



ENSAIOS

Francisco Luiz C. Lopreato



ie Instituto de
economia

ENSAIOS

Francisco Luiz C. Lopreato

2023

© Instituto de Economia da Unicamp
2023

Revisão do texto
Responsabilidade do autor

Diagramação / Normalização / Layout
Célia Maria Passarelli

Lopreato, Francisco Luiz C. (Org.).

Ensaaios. – Campinas, SP: Unicamp. IE, 2023 / Francisco Luiz C. Lopreato; Fabrício Augusto de Oliveira; Flávio Arantes dos Santos.
598p.

ISBN 978-65-87175-37-9

1. Política fiscal – Brasil. 2. Dívida pública. 3. Federalismo. I. Oliveira, Fabrício Augusto de. II. Santos, Flávio Arantes dos. III. Título.

336.20981

L881e



ie instituto de
economia

Sumário

APRESENTAÇÃO	1
PARTE I	2
QUESTÕES TEÓRICAS	2
Milton Friedman e a efetividade da política fiscal	3
1 Introdução	3
2 A posição de Friedman: da relevância da política fiscal à sua total negação	4
4 A hipótese da renda permanente e a crítica à função consumo	9
5 Crítica às políticas discricionárias	11
6 Considerações finais	13
Referências bibliográficas	15
Novos tempos:	17
política fiscal e condicionalidades pós 80	17
Introdução	17
1 A política fiscal e o ajuste tradicional	18
2 Mudanças no controle da política fiscal	20
2.1 A política fiscal: novos elementos de avaliação	20
2.2 Elementos de avaliação da política fiscal: a sustentabilidade da dívida	22
2.3 Elementos de avaliação da política fiscal: o monitoramento do FMI	24
Considerações finais	29
Referências bibliográficas	31
Anexo	34
O papel da política fiscal:	41
um exame da visão convencional	41
Introdução	41
1 Mudanças no plano teórico	43
2 A tarefa da sustentabilidade da dívida	45
3 A interação da política fiscal e política monetária	47
4 Política fiscal, balanço de pagamentos e crise externa	51
5 Política fiscal: taxa de juros, fluxos de capital e prêmio de risco	54
6 A visão da “economia política” do ajuste	56
Considerações finais	59
Referências bibliográficas	60
Crise econômica e política fiscal:	66
os desdobramentos recentes da visão convencional	66
Introdução	66
1 Eficácia da política fiscal discricionária: o tamanho do multiplicador	67

2 A dívida pública e o crescimento de longo prazo.....	70
3 O impacto da consolidação fiscal: a questão da contração fiscal expansionista.....	73
4 Política econômica: alternativas	77
5 Propostas de mudanças institucionais.....	82
Considerações finais.....	84
Referências bibliográficas	86
Regras fiscais: o olhar internacional e a experiência brasileira	91
Introdução.....	91
1 O embasamento teórico	92
1.1 O modelo da Lei de Responsabilidade Fiscal na Nova Zelândia.....	95
1.2 Regras fiscais na União Europeia	97
1.3 As regras fiscais baseadas no teto de gastos	103
1.4 As regras fiscais nos governos subnacionais.....	107
2 Regras fiscais: a experiência brasileira.....	110
2.1 Regras e o controle fiscal na esfera federal	111
2.1.1 A política de teto de gastos.....	113
2.2 Regras e o controle fiscal na esfera estadual.....	117
Considerações finais.....	130
Referências bibliográficas	132
Ensaio sobre a teoria econômica, o Estado e a política fiscal:	136
uma breve síntese	136
<i>Fabício Augusto de Oliveira</i>	136
<i>Francisco Luiz C. Lopreato</i>	136
1 Introdução.....	136
2 Os primórdios do pensamento econômico: os economistas clássicos e neoclássicos	137
3 Keynes, Kalecki e o princípio da demanda efetiva	140
4 A Síntese neoclássica e a contrarrevolução monetarista: Friedman e o fetiche da moeda	145
5 A formação, as bases e as políticas econômicas do pensamento neoliberal	148
6 As mudanças pós-crise do subprime: revendo conceitos e reorientando a política econômica. 157	
Considerações finais.....	160
Referências bibliográficas	162
PARTE II	165
POLÍTICA FISCAL DO BRASIL	165
Política fiscal:	166
mudanças e perspectivas	166
Introdução.....	166
1 O Plano Real: os determinantes da política fiscal	168
2 A consagração do novo regime fiscal.....	172
3 Governo Lula: a agenda conservadora inconclusa.....	178
Considerações finais.....	185

A política fiscal brasileira:	188
limites e entraves ao crescimento	188
1 Introdução	188
2 A estabilidade e as agendas fiscais em conflito	189
3 As restrições para avançar: a carga tributária.....	194
4 As restrições para avançar: o lado das despesas	199
4.1 A estrutura dos gastos públicos	201
4.2 As despesas por função.....	207
5 O problema colocado com a dívida pública	209
6 A questão dos governos estaduais.....	213
Considerações finais.....	216
Referências bibliográficas	219
Anexo	222
Aspectos da atuação estatal de FHC à Dilma	253
1 Introdução	253
2 Governo FHC: a construção do novo regime fiscal	254
2.1 O novo regime fiscal e o espaço reservado ao Estado	255
2.2 O controle orçamentário: regras de conduta das contas públicas e do endividamento.....	258
3 Governo Lula: mudança de paradigma?	260
3.1 Governo Lula: elementos de continuidade	261
3.2 Os elementos de descontinuidade.....	262
4 O Governo Dilma Rousseff	264
4.1 O crescimento como meta	264
4.1.1 O tripé de política macroeconômica	265
4.1.2 Outras medidas de defesa do crescimento.....	266
4.1.3 Relação com os governos subnacionais	267
4.2 Em defesa da recuperação da competitividade da indústria.....	268
4.3 Reestruturação das condições de financiamento	272
4.4 Questões de ordem tributária.....	275
5 Considerações finais.....	278
Referências bibliográficas	280
O novo consenso em macroeconomia no Brasil:	282
a política fiscal do Plano Real ao segundo Governo Lula	282
<i>Flávio Arantes dos Santos</i>	282
<i>Francisco Luiz C. Lopreato</i>	282
1 Introdução	282
2 Política macroeconômica e o papel da política fiscal.....	282
3 Mudança no regime fiscal brasileiro	288
4 A política fiscal no novo regime de política macroeconômica.....	292
5 O Primeiro Governo Lula e o aprofundamento do regime fiscal	295
6 Segundo Governo Lula e as mudanças na condução da política fiscal	298

7 Considerações finais.....	303
Referências bibliográficas	304
O endividamento dos governos estaduais nos anos 90	311
Introdução.....	311
1 Regulamentação e expansão do endividamento nos anos 60 e 70	311
2 As novas formas de controle do endividamento nos anos 80	315
2.1 Os limites da política de controle do endividamento	317
2.2 A fragilização financeira dos governos estaduais	319
3 A regulamentação do endividamento no período 1990/98	321
4 A evolução da dívida estadual nos anos 90.....	325
4.1 Dívida mobiliária.....	328
4.2 A dívida contratual fundada.....	330
4.3 Antecipação da Receita Orçamentária – ARO	332
5 A renegociação da dívida estadual.....	333
5.1 As condições dos acordos	335
5.2 As dívidas renegociadas	337
5.3 Alcance e limite do ajuste fiscal	337
5.4 Reforma patrimonial e transformação do estado.....	340
5.4.1 Reformulação do sistema financeiro estadual.....	340
5.4.2 O programa de privatização das empresas estaduais.....	341
5.4.3 Implicações.....	342
Considerações finais.....	343
Bibliografia	344
A situação financeira dos estados e a reforma tributária	346
I Introdução	346
II A política econômica e finanças estaduais.....	346
III Finanças estaduais e o controle do endividamento.....	349
Receita corrente líquida	351
Administração direta, indireta e fundacional	351
IV O endividamento e a situação financeira estadual.....	353
V A reforma tributária e os governos estaduais	360
VI Considerações finais.....	361
Referências bibliográficas	362
Finanças estaduais: alguns avanços, mas... (os exemplos de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul)	363
Introdução.....	363
1 Crise das finanças estaduais, Plano Real e a criação de um novo regime fiscal	363
2 O processo de ajuste fiscal: até onde chegou?	365
3 Os percalços do ajuste fiscal	371
3.1 Alguns problemas: a estrutura institucional e as despesas de pessoal	371

