, respectivamente, 4,0% e 2,7% do PIB, participação bastante problemática quando se consideram os crescimentos econômicos de 0,03% em 1998 e de 0,25% em 1999 (IPEADATA, 2011).

Os dados sobre as despesas não financeiras analisados acima serviram de base para que autores como Pinheiro *et ali* (2001) e Abreu e Werneck (2005) justificassem a ampliação das receitas públicas como um meio de se custear um setor público que precisou desassociar-se de fontes inflacionárias de receita e, em paralelo, não organizou sua estrutura de gasto não financeiro face a esta nova realidade. Nas palavras de Pinheiro *et ali* (2001, p.16),

[...] até 1994, era relativamente fácil controlar os gastos reais do setor público com a “ajuda” dos aumentos de preço, o que era feito retardando-se o momento de desembolso dos fundos. A inflação também facilitava o manejo das disputas políticas por recursos dentro do governo [...]. Com a queda da inflação o “preço político de dizer não” tornou-se explícito [...]. Além da influência da queda da inflação, o déficit das contas fiscais também foi causado por uma política fiscal mais expansionista e pelas falhas estruturais na gestão financeira do setor público.

A Tabela 4, abaixo, ao evidenciar o crescimento das despesas financeiras, clarifica as razões pelas quais os argumentos acima culpam a “*a política fiscal mais expansionista*” (Pinheiro *et ali*, 2001, p.16, grifo nosso) como causadora do desajuste nas finanças públicas

da linha” do governo federal, prescindiu-se de utilizar os dados do IBGE. A discrepância dos dados de STN e IBGE é, inclusive, tema de debate em Santos *et ali* (2008).

⁸⁶ Ambos os programas fizeram parte do PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional. Para mais informações veja: Pêgo Filho e Pinheiro (2004) e Nasser (2008).

no período 1995/1999 e como requerente de maiores receitas públicas por meio do aumento da carga tributária.

Tabela 4 - Taxas de variação das despesas públicas, não financeiras e financeiras, 1995 a 1999, anual (%)

Conta/Ano	1995/1996	1996/1997	1997/1998	1998/1999	Média
Despesa não financeira	18,49	37,88	29,14	0,79	21,57
Despesa financeira	-5,11	72,05	5,55	48,36	30,21

Fonte: Elaboração própria baseada nos dados da Tabela 3, STN (2011a) e Ipeadata (2011).

Entretanto, pode-se ver que o ritmo de crescimento das despesas financeiras foi superior ao ritmo de expansão das despesas não financeiras: em média, estas se elevaram 21,57% ao ano no período 1995/1999, ao passo em que as despesas financeiras ampliaram-se em média 30,21% ao ano. Por consequência lógica, as despesas financeiras do setor público detiveram maior estoque acumulado de variação entre 1995 e 1999, 155,0% contra 112,0% das despesas não financeiras.

Portanto, concebendo-se a despesa não financeira como responsável pelo ajuste fiscal, algo permitido quando se define a estabilidade monetária como único objetivo da política econômica, ao qual a política fiscal, bem como qualquer outra ação econômica do setor público, deve subsumir-se, fica claro que o crescimento de 112,0% das despesas não financeiras no período foi o causador dos desajustes fiscais e do crescente endividamento público, como argumentam Pinheiro *et ali* (2001) e Abreu e Werneck (2005). A interpretação, entretanto, pode ser de outro matiz a partir de uma perspectiva keynesiana. Despesas financeiras fazem parte do orçamento público tanto quanto despesas não financeiras e, como os anos de 1995, 1998 e 1999 mostram, pelos superávits primários neles auferidos, é difícil apontar que foram os dispêndios não financeiros os causadores da fragilização fiscal do setor público.

As despesas financeiras foram ascendentes no período em ritmo superior às despesas não financeiras. Por conta disto, a participação delas nas despesas totais passou de 24,0% em 1995 para 28,0% em 1999, como apresenta a Tabela 5, abaixo. Inclusive, o regramento orçamentário como norma de conduta da política fiscal fica nítido em 1999, pois os gastos não financeiros reduziram sua participação na despesa total a 72,0%, menor patamar no período 1995/1999 (e, em concomitância, as receitas públicas detiveram seu mais alto nível, 28,40% do PIB).

Tabela 5 - Taxa de participação das despesas não financeiras e financeiras na despesa total, 1995 a 1999, anual (%)

Despesa/Ano	1995	1996	1997	1998	1999	Média
Despesa Não Financeira	0,76	0,80	0,76	0,79	0,72	0,77
Despesa Financeira	0,24	0,20	0,24	0,21	0,28	0,23

Fonte: Elaboração própria baseada nos dados da Tabela 3, STN (2011a) e Ipeadata (2011).

A partir dos dados das Tabelas 4 e 5, abre-se espaço para questionar o seguinte: o que causou a ampliação das despesas financeiras a ponto de, em 1999, praticamente um terço das despesas públicas terem sido de natureza financeira, isto é, dedicarem-se a juros, amortizações e encargos da dívida pública? A resposta à questão tem como essência o modo de operacionalização da política monetária de âncora cambial, em um contexto de economia aberta, sem controle efetivo dos fluxos internacionais de capital e com déficit em transações correntes. Por modo de operacionalização entendem-se os mecanismos pelos quais se efetivou a política monetária, quais sejam, elevadas taxas de juros ao longo de todo o período, e *hedge* cambial após 1997, levados a efeito por meio de títulos da dívida pública. Tais mecanismos fragilizaram as finanças públicas tanto diretamente, por serem despesas financeiras por elas imediatamente custeadas, quanto indiretamente, por terem causado desequilíbrios orçamentários ao setor público e, assim, novas despesas financeiras.

Entre meados de 1994 e janeiro de 1999, o Plano Real manteve como âncora monetária a taxa de câmbio administrada que serviu de referência aos agentes econômicos para a expectativa futura dos níveis de preço. A taxa de câmbio era tida como um dos pilares da política monetária (em paralelo, o outro pilar era a estabilidade fiscal), sendo que qualquer esforço seria feito para que sua administração se mantivesse. Para facilitar o controle cambial, segundo um dos principais *policy makers* à época, Gustavo Franco (1995), era essencial a manutenção e a intensificação da abertura da economia brasileira. A partir dela o Brasil participaria dos fluxos internacionais de capital, sendo que estes ou seriam responsáveis pelo investimento direto externo ou responderiam pelo financiamento do investimento produtivo. Em síntese, a abertura promoveria o acesso brasileiro à oferta internacional de capitais, promovendo o desenvolvimento econômico nacional e viabilizando a administração cambial.

Pois bem, num contexto de alta inflação tal qual o que vigorava nos instantes imediatamente anteriores ao Plano Real, as taxas nominais de juros eram mantidas elevadas para que os títulos públicos das políticas monetária e fiscal continuassem a ser voluntariamente demandados. Não obstante o sucesso do Plano Real em controlar o nível de

preços, o *quantum* da redução nas taxas nominais de juros foi bastante aquém da queda nas taxas de inflação, resultando em juros reais elevados em relação aos internacionais, o que, a propósito, seria o cerne, por um lado, do controle ao crédito e conseqüentemente à demanda agregada e, por outro lado, viabilizaria a administração cambial.

Por sua vez, o cenário internacional quando da implementação do *Real* era de elevada liquidez e de reingresso, pós-Plano *Brady*, dos países em desenvolvimento nos mercados financeiros externos. Assim sendo, as altas taxas de juros fizeram a abertura financeira valer, sendo um engodo à ampliação da oferta de divisas no País e forçando a sobrevalorização cambial que se prolongaria de julho de 1994 a janeiro de 1999. Se a valorização do *Real* conseguiu consolidar a taxa de câmbio como âncora da política monetária pela referência de valor que a moeda estrangeira conferiu à moeda nacional e pelo efeito psicológico sobre a população – que acreditou na manutenção da reserva de valor do *Real* pela sua elevada cotação frente à principal moeda do mundo –, ela, ao mesmo tempo, também colocou em efetividade a abertura comercial, causando, porém, um significativo déficit corrente (em 1994 e 1995, segundo dados do Ipeadata (2011), houve déficits correntes equivalentes a 0,33% e 2,66% do PIB, respectivamente).

Com tal desequilíbrio na geração de dólares próprios, o País precisou manter a administração cambial aproveitando-se dos fluxos internacionais de capital financeiro. A manutenção de elevado diferencial de juros reais dedicou-se à promoção da atratividade da conta capital, premiando o risco que os capitais internacionais especulavam para aqui investirem. Nestas condições, a taxa de juros responsabilizou-se pelo equilíbrio do balanço de pagamentos, fundamental para a continuidade da composição de reservas internacionais que financiassem a administração da taxa de câmbio.

O problema é que o câmbio não depende somente da AM e em um contexto em que não há geração de dólares próprios, a taxa de câmbio é condicionada principalmente pelas especulações dos agentes no mercado cambial sobre o comportamento futuro dos ativos passíveis de investimento no resto do mundo. Keynes, desde 1940, argumentava que um país com déficit de transações correntes – portanto, com necessidade de financiar seu balanço de pagamentos – tem que impor controle sobre os fluxos financeiros internacionais, pois, caso contrário, deixará sua política monetária refém dos movimentos especulativos dos investidores estrangeiros. Nas palavras de Keynes (1980b, p.276), “não podemos ter esperança de controlar as taxas internas de juros, se os movimentos de recursos de capital para fora do país forem ilimitados”. O Brasil, ao escolher o regime monetário de âncora cambial

numa estrutura econômica de fluxos de capital praticamente ilimitados, e incorrendo em déficit em transações correntes, perdeu a autonomia de estipular a taxa de juros de sua política monetária especificamente a fim do controle da liquidez e/ou da promoção do crescimento econômico. Fez-se proveitoso citar as palavras de Keynes acima, pois a taxa de juros do Brasil passou a ser conduzida a reboque dos fluxos internacionais de capitais.

A dinâmica dos juros básicos⁸⁷ pode ser conferida, entre agosto de 1994⁸⁸ e dezembro de 1999, no Gráfico 4, abaixo. Os Gráficos 5 e 6, a seguir, apresentam, para o período 1994/1999, os saldos das transações correntes, da conta financeira e dos investimentos direto externos, além do estoque de reservas internacionais e a taxa de câmbio entre o *Real* e o *Dólar*.

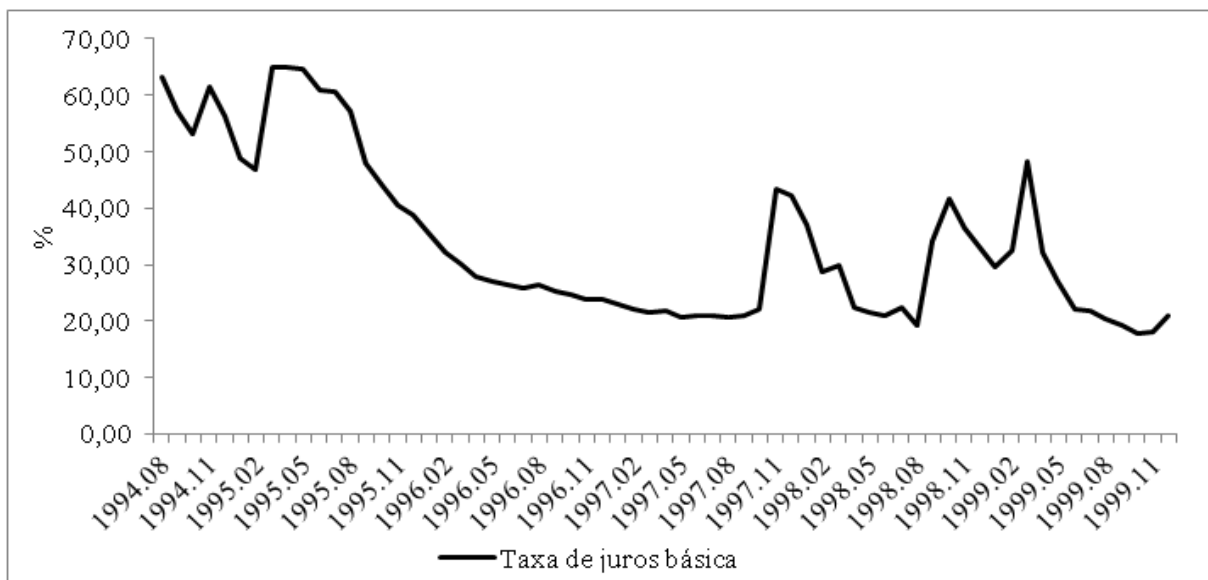


Gráfico 4 - Taxa de juros básica nominal anualizada da economia brasileira (Over/Selic e Tban), agosto de 1994 a dezembro de 1999, mensal (%)

Fonte: Elaboração própria baseada em dados de Ipeadata (2011).

Nota: Entre dezembro de 1996 e março de 1999, calcularam-se os juros pela Tban, então taxa de juros básica da economia brasileira. Para todos os outros meses a taxa de juros básica foi a Over/Selic.

Embora com redução de nível no período, saindo de uma média de 54,82%, entre 1994 e 1995, para 26,83%, de 1996 a 1999, o patamar médio da taxa de juros correspondeu a 34,15% ao ano, no período 1994/1999. O diferencial de juros fez com que o País conseguisse manter a administração cambial financiado pela conta financeira, uma vez que a geração de dólares próprios foi negativa em todo o período e que o investimento direto externo não foi

⁸⁷ Como o Brasil deteve duas diferentes denominações para a sua taxa de juros básica no período 1994/1999, quais sejam, Taxa Bancária (Tban), entre dezembro de 1996 e janeiro de 1999, e taxa Selic, até dezembro de 1996 e após janeiro de 1999, opta-se por utilizar a denominação *taxa de juros básica*, ao longo desta subseção.

⁸⁸ Em julho de 1994, a taxa de juros nominal da economia brasileira equivalera a 122,0% (IPEADATA, 2011), ainda sob os resquícios dos elevados juros nominais do período inflacionário. Para não distorcer a escala do Gráfico 4, este dado não foi nele inserido, embora o *Real* fosse a moeda brasileira.

uma variável fundamental ao acúmulo de reservas internacionais e à sustentação do câmbio administrado. Diferentemente do preconizado pelos propositores do Plano Real, a promoção de investimentos produtivos no País não foi tão relevante quanto os investimentos financeiros ingressos na conta financeira do balanço de pagamentos. Inclusive, a entrada mais massiva de capitais em investimento direto ocorreu no período mais intenso de privatizações, entre 1997 e 1999. Mesmo com um influxo maior neste período, os recursos aportados foram bastante inferiores aos que refluíram, tanto pela conta financeira quanto pelas transações correntes, de tal sorte que as reservas internacionais não se sustentavam pelo investimento direto.

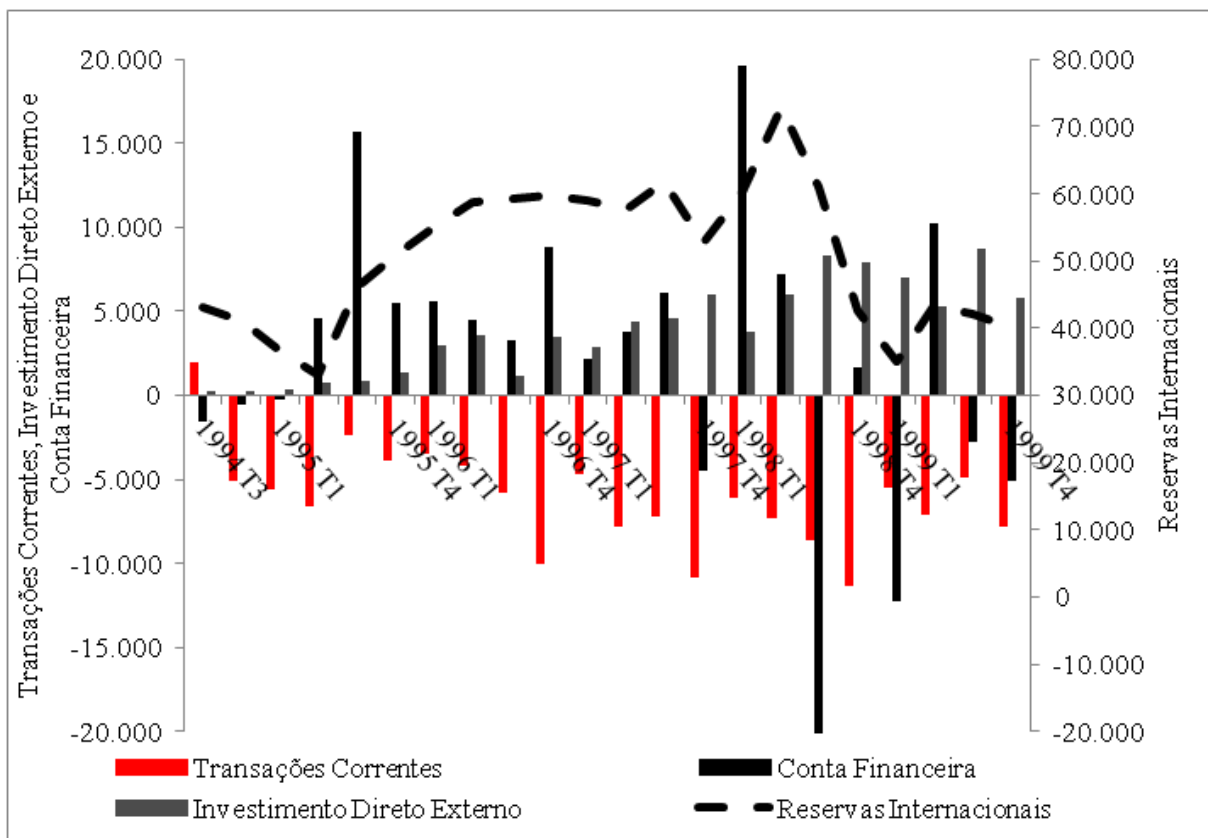


Gráfico 5 - Balanço de pagamentos: transações correntes, conta financeira, investimentos diretos externos e reservas internacionais, 1994 a 1999, trimestral (US\$ milhões)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Nota: Saldo da conta financeira subtraídas as contas capital e investimento direto externo.

A partir deste panorama geral sobre o balanço de pagamentos brasileiro, a utilização dos juros para a administração cambial entre o terceiro trimestre de 1994 e o último de 1998 foi bem sucedida, dada a constância da taxa de câmbio no referido período (Gráfico 6). Saliente-se que uma das poucas mudanças na condução da política econômica na vigência do Plano Real foi, em fins de 1994, quando da crise do México, uma ligeira flexibilização no regime cambial que estabeleceu minidesvalorizações no interior de bandas cambiais – “à la

crawling peg” (FERRARI FILHO, 2002, p.10). Porém, as minidesvalorizações foram ínfimas. Não se desvalorizou a taxa de câmbio a ponto de viabilizar um equilíbrio estrutural do balanço de pagamentos, capaz de favorecer a criação de dólares próprios em nível suficiente para sustentar, intertemporalmente, a administração cambial, como expressa o contínuo déficit em transações correntes. Aliás, fica patente, no Gráfico 6, a mudança do regime cambial brasileiro ocorrida em janeiro de 1999 com a desvalorização cambial, que aconteceu mesmo defronte um aporte mais massivo de investimento direto externo no período, o que corrobora a importância dos fluxos de capitais financeiros para o regime monetário brasileiro de então.

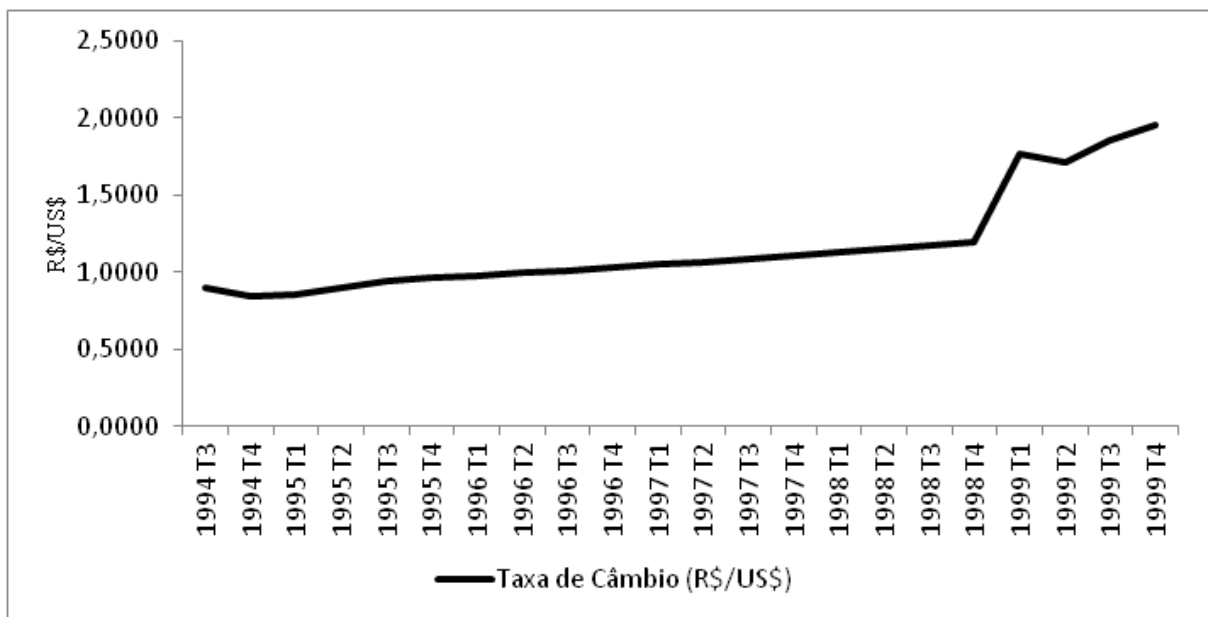


Gráfico 6 - Taxa de câmbio, terceiro trimestre de 1994 a quarto trimestre de 1999, trimestral (R\$/US\$)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Os Gráficos 4 e 5 apresentam, aliás, os dois referidos momentos da economia mundial entre 1995 e 1999. Por um lado, há o subperíodo de liquidez internacional entre 1995 e 1996, em que a melhoria na confiança dos agentes no mercado internacional permitiu uma constância nos influxos de capitais financeiros e a acumulação de reservas cambiais mesmo com redução, dentro de patamares elevados, da taxa de juros básica. Por outro lado, no subperíodo que se estende da eclosão da crise asiática em meados de 1997 até 1999, teve-se a preferência pela liquidez dos agentes, ocasionando forte volatilidade no fluxo internacional de capitais, forçando o aumento da taxa de juros básica pela AM e culminando, em última instância, na crise brasileira que levou à derrocada do regime monetário de âncora cambial.

Atendo-se inicialmente ao subperíodo de liquidez internacional, entre 1995 e 1996, o influxo de capitais externos conferiu ao País captação de poupança externa em nível superior ao déficit em transações correntes, consoante mostra o Gráfico 5. O BCB pode, então, comprar reservas internacionais em grande escala, saindo de US\$ 36,0 bilhões em 1995 para US\$ 62,0 bilhões no terceiro trimestre de 1997. Entretanto, a contrapartida do acúmulo de reservas internacionais é a ampliação da base monetária. Nas palavras de Samohyl e Meurer (1997, p. 20),

[...] a acumulação de reservas constitui um considerável custo, porque tem de haver uma contrapartida monetária interna; a maior entrada de divisas que saída gera necessariamente a emissão de moeda pelo Banco Central. Caso a contrapartida do acúmulo de reservas entre na circulação monetária, aumentará o nível de liquidez da economia e se manifestará no aumento dos preços.

A expansão da base monetária é um potencial estímulo à demanda agregada e, neste sentido, é um risco à estabilidade monetária. A solução para o problema de emissão monetária devida ao ingresso de divisas ocorre pela compressão do fator condicionante da expansão da base, isto é, pela esterilização monetária, via venda de títulos públicos. Embora se tenha a emissão de dívida mobiliária federal (DMF), o endividamento líquido não deveria alterar-se, pois a esterilização é, fundamentalmente, o lançamento de um passivo em troca do acúmulo de um ativo. Portanto, os mecanismos de transmissão da acumulação de reservas sobre as despesas financeiras dependem do perfil dos títulos emitidos para a esterilização do *hot money*.