3.2 Cresceu o <i>superávit</i> primário e os encargos da dívida são pagos, mas ...	375
4 Considerações finais	380
Referências bibliográficas	380
Governos estaduais: o retorno à debilidade financeira	382
1 Introdução	382
2 A política fiscal e o papel dos governos estaduais	384
2.1 O ajuste forçado no governo FHC	384
2.2 O desafogo no governo Lula e o retorno à crise financeira	386
3 Os elementos que levaram à deterioração financeira estadual	390
3.1 Evolução das receitas estaduais	390
3.2 Evolução das despesas estaduais	393
3.3 Os componentes centrais das DnFs e a política de ajuste	396
3.3.1 Despesas de pessoal e de inativos	396
3.4 Os gastos com investimentos	401
3.5 O serviço da dívida	404
4 Considerações finais	409
Referências bibliográficas	410
Anexos	412
PARTE IV	414
GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA	414
Problemas de gestão da dívida pública brasileira	415
1 Introdução	415
2 Alta inflação, moeda indexada e dívida pública	416
3 Estabilidade sem desmontagem das características básicas do modelo anterior	419
4 Estratégia e composição recente da dívida pública	424
5 O que fazer com o mercado de dívida pública?	433
6 Considerações finais	437
Referências bibliográficas	439
Anexo	442
Dívida pública: o limiar de mudanças?	444
1 Introdução	444
2 Gestão da dívida: aspectos teóricos	445
3 Institucionalidade e gestão da dívida pública	450
4 Gestão da dívida pública: experiência brasileira do plano real ao final do governo Lula	454
4.1 Diferenças que marcaram os três momentos: fatos estilizados	454
4.2 A continuidade de velhos traços	458
5 O limiar de mudanças na gestão da dívida pública	462
6 Considerações finais	466
Referências bibliográficas	467
Bibliografia complementar	469

PARTE V	470
FEDERALISMO	470
Um novo caminho do federalismo no Brasil?	471
Introdução.....	471
1 Os velhos problemas e a nova realidade econômica	475
2 A busca de um novo formato das relações governamentais	481
3 Perspectivas.....	484
Conclusão	486
Referências bibliográficas	487
Federalismo brasileiro: origem, evolução e desafios	488
Introdução.....	488
1 A República e o federalismo com a força do poder estadual (1891 a 1964)	491
1.1 A construção de 1891 e a origem federalista	492
1.2 O federalismo alterado do regime Vargas	497
1.3 O avanço do poder estadual: 1946 a 1964	504
2 O regime militar e o novo arranjo federativo (1964-1988).....	508
3 O fim do regime militar e a construção de novas bases do federalismo brasileiro	512
3.1 A construção do novo arranjo federativo	513
4 Considerações finais: os desafios da questão federativa.....	520
Referências bibliográficas	527
PARTE VI	530
POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA NOS USA PÓS-CRISE DE 2008	530
EUA – Relações entre Tesouro e Banco Central, política monetária e gestão da dívida pública:	
aspectos institucionais	531
1 Introdução.....	531
2 O Federal Reserve e a política monetária	531
2.1 Política monetária e a fixação da taxa de juros básica	533
2.2 O controle da taxa de juros	536
3 Composição do balanço do <i>Federal Reserve</i>	543
4 As relações entre o Fed e o Tesouro	545
5 Política fiscal e gestão da dívida pública	548
5.1 Características dos títulos e composição da dívida pública junto ao público	552
5.2 A dívida pública por tipo de investidor	555
6 Crise e os caminhos da política monetária.....	556
6.1 Avanço da política de crédito.....	557
6.2 Autorização para pagar juros sobre as reservas	561
7 Reflexos da política monetária não convencional	563
7.1 Mudanças no balanço do Fed	563
7.2 A relação entre o Tesouro e o Fed: independência do Fed?.....	565
7.3 Alterações na dinâmica da dívida pública	571

7.3.1 O comportamento da dívida pública.....	571
7.3.2 Reflexos na carteira de títulos públicos do Fed	573
8 Considerações finais.....	576
Referências bibliográficas	579
Dívida pública e gestão monetária nos EUA (1993/2015)	582
1 Introdução.....	582
2 Institucionalidade e dívida pública.....	583
3 Evolução do mercado de dívida pública americana.....	590
4 Condições da dívida pública nos governos Clinton, Bush e Obama.....	592
4.1 Governo Bill Clinton (1993-2000).....	592
4.1.1 Atuação do Fed e o controle da liquidez monetária	596
4.2 O Governo George W. Bush (2001-2008).....	600
4.2.1 O controle da liquidez monetária	605
4.3 O Governo Obama (2009-2016).....	609
4.3.1 O caminhar da política monetária.....	613
5 Considerações finais.....	617
Referências bibliográficas	620
Anexo	622

APRESENTAÇÃO

A ideia da coletânea surgiu em um momento em que o pensamento, perdido em recordações, voltou à realização dos trabalhos da dissertação de mestrado e de doutorado, da convivência cordial e amigável com os meus orientadores, Carlos Lessa e João Manuel Cardoso de Melo, e da minha longa trajetória na Unicamp, primeiro como aluno e depois como professor do Instituto de Economia.

O olhar retrospectivo trouxe a vontade de reunir em um único espaço alguns dos trabalhos escritos ao longo do tempo, em diferentes circunstâncias e datas. O desejo se manifestou como um propósito egoísta, preocupado em responder a mim próprio, em um momento nostálgico. Percebi depois que talvez pudesse ser útil a algum leitor e resolvi transformar em livro eletrônico, de livre acesso.

Os trabalhos aqui reunidos não são inéditos. Todos já foram publicados como capítulos de livros, artigos em revistas ou textos para discussão do IE/Unicamp. A vantagem é estarem reunidos em um único espaço. Os textos estão divididos em 6 temas e, de alguma forma, conversam entre si, pois foram escritos com a visão voltada ao entendimento da questão fiscal. Optou-se por manter o conteúdo original, mesmo consciente de que algumas passagens não refletem o meu pensamento atual. O importante, considerando o escopo do livro, é mostrar a visão do momento em que cada texto foi escrito e revelar que não houve mudança da perspectiva analítica ao longo do tempo.

Finalmente, agradeço ao Fabrício Augusto de Oliveira e ao Flávio Arantes dos Santos a permissão de reproduzir os respectivos textos em que fomos parceiros. Em especial, agradeço à Célia Passarelli, querida companheira de décadas do IE, pelo ótimo trabalho de edição dos textos, jornada árdua em razão de os originais terem origem e diagramação diferentes. Célia, muuuuito obrigado!!!

Francisco Luiz C. Lopreato

Campinas, maio de 2022

PARTE I
QUESTÕES TEÓRICAS

1 Introdução

O objetivo do texto é resgatar a visão de Milton Friedman sobre o papel da política fiscal. O retorno à Friedman justifica-se porque, de um lado, o autor é reconhecido como o principal adversário das ideias keynesianas da síntese neoclássica das décadas de 1950, 1960 e 1970 e, de outro, influenciou, expressivamente, o modo de a teoria macroeconômica dominante pensar tópicos relevantes da área fiscal.

Friedman considerava-se seguidor da tradição de Chicago e sua trajetória intelectual pautou-se pela defesa da proposição teórica de que as mudanças na oferta monetária têm efeitos econômicos relevantes e se constituem na principal causa das variações da renda nominal e do comportamento de longo prazo dos preços. A tese de determinação da renda pela oferta de moeda pautou o percurso teórico do autor. Os seus principais textos tornaram-se referências obrigatórias da corrente monetarista e delinearão a crítica ao papel da política fiscal na teoria keynesiana ortodoxa. Como crítico do regime de política macroeconômica proposto por esta escola de pensamento, colocou-se contra as ações discricionárias e chamou a atenção para a não efetividade do uso da política fiscal como meio de se contrapor ao ciclo econômico e buscar o pleno emprego.

O seu modo de pensar a política fiscal é definido nos marcos da estrutura teórica monetarista e o embate com os autores keynesianos, expresso no debate *política monetária vs política fiscal*, é um instrumento de reafirmação do papel da oferta de moeda e de negação do princípio da demanda efetiva na manutenção da atividade econômica e do emprego. A política fiscal aparece de forma subordinada, importante para muitas coisas, mas, no contexto macroeconômico, a sua relevância está diretamente atrelada ao impacto provocado na expansão monetária, já que, por si só, não tem efeito na renda nominal, na inflação ou nas flutuações cíclicas.

Friedman, no campo convencional, “venceu” o debate. O sucesso da visão keynesiana nas primeiras décadas após o lançamento da *Teoria Geral* deu lugar às críticas quanto a sua capacidade de explicar a situação de alta inflação e baixo crescimento vigente nos anos 1970. As ideias monetaristas ocuparam esse espaço e dominaram a discussão teórica. O tratamento da política fiscal na nova síntese neoclássica (NSN)² – o enfoque macroeconômico atualmente dominante – incorporou os ensinamentos monetaristas e apresenta traços marcantes das propostas do autor na área fiscal, apesar de parte de seus argumentos terem sido revistos nos modelos mais aceitos à luz das diretrizes teóricas fundamentadas na lógica das expectativas racionais e da dominância dos fundamentos microeconômicos.

O texto propõe-se a resgatar o olhar de Friedman sobre a política fiscal a partir da análise de quatro pontos de sua visão. O primeiro relembra traços da trajetória do autor, desde a fase inicial em que dá relevância à política fiscal até o momento em que a renega. O segundo retoma questões

¹ Publicado originalmente em Revista Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v.17, n.2, p. 201-219, maio/ago. 2013.

² Woodford (2009) discute a ideia da nova síntese neoclássica.

apresentadas no tópico anterior e os argumentos usados para negar a efetividade da política fiscal. O terceiro volta-se à apresentação da hipótese da renda permanente e a sua posição contra o uso e as implicações da função consumo nos estudos de caráter keynesiano da velha síntese. O último ponto destaca a crítica contra as ações discricionárias, com ênfase na discussão dos *lags* existentes na política fiscal.

2 A posição de Friedman: da relevância da política fiscal à sua total negação

A posição de Friedman a respeito do papel da política fiscal apresentou nuances ao longo do tempo; não obstante, o autor manteve a coerência dos seus argumentos e a consistência de pontos de vista entre os trabalhos pioneiros e os da maturidade no que se refere à relevância das mudanças na quantidade de moeda – política monetária – como o fator decisivo na condução das condições econômicas.

Em um de seus escritos iniciais (Friedman, 1948), ao discutir o modo de alcançar a estabilidade econômica, atribuiu lugar de destaque à política fiscal. A proposta envolveu a definição das regras de atuação de quatro elementos básicos: i) o sistema monetário e bancário; ii) os gastos governamentais em bens e serviços; iii) as transferências públicas; e iv) a estrutura tributária. A preocupação inicial voltou-se à reforma do sistema monetário e bancário, com o objetivo de estabelecer regras de conduta capazes de eliminar a capacidade dos agentes privados de criarem ou de destruírem moeda, bem como o poder da autoridade monetária de controlar discricionariamente o numerário. O controle sobre o poder do sistema privado de influenciar a quantidade de moeda ocorreria por meio da fixação de compulsório de 100% sobre os depósitos e de restrições ao uso das operações de *open market*, de redesconto e de alterações das reservas bancárias, de tal modo que a função de alterar o montante de moeda caberia inteiramente ao Banco Central e se daria unicamente com base na existência de déficits ou superávits do setor público.

Os elementos atrelados à política fiscal, por sua vez, deveriam obedecer a regras estreitas e abolir as alterações discricionárias do montante de gastos, deixando ao programa de transferências sociais a tarefa de responder automaticamente às variações do movimento cíclico da atividade econômica.

A essência da proposta de Friedman é dotar a estrutura fiscal e a conduta do sistema monetário e bancário de normas rígidas, com o propósito de deixar a política anticíclica atuar, em resposta às alterações do nível de emprego ao longo do ciclo, por meio de variações automáticas do valor absoluto dos gastos de transferências governamentais. Esses movimentos provocariam situações de superávits ou déficits públicos, com reflexo direto na oferta de moeda e no valor da renda nominal, permitindo, assim, sustentar a estabilidade³. A ação do governo compensaria, pelo menos em parte, os outros elementos da demanda agregada e responderia por mudanças na

³Segundo Friedman (1948, p. 251): “*Déficits or surpluses in the government budget would be reflected dollar for dollar in changes in the quantity of money; and, conversely, the quantity of money would change only as a consequence of déficits or surpluses. A déficit means an increase in the quantity of money; a surplus, a decrease. Défisits or surpluses themselves become automatic consequences of changes in the level of business activity.*”

disponibilidade de moeda na economia, produzindo efeitos anticíclicos no nível de atividade econômica.

A condução da política fiscal atrelar-se-ia à política de estabilização. O governo atuaria com dois orçamentos: o ideal, equilibrado, supondo as condições de renda e estabilidade esperadas; e o real, refletindo o quadro econômico do momento, responsável por regular o volume da oferta de moeda e garantir a política de estabilização⁴. O sistema tributário e os gastos públicos teriam de ser estruturados de modo a sustentar o orçamento equilibrado, incluindo as transferências, nos períodos em que a economia estivesse no nível esperado de renda e emprego, evitando, assim, alterações na quantidade de moeda. Quando não se verificasse o nível hipotético de renda e emprego, as transferências governamentais cresceriam automaticamente, em resposta ao aumento do desemprego, alterando o resultado fiscal e gerando déficits responsáveis por ampliar o volume de moeda que, por sua vez, teria implicações sobre a renda nominal.

A estratégia coloca a política fiscal em lugar de destaque, pois o arranjo da situação fiscal é o fator de determinação das oscilações da oferta monetária. É preciso realçar que o autor já descarta neste texto o uso das ações fiscais discricionárias de manipulação da demanda agregada como meio de alcançar a estabilização, com o argumento de que a existência de *lags* na política fiscal, como se discute mais adiante, gera efeitos desestabilizadores e acirra as oscilações do nível de atividade, ao invés de contribuir para suavizar o ciclo. Além disso, o texto, em linha com os estudos posteriores, segue o princípio monetarista de que a mudança da renda nominal é função da variação da oferta monetária e não do fato em si de o governo elevar o gasto público. Porém, a oferta monetária, diferentemente do que veio a defender mais tarde, não obedece a uma regra de crescimento estável, nem está sujeita a rígido controle; ao contrário, muda ao longo do ciclo, no rastro das alterações automáticas da política fiscal, que, deste modo, ocupam lugar de destaque no movimento da economia (Condgon, 2011).

A posição de Friedman na entrevista concedida a Snowdon e Vane em 1996 parece ser outra. Ao ser perguntado sobre o papel da política fiscal no contexto macroeconômico à luz de seus estudos sobre a função consumo e economia monetária, respondeu simplesmente: *“None. I believe that fiscal policy will contribute most if it doesn’t try to offset short-term movements in the economy. I’m expressing a minority view here but it’s my belief that fiscal policy is not an effective instrument for controlling short-term movements in the economy”* (Snowdon; Vane, 2005, p. 213).

A sua resposta nega a contribuição da política fiscal no curto prazo para atenuar a instabilidade do cenário macroeconômico e atribui à política monetária o domínio sobre a política fiscal, bem como se afasta da postura adotada em 1948 de imputar ao resultado fiscal a responsabilidade de regular a oferta de moeda. O autor usou dois argumentos contra a ação da política fiscal: primeiro, considera errada a visão keynesiana de que o déficit é um fator de estímulo à economia, já que o efeito negativo decorrente do financiamento do déficit elimina o ganho possível com o gasto; e, segundo, aponta a maior complexidade para realizar alterações de curto

⁴ Segundo Friedman (1948, p. 249-250): *“The government would thus keep two budgets: the stable budget, in which all figures refer to the hypothetical income, and the actual budget. The principle of balancing outlays and receipts at a hypothetical income level would be substituted for the principle of balancing actual outlays and receipts”*.

prazo na política fiscal, em comparação com a política monetária, como empecilho para o uso desse instrumento.

As duas posições, embora revelem, de fato, aspectos distintos, são coerentes e intelectualmente integradas caso se levem em conta as diferenças no financiamento do gasto público. O texto de 1948 explicita a relação direta entre a política fiscal e a variação da moeda; já no de 1996, o autor trata da política fiscal por si só, sem alterações da oferta monetária, daí negar qualquer efeito sobre a renda.

O Friedman de 1948, mesmo dando destaque à ação da política fiscal, salientou a função da oferta de moeda como o fator de determinação da renda, estabelecendo, assim, a coerência dos argumentos e o elo teórico entre as posições de juventude e de maturidade. A aproximação entre as duas situações é reforçada pelo posicionamento de 1948 contra as medidas fiscais discricionárias, já que, no seu entender, os *lags* associados às decisões de política fiscal acabavam por gerar efeitos desestabilizadores e nada contribuíam para estabilizar a economia, como imaginavam os defensores da síntese neoclássica.

3 A não efetividade da política fiscal

O embate entre Friedman e os keynesianos ortodoxos em torno da *política fiscal vs política monetária* reflete a disputa teórica, em um plano mais geral, sobre o sentido de determinação da renda e expõe as diferenças no modo de pensar a dinâmica econômica e o uso dos instrumentos de política econômica. A crítica à política fiscal ancora-se no princípio monetarista fundamental de que a renda nominal e os preços são funções da oferta monetária e não do volume da demanda agregada. Em consequência, a política fiscal só é efetiva quando acompanhada de variações na quantidade de moeda, caso contrário os possíveis efeitos de curto prazo dos gastos iriam se anular no decorrer do tempo.

O autor preocupou-se fundamentalmente em construir o seu aparato analítico e fixar a política monetária, por meio do controle da oferta de moeda, como o fator relevante, embora não único, na determinação das variações da renda e dos preços. Em alguns dos seus trabalhos mais expressivos, consolidou em termos metodológicos e empíricos a sua hipótese teórica e se utilizou dela como elemento nuclear de crítica ao pensamento keynesiano.