Um primeiro elemento a caracterizar os títulos de dívida é a taxa de juros básica, pois ela é a referência de retorno dos papéis utilizados nas operações de *open market* da política monetária e daqueles emitidos para a cobertura das NFSP. Caso outros indexadores, tais como índices prefixados ou de inflação, não tenham remuneração equivalente à taxa de juros, eles não são demandados, pois representam um custo de oportunidade ao credor do setor público. Assim sendo, a tendência do custo da DMF é acompanhar a taxa de juros básica. Quando esta se encontra elevada, há um alto custo da referida dívida, mesmo nos momentos em que a taxa de juros não é o indexador majoritário dela. Outra característica a definir o perfil dos títulos é o prazo. Herança, não combatida pelo Plano Real, do período de elevada inflação, em que o receio de perda de poder de compra por parte dos credores do setor público impedia contratos de médio e longo prazos, os títulos de dívida no Brasil caracterizavam-se pela curtíssima maturidade.

Neste contexto, a Tabela 6, a seguir, apresenta o perfil da DMF brasileira, em termos de indexadores, de custo e prazo médios, para o período 1995/1999. A Tabela deixa claro que a DMF caracterizou-se por uma elevada remuneração em curto prazo. Atendo-se ao subperíodo 1995/1996, o prazo médio da dívida mobiliária foi de 6,96 meses em 1995⁸⁹ e de 2,95 meses em 1996. Destaque-se, neste ano, que os títulos do BCB duravam menos de um mês em mercado, explicitando a necessidade de retirada de liquidez da base monetária.

Tabela 6 - Dívida mobiliária federal: prazo e custo médios, indexação à taxa de juros básica, ao câmbio e a índices prefixados, 1995 a 1999, anual

Ano	Prazo médio (meses)			Indexação taxa de juros (%/DMF)	Indexação prefixados (%/DMF)	Indexação câmbio (%/DMF)	Custo médio (%)
	Títulos do BCB	Títulos da STN	Prazo médio				
1995	n.d.	6,36	6,36	29,64	34,76	7,71	46,10
1996	0,97	4,92	2,95	22,00	57,38	7,90	25,70
1997	3,08	6,74	4,91	20,46	56,62	11,64	22,50
1998	3,85	7,35	5,60	47,44	29,08	18,22	28
1999	6,95	7,82	7,39	61,51	8,00	26,06	19,80

Fonte: Elaboração própria a partir de Silva *et alii* (2009, p.475) e Séries Temporais do BCB (2011), Pinheiro (2000, p.16) e STN (1999, p.15).

No que tange aos indexadores, entre 1995 e 1996, títulos com remuneração prefixada eram predominantes, condicionados pelo momento de maior liquidez em vigor até meados de 1997. Por sua vez, a taxa de juros respondeu por aproximadamente 30,0% da DMF em 1995 e 22,0% em 1996, enquanto que os indexados ao câmbio equivaleram, nestes anos, a 7,70% e 7,90%. Embora não fosse o indexador majoritário da DMF, a elevada taxa de juros básica implicou-lhe um custo médio de 46,1% em 1995 (quando a taxa de juros básica equivaliu a 53,4% ao ano) e de 25,7% em 1996, (quando a taxa de juros básica anual reduziu-se a anuais 27,46%).

Tais títulos públicos de elevada remuneração em curto prazo foram utilizados, como mostra a Tabela 7, para operações *go around* da política monetária que, em 1995, retiraram aproximadamente R\$ 15,0 bilhões do *hot money* defronte operações com o setor externo, que implicaram uma expansão semelhante nos níveis de liquidez. Naquele ano, os fluxos de operações com títulos públicos para política monetária alcançaram colocações de R\$ 290,0 bilhões e R\$ 275,0 bilhões em resgates. Em 1996, a rotina de esterilização continuou, porém com um maior ímpeto contracionista. Colocaram-se fluxos de aproximadamente R\$ 400,0

⁸⁹ Não há dados de prazo médio para os títulos emitidos pelo BCB para 1995, o que provavelmente amplia, indevidamente, o prazo médio no referido ano e explica a distância entre ele e o ano de 1996.

bilhões em títulos públicos, que retiraram algo em torno de R\$ 30,0 bilhões de base monetária, face a uma expansão de R\$ 10,0 bilhões causada pelo acúmulo de reservas.

Tabela 7 – Fatores condicionantes da base monetária: operações com o setor externo e com títulos públicos federais, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões)

Operação/Ano	1995	1996	1997	1998	1999
Operações com o setor externo	14.900	9.988	-9.050	-21.429	-14.878
Operações com títulos públicos federais	- 14.604	- 29.260	21.867	28.172	35.289
Colocações	290.172	438.300	322.122	2.842.847	1.925.207
Resgates	275.568	409.041	343.988	2.871.019	1.960.496

Fonte: Elaboração própria baseada em Boletins do BCB (vários anos).

Notas: Valores acumulados no ano. As operações com títulos públicos federais contemplam os mercados primário e secundário.

O endividamento público criado para a esterilização de liquidez implicou um “*negative carry*” (Kregel, 1999, p.27), ao Tesouro Nacional, agente financiador da política monetária. As despesas financeiras diretamente decorrentes da política monetária explicam parcela dos aproximadamente R\$ 49,0 bilhões de juros nominais pagos pelo setor público em 1995 e dos R\$ 45,0 bilhões pagos em 1996, expressos na Tabela 8, abaixo, que explicita a trajetória das despesas financeiras entre 1995 e 1999. Pode-se ver que, mesmo com a redução do custo médio da DMF entre 1995 e 1996, a forte contração monetária neste ano, manifesta pelo volume de fluxos de títulos públicos apresentado na Tabela 7, resultou em uma queda modesta no pagamento de juros.

Mesmo se ampliando as operações com títulos públicos entre 1995 e 1996, as amortizações apresentam pouca variação no subperíodo, remontando a R\$ 15,9 bilhões em 1995 e a R\$ 16,3 bilhões em 1996. Indica-se, assim, que o nível de refinanciamento da dívida pública foi elevado, o que revela a necessidade de se manter o controle da liquidez. O valor do refinanciamento da dívida do governo central, diga-se de passagem, ao alto custo dos juros a pressionar as despesas financeiras, equivaleu a R\$ 87 bilhões em 1995 e R\$ 109 bilhões em 1996, segundo STN (2011a).

Tabela 8 - Despesas públicas financeiras, 1995 a 1999, anual (R\$ milhões)

Despesa/Ano	1995	1996	1997	1998	1999
Despesa financeira	64.644	61.339	105.531	111.389	165.252
Juros nominais	48.750	45.001	44.923	72.592	127.244
Amortização	15.894	16.329	60.565	38.765	37.927
Encargos da dívida pública federal	0	9	43	32	81

Fonte: Elaboração própria baseada em STN (2011a) e Ipeadata (2011).

Nota: Valores acumulados no ano.

O regime de âncora cambial no subperíodo de liquidez internacional, portanto, acabou impingindo um peso à política monetária. Os elevados juros que premiavam os riscos dos capitais internacionais de no Brasil investirem eram, a reboque, a referência de custo da dívida doméstica lançada para o controle da liquidez. Como o custo da política monetária materializa-se no resultado fiscal, a estabilidade monetária nos anos de liquidez internacional ampliou as despesas financeiras e fragilizou as finanças do setor público a ponto de implicá-las dois dos três piores resultados do IFFSPB 1995/1999, 0,20 em 1995 e 0,18 em 1996.

Levando-se em conta que o resultado fiscal não financeiro do governo central, responsável pela DMF, foi superavitário em 1995 e em 1996⁹⁰, é difícil apontar que os gastos não financeiros explicam o crescimento da DMF. Os argumentos que denotam os gastos não financeiros como responsáveis pelo desajuste fiscal do setor público apenas encontram aderência nos fatos para estados e municípios. Entre 1995 e 1996, estas duas esferas subnacionais acumularam resultados negativos de aproximadamente R\$ 5,4 bilhões, o que contribuiu para a trajetória ascendente da DLSP. Embora impactante sobre a DLSP, o desequilíbrio orçamentário de estados e municípios alcançou valores módicos quando comparados, por exemplo, ao volume de títulos públicos transacionados pela política monetária em 1995 e em 1996, ressalte-se, caracterizados por um custo médio anual de, respectivos, 46,1% e 25,0%.

Giambiagi e Álem (1999) chegam a apontar o problemático perfil de curto prazo da DLSP como redundante em ônus às finanças públicas. Contudo, os autores argumentam que a solução seria a ampliação do superávit primário, porquanto estabilizaria a relação DLSP/PIB e permitiria a melhoria do perfil da dívida. Todavia, o perfil da dívida não dependia da dinâmica das contas públicas não financeiras. Ele se relacionava com os movimentos de capitais internacionais que permitiam a administração cambial, cerne da política monetária. Isto fica claro quando o momento histórico torna-se de iliquidez internacional.

O referido período de iliquidez iniciou-se em julho de 1997 e diferiu-se até 1999. Os primeiros sinais de uma iminente crise que se espargiria, como de fato ocorreu, por todo o leste asiático e seus mercados financeiros extremamente integrados, ecoaram pelo mercado global quando a Tailândia anunciou que não mais conseguiria manter sua política de administração cambial. No Brasil, os mecanismos de transmissão da política monetária de âncora cambial às despesas financeiras da política fiscal não mais seriam determinadas pelo excesso de divisas, mas pela escassez. Os Gráficos 4 a 6 e as Tabelas 6, 7 e 8 manifestam as

⁹⁰ Conforme se pode observar na Tabela 1.

dificuldades pelas quais passou a economia brasileira, e serão, portanto, reportadas na continuidade da análise.

Pois bem, a AM estava ciente da situação delicada em que se encontrava o mercado internacional, como atesta Gustavo Franco (2004)⁹¹, “os problemas começaram com as crises da Ásia, em 1997, e da Rússia, em 1998”, mesmo assim, “naquele momento, eu ainda achava que não era preciso desvalorizar. Como 94, 95, 96 e mesmo 97 haviam sido anos bons, desvalorizar era como colocar um casaco em pleno verão”. Desta maneira, para manter a ancoragem cambial a AM não hesitou em persistir na estratégia de atrair capitais financeiros externos por meio da taxa de juros. Ao conservar a política monetária a reboque da preferência pela liquidez dos agentes em um momento de preferência pela liquidez, a decisão dos *policy makers* foi a de manter a economia brasileira sujeita a alterações decorrentes de, consoante Kregel (1999, p.28),

[...] uma mudança no diferencial de juros internacionais, um choque externo, alguma fraqueza na taxa de câmbio, ou uma borboleta batendo suas asas em Galápagos, pode causar mudanças nas avaliações dos investidores internacionais sobre o sucesso da política de estabilização, conduzindo a um declínio e, posteriormente, a uma súbita reversão nos fluxos internacionais de capitais.

A “súbita reversão nos fluxos internacionais” adveio a partir do terceiro trimestre de 1997 e concretizou aquilo a que Kregel (1999, p.28) chamou “insustentável combinação de políticas”, derivada da impossibilidade de se preservar a política monetária ancorada à administração cambial em um cenário de ausência de controle de capitais, déficit em transações correntes, preferência pela liquidez em nível internacional e fragilização fiscal.

Ao perceberem o cenário fragilizado em que se encontrava a economia brasileira, os capitais internacionais passaram a percepções cada vez mais desconfiadas sobre a capacidade de o Brasil sustentar seu regime de câmbio administrado. Esta percepção sobre uma combalida condição econômica brasileira é apresentada no Gráfico 4, a partir do terceiro trimestre de 1997, pelo comportamento extremamente volátil que a taxa de juros passou a deter, respondendo aos revezes dos fluxos internacionais de capital, ilustrado pelo Gráfico 5. Este mesmo Gráfico mostra, enfim, que as reservas internacionais acumuladas pelo BCB declinam, em 1998, tão vertiginosamente quanto o refluxo dos capitais financeiros

⁹¹ Entrevista concedida a Revista Istoé, Seção Dinheiro, em 23 de junho de 2004. Por ter sido consultada a versão “online”, não há paginação. O documento original pode ser consultado em: <http://www.vidanoazul.com.br/Entrevista%20com%20Gustavo%20Franco.htm>. Para mais, veja: Franco (2004).

internacionais, posto que elas não eram, de fato, recursos de residentes, mas poupança externa.

Tão reveladora deste processo de súbita reversão dos fluxos internacionais quanto os Gráficos supracitados é a Tabela 6. Ela mostra que, a partir de 1997, as operações com o setor externo passaram a ser um fator de compressão da base monetária, explicitando a corrida contra o *Real*. Por sua vez, a ampliação no volume de operações com títulos públicos expõe que as operações com títulos não mais serviam à esterilização do *hot money*, mas eram o caminho pelo qual a AM conseguia manter capitais internacionais no País. Quanto mais forte o refluxo de capitais internacionais, mais a AM precisava operar com títulos de dívida, intentando, assim, conseguir poupança externa para preservar a âncora cambial e manter a liquidez no sistema financeiro, afetado pela corrida contra o *Real*.

O País precisava dos capitais internacionais e, para consegui-los, precisou premiar a preferência pela liquidez dos credores internacionais. Estes, ao especularem contra a economia brasileira, conseguiram construir o cenário que desejavam em termos da remuneração de seus investimentos financeiros, uma vez que lhes era sabido que suas poupanças externas eram fundamentais para a manutenção do regime monetário brasileiro. Conforme expressa o Gráfico 4 e a Tabela 6, por dois meios a AM respondeu à precificação da preferência pela liquidez dos investidores internacionais.

Por um lado, a taxa de juros básica voltou a se elevar a partir de fins de 1997, em relação ao (elevado) patamar de 1996. A taxa de juros da economia brasileira alcançou 42,0% em dezembro de 1997, 42,5% em outubro de 1998 e 48,2% em março de 1999. Em média, contudo, seus valores foram menores do que os valores localizados nestes meses, equivalendo a 25,0% em 1997, 29,0% em 1998 e 25,85% em 1999. Ao passo em que a taxa de juros retomou sua trajetória de elevação, a participação dela como indexador da DMF ampliou-se de 20,46% em 1997 a 61,50% em 1999.

Por outro lado, na medida em que as reservas internacionais do País declinaram e ampliou-se a iminência de uma crise cambial, os capitais internacionais requereram que a AM remunerasse o risco cambial de seus investimentos. Para tanto, os cupons cambiais, títulos públicos com *hedge cambial* pela remuneração ser indexada à variação da taxa de câmbio, tornaram-se paulatinamente parte importante da dívida mobiliária federal e *pari passu* converteram-se em importante fator financeiro de pressão fiscal. A Tabela 6 manifesta que a indexação à variação da taxa de câmbio saltou de 11,64% da DMF em 1997 para 26,06% em 1999.

Por sua vez, o prazo médio da DMF expandiu-se de 4,91 meses em 1997 para 7,39 em 1999, mostrando que, de fato, a AM não mais se preocupava em retirar moeda de circulação, mas se dedicava a tentar manter poupança externa no País. O custo médio da DMF, por fim, elevou-se de 22,5% em 1997 para 28,0% em 1998. Em 1999, em função da queda na taxa de juros básica, viabilizada pela alteração dos regimes cambial e monetário, a DMF deteve seu menor custo médio do período 1995/1999, 19,82%.

Estes dados manifestam duas evidências. Primeiramente, eles explicitam que a taxa de juros básica respondia não a despesas não financeiras, mas à necessidade de captação de poupança externa. Saiu-se em 1997 do maior déficit primário do período 1995/1999, para um superávit, em 1998. Mesmo assim a taxa de juros foi elevada entre um ano e outro. A redução da taxa de juros entre 1998 e 1999 poderia contradizer a tendência inferida. Porém, pelo contrário, corrobora-a. Em janeiro de 1999, a taxa de juros deixou de ser o meio de se equilibrar o balanço de pagamentos, pois a política monetária de âncora cambial foi abandonada, não sendo mais necessário atrair capitais externos. Neste particular, a taxa de juros pôde ser instrumentalizada em patamares menores.

Em concomitância, os dados mostram que a resposta da AM ao cenário econômico controvertido do subperíodo 1997/1999 ocorreu no sentido de oferecer aos credores internacionais a possibilidade de eles arbitrarem a magnitude de seus ganhos, ao lhes serem ofertados títulos públicos que, em última instância, pagariam remuneração (tanto em termos dos juros bem como da variação do câmbio) equivalente à suas ações especulativas contra a economia brasileira. A partir da teoria da probabilidade de Keynes, o conjunto de conhecimento direto detido pelos credores internacionais era demasiado amplo – taxa de juros elevadas, *hedge cambial*, necessidades de poupança externa para a manutenção da administração cambial – a ponto de induzi-los a especularem contra o País. Por sinal, pesou no argumento dos credores o fato de o Brasil ter assinado, meses antes da crise em janeiro de 1999, um acordo de empréstimo de regularização capitaneado pelo FMI⁹², o que conferiu à crença racional dos agentes pouca desconfiança em relação a um possível *default* brasileiro.

O ex-presidente do BCB, entre janeiro e junho de 1995, Pérsio Arida, sintetiza o interesse dos agentes do mercado financeiro: “cansei de ver gente no governo [...] que ignora que os agentes do outro lado do balcão estão pensando o tempo todo em como arbitrar diferenças” (*apud* BIDERMAN *et ali*, 1996, p.325). A opção de se exercitar uma política

⁹² O acordo foi fechado por Brasil e FMI, porém o financiamento de US\$ 43,0 bilhões foi desembolsado pelo Banco de Compensações Internacionais, Banco Mundial, Banco Interamericano de Reconstrução e Desenvolvimento e Japão, além do referido Fundo. Para mais veja: Abreu e Werneck (2005).

monetária não autônoma frente aos agentes que queriam *arbitrar diferenças* justificam-se porque, em 1999, 26,0% da DMF eram cupons cambiais e outros 60,0% indexavam-se à taxa de juros. Ao passo em que a taxa de juros anual em 1999 foi de 25,85% e o câmbio desvalorizou-se em 59,0% entre as médias de 1998 e de 1999, explica-se o vertiginoso aumento das despesas financeiras com os juros nominais, de R\$ 45,0 bilhões em 1997 para R\$ 72,5 bilhões em 1998 e R\$ 127,2 bilhões em 1999, ou seja, aumentos respectivos de 61,0% entre 1997 e 1998 e de 75,0% entre 1998 e 1999, e de impressionantes 182,0% de 1997 a 1999.

As amortizações, por sua vez, configuraram dispêndios em menores montantes do que os juros nominais. O maior estoque de amortização pago pelo setor público foi em 1997, R\$ 60,5 bilhões, por conta do processo de renegociação das dívidas de estados e municípios. Em 1998 e em 1997, elas perfizeram gastos de R\$ 38,7 e de R\$ 37,9 bilhões, respectivamente. Em contrapartida, houve substancial refinanciamento da dívida pública, principalmente no governo central, que acumulou rolagem de R\$ 134,5 bilhões em 1997, R\$ 196,7 bilhões em 1998 e R\$ 269,2 bilhões em 1999, segundo dados de STN (2011a). Montantes relativamente pequenos de amortizações frente à dívida pública e refinanciamentos crescentes indicam, por um lado, quão importantes foram os fluxos de dívida mobiliária para a consecução das intenções da política monetária. Por outro lado, os dados ilustram como as condições de fragilidade fiscal do País à época impediam que ele fizesse frente à sua dívida pública.

Essencialmente, foi por meio do lançamento de dívida pública que se trouxeram divisas ao País, porém, a um custo demasiado alto, que conforma o “preço” pago pelas finanças públicas ao capital estrangeiro, mantenedor do regime monetário de âncora cambial. De fins de 1998 em diante sacramentou-se que o referido “preço”, isto é, a despesa financeira do setor público, seria equivalido, a bem do equilíbrio orçamentário, por meio da obtenção de resultados não financeiros superavitários, de acordo com o que se ratificou no memorando de política econômica do Ministério da Fazenda, de 13 de novembro de 1998, para a tomada do empréstimo capitaneado pelo FMI:

[...] a conta capital foi submetida a forte pressão em agosto de 1998, na esteira da crise na Rússia. A resposta inicial do governo foi a de adotar uma série de medidas administrativas e fiscais a fim de relaxar os controles existentes sobre as entradas de capital. [O governo], a seguir, restringiu a política fiscal realizando cortes nos gastos orçamentários federais [...] [e] a adoção de uma meta obrigatória para o superávit primário do governo federal. Este aperto fiscal foi complementado por sucessivos aumentos na

taxa de empréstimo do Banco Central e da taxa de juros *overnight*, a qual alcançou 42,5% em outubro passado (BRASIL, 1998)⁹³.

Consagrou-se, portanto, que o ajuste orçamentário recairia sobre as despesas não financeiras – aliás, como já era o usual, mesmo que sem regramento formal, no PAI, no FSE, no FEF –, enquanto que as despesas financeiras não seriam tratadas como problemáticas e, assim, nenhuma ação sobre elas seria aventada a bem do equilíbrio fiscal. Ou seja, não se questionaram as despesas financeiras e não se propuseram medidas para impedir que elas crescessem e pressionassem o orçamento público. Pelo contrário. Consoante citação acima, as Autoridades Econômicas tomaram medidas no sentido de “*relaxar os controles existentes sobre o influxo de capital*”, desconsiderando os impactos sobre as finanças públicas que adviriam. Desta maneira teceu-se, por um lado, a crise que implicaria o abandono do regime monetário de âncora cambial, em janeiro de 1999, e, por outro lado, os elevados custos fiscais ilustrados no Gráfico 7, abaixo, pelo salto das trajetórias das séries de juros nominais e necessidades nominais de financiamento do setor público entre 1997 e 1999.

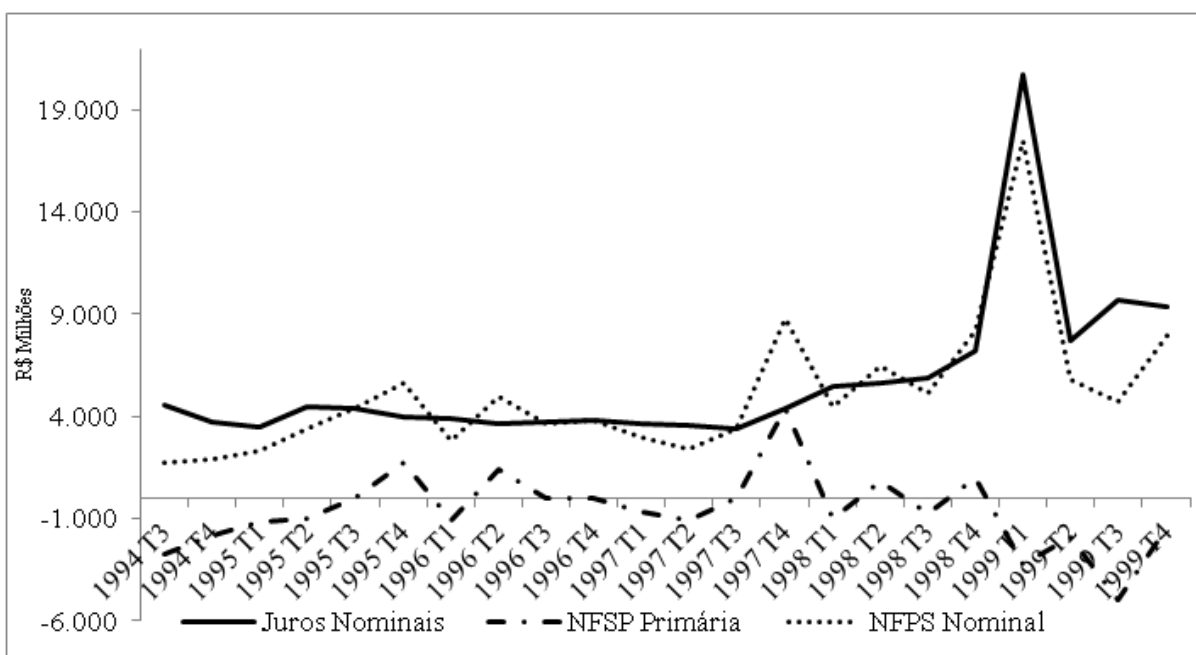


Gráfico 7 - Juros nominais e necessidade de financiamento do setor público, nominal e primária, terceiro trimestre de 1994 a 1999, trimestral (R\$ milhões)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Nota: Média, por trimestre, dos valores mensais.