O texto *The Quantity Theory of Money: A Restatement* (1956) consolidou a base teórica do monetarismo. Friedman reafirmou a importância da teoria quantitativa da moeda, mas a reinterpretou como uma teoria da demanda de moeda, definida como relação funcional estável entre o montante demandado de moeda e pequeno número de variáveis determinantes. A hipótese de que a demanda e a velocidade de circulação da moeda são estáveis o levou a sustentar teoricamente a presença de uma relação causal e previsível entre as variações da oferta de moeda e a renda nominal, delineando o campo de investigação da teoria monetarista. Em *The Quantity Theory of Money* (1968a) confirmou o seu princípio básico:

It is clear from this that changes in prices and nominal income can be produced either by changes in the real balances that people wish to hold or by changes in the nominal balances available for them to hold. Indeed it is a tautology, summarized in the famous quantity equation that all changes in nominal income

can be attributed to one or the other – just as a change in the price of any good can always be attributed to a change in either demand or supply. The quantity theory is not, however, this tautology. It is rather, the empirical generalization that changes in desired real balances (in the demand for money) tend to proceed slowly and gradually or to be the result of events set in train by prior changes in supply, whereas, in contrast, substantial changes in the supply of nominal balances can and frequently occur independently any change in demand. The conclusion is that substantial changes in prices or nominal income are almost invariably the result of changes in the nominal supply of money. (p. 39)

O passo seguinte, delineada a hipótese teórica, consistiu em realizar estudos empíricos de comprovação do princípio basilar do monetarismo. Friedman e Meiselman (1963), contrariando os pensadores keynesianos ortodoxos, reafirmaram a tese de estabilidade da velocidade de circulação da moeda e a proposição de que a política monetária, por meio de alterações na oferta de moeda, é mais responsável pelas mudanças no estoque de moeda do que as variações na demanda do público. Friedman e Schwartz, em *Money and Business Cycles* (1963), centraram o estudo nas causas do ciclo econômico e verificaram que a variação da oferta de moeda é consistente com o comportamento cíclico da economia. Além disso, constataram que, mantido constante o estoque de moeda, não há relação sistemática dos gastos autônomos, de investimento e consumo, como movimento cíclico da economia⁵. Em outro estudo clássico, *A Monetary History of the United States 1867-1960* (1963), esses autores ampliaram a evidência sobre a presença da relação empírica, em contextos institucionais distintos, das variações entre a oferta de moeda, a renda nacional e o nível de preços, de modo a reafirmar a supremacia da política monetária na determinação dos movimentos da economia.

Os estudos empíricos destacaram as mudanças na taxa de expansão do estoque de moeda como condição necessária e suficiente para gerar alterações significativas na taxa de crescimento da renda nominal e firmaram a proposição basilar da crítica à efetividade da política fiscal. A proposta implica em aceitar a tese de que o resultado do orçamento governamental (déficit ou superávit) não tem efeito direto na renda, já que o seu impacto depende crucialmente da forma como ocorre o financiamento, se por empréstimo ou ampliação do estoque de moeda. Assim, a política fiscal, nessa perspectiva analítica, não é capaz, por si só, de desempenhar papel efetivo na variação da renda, o que alça as ações da política monetária à condição de instrumento responsável pela política de estabilização da economia.

Friedman, preso a esta proposição de caráter geral, aprofundou a crítica à lógica da argumentação da síntese neoclássica, detalhando, em distintas condições de financiamento, o efeito do gasto público e a consequência do *crowding out*. No caso de o déficit ser financiado por

⁵ Segundo Friedman e Schwartz (1963, p. 63): “*These results are striking because they contradict so sharply the widespread presumption among economists that investment (or, more generally, autonomous expenditures) is the prime mover in cyclical fluctuations, transmitting its influence to the rest of income via a multiplier effect on consumption. So far as these results go, they suggest that, for a given stock of money, there is no systematic relation at all between autonomous expenditures and consumption- in experience, the multiplier effect on consumption is as likely to be negative as positive.*” (...) *For major movements in income, we concluded that there is an extremely strong case for the proposition that sizable changes in the rate of change in the money stock are a necessary and sufficient condition for sizable changes in the rate of change in money income*” (ibidem, p. 48).

meio de empréstimos, sem aumento do estoque de moeda, o efeito expansionista provocado pelo aumento do gasto público será compensado, em grande parte ou totalmente, pelo efeito indireto da transferência de fundos privados para o setor público. Como o estoque de moeda continua o mesmo, a maior demanda de crédito provoca um aumento na taxa de juros, que deverá subir o bastante até o ponto em que a queda do investimento privado (*crowding out*) compense o aumento da despesa pública. Se o governo incorrer em superávit, a sua demanda de crédito cai e cresce a disponibilidade de recursos para empréstimos ao setor privado, provocando a queda da taxa de juros e o aumento dos investimentos⁶. Entretanto, na hipótese de o déficit fiscal causar expansão monetária, o efeito expansionista da renda é duradouro, já que o efeito positivo do gasto público não será compensado pela redução do investimento e irá se sustentar enquanto o estoque de moeda não for ajustado (Friedman, 1962, 1968a, 1968b, 1972; Friedman; Heller, 1969).

O argumento desdobra-se em outras questões. A primeira refere-se à diferença de duração temporal dos efeitos do déficit público em condições distintas de financiamento. O déficit, se não alterar o volume de moeda, afeta, primariamente, a renda só durante o tempo em que ocorrer, cessando o seu efeito tão logo seja eliminado. Porém, na hipótese de acontecer a expansão monetária, o efeito positivo persiste mesmo depois de retornar o equilíbrio fiscal, pois, em termos do modelo IS-LM, há, inicialmente, o deslocamento da IS e da LM. Com a reversão do déficit, a IS volta à posição original, mas a LM não, continuando a produzir efeitos⁷.

A segunda questão visa criticar o uso das políticas de corte de gastos públicos ou de aumento de impostos, sem alterar o volume de moeda, com o objetivo de estabilizar a economia. Friedman acredita que o aumento dos impostos e a redução do gasto público não se colocam como meio de alcançar a estabilidade. O efeito inicial causado por esses dois movimentos revela apenas parte dos fatos. No caso de o governo resolver cortar o gasto público ou elevar os impostos mantendo constante o montante de despesas, reduzirá a demanda por novos financiamentos e deixará maior volume de recursos disponíveis nas mãos dos emprestadores. O resultado final será, então, a queda da taxa de juros e o aumento dos investimentos privados, recompondo, assim, o valor da renda. Na análise da política de corte de impostos vale o mesmo raciocínio e o efeito é semelhante. Segundo o autor, não está demonstrado empiricamente que a opção de cortar impostos, mantendo constante o estoque de moeda, tem, de fato, efeito expansionista sobre a renda nominal. Ademais, como será visto a seguir, segundo a hipótese de renda permanente, a medida, caso não seja entendida como duradoura, não afetará o consumo e, portanto, a renda. Ou seja, na visão de Friedman, a política fiscal, por si só, não tem efeito sobre a renda

⁶ Segundo Friedman e Heller (1969, p. 50): “*The state of the government budget has a conservable effect on interest rate. If the federal government runs a large deficit, that means the government has to borrow in the market, which raises the demand for loanable funds and so tends to raise interest rates. If the government budget shifts to a surplus, that adds to the supply of loanable funds, which tends to lower interest rates*”.

⁷ Segundo Friedman (1972, p. 916): “*We may put this point differently. Assume a one-year increase in the deficit, with the budget then returning to its initial position. If this is financed by borrowing from the public with no change in monetary growth, then, in the most rigid Keynesian system, the IS curve moves to the right and then back again; real and nominal income rise for one year, then return to their initial values. If the one-year increase in the deficit is financed by creating money, the LM curve moves to the right as well, and stays there after the IS curve returns to its initial position. If prices remain constant, real and nominal income stay at a higher level indefinitely. If, as is more reasonable, prices ultimately rise, real income may return to its initial level, but nominal income will stay at a higher level indefinitely*”.

independentemente do instrumento fiscal utilizado. O autor lembra, no entanto, que se for para adotar uma política de caráter “fiscalista” prefere a alternativa de reduzir os gastos ao invés de elevar os impostos (Friedman; Heller, 1969).

Além disso, o autor critica a ideia keynesiana amplamente aceita de que o aumento das despesas públicas leva necessariamente à expansão da renda e o corte de gastos à retração. No seu entender, a questão, embora aparentemente simples e atraente, desconsidera os efeitos do aumento do gasto público nas decisões privadas e, conseqüentemente, no multiplicador. No caso de se levar em conta os efeitos nas expectativas dos agentes e na distribuição da despesa, o efeito final torna-se muito mais incerto. Pode ocorrer tanto redução da despesa, de modo que o aumento do gasto público é compensado pela queda do gasto privado e a renda nominal não se altera, até a situação prevista na visão keynesiana de elevação plena da renda. Ou ainda, simplesmente, há aumento da renda nominal, graças à elevação dos preços, com a renda real permanecendo constante ou crescendo pouco (Friedman, 1962)⁸.