Não somente 1998 e 1999 foram anos de despesas financeiras desestabilizadoras do orçamento público, como manifesta o Gráfico 7, como em todos os anos do período

⁹³ Citação do memorando de política econômica do Ministério da Fazenda, de 13 de novembro de 1998. Por ter sido consultada a versão “online”, não há paginação. O documento original está disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/fmimpe01.asp>. Para mais, veja: BRASIL (1998).

1994/1999 há déficit nominal, isto é, há déficit decorrente dos juros nominais incorridos pelo setor público. Este argumento pode ser sustentado por meio dos próprios conceitos de necessidades de financiamento do setor público, primária e nominal. Por se relacionar às variáveis não financeiras, o resultado primário diz respeito à política fiscal em um momento t , excluídos os dispêndios com juros nominais. Estes, por sua vez, decorrem da política monetária no período t e de déficits públicos de $t-1$. A variável nominal, enfim, dá conta do resultado primário em t acrescido do pagamento de juros nominais em que o setor público incorreu no próprio momento t .

Neste particular, são válidas informações sobre os resultados primários anteriores a 1994, que não constam no Gráfico 7. Segundo Ipeadata (2011), as NFSP primárias, entre 1985 e 1994, foram deficitárias apenas em 1987 e 1989. Entre 1990 e 1993, houve superávit primário de 2,8% do PIB, em média anual. Isto significa que o resultado primário não implicou aumento da DLSP até 1994. Após 1994, o Gráfico 7 expressa que também houve predominância de resultados primários superavitários entre o terceiro trimestre de 1994 e dezembro de 1999. Portanto, os resultados não financeiros anteriores ao início do Plano Real não podem ser penalizados como promotores dos déficits nominais ao longo de 1994/1999.

Porém, mesmo os desequilíbrios não financeiros de 1996 e 1997 não justificam a significativa expansão do endividamento público, posto que detiveram valores modestos quando comparados ao endividamento público lançado para a sustentação do regime monetário, seja para a esterilização da base monetária entre 1995/1996, seja para a captação de poupança externa em todo o período 1994/1998. Os custos diretos da política monetária e seus efeitos desestabilizadores do orçamento público explicam porque 23,0%, em média, de todas as despesas do setor público no período 1995/1999 relacionaram-se a serviços e amortizações⁹⁴ da dívida pública. Ademais, os referidos custos justificam os motivos que levaram ao crescimento das despesas financeiras à taxa média de 30,20% ao ano, fazendo com que em 1999 as despesas financeiras representassem 28,0% das despesas públicas no País⁹⁵.

Cabe enfatizar que a postura de se ajustarem as variáveis não financeiras à guisa do equilíbrio orçamentário traduziu-se em constituir um caráter deliberadamente pró-cíclico à política econômica, conforme exprimem três fatores. Primeiro, os superávits primários obtidos em 1995, 1998 e 1999 não foram destinados ao custeio de investimentos produtivos,

⁹⁴ Excluído o ano de 1997, em que a renegociação das dívidas dos estados implicou-lhes um elevado pagamento de amortizações, o que poderia superestimar os gastos financeiros.

⁹⁵ Para ilustrar como os gastos financeiros foram elevados, as despesas financeiras somadas corresponderam a 73,0% das despesas não financeiras de estados e municípios no período em tela.

ao molde de um orçamento de capital keynesiano, mas ao equilíbrio dos gastos financeiros. Segundo, a participação dos investimentos públicos nas despesas totais do governo central, principal ente do setor público e maior conformador de poupança pública não financeira, declinou de 4,0% em 1995 e em 1996 para 3,0% de 1997 a 1999. Em contraste, o crescimento econômico médio anual foi equivalente a 3,29% entre 1995 e 1996 e a 1,22% entre 1997 e 1999. Ou seja, reduziu-se a participação da despesa com investimento à medida que arrefeceu a dinâmica de expansão do PIB. O IFFSPB expressa bem a situação casuística: alcançam-se os melhores resultados, ou seja, as menores fragilidades financeiras do setor público, em 1998 (0,28) e 1999 (0,40), anos de crise e excessivos dispêndios financeiros e poupanças primárias. Por fim, o último fator diz respeito ao desestímulo que a política monetária configurou ao investimento produtivo em função de a sua taxa de juros básica equivaler a mais de 30,0% ao ano entre 1995 e 1999. Isto significou ao empresário, notadamente nos anos de exacerbada preferência pela liquidez tal como 1998, um alto custo de oportunidade ao investimento produtivo.

Outro fator que influenciou a dinâmica da DLSP foi o ajuste patrimonial, que, teoricamente, pode ser realizado pelas seguintes maneiras: (i) ajuste cambial da dívida externa, (ii) ajuste da dívida interna indexada ao câmbio, (iii) reconhecimento de passivos contingentes⁹⁶ e (iv) privatizações, as quais, todavia, possuem impactos redutores sobre a DLSP. Importante salientar que o ajuste patrimonial impacta o estoque do endividamento público, independentemente do resultado do orçamento fiscal. A Tabela 9, a seguir, apresenta os dados do ajuste patrimonial da DLSP para o período 1996/1999. Não se apresenta o ano de 1995, clarifique-se, pela indisponibilidade de séries⁹⁷.

⁹⁶ Existem diversas definições de passivos contingentes. Pêgo Filho e Pinheiro (2004, p.9) denotam que, para o BCB, passivos contingentes são “dívidas do setor público, geradas no passado, que já produziram impacto macroeconômico”, enquanto que para a Lei de Diretrizes Orçamentária, eles são “dívidas cuja existência depende de fatores imprevisíveis”. Para um debate aprofundado sobre os passivos contingentes, veja: Pêgo Filho *et alii* (1999) e Pêgo Filho e Pinheiro (2004).

⁹⁷ As duas referências citadas na nota acima, quais sejam, Pêgo Filho *et alii* (1999) e Pêgo Filho e Pinheiro (2004), que tratam especificamente do ajuste patrimonial após a implementação do *Real*, também não apresentam dados para o ano de 1995.

Tabela 9 - Ajuste patrimonial da DLSP, 1996 a 1999, anual (R\$ milhões)

Ajuste/Ano	1996	1997	1998	1999
Ajuste Patrimonial	15.765	-12.394	9.215	74.425
Ajuste cambial dívida externa	276	2.509	2.592	29.511
Ajuste cambial dívida interna	1.013	1.606	4.261	39.873
Passivos contingentes	15.220	-207	15.216	14.014
Privatizações	-745	-16.301	-12.854	-8.973

Fonte: Elaboração própria baseada em Séries Temporais do BCB (2011).

Notas: Outros ajustes da dívida externa, cujos valores são muito pouco significativos, estão inseridos na conta ajuste cambial da dívida externa. Valores acumulados no ano.

Como se percebe pela Tabela, apenas em 1999 o ajuste patrimonial impactou mais substancialmente o estoque da DLSP, como resultado dos efeitos da desvalorização cambial sobre as dívidas externa e interna. As privatizações tiveram um importante efeito compensatório, principalmente em 1997, quando o resultado líquido do ajuste patrimonial foi negativo, isto é, implicou redução do estoque da DLSP. Por fim, os passivos contingentes, com exceção de 1997, implicaram o aumento da DLSP.

Muito embora Pêgo Filho e Pinheiro (2004, p.5) argumentem que boa parte do crescimento da dívida líquida “é explicada pelo reconhecimento de passivos contingentes e pelos juros decorrentes desse ajuste patrimonial”, os dados indicam que este parece ser o caso apenas para 1999, em paralelo, contudo, com as despesas financeiras decorrentes da política monetária. Nos outros anos, o ajuste patrimonial correspondeu a percentuais módicos do pagamento de juros e amortizações. Os dados da DMF e da DLSP são apresentados no Gráfico 8, a seguir.

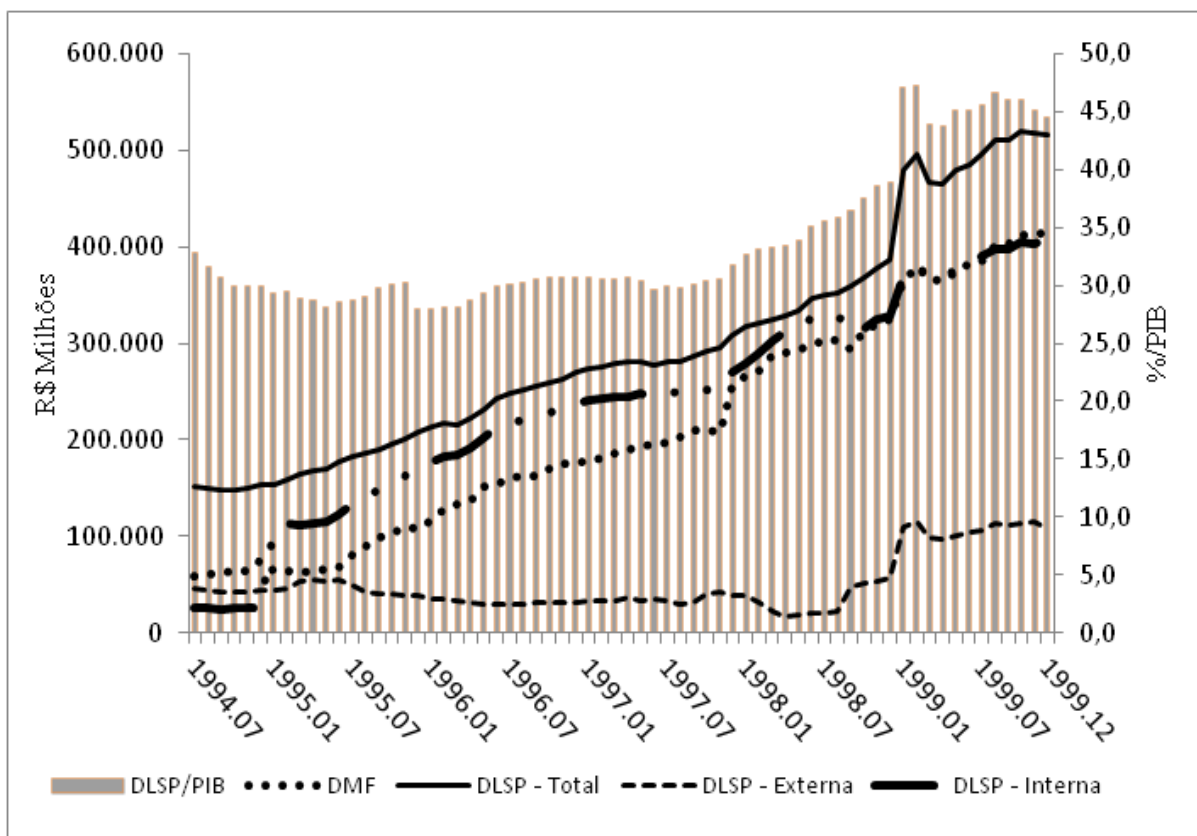


Gráfico 8 - Dívida líquida do setor público total, interna e externa, e dívida mobiliária federal, julho de 1994 a 1999, mensal (R\$ milhões e %/PIB)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

O Gráfico 8 mostra que, dentre as componentes do endividamento público, apenas o endividamento externo manteve-se estável ao longo do período, o que em muito contribuiu para que a vulnerabilidade externa da economia brasileira não impusesse ao Brasil a sua crise cambial de 1999 ainda na crise da Ásia, em 1997. A trajetória da dívida externa somente se alterou em janeiro de 1999, em função do ajuste patrimonial do passivo externo causado pela desvalorização cambial. É digno de nota, entretanto, o significativo crescimento da DMF no período, condicionando a dinâmica do endividamento interno líquido⁹⁸ e da própria DLSP. Com resultado não financeiro do governo central deficitário apenas em 1997, a DMF não foi originada por desequilíbrios primários, mas, por “uma outra parte” do orçamento público, qual seja, aquela relacionada à política monetária. Como consequência principalmente das despesas financeiras decorrentes do modo pelo qual se estruturou a estabilidade monetária, o período 1995/1999 deteve uma instabilidade fiscal que, deliberadamente irresolúvel pelo âmbito das despesas financeiras, culminou em crescentes DMF e, por conseguinte, DLSP.

⁹⁸ O estoque da DMF, inclusive, supera o montante do endividamento interno líquido, em 1999. Isto é possível, pois a DMF é uma componente da DLSP. Porém, daquela não se descontam os ativos detidos pelo setor público enquanto desta sim, o que, a propósito, adjetiva o endividamento enquanto líquido.

Em suma, entre 1995 e 1999, as despesas financeiras da política monetária ressoaram sobre as finanças públicas de duas formas. A primeira delas diz respeito ao custeio da política monetária pelas finanças públicas. Neste caso, os mecanismos de transmissão da política monetária às finanças públicas foram imediatos. Como os fluxos da dívida mobiliária lançada para fins de política monetária detiveram elevado custo médio, decorreram, então, significativas despesas de natureza financeira do setor público. A segunda forma, secundária, ocorreu pelas despesas da política monetária não terem sido, por elevadas que foram, plenamente custeadas pelo orçamento público. Forçou-se, desta maneira, necessidade nominal de financiamento, o que gerou despesas financeiras retroalimentadas pelas emissões de títulos de dívida destinados à cobertura do desequilíbrio orçamentário. As despesas financeiras fragilizaram as finanças públicas a ponto de imputar-lhes posições *especulativas* e, conseqüentemente, fazer com que a DLSP se expandisse significativamente.

A crise cambial brasileira entre dezembro de 1998 e janeiro de 1999 impingiu o abandono da administração cambial, que se concretizou em 18 de janeiro de 1999, e, por conseguinte, do regime monetário que ela sustentava. Foi o fim do Plano Real, nos moldes pelos quais ele havia sido exposto pelo então Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso ao Presidente Itamar Franco, em dezembro de 1993. Defronte a necessidade de anunciar aos agentes qual seria a nova referência de expectativas dos preços futuros, “no início de março de 1999 [...] o governo brasileiro anunciou a intenção de passar a conduzir a política monetária com base num arcabouço de metas de inflação” (BCB, 2010, p.8). Em 1º de julho de 1999, exatamente 5 anos após a concessão do poder liberatório ao *Real*, “o Brasil adotou formalmente o regime de metas para a inflação como diretriz de política monetária” (BCB, 2010, p.8).

Com o regime de metas de inflação (RMI), como apontam Arestis *et alii* (2009), a taxa de juros passou a ser autônoma e determinada de acordo com as necessidades de controle do mercado monetário *vis-à-vis* a meta estabelecida de inflação. O câmbio, flutuante, ficou responsável pelo equilíbrio do balanço de pagamentos. Neste cenário, qual foi a fragilidade financeira do setor público brasileiro, o que a causou e, em concomitância, provocou a expansão da DLSP?

4.3 As finanças públicas e a dívida líquida do setor público no regime de metas de inflação e câmbio flutuante: de 2000 a 2009

Para o período 2000/2009, a análise será desenvolvida, principalmente, a partir dos dados da *Consolidação das Contas Públicas* (STN, 2010), publicação da STN que apura as contas públicas na categoria setor público consolidado. Desta maneira, a fonte de dados das contas públicas torna-se uniforme, pois se têm, por exemplo, todas as receitas do setor público (tributárias, de capital, financeiras, e outras fontes) reunidas, algo diverso do período 1995/1999. A partir das contas consolidadas eliminam-se os riscos de dupla contagem de receitas e/ou despesas nas diferentes esferas do setor público e viabiliza-se a utilização da fórmula do IFFSPB tal qual desenvolvida no Capítulo 2 deste trabalho, e que engloba todos os entes componentes do setor público bem como todos os saldos de suas finanças. Feitas as considerações, o Gráfico 9, abaixo, apresenta o IFFSPB 2000/2009.

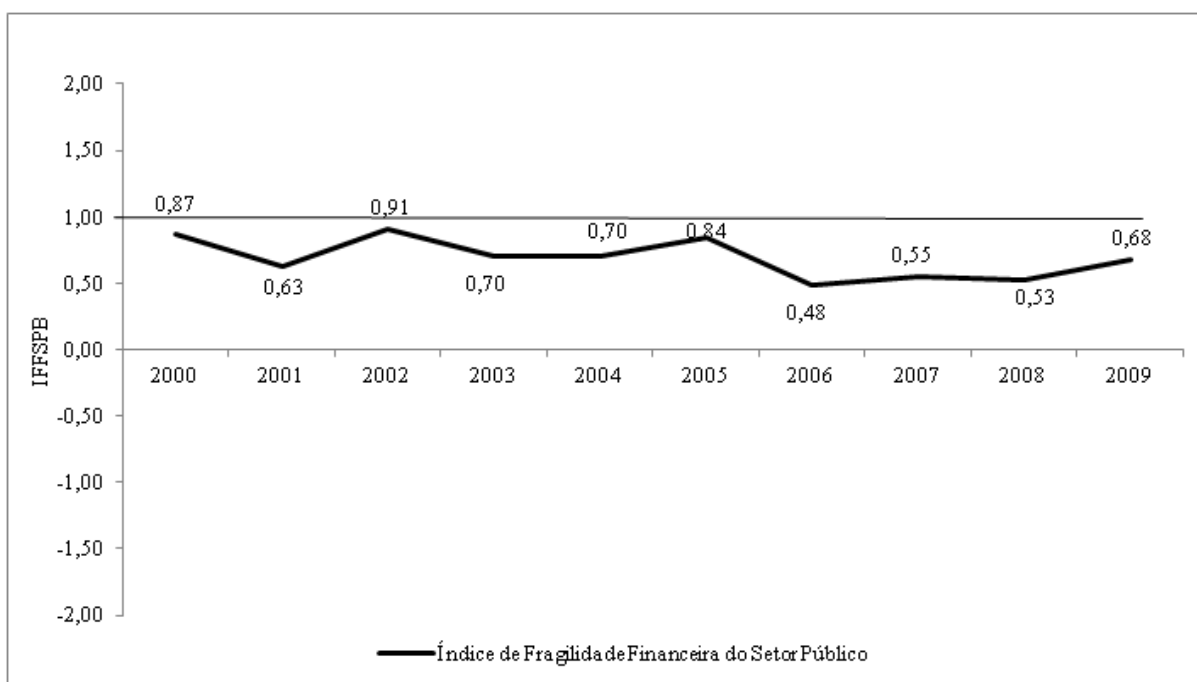


Gráfico 9 - Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público, 2000 a 2009, anual

Fonte: Elaboração própria baseada em STN (2010).

Durante todo o período 2000/2009, o setor público brasileiro situou-se em posição financeira *especulativa*, tal qual apontado pelo IFFSPB para o período 1995/1999. Logo, em todo o período do *Real* o setor público brasileiro permaneceu em posições financeiras fragilizadas, o que indica constantes desequilíbrios orçamentários e endividamento público. No entanto, no período 2000/2009 o setor público permaneceu em patamares que, embora

fragilizados, foram melhores do que os do período 1995/1999. Mesmo o pior nível de fragilidade entre 2000 e 2009, 2006 (0,48) foi melhor do que todo o período 1995/1999. Destaque-se, inclusive, que em 2000 e 2002 o setor público incorreu em suas melhores posições financeiras no período pós-*Real*, 0,87 e 0,91, respectivamente.

Por sua vez, a Tabela 10, a seguir, apresenta a dinâmica dos fluxos de despesa e receita, variáveis explicativas do IFFSPB. Três tendências podem ser notadas na dinâmica das contas públicas. A primeira delas é o crescimento tanto das receitas quanto das despesas públicas ao longo do período 2000/2009. Outra é que as receitas públicas, mesmo crescentes, são inferiores às despesas públicas. Por fim, a última tendência diz respeito às receitas públicas terem sido, ao longo de todo o período, superiores às despesas não financeiras, conformando, assim, uma poupança de recursos públicos para o custeio das despesas financeiras do setor público.

Tabela 10 - Contas públicas: despesas não financeiras e financeiras e receitas totais, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões)

Conta/Ano	2000	2001	2002	2003	2004
Receitas totais	519.870	576.912	700.234	765.549	847.876
Despesas totais	532.851	623.385	712.552	816.492	898.590
Despesas não financeiras	433.528	498.866	568.799	649.200	729.742
Despesas financeiras	99.323	124.519	143.753	167.292	168.848
Conta/Ano	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas totais	970.248	1.092.008	1.242.494	1.445.154	1.709.230
Despesas totais	996.005	1.249.136	1.362.254	1.596.244	1.841.404
Despesas não financeiras	831.437	948.193	1.094.095	1.277.705	1.426.478
Despesas financeiras	164.568	300.943	268.159	318.539	414.926

Fonte: Elaboração própria baseada em STN (2010).

Nota: Receitas tributárias incluem as receitas de outras fontes. Valores acumulados no ano.

A Tabela 11, a seguir, apresenta a taxa de variação das despesas, financeiras e não financeiras, e das receitas no período 2000/2009. Tal qual aventado acima, todas as rubricas apresentaram crescimento no período em análise. Destaque-se que a expansão mais acentuada localizou-se nas receitas públicas, com média anual de crescimento de 14,2%. Para a variação das receitas entre 1999 e 2000, o dado não é apresentado em decorrência da não existência da receita consolidada para o setor público no ano base 1999. Contudo, Santos *et alii* (2008, p.41) apontam que a carga tributária bruta, *proxy* das receitas públicas, alcançou 30,36% do PIB em 2000, ante 28,42% em 1999, aumento de 1,94 p.p. do PIB. No que toca às despesas, as de natureza financeira detiveram expansão superior às não financeiras, 13,67% e 12,73%, respectivamente. Em suma, as contas públicas replicaram, entre 2000 e 2009, o período

1995/1999: receitas e despesas em constante crescimento e, nestas, despesas financeiras expandindo-se em ritmo superior às despesas não financeiras.

Tabela 11- Taxa de variação das despesas não financeiras e financeiras e das receitas totais, 2000 a 2009, anual (%)

Conta/Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Receitas totais	n.d.	10,97	21,38	9,33	10,75	14,43
Despesas não financeiras	-0,16	15,07	14,02	14,14	12,41	13,94
Despesas financeiras	-39,90	25,37	15,45	16,37	0,93	-2,53
Conta/Ano	2006	2007	2008	2009	Variação média anual	
Receitas totais	12,55	13,78	16,31	18,27	14,20	
Despesas não financeiras	14,04	15,39	16,78	11,64	12,73	
Despesas financeiras	82,87	-10,89	18,79	30,26	13,67	

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Tabela 10.

Nota: Ano-base, ano anterior.

Relacionando-se a Tabela 10 e a Tabela 11 com o IFFSPB 2000/2009, tem-se que o resultado de 2000, segundo melhor de todo o período pós-*Real*, foi bastante influenciado pelo aumento da carga tributária entre 1999 e 2000 e, em concomitância, pela redução expressiva dos gastos financeiros ante 1999. O resultado de 2002, melhor de todo o período, teve como determinante principal a ampliação das receitas públicas de 21,4% em relação a 2001. Em 2005, condicionaram a terceira melhor posição de fragilidade financeira do setor público, (0,84), receitas públicas em expansão e gastos financeiros em redução. Em 2004 e 2007, os gastos não financeiros em expansão foram os principais causadores da fragilidade financeira de 0,55 e 0,70, respectivamente. Por fim, em 2006, os gastos financeiros ampliados em 82,87% em relação a 2005, implicaram ao IFFSPB seu mais fragilizado resultado do período 2000/2009, 0,48.

Para a análise dos determinantes do comportamento acima apresentado das contas públicas é preciso, antes de se passar às análises das receitas e despesas públicas, contextualizar os ciclos econômicos que as economias, brasileira e mundial, atravessaram na primeira década dos anos 2000. Inicialmente, entre 2000 e fins de 2002, o sistema econômico mundial sofreu perturbações importantes, oriundas da crise causada pelo 11 de setembro de 2001, bem como pela crise econômica da Argentina entre fins de 2001 e início de 2002. Ademais, a economia brasileira no mesmo período, conviveu com a crise do setor energético, em 2001, ao passo que em 2002 houve um forte ataque especulativo decorrente das incertezas concernentes às eleições presidenciais. Entre 2003 e 2007, o sistema econômico mundial teve um notável ciclo de expansão, somente abalado a partir de fins de 2007, com os problemas

financeiros relacionados ao mercado *subprime* norte-americano, que desencadearam a crise econômica internacional de 2007/2009. No Brasil, os impactos da referida crise fizeram-se sentir em fins de 2008 e ao longo de 2009, ano em que a economia brasileira incorreu em recessão de 0,6%, segundo Ipeadata (2011).

No que toca às receitas públicas, as receitas financeiras cresceram, saindo de R\$ 57,0 bilhões em 2000 para R\$ 121,0 bilhões em 2009. Porém, o que determinou a expansão das receitas públicas a um ritmo de 14,2% ao ano foi a evolução das receitas de origem tributária, que responderam por 80,0%, em média, das receitas públicas no período 2000/2009⁹⁹. Seu crescimento acumulado no período alcançou 205,0%. Não por menos, a carga tributária bruta do setor público, como apresenta a Tabela 12, abaixo, foi ascendente em praticamente todo o período, sendo que apenas de 2002 a 2003 e de 2008 a 2009, a carga tributária como percentual do PIB reduziu.

Tabela 12 - Carga tributária bruta, 2000 a 2009, anual
(% do PIB)

Ano	2000	2001	2002	2003	2004
Carga Tributária	30,36	31,87	32,47	31,93	32,82
Ano	2005	2006	2007	2008	2009
Carga Tributária	34,05	34,02	34,46	34,85	34,28

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011) e Gobetti *et alii* (2010).

Em comparação, a carga tributária expandiu-se 3,92 p.p. em relação ao PIB, o qual, no período 2000/2009, ampliou-se em média 3,3% ao ano, a partir de dados de Ipeadata (2011). O usual, portanto, ao longo do Brasil pós-*Real*, foi a arrecadação de recursos públicos ampliar-se por uma transferência de riqueza privada em taxas maiores do que a ampliação desta. Isto significa que à medida que a renda do País aumentou maior parcela dela foi repassada ao financiamento do setor público.

Cabe salientar que, para o empresário, uma tributação que se acelera em ritmo mais veloz em relação ao crescimento de sua riqueza pode representar-lhe uma penalização, pois uma parte cada vez maior da recompensa da ação proativa de seu *animal spirit* não lhe será apropriada. Ademais, uma carga tributária que se expande mais rápido do que o crescimento da renda acaba por comprimir a riqueza disponível, tornando-se um fator compressor da demanda agregada, desconfiando o empresário acerca do consumo futuro daquilo que ele dispõe-se a produzir.

⁹⁹ Dados apresentados no Anexo Estatístico.

A arrecadação tributária deve se ampliar como resultado da manutenção de níveis estáveis de crescimento econômico e, sobretudo, em ritmo menos acelerado do que a criação de riqueza social. Em corroboração, em fins de 2008 o setor público brasileiro instituiu, ainda que tardiamente como aponta Ferrari Filho (2010), medidas contracíclicas de última instância para tentar arrefecer os impactos da crise econômica internacional sobre a economia brasileira. Uma das principais medidas levadas a efeito foi a redução de alíquotas tributárias de diversos produtos, principalmente de bens duráveis, um dos principais e mais alastrados ramos industriais do País. O resultado foi que, mesmo com redução de 0,6% no PIB, a carga tributária reduziu-se em apenas 0,57 p.p. do PIB, como apresenta a Tabela 12.

A ampliação da renda disponível redundou em aumento na demanda agregada, ao ponto de a redução na incidência de tributação ter sido compensada pela expansão na quantidade vendida. Quantidades, de produto e emprego, são, por sua vez, os principais fatores de ajuste do empresário, conforme Keynes. Uma vez que houve estímulo à produção pelo aumento da renda disponível ao consumo, a quantidade ofertada de emprego no País produziu uma taxa de desemprego, segundo Ipeadata (2011), de 6,8% em dezembro de 2009, exatamente equivalente à de dezembro de 2008 e inferior aos 9,0% de março de 2009, momentos estes em que a economia brasileira havia sido contagiada pela crise econômica internacional.

A que, em termos de dispêndio público, as receitas públicas destinaram-se? No que concerne aos gastos do setor público¹⁰⁰, a análise concentrar-se-á, inicialmente, nas despesas de natureza não financeira e, por fim, debater-se-ão os gastos financeiros. Assim sendo, os gastos não financeiros do setor público entre 2000 e 2009 em muito se assemelham aos do período 1995/1999. No governo central, as transferências aos entes subnacionais continuaram a ser o principal gasto não financeiro, com média de 67,0% do total das despesas não financeiras no período em tela. Ressalte-se que, embora as transferências tenham sido, tal qual o período 1995/1999, a principal componente de despesa não financeira do governo central, elas passaram a contabilizar a política pública de transferência de renda pelo Programa Bolsa-Família. Despesas com o funcionalismo público e seus encargos remontaram a 23,0%, em média, dos gastos não financeiros do governo central. Nos municípios, a principal despesa não financeira continuou a ser pessoal e seus encargos sociais, com 51,0%, em média, do total das despesas não financeiras. Nos estados, situação bastante similar aos municípios: 49,0% dos dispêndios não financeiros dedicaram-se ao funcionalismo público.

¹⁰⁰ Os dados das despesas não financeiras, desagregadas com a participação de cada rubrica, constam no Anexo Estatístico.

Por sua vez, os investimentos públicos continuaram a responder por parcela bastante reduzida das despesas não financeiras. Em média, e desconsiderando os possíveis investimentos intragovernamentais, o setor público destinou 6,0% de seus dispêndios não financeiros a investimentos. Ao se considerar os investimentos por ente público, os municípios concentraram maior percentual de gasto com investimento no total das despesas não financeiras, 11,0% em média. Estados aportaram 7,0% de seus gastos não financeiros a investimentos, enquanto que o governo central dedicou, em média, 4,0%.

No entanto, os investimentos do governo central, ente que movimenta maior quantidade de recursos públicos, tiveram, a partir de 2005, características diversas daquelas do período 1995/1999. Em 2005 lançou-se o Projeto Piloto de Investimentos (PPI), programa público de estímulo ao investimento. O PPI não propunha a ampliação dos investimentos públicos, mas a busca por uma maior eficiência deles, tanto em termos de gastos mais racionalizados quanto pelo enfoque em necessidades prementes de infraestrutura. As motivações do Programa manifestavam a preocupação em

[...] como equilibrar a demanda de investimento público e os esforços de consolidação das finanças públicas [...] Equilibrar estes fatores não é tarefa fácil, e esse problema dificilmente será resolvido em termos exclusivamente analíticos. Uma vez que as necessidades de infraestrutura são bastante concretas e a definição de um novo padrão de investimento público é uma tarefa complexa, encontrar uma solução para essas questões implica um processo de aprendizado contínuo a ser empreendido em caráter experimental. À luz desses fatos, as autoridades brasileiras decidiram desenvolver e implementar o Projeto Piloto (BRASIL, 2005, p.3).

Cabe destacar que o PPI imbuía-se (i) da complementaridade entre iniciativas pública e privada, algo novo em relação à condução da política econômica que, até então, se apoiava apenas na iniciativa privada para a promoção do crescimento econômico, e (ii) da lógica do retorno do gasto com investimento no médio prazo, provocado pela ampliação da arrecadação fiscal¹⁰¹. O investimento público, neste particular, tornou-se mais bem visto como um possível promotor de crescimento econômico

[...] a manutenção da atual fase de recuperação econômica no Brasil exigirá o aumento do investimento em infraestrutura. A maior parte deste investimento virá do setor privado, em áreas diversas como energia,

¹⁰¹ Conforme aponta (BRASIL, 2005, p. 6) “a escolha específica de projetos se baseou tanto quanto possível em análises custo-benefício com forte embasamento técnico, com retorno econômico rápido e na economia intertemporal de recursos, inclusive na capacidade de elevar o potencial de geração de impostos em algumas regiões”.

telecomunicações e ferrovias [...] Alguns, porém, permanecerão a cargo do setor público (BRASIL, 2005, p.3)

Por sua vez, o volume de recursos investidos pelo governo central passou a aumentar de 2007 em diante, com o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), política pública complementar aos esforços do PPI. A título de comparação, face a uma média de 4,0% de investimentos no total dos gastos não financeiros no período 2000/2009, o governo central chegou, em 2007, a 6,0%, em 2008, a 5,0%, e, em 2009, a 6,0%. Em termos monetários, o efeito do PAC sobre o investimento do governo central foi significativo: entre 2000 e 2006, a média dos investimentos públicos foi de aproximadamente R\$ 13,0 bilhões ao ano. Entre 2007 e 2009, este valor atingiu aproximadamente R\$ 39,0 bilhões.

Por fim, em fins de 2008, criou-se o Fundo Soberano do Brasil (FSB), cuja finalidade, definida pelo art. 1º da Lei que o estatuiu, é “promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior” (BRASIL, 2008b: art. 1º). As fontes de recursos do FSB centram-se em recursos do Tesouro Nacional, aprovacionadas por dotação orçamentária, inclusive com permissão de emissão de dívida para compô-la. De duas maneiras pretendem-se alcançar os fins propostos ao FSB, por meio de aplicação em ativos financeiros e por meio do Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização (FFIE), cuja intenção, assemelhada à proposição do orçamento de capital keynesiano, é criar um fundo de poupança primária para enfrentar os ciclos econômicos inerentes às economias monetárias.

Com investimentos privados estimulados pelos referidas ações públicas, mormente o PPI e o PAC pelo tempo de vigência de ambos, provocou-se a ação empresarial da iniciativa privada, como apresenta o Gráfico 10, a seguir. A formação bruta de capital fixo em relação ao PIB aumentou paulatinamente entre 2005 e 2008, ante uma dinâmica de arrefecimento entre 2001 e 2003. Por sinal, a taxa de investimento alcançou em 2007 e 2008 os maiores percentuais do período em análise, 17,4% e 18,7%. Inclusive, a taxa de investimento alcançada em 2008 foi a maior desde o início do *Real*, mesmo em um cenário de crise econômica mundial.

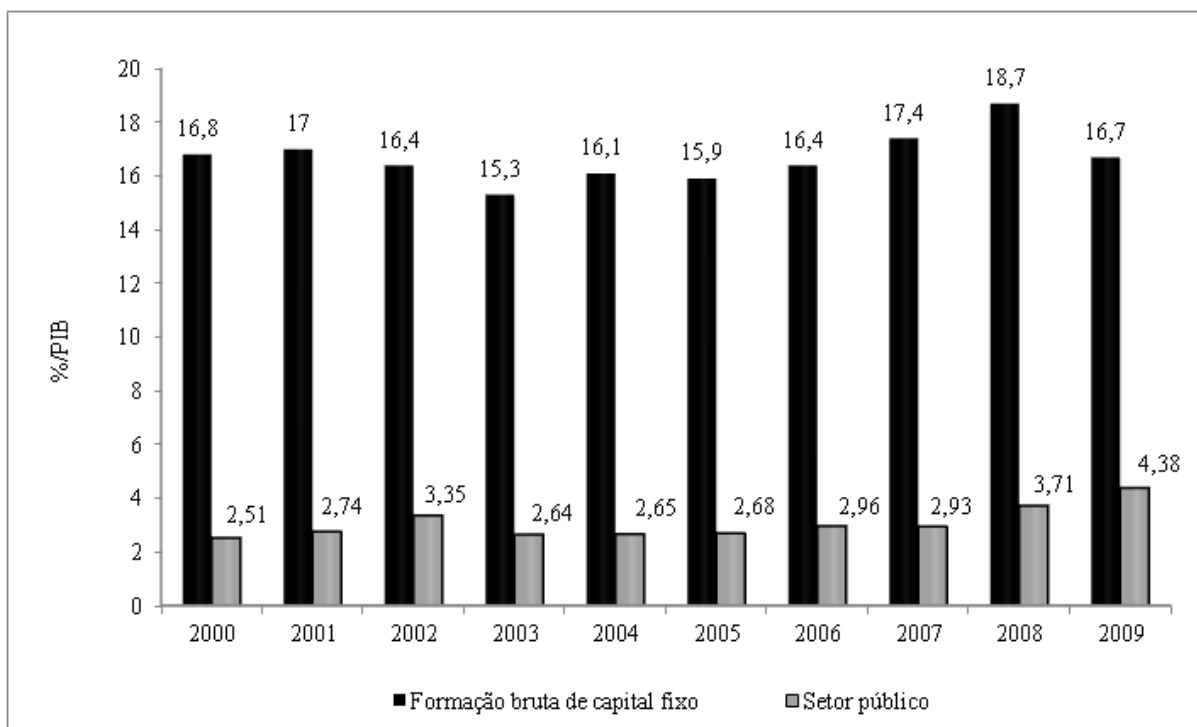


Gráfico 10 - Formação bruta de capital fixo, total e setor público, 2000 a 2009, anual (% do PIB)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipea (2010).

Nota: Valores acumulados no ano.

O referido Gráfico mostra, aliás, a ampliação da formação bruta de capital fixo por investimentos do setor público, notadamente em 2008 e em 2009. Em 2008, a taxa de investimento público alcançou 3,71% do PIB, contribuindo para a taxa de investimento recorde no Brasil pós-*Real* atingida neste ano. São dignos de nota em 2009, ainda, os efeitos da crise econômica internacional sobre o investimento, reduzindo-o 2 p.p. do PIB em relação a 2008, e a ação contracíclica do setor público, demonstrada pela formação pública de capital fixo ampliada a 4,38% do PIB, maior valor do período e 0,67 p.p. superior em relação ao ano anterior.

A importância da ampliação dos gastos não financeiros com investimento pode ser ainda demonstrada pelo crescimento do PIB. Segundo Ipeadata (2011), a taxa média de expansão do produto entre 2000 e 2006 foi de 3,17%, ao ano. Por sua vez, o crescimento médio do PIB em 2007 e em 2008 alcançou 5,61%. Decerto que o bom momento econômico mundial de 2003 a 2007 em muito contribuiu para o incremento na dinâmica econômica brasileira. Porém, como mostram os dados do Gráfico 10, os investimentos produtivos passaram a ser intensificados de 2007 em diante, o que confere crédito à política de investimentos públicos como um instigador do *animal spirit* empresarial, fundamental para a expansão da criação de riqueza, uma vez que “o investimento público inicial pode ser um

ponto de partida para a maior participação do setor privado nos projetos de infraestrutura” (BRASIL, 2005, p.5).

Tendo-se em mente a teoria de Keynes, os gastos públicos nos moldes do PPI, PAC e do Bolsa-Família funcionam como um conjunto de conhecimento direto que pesa nas proposições acerca do futuro elaboradas pelos empresários em suas decisões sobre a realização de investimentos produtivos. Neste cenário, mesmo a ampliada arrecadação tributária não desanimou o investimento produtivo. Neste sentido, o ano de 2009 é ilustrativo. Ainda que reduzido em função do contágio da economia brasileira pela crise econômica internacional, o investimento alcançou 16,7% do PIB, taxa superior aos anos de calmaria econômica entre 2003 e 2006 e exatamente equivalente à média do período 2000/2009. Ou seja, ao passo em que o setor público ofereceu incentivo à iniciativa privada, por intermédio de estímulos à demanda agregada doméstica, o investimento produtivo foi menos sensível à crise.

Mesmo diante de uma maior preocupação das autoridades econômicas em fomentar o investimento no País, principalmente por meio do PPI, do PAC e do FSB, o comportamento da ação pública foi pró-cíclico. Entre 2005 e 2008, o cenário econômico, tanto mundial quanto doméstico, era de menor preferência pela liquidez e, portanto, mais propenso à realização de investimentos produtivos. Conforme apontou o IFFSPB, quando as conjunturas econômicas, doméstica e internacional, permitiram, o setor público incorreu em posições financeiras mais fragilizadas, tais como as de 2006 (0,48), 2007 (0,55) e 2008 (0,53).

O IFFSPB ilustra isto, inclusive para o ano de 2009, em que a crise econômica estava mundialmente alastrada e a fragilidade financeira do setor público melhorou em relação aos anos anteriores (0,68). As razões para tanto foram, por um lado, a ampliação da arrecadação tributária a partir de meados do ano (principalmente pelo aumento da arrecadação das contribuições e encargos sociais, segundo STN (2010) e do Imposto sobre Propriedade de Veículo Automotor (IPVA), de acordo com Gobetti e Orair (2010)). Por outro lado, houve a ampliação das receitas financeiras do BCB que, segundo Torós (2009), resultaram dos retornos dos empréstimos concedidos como financiamento ao comércio externo e, sobretudo, pelas operações de *swap cambial* entre fins de 2008 e meados de 2009, em que a AM conseguiu lucrar com a desvalorização cambial. Segundo o Diretor de Política Monetária do BCB à época, Mario Torós (2009, p.15), “foi a única operação de desvalorização cambial na história do país em que a sociedade, a Viúva [BCB], ganhou e o setor privado perdeu”.

Não foi por menos que, não obstante a ampliação dos gastos com políticas de renda e de estímulo ao investimento produtivo, o saldo entre receitas e despesas não financeiras foi superavitário em todo o período em análise e em todas as esferas componentes do setor público, conforme ilustra o Gráfico 11, a seguir. Evidencia-se a diferença entre o resultado não financeiro do setor público nos dois períodos analisados, quais sejam, 1995/1999 e 2000/2009. Todas as esferas do setor público auferiram resultados não financeiros superavitários que, em média, equivaleram a 3,36% do PIB ao ano, entre 2000 e 2009.

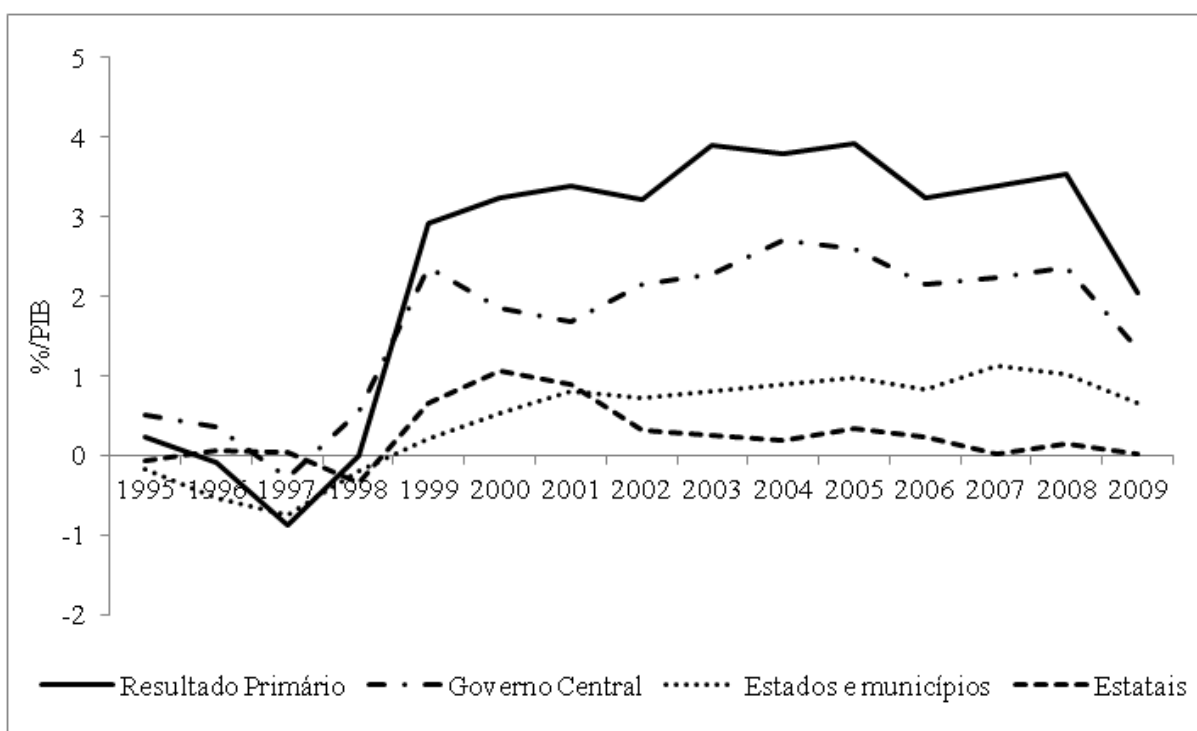


Gráfico 11 - Resultado primário do setor público por esferas componentes, 1995 a 2009, anual (% do PIB)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Nota: Valores de dezembro de cada ano.

Três fatores, principalmente, contribuíram para resultados não financeiros superavitários no setor público. Primeiro, a partir da assinatura do acordo com o FMI, em fins de 1998, o superávit não financeiro passou a ser uma meta, sempre alcançada, para o setor público. Segundo, para endossar a meta, em 2000 foi promulgada a LRF, que definiu um novo marco regulatório para as finanças do setor público brasileiro¹⁰². Por fim, um último fator contribuinte foi o próprio aumento da arrecadação tributária.

Ao passo em que a carga tributária no referido período foi equivalente a 33,11% do PIB, pode-se apontar que o superávit não financeiro, mesmo defronte políticas de renda e

¹⁰² Para mais sobre a LRF veja: Brasil (2000), Matias-Pereira (2009), Oliveira (2009) e Rezende (2010).

investimento público expandidas, engessou, no período em análise, 10,0% em média das receitas tributárias, principal fonte de recursos públicos. Entretanto, mesmo diante desta poupança de recursos públicos não financeiros, o setor público brasileiro encontrou-se em posições financeiras *especulativas*. Desta maneira, não obstante o setor público tenha conseguido custear seus crescentes gastos não financeiros, alguma parcela dos gastos financeiros não foi financiada.

Passando-se à análise das despesas financeiras do setor público, no que toca o pagamento de juros nominais do setor público, seu principal determinante é a taxa de juros básica, a Selic¹⁰³. Dada a instituição do RMI em julho de 1999, a operacionalização da referida taxa ocorreu de modo a se alcançarem as metas de inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional. A âncora das expectativas futuras dos agentes sobre o nível de preços em um RMI é a meta anunciada de inflação, enquanto que a taxa de juros básica é o meio pelo qual a AM sinaliza a política monetária. Em contraposição ao período 1994/1999, a necessidade de manutenção de um determinado patamar cambial deixou de existir, fazendo com que a taxa de juros básica não mais precisasse a isto responder¹⁰⁴. Como consequência à maior liberdade da taxa de juros, houve uma redução no seu patamar em relação ao período 1994/1995, como apresenta o Gráfico 12, a seguir.

¹⁰³ Ao longo do período 2000/2009, a taxa de juros básica da economia brasileira foi apenas a Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia de Títulos Públicos Federais). Assim, quando oportuno, a taxa básica será referenciada apenas como Selic.

¹⁰⁴ Por sinal, conforme as Séries Temporais do BCB (2011) o cenário de déficit em transações correntes, comum entre 1994 e 1999, foi revertido a partir do terceiro trimestre de 2002, em função da desvalorização cambial que acompanhou o abandono do regime de âncora cambial. Com a tendência de valorização da taxa de câmbio retomada a partir de meados de 2005, a conta corrente voltou a ser deficitária em fins de 2007.



Gráfico 12 - Taxa de juros Selic nominal anualizada, janeiro de 2000 a dezembro de 2009, mensal (%)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

A tendência de decréscimo da taxa de juros fica patente principalmente após meados de 2006. Apenas três momentos contrariam a tendência: 2002/2003, 2005 e 2008. Em 2009, como uma das medidas contracíclicas implementadas, a taxa Selic registrou seu menor patamar médio anual no período do *Real*, 9,94%, sendo que em agosto de 2009, o COPOM estipulou a menor taxa de juros do período pós-*Real*, 8,25%. A taxa de juros média do período 2000/2009 equivaleu a 16,2% ao ano, metade do patamar médio dos anos entre 1995 e 1999 (34,15%).

Embora reduzindo-se ao longo de 2000 a 2009, a taxa de juros básica brasileira permaneceu em patamares elevados. Pode-se observar isto pelo Gráfico 13, que mostra que a taxa de juros brasileira foi constantemente superior às praticadas pelas outras duas maiores economias da América Latina após o Brasil, quais sejam, México e Argentina. Apenas em três ocasiões a taxa de juros brasileira não foi a mais elevada: em 2000, 2002 e 2009, em que a taxa de juros argentina superou a brasileira¹⁰⁵. Em média anual, a taxa de juros argentina equivaleu a 12,03%, a mexicana a 9,09% e a brasileira, como visto, a 16,2%.