A conclusão é simples. Friedman realça a relevância da política fiscal para muitas coisas, já que a condição do orçamento determina o nível dos impostos e a parcela da renda nacional gasta pelo setor público e pelo setor privado, além de ter efeito considerável sobre a taxa de juros. Porém, não crê na sua efetividade, qualquer que seja o tipo de política fiscal empregada, como fator de determinação da renda se não ocorrer, simultaneamente, alteração na quantidade de moeda, pois a oferta de moeda é a principal responsável pela variação da renda, com efeito real no curto prazo. Como o autor afirma: *“I believe that the rate of change of the money supply by itself has a very important effect on nominal income and prices in the long run. It has a very important effect on fluctuations in nominal and real income in the short run”* (Friedman; Heller, 1969, p. 50).

4 A hipótese da renda permanente e a crítica à função consumo

O questionamento da função consumo dos modelos keynesianos é outro elemento central da crítica de Friedman à política fiscal. A hipótese da renda permanente (Friedman, 1957) nega o conceito de Keynes de relacionar o consumo diretamente ao valor da renda corrente e trabalha com a ideia de que o consumo é definido a partir do que se espera ser a renda permanente de longo prazo, enquanto que as mudanças transitórias da renda, desde que não sejam entendidas como duradouras, afetam primariamente o valor dos ativos e das obrigações; ou seja, os seus efeitos mais significativos influenciam o montante de poupança e não o gasto de consumo.

Friedman sintetiza a função consumo em três equações básicas e aponta que a renda e o consumo são compostas de uma parte permanente e outra transitória, com lógicas de comportamento diferenciadas:

⁸ Friedman, depois de exemplificar o efeito do multiplicador keynesiano provocado pelo aumento de \$100 de gasto público mantido constante o nível de impostos, afirma: *“This simple analysis is extremely appealing. But the appeal is spurious and arises from neglecting other relevant effects of the change in question. When these are taken into account, the final result is much more dubious: it may be anything from no change in income at all, in which case private expenditures will go down by the \$ 100 by which government expenditures go up, to the full increase specified. And even if money income increases, prices may rise, so real income will increase less or not at all”* (1962, p. 70).

$$(i) \quad cp = k(i, w, u) yp;$$

$$(ii) \quad y = yp + yt \text{ e}$$

$$(iii) \quad c = cp + ct.$$

A equação (i) define o consumo permanente (cp) como uma fração (k) da renda permanente (yp) – a que reflete o efeito dos fatores que determinam o valor do capital ou riqueza, considerados como a riqueza não humana e atributos pessoais –, cujo valor não está associado ao tamanho de yp , mas ao de outras variáveis: a) a taxa de juros (i); b) a participação da riqueza não humana na renda (w), e c) outros fatores (u) que refletem os gostos e preferências dos consumidores, responsáveis por influenciar as decisões sobre consumir ou acumular ativos, como a incerteza sobre o comportamento da renda, a idade, composição e efeitos associados a fatores culturais como raça e origem. Já as equações (ii) e (iii) apresentam a renda (y) e o consumo (c) como compostos pela soma de dois componentes: (1) o permanente, cuja dinâmica é explicada na equação (i) e (2) a parte transitória que reflete a influência de fatores vistos como ocasionais ou aleatórios pelos consumidores (Friedman, 1957, caps. III e IX).

O autor atribui o erro da proposta de Keynes à má especificação da função consumo. Crê que o consumo é largamente determinado por rendas passadas, atreladas a movimentos de longo prazo, e que, em sua maior parte, deve ser considerado como gasto autônomo, desvinculado das alterações da renda corrente oriundas da variação do gasto público ou de mudanças temporárias no montante da renda disponível. Com base nessa conceituação teórica, criticou a relevância das relações gasto-renda presa às flutuações da atividade econômica na visão keynesiana. Primeiro, questionou os pressupostos da tese de estagnação secular (Hansen, 1947) e as propostas de como enfrentar o problema baseadas no uso de impostos sobre a classe de alta renda e de transferências aos de maior propensão a consumir. Acreditava que não há razão para se esperar que o aumento do nível de renda leve a um aumento da taxa de poupança e reduza as oportunidades de investimentos, como previsto na tese de estagnação secular, nem que alterações temporárias na tributação alterassem as decisões de consumo. Segundo, argumentou que a hipótese da renda permanente interfere diretamente no cálculo da propensão marginal a consumir e também no tamanho e na estrutura no tempo do multiplicador da política fiscal, influenciando, como coloca Sargent (1987), na formulação, estimação e simulação dos modelos macroeconômicos.

O multiplicador do investimento seria, então, menor do que se supõe e o sistema seria mais estável, contrariando as previsões dos modelos da síntese neoclássica de comportamento da renda. Nas palavras de Friedman (1957, p. 238):

The effect is almost certain to be a much smaller estimate of the marginal propensity to consume out of current income than would be obtained from a function that makes consumption dependent on current income alone. To put it in other terms: it means that a much larger part of current consumption is interpreted as autonomous and a much smaller part as dependent on current income and hence, through the multiplier process, on investment. The result is a smaller investment multiplier, and an inherently cyclically more stable system.

Isto é, a força da política fiscal compensatória de caráter keynesiano, segundo Friedman e Becker (1957), fundamentava-se em premissas falsas, já que os erros de especificação da função

consumo induziam a erros significativos nas estimativas de renda usadas como base na construção dos modelos de apoio às políticas intervencionistas⁹.

A hipótese da renda permanente também deu suporte à crítica das teorias de crescimento de cunho neoclássico que via a desigualdade na distribuição de renda como fator de determinação da taxa de poupança e propunha o uso de medidas fiscais para alterar a taxa de poupança e elevar a formação de capital¹⁰. A proposição de Friedman (1957, cap. IX) é que o efeito da desigualdade de renda depende criticamente de sua origem. Se a desigualdade advier da renda permanente, não tem efeito sobre a taxa de poupança. Por outro lado, se for o resultado de mudanças da renda transitória, a incerteza sobre o valor da renda prospectiva provoca a elevação da poupança. Ou seja, a maior taxa de poupança não decorre da desigualdade de renda em si, mas da incerteza em relação à expansão da renda permanente, que é o fator responsável por elevar a propensão a consumir.

A redução da desigualdade da renda permanente, apesar de relevante para outras questões, é neutra em relação ao valor da poupança. O que pode favorecer o aumento da taxa de poupança é a possibilidade de alterações de status social, com riscos de perdas ou ganhos, que são responsáveis por ampliar o grau de incerteza dos agentes e a disposição de eles elevarem a taxa de poupança.

5 Crítica às políticas discricionárias

A preocupação em negar o efeito das políticas discricionárias é recorrente na obra de Friedman e já descartou o seu uso no texto de 1948, defendendo uma política anticíclica baseada em respostas da oferta de moeda às variações automáticas do resultado fiscal decorrentes das oscilações da atividade econômica. O aumento (redução) da renda, definidos o sistema tributário, o valor das transferências e o programa de gastos públicos, seria responsável por elevar (reduzir) a arrecadação, gerar um superávit (déficit) fiscal e provocar a contração (expansão) da oferta de moeda, cujas implicações sobre a demanda e o movimento da renda contribuiriam para manter a estabilidade.

As contribuições posteriores deram tratamento diferente à relação entre política fiscal e monetária constante no texto de 1948, mas mantiveram a crítica contra a ideia do *fine-tuning* de sabor keynesiano. O autor apontou a insuficiência do conhecimento sobre os efeitos das políticas

⁹ Segundo Friedman e Becker (1957, p. 74) *“Regarding investment as having no multiplier effects is a much better first approximation than regarding investment as the prime mover, at least with respect to the changes in real per capita income from 1905 to 1951... The finding that consumption can be predicted statistically from current income alone with a relatively small error reinforced the view that the corresponding simple Keynesian models incorporated a basically correct specification of the economic structure, although one that was unduly simple. If our analysis is valid, this widespread belief that consumption and income can be regarded as dancing primarily to the tune of unstable investment is largely the product of a statistical illusion”*.

¹⁰ Segundo Friedman (1957, p. 234-235): *“Thanks to the widespread acceptance not only of the absolute income hypothesis but of a very special form of it, the inequality of the distribution of income has been regarded as a major factor explaining the aggregate savings ratio. Wide inequality of income is thought to tend toward a high savings ratio, and an approach toward equality, toward a low savings ratio. This consideration has frequently been a major argument offered in defense of inequality by people who are in other respects egalitarians: inequality in an underdeveloped country, they say, is a necessary evil since there, is no other way to generate the savings needed for economic development”*.

fiscal e monetária para justificar o porquê de não se adotar a prática de ajustar a política de gasto público e/ou as alíquotas dos tributos à conjuntura econômica como meio de combate aos movimentos cíclicos da economia. A manipulação da política monetária, no seu entender, responde aos objetivos de crescimento de longo prazo e serve de instrumento de combate às crises, devido ao fato de existir estreita relação entre as alterações da quantidade de moeda e da renda nacional (Laidler, 2012). Entretanto, a limitação do conhecimento dos efeitos das políticas discricionárias usadas contra as flutuações de curto prazo e o pouco que se sabe sobre as implicações de eventual mudança na quantidade de moeda nos próximos dois ou três trimestres não deixam espaço às ações discricionárias.