¹⁰⁵ Em fins de 2001 e início de 2002 a Argentina decretou moratória de seu endividamento o que ampliou seu risco-País, obrigando a AM a estabelecer juros mais elevados, como se percebe no Gráfico 13.

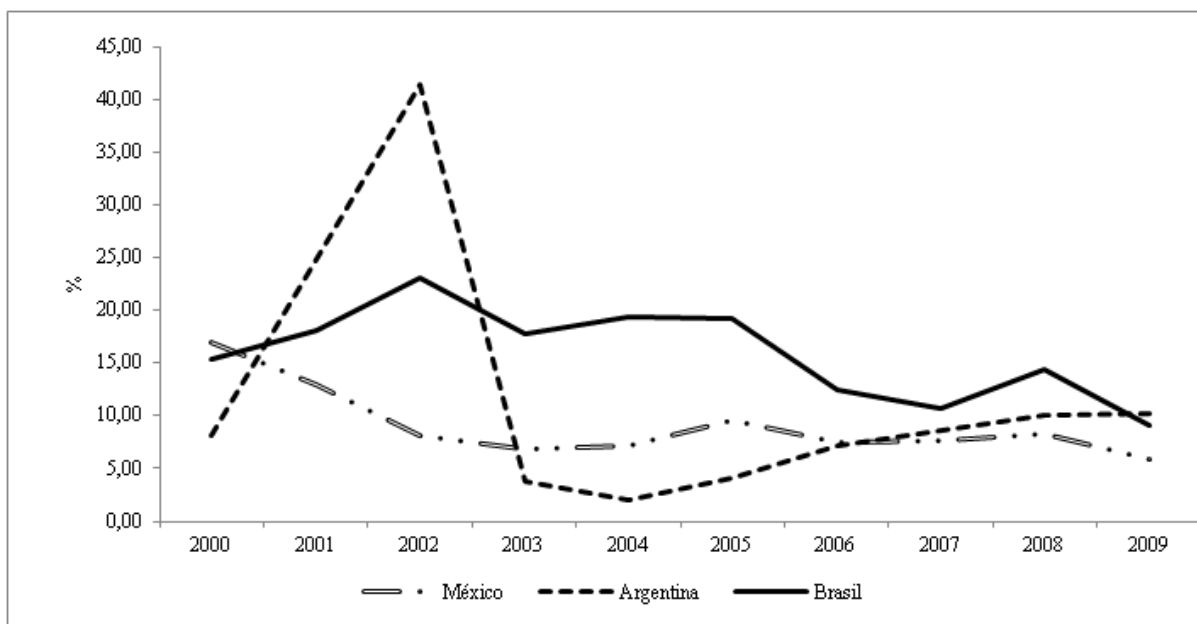


Gráfico 13 - Taxas de juros básicas nominais anualizadas: Brasil, Argentina e México, 2000 a 2009, anual (%)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Nota: Valores de dezembro de cada ano.

Em um RMI, a determinante da taxa de juros é a inflação. Pois bem, o Gráfico 14, a seguir, mostra a dinâmica da taxa de inflação meta, o IPCA, *vis-à-vis* a taxa Selic. Em média, a inflação foi de anuais 6,6%, com ápice em 2002 (12,53%), em função da desvalorização cambial, que havia implicado elevada inflação em 2001 (7,67%) e persistiu em 2003 (9,3%). De 2005 em diante a inflação passa a se reduzir, atingindo média anual de 4,7% entre 2005 e 2009. Ademais, ao longo de 2008 percebe-se a permanência da inflação acima de sua tendência, causada, principalmente, pelo encarecimento das *commodities* em nível mundial e por pressões de demanda, fomentada por maiores concessões de crédito, como aponta (COPOM, vários anos).

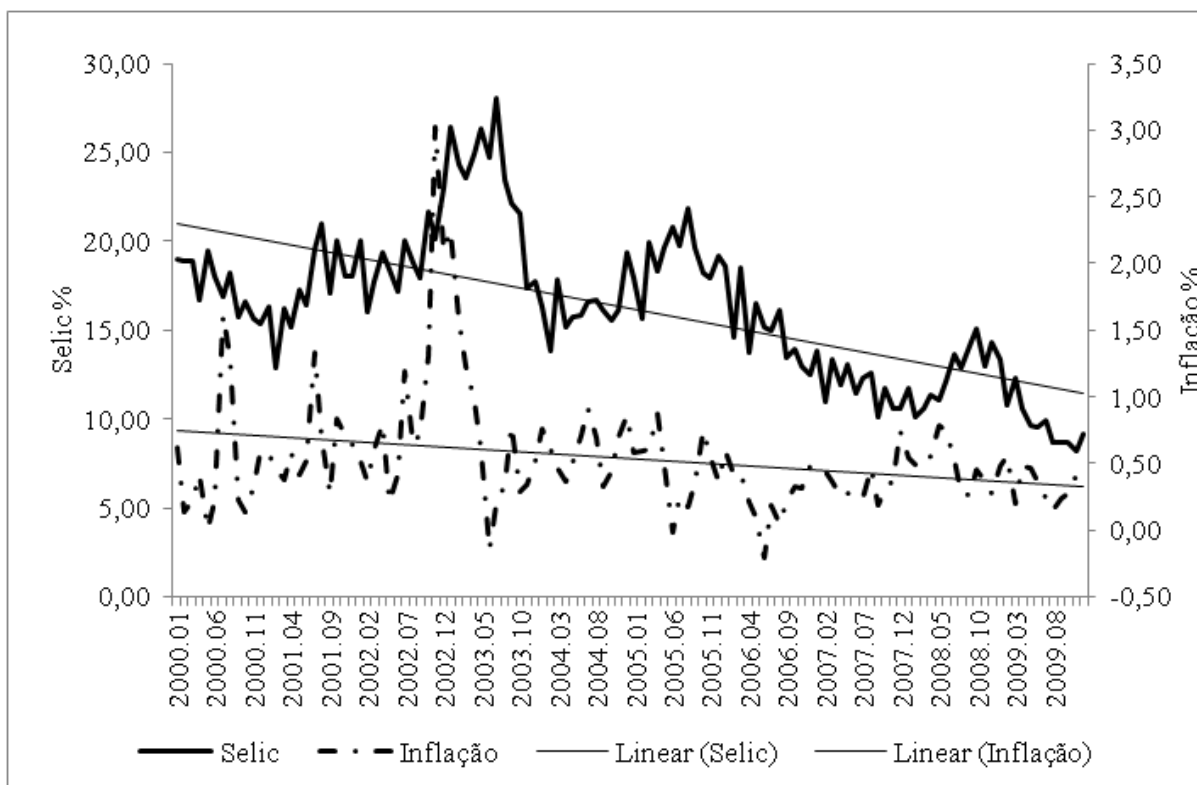


Gráfico 14 - Taxa Selic nominal anualizada e taxa de inflação ao mês (IPCA), 2000 a 2009, mensal (%)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

As linhas de tendência do Gráfico 14 manifestam trajetórias de mesmo sentido para as variáveis, com maior inclinação descendente para a taxa de juros, não somente por conta da maior escala de mensuração da variável, mas também por uma mudança de patamar dos juros, seguindo a tendência de redução da inflação. Há, portanto, uma endogenia nas variáveis inflação e juros, uma vez que a inflação define o nível a ser estipulado para a taxa de juros e, definido tal nível, a inflação por ela será condicionada. Porém, ao passo em que os juros respondem apenas ao movimento da inflação, buscando controlá-la, esta responde a conjunto amplo de variáveis.

Alguns analistas, como Mendonça de Barros (2011) e Schwartzman (2011), apontam que a inflação teve os gastos públicos como constante fator condicionante, obrigando os juros a manterem-se elevados – logo, pressionando os gastos financeiros com pagamento de juros. Nas palavras de Schwartzman (2011, p.18),

[...] mesmo sob o regime fiscal que parece ter prevalecido no período 2003-2008, caracterizado por superávits primários mais elevados que nos dois últimos anos, a política fiscal dificilmente poderia ser definida como restritiva à luz da expansão contínua do gasto. No curto prazo tal comportamento implica uma tensão permanente entre as políticas fiscal e monetária, concretamente se traduzindo em taxas de juros mais elevadas.

No entanto, entre 2000 e 2009, as Atas das reuniões do COPOM, nas quais a taxa de juros da política monetária é definida, não indicaram pressões inflacionárias decorrentes de desajustes orçamentários. Pelo contrário, a Ata da 101ª reunião de outubro de 2004, traz a seguinte afirmação¹⁰⁶:

[...] desde a reunião de setembro do Copom, a curva de juros futuros registrou significativa redução de sua inclinação, com elevação das taxas para prazos inferiores a dez meses e queda das taxas para prazos mais longos. A melhora do risco-país, a apreciação da taxa de câmbio, a reafirmação da austeridade fiscal – com elevação da meta de superávit primário – e a continuidade dos bons resultados das contas externas contribuíram, ao longo do período, para o movimento do trecho longo (COPOM, 2004).

Para além, em ponderação expressa na ata da 105ª reunião, em fevereiro de 2005, o COPOM denota que

[...] é importante ressaltar que impulsos expansionistas de qualquer natureza requerem resposta adequada da política monetária, mas sua ocorrência de modo algum configura perda de efetividade dos instrumentos monetários convencionais. [...] a política monetária implementada nos últimos meses leva em consideração os impactos da política fiscal sobre a demanda agregada e, em última análise, sobre a inflação. É inegável que reduções nos gastos públicos reforçam a ação da política monetária no controle da inflação e que o aprofundamento no processo de melhora nas contas públicas abre ainda mais espaço para a redução das taxas de juros reais da economia no médio prazo. Mas, novamente, isso não significa que a atual postura de política fiscal torne ineficazes movimentos dos instrumentos convencionais de política monetária no controle da inflação (COPOM, 2005).

Apenas a Ata da 145ª reunião do COPOM, de setembro de 2009, apontou uma maior preocupação das AM para com a política fiscal. A preocupação apresentou-se em função da persistência dos estímulos contracíclicos que se efetivaram em 2009, no bojo da crise econômica internacional, para o ano de 2010. Inclusive, como se pode ver na Tabela 13, entre os fatores condicionantes da base monetária, apenas em 2009 o Tesouro Nacional condicionou expansão no *hot money*. Em todos os outros anos, de 2000 a 2008, o Tesouro Nacional implicou contrações de liquidez, contribuindo, portanto, para a política monetária. Notadamente entre 2004 e 2006, o Tesouro Nacional foi o principal constritor da base monetária.

¹⁰⁶ As Atas do COPOM, por terem sido consultadas em versão “online”, não possuem paginação. Os documentos originais estão em: <http://www.bcb.gov.br/?ATACOPOM>. Para mais, veja: Copom (vários anos).

Tabela 13 - Fatores condicionantes da base monetária, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões)

Ano	Tesouro Nacional	Operações com títulos públicos federais	Operações com setor externo
2000	-26.539	21.399	4.403
2001	-11.945	41.318	-18.572
2002	-20.484	90.722	-26.427
2003	-1.064	11.181	643
2004	-48.292	57.838	14.556
2005	-43.008	2.808	52.395
2006	-59.511	-687	74.369
2007	-55.601	-73.975	155.391
2008	-74.312	34.059	-12.124
2009	9.987	-16.355	-3.049

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Nota: Valores acumulados no ano.

A partir das Atas do COPOM, portanto, o gasto público primário não foi apontado como influente sobre os elevados juros básicos brasileiros. Neste ínterim, infere-se que a taxa de juros da política monetária manteve-se resistente à queda e implicou em ônus às contas públicas, pois o BCB pretendeu controlar a inflação, mesmo diante de um amplo leque de fatores a impactá-la, por um único instrumento, a própria taxa de juros, que possui um canal indireto, temporalmente defasado e custoso de efeito sobre a inflação.

Em outras palavras, atentando-se às Atas do COPOM, podem-se apontar como principais fatores de pressão¹⁰⁷ sobre a inflação ao longo do período 2000/2009 (i) o preço à vista e futuro do petróleo e demais *commodities* minerais e agrícolas, (ii) os preços administrados, (iii) a indexação de preços e contratos, (iv) o ambiente externo, (v) os impactos secundários decorrentes do desalinhamento de preços causado pelos choques inflacionários, (vi) as expectativas do mercado sobre os níveis futuros de inflação e (vii) as pressões de demanda. Em alguma medida e em algum momento, todos estes fatores influenciaram, concomitantemente ou não, por choques ou prospecções de possíveis choques, as ponderações do COPOM para o estabelecimento da taxa de juros.

Embora diversos fatores influenciem a inflação, o BCB utilizou-se quase que exclusivamente, e de modo *hors concours*, da taxa de juros como instrumento de política monetária. Ao longo das 104 Atas das reuniões realizadas pelo COPOM desde janeiro de

¹⁰⁷ Fatores não apresentados de forma hierárquica.

2000 até dezembro de 2009¹⁰⁸, em apenas cinco é citada a administração de reservas compulsórias como instrumento alternativo de controle de liquidez. Curiosamente, a importância de medidas acessórias à taxa de juros fica evidenciada, mesmo sem serem adotadas, em uma das poucas Atas que explicitam o papel dos compulsórios:

[...] o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a meta para a taxa Selic em 1,0 p.p., para 26,5% a.a. A Diretoria Colegiada do Banco Central decidiu também, por unanimidade, elevar a alíquota de recolhimento compulsório sobre recursos à vista de 45% para 60%, de forma a contribuir para o recuo mais acentuado da inflação nos próximos meses e diversificar os instrumentos de política monetária (COPOM, 2003).

Em um RMI, a principal forma pela qual a taxa de juros controla a inflação é indireta, pois, primeiramente, ela encarece o crédito e o investimento e, de forma secundária, altera a disposição em demandar da sociedade. Sua ação, portanto, incide sobre choques inflacionários de demanda, ainda que sobrevenham pressões de custos de produção, ou seja, inflação de oferta. Ao elevar a taxa de juros, a intenção da AM é criar um custo de oportunidade à demanda, seja em consumo, seja em investimento, tornando-a desestimulada e, assim, constringendo, em última instância, a dinâmica econômica.

Enquanto utilizada de forma quase exclusiva para o controle da inflação, a taxa de juros apenas alcançará resultados eficientes na medida em que conforme um custo de oportunidade à precificação de ativos do sistema bancário, motivando-o a ratificar a intenção da política monetária, comprando títulos públicos e não criando empréstimos ao público. *Grosso modo*, o BCB precisa comprar, ao preço da taxa de juros básica, a capacidade de empréstimo que os bancos possuem. Desta forma, a AM comprime a atividade econômica, pois desvia para si recursos que poderiam ser dedicados a consumo e investimento¹⁰⁹.

Além disso, como aponta o próprio COPOM (2000), há um atraso de seis a nove meses entre o instante em que a taxa de juros é alterada e os impactos dela sobre o nível de preços, traduzindo-se em ações conservadoras do BCB; isto é, não se reduzem os juros no presente dadas as condições prospectivas. Quando as prospecções de inflação tornavam-se

¹⁰⁸ É relevante lembrar que as reuniões do COPOM eram mensais até 2005. De 2006 em diante o intervalo entre reuniões ampliou-se para 45 dias.

¹⁰⁹ O canal do crédito é o principal meio pelo qual o BCB buscou controlar a liquidez, conforme se destacam nas ATAS do COPOM e nos dados do volume transacionado de títulos públicos e dos fatores condicionantes da base monetária. Isto não quer dizer que o referido canal seja o único que, efetivamente, contribuiu na estabilidade de preços no período 2000/2009, pois outros, como o *pass-through* da apreciação cambial aos preços domésticos, pós-2007, e a concorrência das importações sobre os preços domésticos, foram importantes transmissores indiretos dos juros para a inflação. Contudo, a partir das referências e dados citados, esses canais não são diretamente promovidos pela AM em seu intuito de controlar a inflação, enquanto que o arrefecimento da atividade econômica, sim. Para mais sobre os canais de transmissão da política monetária, veja: Modenesi (2008).

presentes, novas perspectivas sobre inflação futura apresentavam-se. Nestas circunstâncias, a política monetária no Brasil foi conduzida a todo tempo com uma substancial precaução. Partindo de uma taxa de juros bastante elevada no período de âncora cambial entre 1994 e 1999, agindo de forma bastante prospectiva e precavetelar, e sob o monismo dos juros enquanto instrumento de política monetária, o BCB tornou-se refém de patamares elevados da taxa de juros.

Estas relações estão manifestas na Tabela 13, que mostra que o meio pelo qual se concentrou a política monetária entre 2000 e 2009 foram as operações com títulos públicos federais. Neste particular, as referidas operações foram as principais condicionantes da expansão da base monetária. Apenas em 2007 e em 2009 as operações com títulos públicos comprimiram a base monetária. No primeiro caso, em decorrência da influência do setor externo, que pressionou substancialmente o *hot money*, repetindo aquilo que ocorreu no período 1995/1996. No segundo caso, por conta da política fiscal contracíclica empreendida pelo Tesouro Nacional no bojo da crise econômica mundial.

Sendo a taxa de juros o principal instrumento e as operações com títulos públicos o meio pelo qual este instrumento efetivou-se enquanto política monetária, resta destacar qual o perfil da dívida mobiliária federal interna, cujo custo explica parte significativa dos gastos com juros do governo central, os quais, por sua vez, representaram, em média, 85,0% das despesas com juros do setor público entre 2000 e 2009. Para tanto, o Gráfico 15, a seguir, apresenta o custo médio da DMF interna e a taxa Selic no período citado.

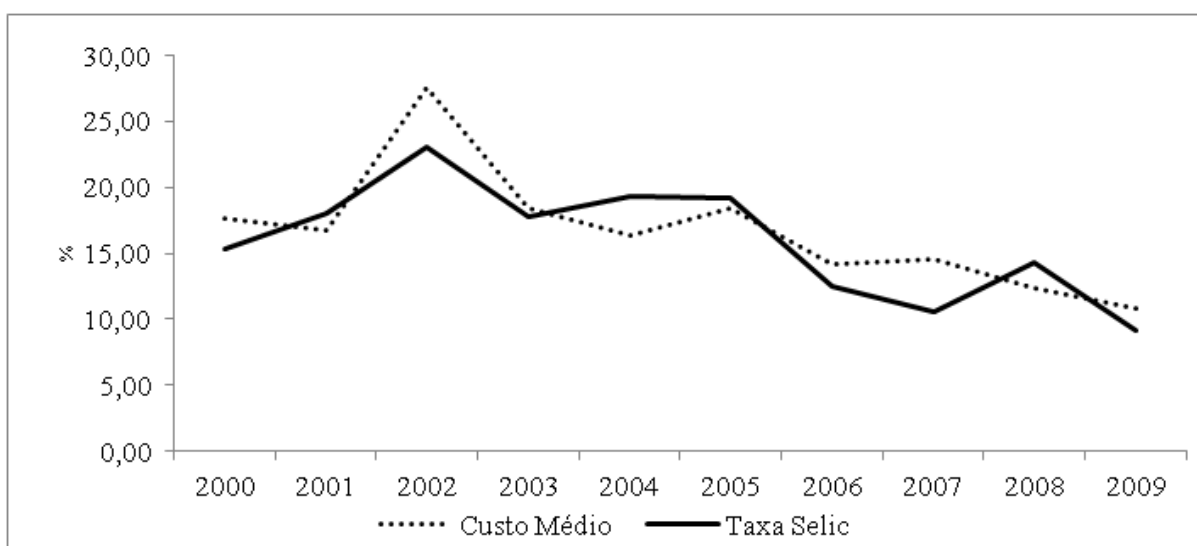


Gráfico 15 - Custo médio da dívida mobiliária federal interna e taxa Selic, 2000 a 2009, anual (% ao ano)

Fonte: Elaboração própria baseada em STN (2004), para 2000 a 2004, STN (2006) para 2005 e 2006, Silva *et alii* (2009, p.477) para 2007 e 2008 e STN (2011b) para 2009.

Nota: Valores acumulados no ano.

Acompanhando a taxa de juros, o custo médio da DMF foi de 16,72%, em média, entre 2000 e 2009, enquanto a Selic correspondeu a 16,2%. Observam-se descolamentos entre o custo médio da DMF e a taxa de juros em 2002, em função dos reflexos da desvalorização cambial causada pelo ataque especulativo contra o Brasil, em 2004, por conta da apreciação cambial que toma vulto a partir de meados deste ano. Outro descolamento é observado em 2007, em que pesa a mudança de indexação da DMF, pela migração para títulos prefixados e indexados a índices de preços incitada pela redução da Selic. Em consequência, em 2007, a indexação à taxa de juros foi a menor do período 2000/2009, 34,0%, ainda assim, referenciou o padrão do custo médio da DMF. A Tabela 14, a seguir, complementa a descrição do perfil da DMF ao apresentar seus principais indexadores e prazo médio.

A indexação da DMF ao câmbio foi relevante até 2002, ano em que a taxa de câmbio alcançou maior patamar no Brasil pós-*Real*, R\$ 3,89/US\$. Note-se que a exposição cambial da DMF reduziu-se (vertiginosamente) de 2004 em diante, acompanhando a redução do risco cambial pelo bom momento econômico mundial de 2003 a meados de 2007, a partir do qual as reservas internacionais do País aumentaram substancialmente. Os títulos cambiais foram substituídos por títulos prefixados que, de 2,0% da DMF em 2002, alcançaram 34,2% em 2006 e 32,9% em 2007 e por títulos indexados a índices de preços, cuja participação elevou-se de 6,0% da DMF em 2000 para 23,7% em 2008. Por fim, a indexação à Selic foi majoritária, acompanhando a tendência do período após 1997. A participação da Selic na DMF tem redução mais evidente após 2005, acompanhando a trajetória de redução da taxa. A participação deste remunerador como mais importante indexador da DMF confirma sua importância enquanto principal instrumento de política monetária, uma vez que foi ele a base de remuneração das operações compromissadas da AM, ou seja, é o modo pelo qual a operacionalização da política monetária efetivou-se.

É digna de nota na Tabela 14 a ampliação significativa do prazo médio da dívida mobiliária fora das carteiras governamentais, que saltam de 15,78 meses em 2000 para mais de 37 em 2009. Conforme apresenta STN (2011b), o alongamento do prazo da dívida pública fez parte dos esforços das autoridades econômicas para melhorar o perfil do endividamento público. Neste sentido, dados das Séries Temporais do BCB (2011) mostram que o percentual de dívida vincenda em 12 meses reduziu-se de 33,4% em 2003 para 21,6% em 2009. Como destaca STN (2011b: 15), a melhoria no perfil da dívida reduziu os riscos relacionados ao refinanciamento da dívida pela “não deterioração da composição da dívida, além do alongamento dos prazos e da redução da parcela da dívida vincenda em curto prazo”.

Tabela 14 - Dívida mobiliária federal interna: indexadores e prazo médio, 2000 a 2009, anual

Ano	Câmbio (%/DMF)	Selic (%/DMF)	Índices de Preços (%/DMF)	Prefixados (%/DMF)	Prazo Médio (meses)
2000	21,7	52,36	6,0	14,9	15,78
2001	28,11	53,76	7,2	8,1	24,25
2002	19,79	61,8	11,4	2,0	21,82
2003	9,9	61,7	12,6	11,6	23,99
2004	4,79	55,87	14,1	19	20,59
2005	2,59	51,23	15,2	27,2	21,8
2006	1,21	37,37	21,4	34,2	26,73
2007	0,82	34,1	23,1	32,9	33,09
2008	0,84	38,7	23,7	26	36,31
2009	0,53	39,41	21,9	25,8	37,84

Fonte: Elaboração própria baseada em Séries Temporais do BCB (2011).

Embora extremamente relevantes para a melhoria do perfil do endividamento público, as alterações não implicaram em redução dos custos da dívida pública, cujos juros nominais – segundo a *Consolidação das Contas Públicas* (STN, 2010) – saíram de aproximadamente R\$ 47,5 bilhões em 2000 para R\$ 144,3 bilhões em 2009. Em 2006 houve o maior pagamento de juros do período 2000/2009, R\$ 168,6 bilhões. Em média, o pagamento de juros nominais do endividamento público alcançou R\$ 105,3 bilhões ao ano, sendo que 85,0% deste valor foram despendidos pelo governo central, participação esta que alcançou 91,0% de 2006 em diante. Especificamente, o pagamento de juros nominais do governo central saiu de R\$ 38,8 bilhões em 2000 para R\$ 124,6 bilhões em 2009, com maior estoque acumulado em 2006, R\$ 151 bilhões, e com média de R\$ 90,3 bilhões entre 2000 e 2009. A título de comparação, os dispêndios do setor público com investimentos e inversões financeiras equivaleram a R\$ 86,0 bilhões anuais, em média.

No que toca a estados e municípios, o principal fator causal dos juros foi o pagamento da dívida renegociada com a União. Contudo, os dispêndios com juros nestas esferas do setor público foram de pequena monta quando comparados aos do governo central, uma vez que, em média, o pagamento anual de juros de estados e municípios foi de R\$ 15,0 bilhões. Mas, por que, mesmo diante de menores taxa de juros e custo médio da dívida mobiliária federal e maior prazo médio, o pagamento de juros nominais manteve-se elevado, principalmente quando comparado ao período de “pior” perfil do endividamento público? A resposta a esta questão pode ser observada a partir da análise da Tabela 15.

Tabela 15 – Operações primárias e secundárias com títulos públicos federais, 2000 a 2008, anual (R\$ milhões)¹¹⁰

Ano	Colocações	Resgates
2000	546.455	568.310
2001	1.318.308	1.360.290
2002	5.993.582	6.085.254
2003	3.623.943	3.636.147
2004	2.863.843	2.922.548
2005	2.171.313	2.167.538
2006	3.251.806	3.246.994
2007	4.821.710	4.742.921
2008	12.382.368	12.412.520

Fonte: Elaboração própria baseada em Boletins do BCB (vários anos).

Nota: Valores acumulados no ano.

Como se pode perceber, o volume transacionado de títulos públicos nos mercados primário e secundário foi bastante significativo. Destacam-se os montantes de colocação e resgate de títulos em 2002, em função da corrida contra o *Real*, fruto do ataque especulativo sofrido pelo Brasil à época da eleição presidencial, e os anos de 2006 em diante, não à toa período em que a participação dos juros nominais do governo central na totalidade destes gastos no setor público elevou-se a 91,0%. Em especial, o ano de 2008, em que houve uma elevação da taxa de juros para se efetivar um maior contracionismo monetário face à elevação dos índices de preços¹¹¹, registra uma substancial elevação no volume de transações com títulos públicos.

Assim sendo, uma menor taxa de juros e um melhor perfil de dívida pública foram compensados desfavoravelmente por um estoque ampliado de fluxos de dívida mobiliária, forçando gastos com juros que se mantiveram resistentes à queda. A causa desta situação remonta àquilo a que serviu a utilização dos títulos públicos: o exercício da política monetária. Relaciona-se diretamente a este caso a última componente dos gastos financeiros a ser analisada, qual seja, a amortização, apresentada no Gráfico 16, a seguir. Tal despesa financeira do setor público também exerceu importante pressão sobre as finanças públicas, em volume médio superior ao gasto com juros, contribuindo para a manutenção do setor público brasileiro em posições financeiras especulativas. As amortizações do setor público foram de R\$ 111,7 bilhões, média anual, nas quais a participação do governo central foi de 89,0%. A expansão do gasto financeiro com amortizações salta aos olhos: em 2000, equivaleram a

¹¹⁰ O ano de 2009 não consta na Tabela, pois os dados no formato “acumulado no ano” estão indisponíveis.

¹¹¹ Segundo Ipeadata (2011), em 2008 o Índice de Preços ao Consumidor Amplo alcançou 5,9%, o Índice Geral de Preços - Mercado 9,81% e o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna, 9,10%, maiores valores desde 2004, explicando a ação contracionista da AM.

aproximadamente R\$ 52,0 bilhões (R\$ 43,9 bilhões no governo central) enquanto que em 2009 ele foi quintuplicado, R\$ 270,5 bilhões (R\$ 252 bilhões no governo central). Mesmo diante de crescentes amortizações, a DLSP e a DMF no Brasil não declinaram.

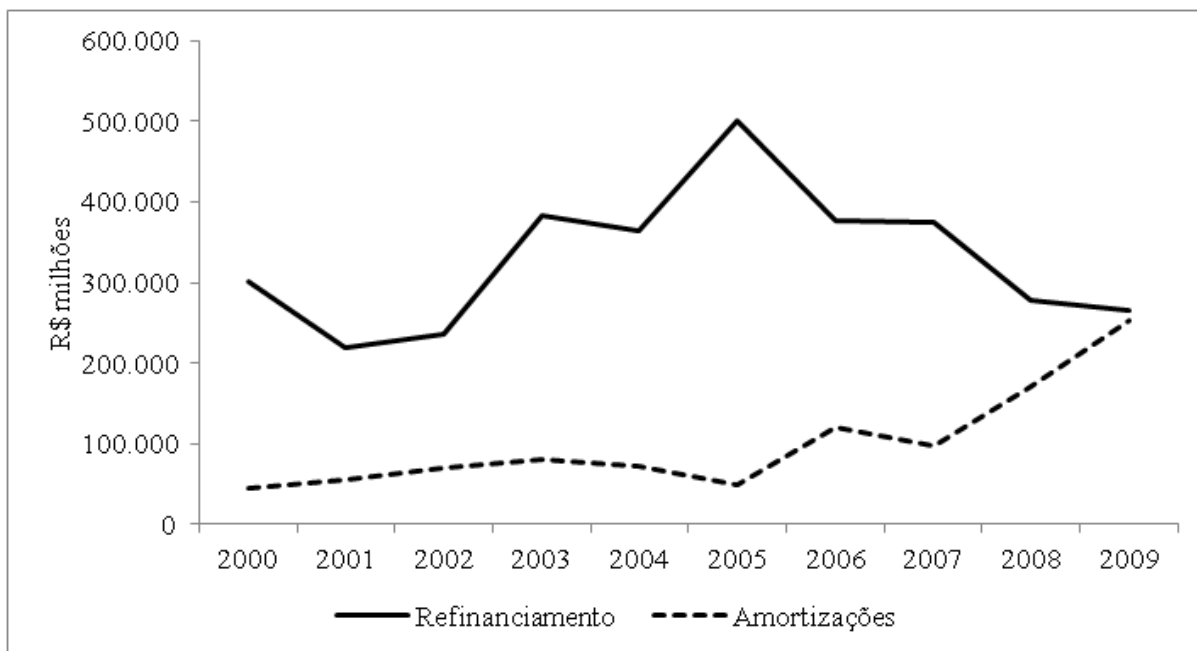


Gráfico 16 - Amortizações e refinanciamento da dívida pública federal, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões)

Fonte: Elaboração própria baseada em STN (2010).

Nota: Valores acumulados no ano.

Um estoque ampliado de amortizações não fez reduzir o montante de endividamento público em função de o volume de lançamento de dívida nova ter sido superior àquilo que se amortizou. Note-se, conforme o Gráfico 17, que o endividamento mobiliário federal foi crescente no período, alcançando estoques que se equivaleram ao montante de endividamento público líquido. Outro dado que corrobora o movimento dos fluxos de títulos de dívida são os refinanciamentos realizados entre 2000 e 2009. Como ilustra o Gráfico 16, o refinanciamento da dívida pública foi superior a R\$ 200,0 bilhões durante todo o período 2000/2009, com ápice em 2005, quando aproximadamente R\$ 500,0 bilhões foram refinanciados. Após o ápice de 2005, a estratégia de administração da dívida pública federal ocorreu no sentido de ampliar as amortizações, isto é, a recompra de títulos públicos em poder do mercado, o que fez diminuir o montante refinanciado de dívida, mas não fez reduzir o estoque de endividamento em todo período 2000/2009. Ou seja, houve criação de dívida nova em maior volume, implicando maiores gastos financeiros do governo central, ocasionando, haja vista o tamanho deste ente perante as outras esferas subnacionais, maiores dispêndios financeiros e em maior fragilização financeira para o setor público brasileiro.

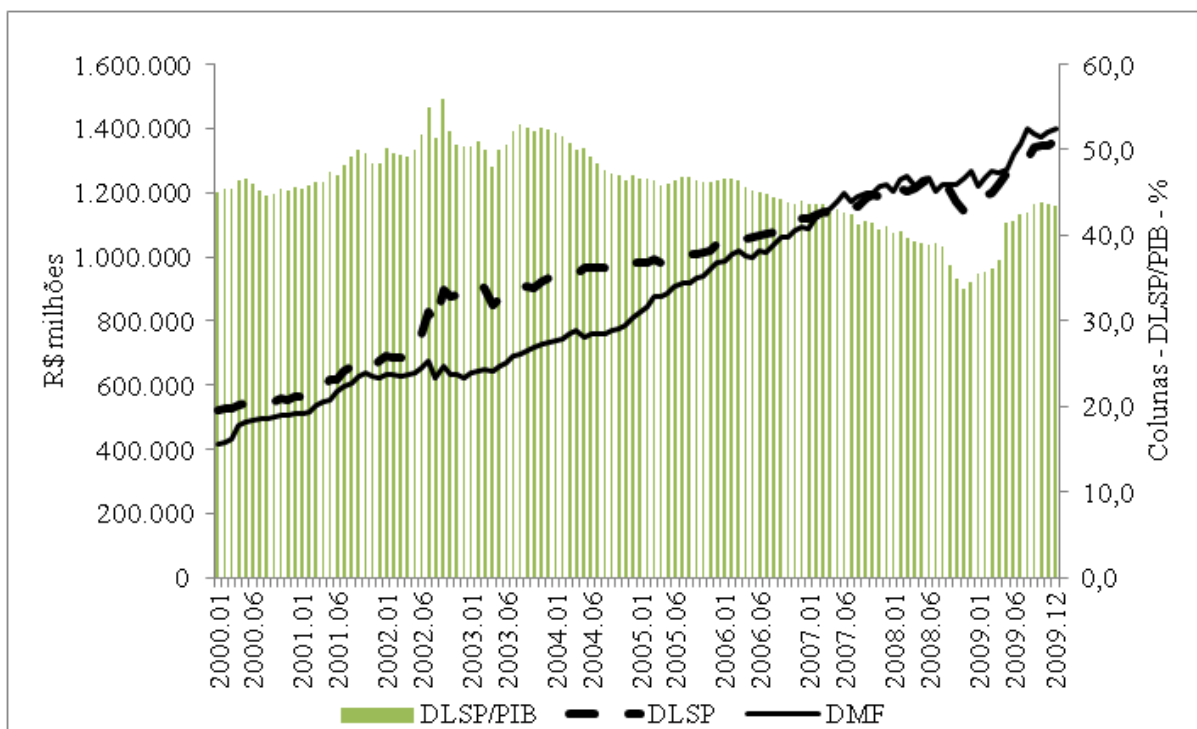


Gráfico 17 - Dívida líquida do setor público e dívida mobiliária federal, 2000 a 2009, mensal (R\$ milhões e %/PIB)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Nota: Entre maio e dezembro de 2009, não se contabilizam os dados de Petrobrás e Eletrobrás.

Como clarifica o Gráfico 17, a percepção de melhoria no estoque de endividamento público a partir da redução verificada na relação DLSP/PIB deveu-se exclusivamente ao crescimento do denominador. Em todo o período a DLSP e sua principal componente, a DMF, foram ascendentes, com tendências bastante semelhantes. O descolamento entre ambas, notadamente entre 2002 e 2004, ocorreu por conta dos efeitos da desvalorização cambial que impactou sobre o ajuste patrimonial do endividamento indexado a, ou cotado em, moeda estrangeira. Ao passo em que houve a apreciação cambial, de meados de 2004 em diante, a DLSP voltou a se encontrar com a DMF, a ponto de esta superar aquela a partir de 2008.

A partir de 2006, o substancial acúmulo de reservas internacionais¹¹², ativo do setor público que líquida o endividamento bruto, e a intensificação da apreciação cambial (com destaque para o ano de 2008, até o contágio da economia brasileira no último trimestre do ano) permitiram que a DLSP arrefecesse sua trajetória de ampliação, caso que não se aplicou à DMF, que é dívida bruta. Foi justamente isto, inclusive, que permitiu que o endividamento mobiliário superasse a DLSP a partir de fins de 2007. Outro fator contribuinte à diminuição

¹¹² Segundo Ipeadata (2011), as reservas internacionais brasileiras, no conceito de liquidez internacional, eram de, em dezembro de cada ano, US\$ 33,0 bilhões em 2000, US\$ 85,8 bilhões em 2006, US\$ 180,3 bilhões em 2007, US\$ 206,8 bilhões em 2008 e US\$ 200,8 bilhões em 2009.

da velocidade de ascensão da DLSP, que se coaduna à ampliação dos pagamentos de amortizações por parte do governo central, foi a antecipação do pagamento das dívidas externas com o FMI e o Clube de Paris, ocorridas a partir de 2005. Tais operações, conforme dados de Pedras (2009, p.76) perfizeram gastos de US\$ 56,8 bilhões¹¹³.

A expansão da DMF reflete que a principal parcela do endividamento público foi a interna. O endividamento externo líquido, inclusive, consoante Ipeadata (2011), passou a ser negativo de setembro de 2006 em diante, acompanhando o acúmulo de reservas internacionais. Ou seja, a quantidade de ativos detida pelo setor público e denominados em moeda estrangeira superou o seu conjunto de passivos. Isto transfere a responsabilidade pelo endividamento público à dívida denominada em *Reais*. E, tal qual o Gráfico 17 demonstra, a principal componente da dívida interna a se expandir foi a DMF.

A expansão das reservas internacionais, a partir de 2006, fez com que as operações com o setor externo pressionassem a base monetária, resultando na necessidade de ampliação das operações com títulos públicos federais em 2006 e em 2007, conforme apresentou a Tabela 13. Porém, nestes anos, a consecução de superávits não financeiros do setor público contribuiu para o controle da base monetária, em volumes bastante superiores àqueles do período 1995/1996. Não se deve deixar de destacar, aliás, que o próprio crescimento econômico do País entre 2006/2008 permitiu que a base monetária se expandisse sem pressionar, em demasia, os riscos de inflação de demanda, algo não viável nos anos iniciais do *Real* em função da restrição imposta pela rigidez da taxa de câmbio. Um último elemento que se somou para que as reservas internacionais não pressionassem o crescimento da DMF, tal qual o período 1995/1996, decorreu dos reflexos da crise econômica internacional. Em outubro de 2008, como uma das medidas contracíclicas, o BCB ofereceu linhas de crédito aos bancos comerciais, garantindo-lhes liquidez no bojo da crise, financiadas pelas reservas cambiais e que seriam destinadas ao financiamento das exportações das empresas brasileiras¹¹⁴.

O último fator a impactar sobre a dinâmica do endividamento público no Brasil, de natureza não fiscal, entretanto, foi o ajuste patrimonial da DLSP. A Tabela 16, a seguir, mostra que 2001 e 2002 foram os dois principais momentos em que a DLSP foi impactada de forma desfavorável pelo ajuste patrimonial. Em ambos, a causa foi a desvalorização cambial,

¹¹³ A melhoria nas condições do endividamento externo bem como em diversos fundamentos econômicos permitiram ao Brasil fazer lançamento de dívida soberana no mercado internacional denominada em moeda nacional. A primeira emissão ocorreu em 2005. Para mais, veja: Pedras (2009).

¹¹⁴ Para mais informações sobre as linhas de financiamento às exportações oriundas das reservas internacionais, veja: Brasil (2008a).

explicando o descolamento entre a DLSP e a DMF apresentado no Gráfico 17. Com efeito, notabilizou-se o caráter cambial do ajuste patrimonial entre 2000 e 2009. Conquanto tenham ampliado o estoque de endividamento em 2000 e em 2001, em 2003 e em 2008 o ajuste cambial reduziu o estoque da DLSP.

Privatizações e reconhecimento de passivos contingentes foram localizados. Com exceção de 2000, as privatizações não auxiliaram a liquidação do ajuste patrimonial, caso comum no período 1995/1999. Por sua vez, o reconhecimento de passivos contingentes ocorreu com maior vigor entre 2000 e 2002. Em termos de saldo líquido acumulado no período em questão, o ajuste patrimonial foi responsável por um acréscimo de R\$ 77,7 bilhões na DLSP, montante modesto quando comparado aos aproximadamente R\$ 2,2 trilhões despendidos em juros e amortizações.

Tabela 16 - Ajuste patrimonial da DLSP, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões)

Ano/Conta	Ajuste cambial	Passivos contingentes	Privatizações	Saldo
2000	18.344	8.672	-20.238	6.778
2001	30.840	25.439	-981	55.298
2002	147.225	14.286	-3.637	157.874
2003	-64.307	605	0	-63.703
2004	-16.193	6.514	-753	-10.432
2005	-18.202	3.262	-954	-15.894
2006	-4.881	-375	-2.049	-7.306
2007	29.268	-630	-1.265	27.374
2008	-98.217	135	-767	-98.848
2009	26.921	329	-624	26.626

Fonte: Elaboração própria baseada em Séries Temporais do BCB (2011).

Nota: Valores acumulados no ano.

Logo, não foi o ajuste patrimonial o responsável pela ampliação da DLSP no período 2000/2009. Tampouco, pode-se culpar o gasto não financeiro do setor público por isso. A principal condicionante da crescente DLSP brasileira foi a política monetária, implicando gastos financeiros cada vez maiores, os quais não foram custeados pela poupança pública criada pelo acúmulo de superávits primários. O Gráfico 18, abaixo, manifesta esta tendência.

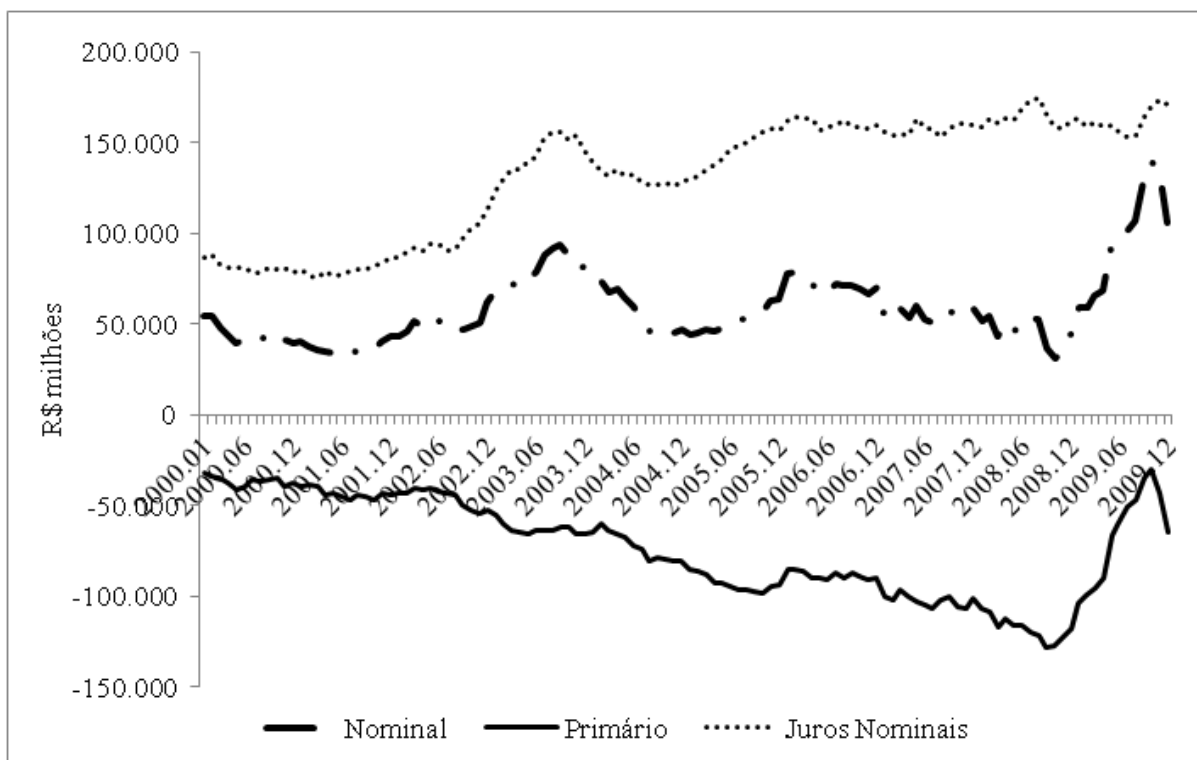


Gráfico 18 - Necessidades de financiamento do setor público: primário, nominal e juros nominais, 2000 a 2009, mensal (R\$ milhões)

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011).

Nota: Entre maio e dezembro de 2009, não se contabilizam os dados de Petrobrás e Eletrobrás.

O setor público incorreu em déficits nominais em todo o período 2000/2009, o que se traduz em nem mesmo os juros nominais terem sido custeados pelas contas primárias superavitárias do período. Logo, a política monetária, responsável primeira por estes gastos financeiros em constante ampliação, não foi capaz de circunscrever seus custos à poupança pública primária. O desajuste tornou-se ainda maior quando contabilizados os dispêndios crescentes em amortizações ao longo do período 2000/2009, conforme atestou a fragilidade financeira acusada pelo IFFSPB. A existência de desequilíbrios orçamentários na presença de superávits primários – estes, a propósito, corresponderam a 10,0% das receitas tributárias, como visto – significa um sobrepeso de natureza financeira às finanças públicas.

Enfim, a característica financeira do déficit orçamentário demonstra que o setor público brasileiro não constituiu estruturas públicas produtivas, ou qualquer outra forma de instituição pública guiada por uma lógica de rentabilidade, que oferecesse, em médio prazo, fontes de recursos ao setor público. Assim sendo, o “particular – e um tanto quanto desesperado – expediente do déficit público” (KEYNES, 1980a, p.353-354) não criou fontes de receitas para o financiamento da dívida pública. Prova disto é o próprio endividamento ter se expandido em termos monetários, mesmo diante de maiores gastos com amortizações, bem

como a relação DLSP/PIB ter declinado somente por conta da expansão do PIB. Evidencia-se que a obtenção de superávits primários destinou-se exclusivamente à formação de fundos de recursos públicos que equilibrassem, ainda que parcialmente, as ações da política monetária. Nestas condições, o saldo positivo das contas primárias não funcionou como financiador do investimento produtivo, público e privado, fundamental ao crescimento econômico, à geração de renda e de riqueza ao País.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho objetivou apreender a dinâmica da dívida líquida do setor público brasileira a partir do início do Plano Real, mais especificamente da criação do *Real* como moeda de curso legal, em julho de 1994. Para tanto, as atenções foram dedicadas aos fluxos das finanças do setor público, em especial, aos seus gastos de natureza financeira. Buscando-se somar as análises críticas ao modo pelo qual se conduziram as políticas econômicas no Brasil pós-*Real*, utilizou-se um referencial teórico keynesiano e pós-keynesiano para se interpretar a estrutura econômica engendrada pelo Plano Real, em que o controle inflacionário foi estabelecido como o principal objetivo da política econômica.

Os formuladores do Plano Real entendiam que a inflação brasileira deteve como causa estrutural os déficits potenciais do setor público. Para que o déficit em potencial não se materializasse, o setor público aproveitava-se da inflação por três caminhos. Por um lado, os impostos tinham correção monetária e, portanto, as receitas públicas eram protegidas da inflação. Por outro lado, os gastos públicos eram usualmente contingenciados o que, em um cenário de inflação crescente, implicava corrosão do valor real das despesas públicas. Por fim, o setor público conseguia recursos por meio do imposto inflacionário. À causa estrutural da inflação somou-se a alastrada indexação de preços e contratos.

A solução para o problema inflacionário requereu, assim, tanto a reorganização das finanças do setor público, eliminando-se o irrealismo orçamentário, quanto o oferecimento aos agentes de uma âncora às expectativas futuras sobre os níveis de preço. Este último elemento foi feito, inicialmente, pela instituição da Unidade Real de Valor, que se converteu no *Real* em primeiro de julho de 1994. Quando convertida em *Real*, a âncora de valor da moeda nacional passou a ser condicionada pela taxa de câmbio administrada, conformando o regime de âncora cambial, vigente até janeiro de 1999. Com a desvalorização cambial de janeiro de 1999, o regime monetário de âncora cambial foi abolido e substituído pelo de Metas de Inflação em julho de 1999.