A proposta de Friedman, em contraste com o que defendeu em 1948, é a adoção de regra monetária explícita: a autoridade monetária não deve alterar a quantidade de moeda ao sabor da conjuntura; ao contrário, deve definir uma taxa estável de expansão do estoque de moeda. Nos anos 1980, o autor, embora convencido de que é desejável a adoção de uma regra capaz de garantir um padrão previsível de crescimento de longo prazo dos agregados monetários, passou a aceitar medidas de maior controle monetário, como meio de evitar instabilidades e afastar qualquer ameaça de inflação (Friedman, 1984; 1987). Propôs, então, realizar reformas com o objetivo de: *“abolish the money-creating powers of the Federal Reserve, freeze the quantity of high-powered money, and deregulate the financial system”* (Friedman, 1984, p. 24).

As colocações anteriores implicam em negar a possibilidade de a autoridade fiscal contar com a expansão monetária como meio de financiar o déficit público, criando, assim, o alicerce à estabilidade¹¹. A contrapartida da regra monetária no plano fiscal seria planejar os investimentos e os gastos públicos de acordo com o que deseja a sociedade e definir o sistema tributário para atender a estes gastos, sem se preocupar em responder às oscilações de curto prazo da atividade econômica (Friedman, 1962; 1968).

O argumento do autor é o de que os defensores das medidas discricionárias não reconhecem problemas na efetividade das ações anticíclicas e não trabalham com a hipótese de que a adoção dessas práticas pode introduzir mais instabilidades do que contribuir para a sua eliminação. Segundo Friedman, os modelos a favor das ações discricionárias assumem, implicitamente, que os efeitos das alterações dos gastos governamentais atuam como meio de se contrapor à queda da renda e não estão sujeitos a *lags* significativos (Friedman, 1953; 1962). Ele, ao contrário, acredita na presença de *lags* de três tipos: i) o tempo entre a necessidade de ação e o seu reconhecimento; ii) a demora entre o reconhecimento da necessidade de ação até a ação efetiva; e iii) o tempo decorrido desde a ação até os seus efeitos.

A existência destes *lags* pode levar os efeitos da ação discricionária a não ser àqueles inicialmente esperados. Os dois primeiros fatores ainda estão sujeitos a algum tipo de controle por parte dos gestores de política econômica. O último, no entanto, está atrelado às características de cada sistema econômico e o tempo transcorrido é variável e pouco previsível, podendo, de acordo

¹¹ Para Sargent (1987, p. 9): *“In 1960, he advocated that the Federal Reserve adopt a rule of increasing high powered money by a constant k-percent a year (where k is a small number to accommodate growth in the economy). This rule has the effect of virtually permanently denying the fiscal authorities access to the printing press and is feasible only if the federal budget is close enough to balance in a present value sense. If committed to, the k-percent rule has the effect of forcing the fiscal authority to finance current déficits only by credibly promising future surpluses”*.

com o autor, ser longo o bastante a ponto de os efeitos positivos ocorrerem não no momento do declínio da renda, mas quando já estiver em curso o movimento de recuperação, contribuindo para ampliar a instabilidade e acelerar o ciclo ao invés de minimizá-lo¹².

Friedman lembra ainda que a magnitude dos efeitos da ação discricionária, embora se espere que varie em geral com o tamanho do estímulo inicial, pode ser afetada por outros fatores, como o impacto sobre a confiança dos agentes, ou não alterar o consumo, como defende a hipótese da renda permanente. Assim, o resultado não é necessariamente proporcional ao tamanho do estímulo ou na mesma direção, sendo possível pensar em um valor de gasto a partir do qual o efeito na economia não é o esperado e pode chegar até mesmo a ser negativo.

A proposição tem o objetivo de mostrar que o melhor a fazer é manter a estabilidade e não buscar meios de compensar as oscilações cíclicas. Isso implica em descartar o uso, de caráter keynesiano, da política discricionária: *“the attempt to adapt the magnitude of government operations to the requirements of stability may therefore easily introduce more instability than it corrects”* (Friedman, 1948, p. 252). A melhor opção é estabelecer regras de atuação da política fiscal, definindo o programa de investimento, o volume de impostos e o total das despesas, independentemente do ciclo econômico. Além disso, devem-se evitar mudanças compensatórias erráticas, de modo que os efeitos automáticos relacionados ao ciclo, apesar de não se saber ao certo o seu alcance, possam contribuir para a estabilidade econômica.

6 Considerações finais

O objetivo do texto foi recuperar a visão de Milton Friedman sobre o papel da política fiscal. A questão fiscal ocupa lugar subordinado em sua obra, focada, basicamente, na defesa da política monetária como instrumento de gestão da demanda agregada e de determinação da renda e do emprego. A sua análise da política monetária, no entanto, contribuiu, de modo decisivo, para a crítica do papel proeminente que a política fiscal ocupa na teoria macroeconômica de inspiração keynesiana.

O autor tornou-se referência obrigatória na trajetória teórica que levou a política fiscal a transitar de uma posição privilegiada após a publicação da *Teoria Geral* à situação vigente na concepção da NSN de quase total abandono como instrumento de administração da demanda agregada, em favor da política monetária¹³.

O embate de Friedman com o pensamento da síntese neoclássica colocou em xeque a efetividade da política fiscal e as suas sugestões serviram para atacar a política keynesiana. Os

¹² Segundo Friedman (1948, p. 254): *“The lag between the creation of a government déficit and its effects on the behavior of consumers and producers could conceivably be so long and variable that the stimulating effects of the déficit were often operative only after other factors had already brought about a recovery rather than when the initial decline was in progress”*.

¹³ A grande crise de 2008 afetou parcialmente o consenso em torno do papel quase irrelevante da política fiscal como instrumento de gestão da demanda agregada. O efeito da crise e a perda de eficácia da política monetária com taxa de juros próxima a zero reacenderam as discussões sobre a questão, mas, até o momento, pouco se avançou no sentido da ortodoxia aceitar o papel ativo da política fiscal, a não ser em condições específicas e, de preferência, com o uso dos estabilizadores automáticos.

argumentos, baseados na hipótese da renda permanente, contrários à visão dominante sobre a dinâmica do consumo e o tamanho do multiplicador, ao lado das proposições de que a política de gastos públicos estava sujeita a *lags* e gerava o efeito de *crowding out*, serviram de apoio para questionar os fundamentos básicos da política discricionária de caráter keynesiano. E destacaram o fato de o efeito da política fiscal, por si só, não ser efetiva na determinação da renda e do emprego caso não fosse acompanhada de alterações na oferta de moeda.

As suas propostas sobre os efeitos negativos das políticas discricionárias, a presença de *lags* na política fiscal e a defesa de estabilizadores automáticos incorporaram-se ao pensamento da atual teoria macroeconômica dominante, bem como a ideia de que o uso de regras favorece a defesa da estabilidade. A hipótese da renda permanente ganhou aceitação ampla e inspirou, ao lado da teoria do ciclo de vida de Modigliani, o tratamento vigente da função consumo¹⁴, baseado em expectativas racionais e no pressuposto microeconômico de otimização dos agentes, ao mesmo tempo em que deu suporte teórico ao desenvolvimento da proposição de *tax smoothing* (Barro, 1979)¹⁵. Por outro lado, a questão da renda permanente, e a discussão sobre o efeito da política fiscal, considerando as diferentes formas de financiamento, influenciaram o campo teórico em que surgiu o princípio da equivalência ricardiana; segundo a qual o gasto público, independentemente de como é financiado – dívida ou tributos –, não tem qualquer efeito sobre a demanda global ou a taxa de juros. Ou seja, a proposição levou ao extremo a posição de Friedman contrária à efetividade da política fiscal (Barro, 1974).

Além disso, a preocupação do autor em fixar regras de coordenação das políticas fiscal e monetária colocou o controle das contas públicas como instrumento decisivo da política de estabilização e levou a outros desdobramentos teóricos novos clássicos, incorporados, posteriormente, à visão da NSN. O objetivo dos monetaristas de conter o déficit público e o financiamento inflacionário se transmudou nos modelos da NSN. A condição de estabilidade agora requer o ajuste intertemporal das contas públicas e a não presença de dominância fiscal (Sargent e Wallace, 1981), bem como o comprometimento com regras de conduta, de modo a negar as medidas discricionárias e evitar os problemas de inconsistência temporal (Kydland; Prescott, 1977).