No que toca o primeiro elemento, isto é, a reorganização das finanças públicas, diversas medidas foram aventadas, desde as reformas do sistema financeiro nacional privado e público, da administração pública e patrimonial até os planos de contingenciamento fiscal, a LRF, o acordo com o FMI e a instituição do regime de superávits primários em 1998, com vigência a partir de 1999. Porém, embora em nível primário tenha sido feita a reorganização das finanças públicas, em âmbito do orçamento como um todo, tal não foi o caso. Houve

déficits públicos ao longo de todo o período 1995/2009. Consoante a análise empreendida, imbuída do referencial teórico keynesiano e pós-keynesiano, atribui-se este constante desequilíbrio fiscal aos gastos financeiros incorridos pelo setor público, notadamente em seu principal ente, o governo central. Tais despesas financeiras decorreram do modo pelo qual os *policy makers* do Brasil pós-*Real* optaram por conduzir a política monetária, operacionalizada por títulos de dívida mobiliária de custosa remuneração, principalmente por conta dos elevados juros.

Neste particular, o discurso convencional, como o de Giambiagi e Além (1999), Pinheiro *et ali* (2001) e Abreu e Werneck (2006), aponta que os elevados gastos públicos primários foram os causadores dos altos juros brasileiros e do desequilíbrio fiscal persistente em que o País permaneceu. Não obstante, em uma recente série de artigos sobre conjuntura econômica no Brasil, publicada no jornal *Valor Econômico* (2011), analistas como Lara Resende e Mendonça de Barros argumentam no mesmo sentido, qual seja, da necessidade de redução das despesas primárias do setor público. Soma-se ao referido discurso a proposição do chamado *déficit nominal zero* que, consoante os argumentos de um de seus propositores, Delfim Neto (2005), deveria ser auferido por ampliação da poupança pública não financeira e possibilitaria que a taxa de juros básica da economia brasileira caísse, pela percepção de diminuição dos riscos de *default* dos agentes, face a redução da relação DLSP/PIB.

As perspectivas acima denotam que todo e qualquer esforço da política fiscal deveria concentrar-se, apenas, nas variáveis não financeiras, como forma de subsidiar-se a política monetária e, em médio prazo, reduzir-se a taxa de juros: “para dar continuidade à política [monetária] no médio prazo, os níveis de superávit primário deveriam ser capazes de neutralizar o ônus dos pagamentos de juros” (PINHEIRO *et ali*, 2001, p.19). Esta concepção sobre a condução das políticas econômicas pode ser ilustrada pelas palavras de Arida: “penso que o propósito do BC é zelar pela estabilidade de preços, qualquer outro objetivo é de caráter secundário” (*apud* BIDERMAN *et ali*, 1996, p.328). Até porque, continua o autor, “em regimes monetários fiduciários, o viés inflacionário é *sempre* presente e precisa ser equacionado explicitamente” (*apud* BIDERMAN *et ali*, 1996, *idem*, grifo nosso). Portanto,

[...] nunca escrevi uma palavra sobre a privatização e concorrência como alternativa superior às estatais monopolistas [...] ou sobre a importância do controle fiscal para o sucesso de um programa de estabilização. São questões importantíssimas para o destino do país, mas que nunca me foram teoricamente atrativas porque sempre me

pareceram óbvias demais (ARIDA, *apud* BIDERMAN *et ali*, 1996, p.323).

A opção por se auferir o equilíbrio fiscal apenas pelas variáveis primárias, isto é, não financeiras, certamente não é compartilhada pela perspectiva keynesiana, que substancia este trabalho. Ressalte-se que isto não deve ser confundido com uma posição a favor de déficits públicos. O equilíbrio orçamentário é um objetivo central em Keynes, bem como a estabilidade de preços, conforme diversas referências ao autor foram apresentadas no Capítulo 2. Entretanto, o zelo de Keynes pelas estabilidades fiscal e de preços não subsumiria a política fiscal à monetária, isto é, os gastos não financeiros aos gastos financeiros, mas tratá-los-ia de forma complementar. Priorizar-se-ia a política fiscal, regrada por superávits correntes e por uma agenda de investimentos públicos no orçamento de capital, por meio dos quais se impactaria diretamente a demanda efetiva, inclusive comprimindo-a quando fosse necessário controlar pressões inflacionárias. Recorde-se que o foco de Keynes era a estabilização automática dos ciclos, a bem do incentivo ao investimento produtivo, criador de emprego e renda e possível caminho para a redução de arbitrarias desigualdades de riqueza.

O caso aventado pelas posições convencionais, de somente a despesa não financeira adaptar-se a fim dos equilíbrios orçamentário e monetário e da redução da taxa de juros, parece não levar em conta que as despesas financeiras podem simplesmente retroalimentarem-se a ponto de desequilibrarem, por si só, o orçamento. Este foi o caso do Brasil entre 1995 e 2009, salvas as exceções de 1996 e 1997, em que as variáveis não financeiras contribuíram para a fragilidade fiscal na qual o País se encontrou. A opção por uma política monetária como objetivo maior da política econômica do País resultou em despesas financeiras redundantes num crescente endividamento público e, assim, em maiores fluxos de gastos financeiros, mesmo diante de superávit não financeiro. Neste caso, “*para dar continuidade à política [monetária] no médio prazo*” não devem ser “*os níveis de superávit primário [que] deveriam ser capazes de neutralizar o ônus dos pagamentos de juros*” (PINHEIRO *et ali*, 2001, p.19, grifo nosso), mas o *modus operandi* da política monetária deveria ser repensado, até por que ela poderia chegar a subsumir a “*importância do controle fiscal para o sucesso de um programa de estabilização*” (ARIDA, *apud* BIDERMAN *et ali*, 1996, p.323, grifo nosso).

Nos primeiros cinco anos do *Real*, entre julho de 1994 e janeiro de 1999, a manutenção de um regime de câmbio administrado, em um cenário de déficit em transações correntes e ausência de controles efetivos sobre os fluxos de capital internacional, ocasionou uma constante elevação dos dispêndios financeiros, superior ao crescimento das despesas não

financeiras. Neste período, mesmo com desajustes orçamentários de natureza primária nas esferas subnacionais, houve a realização de superávits primários em nível de setor público. Nos anos entre 2000 e 2009, em que o RMI e o câmbio flutuante estavam consolidados, as contas não financeiras cresceram, mas, novamente, em ritmo inferior às despesas financeiras.

Assim como o equilíbrio orçamentário, a estabilidade monetária é de importância incontestável. Contudo, ao longo de todo o período pós-*Real*, observou-se a insistência em se utilizar a taxa de juros como elemento primordial, *hors concours*, de política monetária. Acrescenta-se que, entre 1997 e 1999, a AM utilizou-se – paralelamente ao elemento central, juros – de onerosos títulos públicos com *hedge cambial*. Ademais, é preciso que se tenha claro que ao longo dos dois regimes monetários do *Real* a política monetária foi concretizada pelo lançamento de títulos de dívida mobiliária.

Sem qualquer mecanismo para auxiliar a condução da política monetária, o fluxo de operações com títulos públicos nos mercados primário e secundário elevou-se ao longo do período 1995/2009, *par e passo* ao crescimento econômico e de renda doméstica, à dinâmica econômica mundial e seus momentos de liquidez internacional e consequentes influxos de capital ao País, dentre outros condicionantes. Na medida em que os fluxos desta dívida flutuante ampliaram-se, o estoque de DMF elevou-se, mesmo diante de crescentes gastos financeiros com amortizações. Por vezes, a DMF foi superior ao estoque da DLSP, o que representa a relevância e a centralidade do endividamento por títulos públicos do governo central¹¹⁵.

Portanto, tão importante quanto o estoque de endividamento mobiliário acumulado pelo governo central – e por sinal, sintoma dele – foi a flutuação da dívida mobiliária, porquanto materialização do modo único de operar a política monetária. Fluxos cada vez maiores de colocação e resgate de títulos públicos significaram os esforços levados a efeito pela AM para dar vazão ao controle de liquidez, contudo, ao elevado custo médio do endividamento brasileiro. Na outra ponta das mesas de operação do BCB estavam os agentes do sistema financeiro, cientes de que eram eles os ratificadores da estabilidade monetária, objetivo maior da atuação econômica estatal.

Desta maneira, em essência, a política monetária teve como base a precificação das iniciativas dos agentes. De meados de 1994 ao início de 1999, a precificação objetivou fomentar a poupança externa que permitiu a administração cambial. De meados de 1999 em diante, a precificação ocorreu no sentido de oferecer ao sistema financeiro, principalmente ao

¹¹⁵ Notadamente em fins dos anos 1990 e de 2007 em diante.

sistema bancário, uma alternativa de investimento em relação ao oferecimento de crédito ao consumo e ao investimento. Inverteu-se, assim, a lógica de controle: não foi a política monetária que efetivou limites aos atores privados, mas estes que definiram a qual custo a política monetária tornar-se-ia efetiva. Eram eles, a repetir-se a citação de Arida, que estiveram “do outro lado do balcão [...] pensando o tempo todo em como arbitrar diferenças” (apud BIDERMAN *et ali*, 1996, p.325).

Enquanto empresários, a *arbitragem de diferenças* é a busca pelo lucro monetário. Em um contexto social de unidade orgânica, em que pesa a incerteza acerca do futuro, tempos expectacional e histórico, os agentes em busca de seus lucros monetários detiveram um conjunto de informação conformador de premissas que ofereciam um bom peso aos seus argumentos sobre o retorno de seus investimentos. Isso, pois, a manutenção do regime monetário em um primeiro momento dependeu do ingresso de recursos estrangeiros para se sustentar, e, no outro, dependeu do controle da criação de crédito ao público. Com estas informações, os agentes *do outro lado do balcão* tomaram suas decisões de investimento financeiro, cujo retorno foi garantido pela ampliação de receitas públicas e consecução de superávits não financeiros. Neste contexto, o custo de efetivação da política monetária representou uma espécie de *crowding-out às avessas*, em que a poupança pública não financeira auferida ao longo dos anos foi transferida ao setor privado financeiro, dando-lhe seus retornos. Em contrapartida, os gastos de natureza não financeira e as próprias receitas públicas precisaram constantemente ajustar-se.

Pois bem, trazendo-se à tona tanto os argumentos convencionais quanto a proposta de déficit nominal zero, que se centram na redução das despesas não financeiras, podem ser abertos alguns pontos de desacordo, que sintetizam a análise deste trabalho e apontam para a importância dos gastos financeiros na composição da fragilização financeira do Brasil pós-*Real*. Observe-se:

(i) A ampliação do superávit não financeiro não reduziria a relação DLSP/PIB e nem reduziria a taxa de juros. Entre 1995 e 1999, a relação DLSP/PIB cresceu vertiginosamente e o patamar dos juros reduziu-se, embora continuasse elevado. Ao longo do período 2000/2009, a taxa Selic apresentou tendência de queda, em trajetória e em patamar, mesmo com o estoque monetário de dívida pública ampliando-se¹¹⁶. Em 2008, ano em que a relação DLSP/PIB teve seu menor patamar desde 1998, a taxa de juros aumentou. Em síntese, há uma inelasticidade juros da dívida.

¹¹⁶ Como se viu, a relação DLSP/PIB reduziu-se motivada somente pela expansão do PIB, tendo como única exceção o ano de 2008.

Como mostraram as Atas do COPOM e os dados dos fatores condicionantes da base monetária, a situação fiscal primária (não financeira) do governo central foi um importante fator de sustentação da política monetária, seja por fornecer a ela os fundos para parcialmente custeá-la, seja por restringir a base monetária. Em suma, a taxa de juros (e o gasto financeiro do setor público) não se reduziria com um aumento da poupança pública não financeira, pois a referida taxa não decorre da percepção de risco dos agentes acerca de um possível *default*, mas da prospecção da AM sobre o nível de preços.

(ii) Keynes (1964) atribuía à arbitrária distribuição de renda um dos principais problemas a serem enfrentados pelas economias monetárias de produção. Propor-se a equalização do orçamento público pela via não financeira significa transferir recursos públicos a apenas uma camada do estrato social, qual seja, aquela diretamente relacionada à ação empresarial no mercado financeiro.

(iii) O déficit nominal zero deve ser alcançado pela redução dos dispêndios financeiros, o que implica em se proporem novas formas de operação da política monetária, retirando-se dos juros – e dos títulos públicos que o efetivam – a centralidade enquanto instrumento e meio. Manifestações neste sentido, tais quais as chamadas *medidas macroprudenciais* e de *supervisão financeira*, foram implantadas a partir de fins de 2010. Tais medidas representam uma espécie de controle de capitais financeiros domésticos e oferecem um espectro maior de ação à política monetária, aliviando as pressões financeiras que decorrem da centralidade nos juros e reduzindo a necessidade dos fluxos de dívida pública para dar cabo à política monetária.

Ademais, medidas de controle de capitais domésticos, se espalhadas por segmentações do sistema financeiro, como o mercado interbancário, poderiam implicar alargamento do prazo de concessão de empréstimos no Brasil. Aumentar-se-ia, assim, a possibilidade de redução dos juros com conseqüente diminuição, ao próprio sistema financeiro, do custo de oportunidade na concessão de financiamentos de longo prazo, fundamentais para inversões produtivas de maior vulto. No Brasil, a presença de um mercado interbancário que tem como um de seus atributos a liquidez diária ancorada nas operações *go around* de títulos de dívida da política monetária impede que financiamentos mais longínquos no tempo sejam atrativos e faz com que a política monetária também a isto se circunscreva¹¹⁷.

¹¹⁷ Curiosamente, estas medidas de controle de capitais domésticos fazem-se necessárias para os dois maiores bancos públicos, quais sejam, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal, pois *arbitram diferenças* a partir de títulos públicos.

(iv) Sobretudo até 2005, os investimentos públicos foram um dos principais alvos de contingenciamento de despesas, representando situação bastante diversa daquela preconizada pelas prescrições orçamentárias de Keynes. Os dados após 2005 mostraram que, com o estímulo aos investimentos feito pelo setor público, houve resposta da iniciativa privada em termos de expansão das taxas de investimento, com consequente melhoria do crescimento econômico e da geração de emprego. Corre-se o risco, *a par* dos argumentos convencionais, de um superávit não financeiro maior implicar redução da demanda agregada – constrangida pela política monetária –, atravancando o crescimento do denominador da relação DLSP/PIB, o que poderia, inclusive, estancar quedas nesta relação.

Outro ponto a ser destacado diz respeito às políticas públicas de estímulo ao investimento, tais como o PPI, o PAC e o FSB, que parecem ter visado construir um conjunto de convenções que viabilizassem a ampliação do investimento produtivo não em reação às circunstâncias econômicas, mas defronte o custo de oportunidade representado pelo investimento financeiro fundado na taxa Selic. Sem retirar a importância e a validade das ações públicas para a compensação dos reflexos da crise no País ao longo de 2009, em termos de produção e emprego, não se pode categorizá-las como estabilizadoras automáticas de perfil tipicamente keynesiano, posto que suas intenções não impediram que vales ou picos da trajetória do sistema econômico acontecessem, mas buscaram, desde antes da eclosão da crise, estimular o investimento produtivo confrontado pelo custo de oportunidade imposto pela política monetária.

As medidas contracíclicas colocadas em prática paralelamente à vigência dos programas estatais de estímulo ao investimento, como redução de impostos, financiamentos habitacionais como o “Minhas Casa, Minha Vida” e concessão de linhas de financiamento às exportações, tiveram, para alguns (CUNHA *et alii*, 2011), natureza casuísta, pois foram ações de última instância que objetivaram o resgate do vale ao qual a economia brasileira encaminhava-se. A instituição do FSB corrobora a perspectiva de que a ausência de instrumentos de estabilização automática era preocupante, haja vista sua inauguração em 24 de dezembro de 2008, diante de um contexto de crise que aclarou a necessidade de instrumentos de estabilização dos ciclos econômicos.

O governo central utilizou-se de sua maior empresa, a Petrobrás, para realizar políticas contracíclicas durante a referida crise, antecipando e ampliando os investimentos da estatal para incentivar a demanda efetiva e o ânimo empresarial. Neste aspecto, o debate sobre as privatizações e suas relações com as finanças públicas possui dois aspectos no Brasil pós-

Real. Por um lado, as privatizações foram uma reestruturação orçamentária efetiva, pois extinguiram do setor público espaços de pressões deficitárias e, não obstante, instituíram-lhe uma fonte intertemporal de recursos, por meio da parcela dos dividendos que lhe cabem e também pelo maior pagamento de tributos.

Por outro lado, um ponto que se relaciona à complementaridade entre as iniciativas pública e privada pode ser levantado para se questionar a amplitude do processo de privatização no Brasil. Ao abranger empresas operando em ramos industriais referentes ao fornecimento de infraestrutura, tais como o energético, o setor público alienou bens essenciais ao estímulo do investimento produtivo privado no País, como se fez notar durante a crise energética que acometeu o Brasil entre 2001 e 2002.

A empresa estatal tecnicamente social, consoante Kregel (1985, p.37), significa à iniciativa privada uma rotina de investimentos públicos construtora de estruturas de interesse social e provocadora de menores custos de produção. Uma produção barateada por uma infraestrutura moderna poderia ampliar a competitividade doméstica, auxiliar a demanda internacional por produtos nacionais e, ainda, reduzir pressões de custo, combatendo choques inflacionários de oferta e diminuindo os gastos financeiros para controle de inflação. Enfim, um gerenciamento público, mas com espírito empresarial, planejado e tecnicamente social, poderia tornar as empresas estatais mais um instrumento de estabilização automática, expressando uma das principais facetas do orçamento de capital keynesiano, tal qual se mostrou possível em 2009.

Aliás, quando relacionada às proposições do *Big Bank* e do *Big Government* de Minsky, a ação econômica do Estado brasileiro as assimilou apenas, e parcialmente, na crise econômica de 2007/2009. A atuação esperada de algo tal qual o *Big Government* ocorreu no sentido de o Estado, ao longo de 2009, ter tentado, e sido exitoso em fazê-lo, conferir bases de consumo e investimento para a realização da demanda efetiva pelo produto global ofertado pelos empresários. Ressalte-se, contudo, que a ação *Big Bank* do BCB somente parcialmente pode ser relacionado àquilo que Minsky propôs. A ação mais aproximada do BCB à de um *Big Bank* foi a injeção de liquidez no mercado financeiro, não tendo, entretanto, reduzido a taxa de juros a um patamar indutor de investimentos produtivos. Quando das crises de 1997, 1998, 1999, 2001 e 2002, nenhuma intervenção ao estilo *Big Government* e *Big Bank* foi levada a efeito. Como se viu, entre 1998 e 1999, o BCB retirou regulamentações sobre o fluxo de capitais internacionais, tornando a economia brasileira ainda mais vulnerável; também não se incentivaram ações *Big Government* da política fiscal nas crises de 1998 e 1999, pelo

contrário, a opção foi por constranger os dispêndios não financeiros, dentre os quais, os investimentos públicos.

Por fim, houve, em geral, um importante sinal a ser aproveitado. Observando-se através dos incentivos públicos concedidos viu-se que as respostas do *animal spirits* dos empresários produtivos foram proveitosas, como confirmam as melhores taxas de investimento, que alcançaram nível recorde em 2008, mesmo diante da desestimulante taxa de juros. Não somente, mas o ritmo de crescimento do País também se ampliou e a taxa de desemprego reduziu-se a patamares que não se alcançavam desde início da década de 1990. A alteração do ciclo da economia brasileira ao longo de 2009 também mostra a reação empresarial aos estímulos dados pelo setor público. Mesmo não tendo uma natureza tipicamente keynesiana, estes fatos mostram o acerto e a viabilidade de se praticarem as prescrições de política econômica – principalmente a fiscal – de Keynes. Por conta disto, deve-se argumentar que a diminuição de gastos financeiros do setor público abrirá espaço para que mais recursos sejam dedicados aos investimentos públicos. Em contrapartida, menores dispêndios financeiros, ademais, conferirão fomento para que se consolidem propostas como o FSB, preâmbulo de uma rota possivelmente alternativa de condução da política fiscal, em veios bem mais próximos daquilo que prescreveu Keynes.

A realidade, claro, não é tão mecânica quanto a passagem acima sugere. Mas, em um mundo incerto, em que a ação privada altera o contexto e este modifica a ação privada, a regularidade da atuação estatal em prol do incentivo ao investimento e ao emprego por intermédio de uma rotina de gastos públicos em investimento é uma convenção que os agentes transformam em conhecimento direto para tomarem decisões, dando a elas melhores estados de confiança. Os empresários no sistema financeiro assim o fizeram, transformando os gastos financeiros do setor público em seus lucros monetários, como expressou a citação de um *policy maker*, Mário Torós (2009), que destacou o primeiro ganho da AM em relação ao mercado financeiro, no período pós-*Real*.

É hora, como a crise econômica mundial iniciada em 2007 reclamou, de novas opções de política econômica serem apresentadas, a bem de um remodelamento da forma de se conduzirem as finanças públicas, principalmente no que toca as causas pelas quais os gastos públicos de natureza financeira foram substanciais (e tanto influenciaram na manutenção do setor público brasileiro em posições fragilizadas). Afinal, não é porque não se tenham implementado políticas econômicas de cunho keynesiano até o presente que não se devam implementá-las no futuro. Animam as apreciações de proposições alternativas, as

expectativas de que se pode caminhar para um futuro melhor. Neste sentido, ilustrativas são as palavras do Ministro da Fazenda entre 1995 e 2002, Pedro Malan¹¹⁸,

[...] aquilo que chamamos de presente nada mais é senão um fugidio momento entre um irrevogável passado e um futuro que tem por ofício ser incerto. Entretanto, embora irrevogável, o passado é re-escrito e re-interpretado, por sucessivas gerações, à luz das exigências interrogativas do presente e de preocupações com o futuro (*apud* BIDERMAN *et ali*, 1996, p.7).

¹¹⁸ Segundo Malan, as palavras foram inspiradas nas observações do historiador Edward Carr. Para mais veja: Malan *apud* Biderman *et ali* (1996, p. 7).

REFERÊNCIAS

ABREU, M. DE P.; WERNECK, R. The Brazilian economy from Cardoso to Lula: an interim view. **Textos para Discussão do Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**, nº 504, 2005. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td504.pdf>. Acesso em: maio de 2011.

ATKINSON, A. B.; STIGLITZ, J. E. **Lectures on Public Economics**. Nova York: McGraw-Hill Company, 1980.

ALVES, JÚNIOR. A.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Currency crisis, speculative attacks and financial instability in a global world: a post keynesian approach with reference to Brazilian currency crisis. **Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura**, Caracas, v. 10, n. 1, pp. 173-200, 2004.

ANDRADE, R.P. A agenda do keynesianismo filosófico: origens e perspectivas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 20, n. 2, pp. 76-94, 2000.

ARAÚJO, C. H. V. Mercado de títulos públicos e operações de mercado aberto no Brasil – aspectos históricos e operacionais. **Notas Técnicas do Banco Central do Brasil**, nº 12. Brasília, 2002.

ARESTIS, P. New consensus macroeconomics: a critical appraisal. **The Levy Economics Institute of Board College Working Paper**, nº 564, Annandale-on-Hudson, 2009.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 35, pp. 1-30, 2009.

ARIDA, P.; LARA-REZENDE, A. Inertial inflation and monetary reform in Brazil. **Textos para Discussão do Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**, n. 85. Rio de Janeiro, 1985.

BACHA, E. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 14, n. 53, pp. 5-17, 1994.

_____. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, A. **O Brasil pós-Real**. Campinas: UNICAMP, pp. 11-69, 1997.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Gestão da dívida mobiliária e operações de mercado aberto. **Série perguntas mais frequentes**. Banco Central do Brasil: Brasília, 2008.

_____. **Manual de Estatísticas Fiscais Publicadas pelo Departamento Econômico do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil: Brasília, 2009.

_____. Regime de metas para a inflação no Brasil. **Série perguntas mais frequentes**. Banco Central do Brasil: Brasília, 2010.

_____. **Séries Temporais de Economia e Finanças**. Banco Central do Brasil: Brasília, 2011. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em: março 2011.

_____. **Boletins do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil: Brasília, vários anos (1995 a 2010). Disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM>. Acesso em: março 2011.

BANK OF ENGLAND. **Quantitative easing explained – putting more money into our economy to boost spending**. Londres: Bank of England, 2009.

BATEMAN, B.W.; DAVIS, J.B. (eds.). **Keynes and Philosophy: essays on the origin of Keynes's thought**. Brookfield: Edward Elgar, 1991.

BIDERMAN, C.; COZAC, L. F. L.; REGO, J. M. **Conversas com economistas brasileiros**. São Paulo: 34, 1996.

BRASIL. Lei nº 3.320, de 17 de março de 1964. Estatui normas gerais de direito financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da união, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 março 1964.

_____. Resolução nº 82 do Senado Federal, de 18 de dezembro de 1990. Estabelece condições para a renegociação da dívida externa brasileira. **Diário do Congresso Nacional**, Poder Legislativo, Brasília, DF, 18 dezembro 1990.

_____. Resolução nº 7 do Senado Federal, de 30 de abril de 1992. Autoriza a União a celebrar contratos bilaterais para a reestruturação da dívida externa do setor público junto aos governos dos países credores e suas respectivas agências de crédito. **Diário do Congresso Nacional**, Poder Legislativo, Brasília, DF, 30 abril 1992, 1992a.

_____. Resolução nº 98 do Senado Federal, de 23 de dezembro de 1992. Autoria a União a celebrar operações de crédito externo, visando ao reescalonamento e refinanciamento da dívida externa de médio e longo prazos junto a bancos comerciais, a conceder garantias, a assumir dívidas externas de entidades federais extintas e dissolvidas e dá outras providências. Com base no art. 52, incisos V e VII, da Constituição Federal. **Diário do Congresso Nacional**, Poder Legislativo, Brasília, DF, 29 dezembro 1992, 1992b.

_____. Medida Provisória nº 434, de 27 de fevereiro de 1994, Dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica, o Sistema Monetário Nacional, institui a Unidade Real de Valor (URV) e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 abril 1994, 1994a.

_____. Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994. Dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica, o Sistema Monetário Nacional, institui a Unidade Real de valor (URV) e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 maio 1994, 1994b.

_____. Medida Provisória nº 542, de 30 de junho de 1994. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do Real e os critérios para conversão das obrigações para o Real, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 30 junho 1994, 1994c.

_____. Medida Provisória nº 731, de 25 de novembro de 1994. Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do Real e os critérios para a conversão das obrigações para o Real e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 26 novembro 1994, 1994d.

_____. Medida Provisória nº 1.179 de 03 de novembro de 1995. Dispõe sobre medidas de fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 06 novembro 1995.

_____. Lei nº 9.491 de 9 de setembro de 1997. Altera os procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 10 setembro 1997.

_____. **Memorando de política econômica**. Ministério da Fazenda, Brasília, 1998. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/fmimpe01.asp>. Acesso em: fevereiro de 2011.

_____. Decreto Banco Central do Brasil nº 3.088 de 21 de junho de 1999. Estabelece a sistemática de “metas de inflação” como diretriz para a fixação do regime de política monetária e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 22 junho 1999.

_____. Lei Complementar nº 101 de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 05 maio 2000.

_____. Medida Provisória nº 2.179-36 de 24 de agosto de 2001. Dispõe sobre as relações financeiras entre União, Banco Central do Brasil, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 27 agosto 2001.

_____. **Projeto Piloto. Relatório de Progresso nº 1**. Casa Civil da Presidência da República, Ministério da Fazenda, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão: Brasília, 2005.

_____. Lei nº 11.886 de 23 de dezembro de 2008. Dispõe sobre as operações de desconto do Banco Central do Brasil, autoriza a emissão da letra de arrendamento mercantil – LAM, altera a Lei nº 6.099, de 12 de setembro de 1974, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 24 dezembro 2008, 2008a

_____. Lei nº 11.887 de 24 de dezembro de 2008. Cria o Fundo Soberano do Brasil, dispõe sobre sua estrutura, fontes de recursos e aplicações e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 26 dezembro 2008, 2008b.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; DALLA'ACQUA, F. Economic populism versus Keynes: reinterpreting budget deficit in Latin America. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk, v. 14, n. 1, pp. 19-38, 1991.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento econômico com poupança externa? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 90, pp. 3-27, 2003.

CARDOSO, F. H. Plano Fernando Henrique Cardoso – Exposição de Motivos n. 395, de 7 de dezembro de 1993. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 14, n. 54, pp. 114-131, 1993.

_____. Mensagem ao Congresso Nacional na abertura da 4ª Sessão Legislativa Ordinária da 50ª Legislatura, 1998 Disponível em: http://www.planalto.gov.br/publi_04/COLECAO/98MENS1A.HTM. Acesso em: dezembro de 2009.

CARDOSO, F.; LIMA, G. T. A visão de Keynes do sistema econômico como um todo orgânico complexo. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, n. 3, pp. 359-381, 2008.

CARVALHO, F. J. C. Stabilizing an unstable economy – Resenha Bibliográfica. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Brasília, v. 17, n. 1, pp. 257-264, 1987.

_____. Keynes on probability, uncertainty and decision making. **Journal of Post-Keynesian Economics**. Armonk, v. 11, n. 1, pp. 66-81, 1988.

_____. Temas de Política Monetária Keynesiana. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 15, n. 1, pp. 33-61, 1994.

_____. Políticas econômicas para economias monetária. In: LIMA, G. T.; SICSÚ J.; PAULA, L. F. (orgs.). **Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea**. Rio de Janeiro: Campus, pp. 258-281, 1999.

_____. Características essenciais do método de Keynes na teoria Geral. In: Corazza, G. **Métodos da ciência econômica**. Porto Alegre: UFRGS, pp. 175-188, 2003.

_____.; FERRARI FILHO, F. El presidente Lula da Silva em el primer tercio de su mandato. **Investigación Económica**, Cidade do México, v. 63, n. 249, pp. 55-74, 2004.

_____. Keynes como reformador social: o debate em torno de *How to Pay for the War*. In: Ferrari Filho, F. (Org). **Teoria Geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: UFRGS, pp.45-60, 2006.

_____. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 26, n. 50, pp. 7-25, 2008.

CARVALHO, M. A. de S. Privatização, dívida e déficit públicos no Brasil. **Texto para Discussão do IPEA**, nº 847. Brasília, 2001.

CERQUEIRA, C. A. **Dívida Externa Brasileira**. 2ª Edição, Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

CÔMITE DE POLÍTICA MONETÁRIA - COPOM. **Atas das Reuniões do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil**. Banco Central do Brasil: Brasília, vários

anos (2000 a 2009). Disponíveis em: <http://www.bcb.gov.br/?ATACOPOM>. Acesso em: julho de 2011.

CORAZZA, G.; FERRARI FILHO, F. A política econômica do governo Lula no primeiro ano de mandato: perplexidade, dilemas, resultados e alternativas. **Indicadores Econômicos FEE**, 32(1), pp. 243-252, 2004.

CUNHA, A. M.; PRATES, D.; FERRARI FILHO, F. Brazil responses to the global financial crisis: a well succeed example of Keynesian policies? **Textos para discussão do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul**, nº 2011/02. Porto Alegre, 2011.

DAMILL, M. Convertibilidad, capitales volatiles y estabilización. El papel de las finanzas del gobierno. **Revista de Economía Política**, São Paulo, v. 19, n.73, pp. 30-54, 1999.

DAVIS, J. B. Keynes and organicism. **Journal of Post-Keynesian Economics**, Armonk, v. 12, n. 2, pp. 308-315, 1989-1990.

DAVISON, P. **Controversies in Post Keynesian Economics**. Brookfield: Edward Elgar, 1991.

DELFIN NETO, A. Déficit nominal zero. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 1, n.2, pp. 5-12, 2005.

DEQUECH, D. Uncertainty, conventions and short-term expectations. **Revista de Economía Política**, São Paulo, v. 3, n. 75, pp. 67-81, 1999.

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

_____. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economía Política**, São Paulo, v. 18, n. 71, pp. 121-147, 1998.

_____. Gustavo Franco conta tudo. **Istoé**, 23 de junho de 2004, 2004. Disponível em: <http://www.vidanoazul.com.br/Entrevista%20com%20Gustavo%20Franco.htm>. Acesso em: abril de 2011.

_____. **Por que juros tão altos, e o caminho para a normalidade**. 05 julho 2011. Disponível em: www.riobravo.com.br/gustavofranco/Juros-CLP_Casa_do_Saber-GFranco_final.pdf. Acesso em: julho 2011.

FERRARI FILHO, F. Do obituário do Plano Real às condições de sustentabilidade da estabilização econômica. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 27, n.1, pp. 84-89, 1999.

_____.; CONCEIÇÃO, O. A. C. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 11, n.1, pp. 99-121, 2001.

_____. 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. **Textos para Discussão do Programa de**

Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, nº 2002/14. Porto Alegre, 2002.

_____.; SOBREIRA, R. Regime cambial para países emergentes: uma proposição para a economia brasileira. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 25, n. 1, pp. 5-30, 2004.

_____. A ortodoxia econômica do Governo Lula da Silva e a busca da esperança perdida a partir de uma proposição de política econômica alternativa. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v. 33, n. 1, pp.125-134, 2005.

_____. A economia de Keynes e as proposições keynesianas de política econômica. *In:* Ferrari Filho, F. (Org). **Teoria Geral setenta anos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana**. Porto Alegre: UFRGS, pp.45-60, 2006a.

_____. **Política comercial, taxa de câmbio e moeda internacional: uma análise a partir de Keynes**. Porto Alegre: UFRGS, 2006b.

_____. “Como era de se esperar, a crise internacional chegou ao Brasil. E agora, o que fazer para mitigarmos os impactos da crise em 2009 e retomarmos o rumo do crescimento em 2010?”. **Economia & Tecnologia**, Curitiba, v. 5, n. 17, 2009, pp. 27-32.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **A manual on government finance statistics**. Washington: Fundo Monetário Internacional, 1986.

GARCIA, M. G. P. Política monetária, depósitos compulsórios e inflação. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 15, n.58, pp. 112-124, 1995.

_____. Dívida Pública e Reservas Cambiais. **Valor Econômico**, 27 de agosto de 2007. São Paulo, 2007.

GIAMBIAGI, F.; ÁLEM, A. C. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

GIAMBIAGI, F. Evolução e custo da dívida líquida do setor público: 1981-1992. **Textos para Discussão do IPEA**, nº 36, Rio de Janeiro, BNDES, 1996.

_____. A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual o limite para o aumento dos gastos públicos? **Textos para Discussão do IPEA**, nº 1169, Rio de Janeiro, 2006.

GOBETTI, S. **Tópicos sobre a política fiscal e o ajuste fiscal no Brasil**. Tese (Doutorado em Economia) - Departamento de Economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2008.

GOBETTI, S.; ORAIR, R. Estimativa da carga tributária de 2002 a 2009. **Nota Técnica do IPEA**, nº 16, Brasília, 2010.

HERMANN, J. A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). **Textos para Discussão**, Rio de Janeiro, 2006. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/moeda>. Acesso em: setembro de 2009.

INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS APLICADAS. Formação bruta de capital fixo e investimento público no novo ciclo de crescimento do Brasil. **Conjuntura em foco**, nº 2. IPEA/DIMAC: Brasília, 2010.

IPEADATA. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Dados de macroeconomia**. Disponível em <http://www.ipeadata.gov.br>, 2011. Acesso em: junho 2011.

KANH, R. F. Historical origins of the Internacional Monetary Fund. THIRLWALL, A. P. (ed.) **Keynes and international monetary relations**. London: Macmillan, pp. 2-35, 1976.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. New York: HBJ Book, 1964.

_____. Essays in Biography. In: MOGGDRIDGE, D (ed.) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. X. London: Royal Economic Society, 1972a.

_____. Essays in Persuasion. In: MOGGDRIDGE, D (ed.) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. IX. London: Royal Economic Society, 1972b.

_____. Treatise on Probability. In: MOGGDRIDGE, D (ed.) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. VIII. London: Royal Economic Society, 1973.

_____. The General Theory and After: a supplement. In: MOGGDRIDGE, D (ed.) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. XXIX. London: Royal Economic Society, 1979.

_____. Activities 1940 – 1946: Shaping the Post-War World employment In: MOGGDRIDGE, D (ed.) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. XXVII. London: Royal Economic Society, 1980a.

_____. Activities 1940 – 1944: Shaping the Post-War World – The Clearing Union. In: MOGGDRIDGE, D (ed.) **The Collected Writings of John Maynard Keynes**, v. XXV. London: Royal Economic Society, 1980b.

_____. **The Economic Consequences of the Peace**. New York: Penguin Books, 1988.

KING, J. E. **The Elgar Companion to Post-Keynesian Economics**. Cheltenham: Edward Elgar, 2003.

KREGEL, J. Economic methodology in the face of uncertainty: the modeling methods of Keynes and the post-Keynesians. **The Economic Journal** , Londres, v. 86, n. 342, pp. 209-225, 1976.

_____. Budget deficits, stabilisation policy and liquidity preference: Keynes's Post-War policy proposals. In: Vicarelli, F. (ed.). **Keynes's Relevance Today**. London: Macmillan, pp. 28-50, 1985.

_____. The viability of economic policy and the priorities of economic policy. **Journal of Post Keynesian Economics**, Armonk, v. 17, n. 2, pp. 261-277, 1994-1995.

_____. Was there an alternative to Brazilian Crisis? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 19, n. 75, pp. 23-38, 1999.

KRUGMAN, P. Thinking about the liquidity trap. **Journal of the Japanese and International Economies**, Tokio v. 14, pp. 221-237, 2000.

LACERDA, A. C. (org.) **Desnacionalização – mitos, riscos e desafios**. São Paulo: Contexto, 2000.

LAMFALUSSY, A. Beyond Bretton Woods: floating Exchange rates and capital movements. THIRLWALL, A. P. (ed.) **Keynes and international monetary relations**. London: Macmillan, pp. 107-122, 1976.

LIMA, G.; KOVALSKI, S. A recessão econômica pode ser um instrumento de política monetária? **Revista FAE**, Curitiba, v. 3, n.2, pp. 31-43, 2000.

MALAN, P. **Exposição de Motivos nº 756**, de 7 de dezembro de 1998, do Ministério da Fazenda. Brasília, 1998. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/fmi/emfmi.asp>. Acesso em: fevereiro de 2011.

MANKIW, N. G. The reincarnation of Keynesian economics. **National Bureau of Economic Research Working Papers Series**, Cambridge, nº 3885, 1991. <http://www.nytimes.com/2008/11/30/business/economy/30view.html>. Acesso em: setembro de 2010.

MANTEGA, G.; REGO, J. M. **Conversas com economistas brasileiros 2**. São Paulo: 34, 1999.

MARCUZZO, M. C. **Keynes and the Welfare State**. Versão Preliminar. Roma: Universidade de Roma. Disponível em www2u.biglobe.ne.jp/~olympa/Cambridge/hyoushi/marcuzzo.doc. Acesso em: setembro de 2009, 2005.

MATIAS-PEREIRA, J. **Finanças Públicas: a política orçamentária no Brasil**, 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MENDONÇA DE BARROS, L. C.. Sucesso econômico criou novos problemas. **Valor Econômico**, ano 12, nº 2789. São Paulo, 17 de junho de 2011.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO. **Vinculações de receitas dos orçamentos fiscal e da seguridade social e o poder discricionário de alocação dos recursos do governo federal**, 1(1). Brasília: Secretaria de Orçamento Federal, 2003.

MINSKY, H. **Can it Happen Again? Essays on instability and finance**. Nova York: Armonk, 1982.

_____. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Heaven: Twentieth Century Fund Report, 1986.

_____. The Financial Instability Hypothesis. **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper**, Annandale-on-Hudson, nº 74, 1992.

_____. **John Maynard Keynes**. Nova York: Columbia University Press, 1975.

MODENESI, A. de M. **Regimes Monetários: teoria e experiência do Real**. São Paulo: Manole, 2005.

_____. **Três ensaios sobre política monetária e cambial**. Tese (Doutorado em Economia) Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

MOGGDRIDGE, D. **Maynard Keynes. An economist biography**. London: Routledge, 1992.

MORENO, A. R. **Wittgenstein e os labirintos da linguagem – ensaio introdutório**. São Paulo: Moderna, 2000.

NASSER, A. A. M. Competição e concentração no setor bancário brasileiro atual: estrutura e evolução ao longo do tempo. **III Prêmio SEAE de Monografias em Defesa da Concorrência e da Regulação**. Secretaria de Acompanhamento Econômico, Brasília, 2008.

O'DONNELL, R.M. **Keynes: philosophy, economics and politics**. New York: St.Martin's Press, 1989.

OLIVEIRA, F. A. **Economia política das finanças públicas no Brasil**. São Paulo: Hucitec, 2009.

PASSOS, A. de P. F.; CASTRO, P. de S. C. O orçamento e a dívida pública federal. SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. (orgs.) **Dívida Pública: a experiência brasileira**, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

PAULA, L. F.; FERRARI FILHO, F. The legacy of the Real Plan and an alternative agenda for the Brazilian economy. **Investigación Económica**, Cidade do México, v. 62, n. 244, pp. 57-92, 2003.

PAULA, L. F.; ALVES JÚNIOR, A. Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskyano. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 21, n.39, pp. 137-160, 2003.

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. (orgs.) **Dívida Pública: a experiência brasileira**, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, pp. 57-80, 2009.

PÊGO FILHO, B.; LIMA, E. C. P.; PEREIRA, F. Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil. **Texto para Discussão do IPEA**, nº 668. Brasília, 1999.

PÊGO FILHO, B.; PINHEIRO, M. M. S. Passivos contingentes e a dívida pública no Brasil: evolução recente (1996-2003) e perspectivas (2004-2006). **Texto para Discussão do IPEA**, nº 1007. Brasília, 2004.

PINHEIRO, M. M. S. Dívida mobiliária federal e impactos fiscais: 1995/99. **Texto para Discussão do IPEA**, nº 700. Brasília: 2000.

PINHEIRO, A. C.; GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M. M. O Brasil na década de 90: uma transição bem sucedida? **Texto para Discussão do IPEA**, nº 91. Brasília, 2001.

REZENDE, F. **Finanças Públicas**, 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ROTHEIM, R. J. Organicism and the role of individual in Keynes's thought. **Journal of Post-Keynesian Economics**, Armonk, v. 12, n. 2, pp. 316-326, 1989-1990.

SAMOHYL, R. W.; MEURER, R. Comportamento da base monetária e seus fatores condicionantes no Brasil no período de janeiro de 1992 a março de 1996. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 17, n. 67, pp. 12-23, 1997.

SANTOS, C. H. dos; RIBEIRO, M. B.; GOBETTI, S. W. A evolução da carga tributária bruta brasileira no período 1995-2007: tamanho, composição e especificações econométricas agregadas. **Texto para Discussão do IPEA**, nº 1350. Brasília: 2008.

SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. (orgs.) de, **Dívida Pública: a experiência brasileira**, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

SILVA, A. D. B.; MEDEIROS, O. L. Conceitos e estatísticas da dívida pública. SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. (orgs.), **Dívida Pública: a experiência brasileira**, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, pp. 101-128, 2009.

SILVA, T. F. M. R. Uma análise sistêmica para o papel dos bancos e das firmas no desenvolvimento do ciclo minskyano. **Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política**, João Pessoa, 2008.

SKIDELSKY, R. **Keynes**. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1999.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). **Manual do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal**. Secretaria do Tesouro Nacional: Brasília: 1996. Disponível em: <https://gestaomanuaisiafi.tesouro.fazenda.gov.br/000000/000100> Acesso em: fevereiro de 2011.

_____. **Resultado do Tesouro Nacional**, 5(12). Secretaria do Tesouro Nacional: Brasília, 1996. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/1999/Nimdez1999.pdf>. Acesso em: maio de 2011.

_____. **Resultado do Tesouro Nacional**, 10(12). Secretaria do Tesouro Nacional: Brasília, 2004. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/resultado/2004/Nimdez2004.pdf>. Acesso em: maio de 2011.

_____. **Dívida pública federal: relatório anual 2006**, nº 4. Secretaria do Tesouro Nacional: Brasília, 2006.

_____. **Consolidação das Contas Públicas**. Secretaria do Tesouro Nacional: Brasília, 2010. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/contabilidade_governamental/execucao_orcamentaria_do_GF/Consolidacao_Contas_Publicas.xls. Acesso em: junho 2011.

_____. **Estatísticas Governamentais**. Secretaria do Tesouro Nacional: Brasília, 2011a. Disponíveis em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/estatistica/index.asp>. Acesso em: junho 2011.

_____. **Dívida pública federal: relatório anual 2010**, nº 8. Secretaria do Tesouro Nacional: Brasília, 2011b.

SZMRECSÁNYI, T. Keynes. *In*: FERNANDES, F. (org.) **Coleção Grandes Cientistas Sociais**, nº6. São Paulo: Ática, 1978.

SCHWARTSMAN, A. Não se mexe em time que está ganhando? **Economia & Tecnologia**, Curitiba, 7 (volume especial), pp. 17-34, 2011.

_____, FERRARI FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O. A. C. A hipótese da Fragilidade Financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2007. **Anais do XIV Encontro Nacional de Economia Política**, São Paulo, 2008.

THIRLWALL, A. P. (ed.) **Keynes and international monetary relations**. London: Macmillan, 1976.

TORÓS, M. Marios Torós, diretor de política monetária do BC, revela os momentos mais tensos da crise no Brasil. **Valor Econômico**, nº 474, ano 10. São Paulo, 13, 14 e 15 de novembro de 2009.

VALOR ECONÔMICO. **Série especial de artigos discute cenário de juros, câmbio e inflação**. São Paulo, vários números. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/online/brasil/1/447757/serie-especial-de-artigos-discute-cenario-de-juros-cambio-e-inflacao>. Acesso em: julho de 2011.

ANEXO A - ESTATÍSTICAS DAS CONTAS PÚBLICAS

Tabela A1 – Taxa de participação das despesas não financeiras e financeiras na despesa total, anual 1995 a 1999 (%)

Despesa/Ano	1995	1996	1997	1998	1999	Média
Despesa Não Financeira	0,76	0,80	0,76	0,79	0,72	0,77
Governo Central	0,48	0,50	0,50	0,46	0,41	0,47
Estados e municípios	0,28	0,30	0,25	0,34	0,31	0,30
Despesa Financeira	0,24	0,20	0,24	0,21	0,28	0,23
Juros nominais	0,18	0,15	0,10	0,13	0,21	0,16
Amortização	0,06	0,05	0,14	0,07	0,06	0,08
Encargos da Dívida Pública Federal	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: Elaboração própria baseada em Ipeadata (2011) e STN (2011a).

Tabela A2 – Receitas, totais, tributárias, financeiras e outras fontes, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões)

Conta/Ano	2000	2001	2002	2003	2004
Receitas totais	519.870	576.912	700.234	765.549	847.876
Receitas tributárias	399.077	466.666	534.739	622.156	722.652
Receitas financeiras	57.800	48.311	75.566	62.900	60.981
Outras receitas	62.993	61.935	89.930	80.493	64.243
Conta/Ano	2005	2006	2007	2008	2009
Receitas totais	970.248	1.092.008	1.242.494	1.445.154	1.709.230
Receitas tributárias	820.561	897.846	1.029.756	1.190.868	1.219.864
Receitas financeiras	78.430	91.878	84.059	93.182	121.550
Outras receitas	71.257	102.285	128.679	161.103	367.812

Fonte: Elaboração própria baseada em STN (2010).

Tabela A3 – Despesas não financeiras, pessoal e encargos, transferências, investimento e inversões financeiras, 2000 a 2009, anual (R\$ milhões)

Conta/Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Despesas não financeiras	433.528	498.866	568.799	649.200	729.742	831.437
Pessoal e Encargos	213.220	219.081	198.805	227.162	248.375	259.059
Transferências	174.751	220.396	309.240	364.959	416.889	498.885
Investimento	27.406	33.366	34.092	29.674	37.913	45.396
Inversões financeiras	18.151	25.753	26.663	27.404	26.563	28.097
Conta/Ano	2006	2007	2008	2009	Média	
Despesas não financeiras	948.193	1.094.095	1.277.705	1.426.478	845.804	
Pessoal e Encargos	293.861	339.241	384.410	447.801	283.102	
Transferências	563.712	643.689	748.566	826.147	476.723	
Investimento	57.259	72.874	93.703	106.643	53.833	
Inversões financeiras	33.360	38.291	51.018	45.840	32.114	

Fonte: Elaboração própria baseada em STN (2010).