Enfim, a NSN, mesmo se valendo de novos pressupostos teóricos, incorporou os elementos e levou adiante o embate de Friedman contra a tradição da política fiscal keynesiana da velha síntese neoclássica. A NSN abandonou a hipótese básica do monetarismo de que as oscilações econômicas podem largamente ser atribuídas às variações exógenas da oferta de moeda, passando a considerar a oferta de moeda como endógena e a creditar a responsabilidade pelas flutuações do emprego e da renda aos choques reais (mudanças tecnológicas ou nas preferências dos agentes ou mesmo alterações nas políticas governamentais e choques fiscais). O controle da oferta monetária deixou de ser visto como o instrumento básico de política monetária e surgiu no seu lugar a manipulação da taxa de juros de curto prazo, pensada, com base no conceito wickselliano de taxa de juros natural, como aquela capaz de ajustar o produto efetivo ao produto potencial, de controlar a inflação e de

¹⁴ Segundo Hetzel (2007, p. 21): “Friedman’s formulation of the permanent income hypothesis made him a pioneer in development of the optimizing framework that is the basis for modern macroeconomics”.

¹⁵ Como colocou Sargent (1986): “Barro’s model of tax smoothing can be thought of as a reinterpretation of Milton Friedman’s (1956) model of permanent income as developed by Robert E. Hall (Stochastic Implications of the Life Cycle Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence, 1978)”.

criar as condições de estabilidade econômica. Porém, mesmo tendo se afastado das proposições básicas do monetarismo, incorporou as ideias de Friedman sobre a política fiscal e tomou como base os seus argumentos na construção de desdobramentos teóricos, além de dar à política monetária o lugar de instrumento nuclear no combate à inflação e no ajuste da demanda agregada.

Referências bibliográficas

- BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? *J.P.E.*, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, Nov./Dec. 1974.
- BARRO, R. J. On the determination of the public debt. *Journal of Political Economy*, v. 87, p. 940-951, 1979.
- CONGDON, T. Milton Friedman on the ineffectiveness of fiscal policy. *Economic Affairs*, v. 31, n. 1, p. 62-65, 2011.
- FRIEDMAN, M. A monetary and fiscal framework for economic stability. *The American Economic Review*, v. 38, n. 3, p. 245-264, Jun. 1948.
- FRIEDMAN, M. The quantity theory of money, a restatement. In: FRIEDMAN, M. (Ed.). *Studies in the quantity theory of money*. Chicago: University of Chicago Press, 1956.
- FRIEDMAN, M. *A theory of the consumption function*. Princeton: Princeton University Press, 1957.
- FRIEDMAN, M. *Capitalism and freedom*. Chicago: The University of Chicago, 1962.
- FRIEDMAN, M. Comments on the critics. *The Journal of Political Economy*, v. 80, n. 5, p. 906-950, Sept./Oct. 1972.
- FRIEDMAN, M. The quantity theory of money. In: INTERNATIONAL Encyclopedia of the Social Sciences, Free Press, 1968a, p. 432-447. Reimpresso em: WALTERS, A. A. (Ed.). *Money and banking*. London: Penguin Modern Economics Reading, 1973.
- FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, Mar. 1968b.
- FRIEDMAN, M. Monetary policy for the 1980s. In: MOORE, J. H. *To promote prosperity: U.S. Domestic Policy in the Mid-1980s*. Stanford, California: Hoover Institution Press, 1984. Disponível em: http://0055d26.netsolhost.com/friedman/pdfs/other_commentary/Stanford.01.01.1984.b.pdf. Acesso em: 22 ago. 2013.
- FRIEDMAN, M. Quantity theory of money. In: EATWELL, J.; MILGATE, M.; NEWMAN, P. (Ed.) *The new Palgrave: a dictionary of economics*. New York: Stockton Press; London: Macmillan, 1987, v. 4, p. 3-20. Disponível em: http://0055d26.netsolhost.com/friedman/pdfs/other_academia/Palgrave.1987.c.pdf. Acesso em: 22 ago. 2013.
- FRIEDMAN, M.; BECKER, G. A statistical illusion in judging Keynesian models. *The Journal of Political Economy*, v. 65, n. 1, p. 64-75, fev. 1957.
- FRIEDMAN, M.; HELLER, W. W. *Monetary vs. fiscal policy*. New York: W.W. Norton, 1969.

FRIEDMAN, M.; MEISELMAN, D. The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States, 1897-1958. In: STABILIZATION policies. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall, 1963, p. 165-268.

FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. J. *Money and business cycles. The Review of Economics and Statistics*, The MIT Press, v. 45, v. 1, parte 2, suplemento, p. 32-64, fev.1963. Reimpresso em: WALTERS, A. A. (Ed.). *Money and banking*. London: Penguin Modern Economics Reading, 1973.

FRIEDMAN, M.; SCHWARTZ, A. J. *A monetary history of the United States: 1867-1960*. Princeton: Princeton Univ. Press, 1963.

HANSEN, A. *Economic policy and full employment*. New York and London: McGraw-Hill, 1947.

HETZEL, R. L. The contributions of Milton Friedman to Economics. *Economic Quarterly*, v. 93, n. 1, p. 1-30, 2007.

LAIDLER, D. *Milton Friedman's contributions to macroeconomics and their influence*. Economic Policy Research Institute, EPRI, , fev. 2012. (Working Paper Series, n. 2012-2).

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473-491, 1977.

SARGENT, T. Interpreting the Reagan déficits. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco, n. 4, 1986.

SARGENT, T. *Some of Milton Friedman's scientific contributions to macroeconomics*. Stanford, California: Hoover Institution, Stanford University, 1987.

SNOWDON, B.; VANE, H. *Modern macroeconomics: its origins, development and current state*. London: Edward Elgar, 2005.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279, Jan. 2009.

Introdução

O debate atual sobre o programa de ajustamento da economia brasileira está centrado no combate à inflação e na geração de superávits primários. A política de controle das contas públicas não é novidade e sempre ocupou posição nuclear nos programas de ajuste de balanço de pagamentos. Entretanto, o controle da política fiscal e as regras de monitoramento dos programas de assistência financeira do FMI ganharam outro caráter e sofreram sensíveis alterações no decorrer do tempo.

As mudanças podem ser atribuídas a diferentes movimentos. De um lado, o quadro internacional sofreu relevante alteração. O fim do acordo de Bretton Woods, a crise da política *keynesiana* de pleno emprego, a elevação dos juros e as baixas taxas de crescimento marcaram o novo momento da economia mundial, contrastando com a fase anterior. De outro, a crise fiscal e a expansão da relação dívida/PIB nos países centrais colocaram em xeque a política do *welfare state*.

O domínio teórico da visão das expectativas racionais, sobretudo dos economistas ligados à escola dos novos clássicos, também contribuiu para alterar os rumos da avaliação da política fiscal. O foco da análise passou da manipulação da demanda agregada para a questão da sustentabilidade da dívida pública. Além disso, mudou a atitude do FMI no monitoramento dos programas de ajuste nos países emergentes. A difusão dos projetos de reformas estruturais levou o órgão a rever o seu posicionamento de não interferir em decisões de competência soberana e a definir medidas que os países teriam de adotar para se habilitarem à captação de empréstimos. Esta nova postura marcou um outro tempo no trato da questão fiscal, com o maior peso das condicionalidades (*conditionality*) exigidas na aprovação dos programas de assistência financeira e o crescente controle da instituição na definição da política econômica.

O objetivo do texto é destacar as mudanças recentes no controle da política fiscal e a redução dos graus de liberdade dos dirigentes econômicos. A definição da política fiscal ficou subordinada à avaliação do mercado sobre o comportamento futuro das contas públicas em cenários prováveis e ao rigor da ingerência do FMI por meio do uso das condicionalidades dos programas de ajuda financeira.

A discussão partiu das mudanças na visão sobre a política fiscal no momento em que a ideia de expectativas racionais dominou o cenário teórico. O déficit público, peça nuclear do programa de ajuste tradicional do FMI, cedeu o lugar na avaliação da política fiscal para a visão prospectiva do movimento da economia captada por meio da ideia de sustentabilidade da dívida. A seqüência do texto mostrou a influência dessa alteração de perspectiva teórica na atuação do FMI. O órgão alterou o caráter das condicionalidades e passou a exigir mudanças na institucionalidade dos países, bem como nos caminhos adotados para se obter as metas de política econômica definidas nos

¹ Publicado originalmente em *Revista Economia Contemporânea*, v. 8, n. 1, p. 125-154, jan./jun. 2004.

acordos de assistência financeira. Finalmente, a conclusão é de que essas mudanças influenciaram diretamente a trajetória das economias em desenvolvimento e os dirigentes dos países periféricos perderam raio de manobra na definição dos rumos da política macroeconômica.

1 A política fiscal e o ajuste tradicional

A revolução *keynesiana* e o sucesso da política de administração da demanda agregada no período da *golden age* delinearão os pilares da política fiscal e as formas de avaliação baseadas no seu papel como instrumento de manipulação da demanda agregada e nas implicações sobre a taxa de juros, investimentos, inflação e o desequilíbrio externo.

O indicador basilar da situação fiscal era o déficit público. Os programas de ajustamento capitaneados pelo FMI atribuíam ao gasto público o excesso de absorção interna e a ocorrência de déficit externo. O controle do déficit público ocupava lugar central na política macroeconômica e a redução do déficit externo, da taxa de juros e da inflação dependia do sucesso obtido com o ajuste fiscal.

Os programas de ajuste empregados pelo FMI são conhecidos e adotam como metodologia o enfoque monetário do balanço de pagamentos, desenvolvida desde os anos 50, que tem como base a construção de um “exercício financeiro” voltado para o ajuste do desequilíbrio externo. O artigo de Bacha (1983) discute as proposições básicas do modelo de ajustamento do FMI². O ponto de partida do FMI é a ideia de que se o país tem problemas de balanço de pagamentos, é porque está gastando acima dos seus meios. O déficit em conta corrente é associado ao excesso de demanda sobre a renda nacional sustentado pela variação da oferta de crédito acima da demanda de moeda. Dada a hipótese de que existe uma relação estável entre a oferta de moeda e a demanda de bens, a materialização da absorção interna depende da expansão da oferta de moeda. Consequentemente, o controle da demanda doméstica pode ser alcançado com a restrição da oferta monetária.

A questão transfere-se, portanto, para o controle da oferta de moeda, que é determinada pela base monetária e pelos bancos comerciais na forma de expansão dos depósitos à vista. Como a base monetária não está de fato sob o controle das autoridades, pois está presa ao crescimento das reservas internacionais, a preocupação se volta ao controle da expansão dos depósitos bancários através do uso do compulsório, do redesconto ou da imposição de limites ao crédito. A restrição do crédito doméstico tem impacto direto sobre a demanda interna que passa então a depender da variação das reservas internacionais.

O enfoque monetário do balanço de pagamentos define o crédito doméstico ou, mais especificamente, o crédito doméstico líquido das autoridades monetárias como o instrumento fundamental na determinação da demanda doméstica. Os passos para se chegar ao controle da demanda interna e aos objetivos do programa de ajustamento, como lembrou Bacha, são: (1) define-se um quadro factível para o balanço de pagamentos; (2) determina-se o limite para o crédito em conta corrente, considerando uma previsão para o PIB, o que permite determinar o valor real da demanda interna; (3) define-se a previsão da taxa de inflação e o valor nominal da demanda

² A discussão criteriosa do modelo do FMI pode ser encontrada em Polak e Argy (1971) e FMI (1987).

interna; (4) supondo uma demanda estável de moeda, chega-se à quantidade de moeda consistente com o determinado valor da demanda interna e (5) usando a relação entre oferta monetária e a base monetária para se estimar quanto deve ser o crescimento da base monetária e reduzindo o valor esperado da reserva monetária, chega-se ao limite que deve ser estabelecido para a expansão do crédito doméstico.

Uma vez definido o papel da variável analiticamente neutra ‘criação de crédito’ como elemento nuclear da política de ajustamento, o movimento seguinte é a divisão em termos setoriais, isto é, o crédito ao setor privado e o crédito ao setor público. A política de controle do crédito centra-se fundamentalmente no governo, que deve ser submetido a limites específicos de contratação de empréstimos. A proposta básica é a de limitar o acesso do setor público a qualquer tipo de crédito e não só a contratação junto às autoridades monetárias.

A imposição de um critério de desempenho para as contas do setor público, na verdade, não é parte da lógica do enfoque monetário. O controle do déficit público surgiu como uma extensão ao modelo básico e logo ocupou lugar de destaque. Isto ocorreu devido ao elo entre a política fiscal e a política monetária e ao desejo de conter a expansão da demanda agregada e do déficit em conta corrente³, bem como evitar o efeito indireto do gasto público sobre o gasto privado por meio do *crowding out*⁴.

A definição do déficit público como meta-síntese do programa colocou o debate sobre qual seria o indicador fiscal usado no monitoramento dos programas do FMI. O conceito de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) era o de uso corrente, mas, no monitoramento dos países com alta inflação e elevada dívida pública, a instituição incorporou os resultados operacional e primário, assim como usava regularmente o resultado fiscal ciclicamente corrigido nos países desenvolvidos⁵.

O uso desses indicadores atendia ao objetivo imediato de ajustamento do balanço de pagamentos e de ampliação do espaço de atuação do setor privado. Entretanto, tinha alcance limitado no controle específico da política fiscal. É verdade que, como afirma Bacha (1983, p. 122) a distinção entre o crédito ao setor privado e ao setor público abriu as portas ao FMI para entrar em área que não seria propriamente de sua competência, interferindo nos *critérios nacionais de divisão do crédito disponível entre os setores público e privado da economia*. Todavia, o papel do FMI ainda era restrito. As Cartas de Intenções determinavam limites ao valor do déficit sem intervir

³ Como coloca Kelly (1982): “*In principle, there is no priori view as to how much balance of payments adjustment (a primary objective of Fund programs) should be achieved through adjustment in the government sector. In practice, however, large external imbalances tend to be have been associated with large fiscal imbalances. Consequently, reductions in external imbalances are likely to require reductions in fiscal imbalances. Also, the size of the fiscal deficit can be controlled more directly by policy instruments than can be the private sector surplus or deficit. Thus, programmed reductions in fiscal deficits often address a major immediate cause of the external disequilibrium and additionally have a greater likelihood of being achieved, provided that policies to reduce fiscal imbalances are actually implemented*”.

⁴ Cf. Khan e Knight (1985) e IMF (1987). Barro (1989) questiona essa visão, dominante no FMI no início dos anos 80, e defende a ideia da equivalência ricardiana, segundo a qual desde que se leve em conta a restrição orçamentária do governo, os déficits e a dívida não têm nenhum efeito sobre a atividade econômica.

⁵ Ver Ize (1993).

diretamente na definição da política fiscal⁶. Nas palavras de Polak (1991: 48): *Traditionally, the Fund had prided itself on taking a neutral position on the specifics of fiscal policy. Its interest was said to be limited to correction of the fiscal déficit, or more narrowly to the domestic credit extended to the government. How the government brought down the déficit – by raising taxes or cutting expenditure, and ‘which’ taxes and ‘which’ categories of expenditure – was and should remain, the government’s responsibility.*

A presença de técnicos do FMI na assistência técnica aos países certamente ampliava a influência da instituição, mas não havia vínculo entre o apoio oferecido e a liberação de empréstimos⁷. Esse comportamento mantinha o FMI distante de decisões específicas requeridas na implementação do programa⁸, garantindo aos governos autonomia na definição dos caminhos para viabilizar as metas acertadas no acordo.

2 Mudanças no controle da política fiscal

O controle da política fiscal a partir dos 80 sofreu alterações em relação às condições dominantes na fase anterior. O debate sobre as implicações do déficit público na demanda agregada perdeu o papel central que ocupava e foi relegado a plano secundário. As questões de longo prazo relativas ao tamanho apropriado do setor público e à construção de regras duradouras na condução da política econômica ganharam destaque na agenda das agências multilaterais. As reformas estruturais e a introdução de regras fiscais e monetárias assumiram o status de princípios fundamentais na formação de um ambiente favorável à expansão do setor privado. A construção deste cenário econômico pró-mercado provocou a revisão dos critérios anteriores de avaliação da política fiscal e a definição de outros parâmetros na condução da política econômica e no monitoramento dos programas de ajuda financeira das agências internacionais.

2.1 A política fiscal: novos elementos de avaliação

A crise econômica e a inflação da segunda metade dos anos 70 tornaram as práticas fiscais vigentes no período de crescimento acelerado alvo de críticas. A práxis anterior deixou de servir aos gestores de política econômica e começou a se desenhar alterações na política fiscal no momento em que ganhou corpo a crise da economia mundial e a deterioração das finanças públicas. O surgimento de uma nova ordem no pensamento econômico contribuiu, criando o ambiente teórico favorável à revisão da política fiscal.

O movimento mais visível ocorreu na economia mundial. O esgotamento da *golden age* alterou as características anteriores da economia mundial⁹. A volatilidade dos juros e do câmbio ampliou a instabilidade financeira. Além disso, a queda da produtividade e da taxa de acumulação,

⁶ Cf. Bacha (1983, p. 123), a “regra” de controle da NFSP usada nos programas para a América Latina era *meçam quanto é, e cortem-na pela metade*.

⁷ Cf. Polak (1991, p. 48).

⁸ Como colocou Polak (1991, p. 48), citando Guitián (1987, p. 88): *This approach ‘kept the Fund from entering into areas that required judgment of social and political priorities ... to keep its distance from specific decisions required for policy implementation.*

⁹ Ver Marglin e Schor (1990).

ao lado do aumento da inflação, determinou o fim do período de expansão acelerada e colocou em dúvida a prática econômica passada. As políticas de *inspiração keynesiana fundadas sobre a arbitragem entre o pleno emprego e a estabilidade dos preços*¹⁰ sofreram críticas e foram alteradas.

O desequilíbrio do balanço de pagamentos e a aceleração inflacionária levaram à adoção de medidas restritivas e de reestruturação industrial nos países avançados. A situação da economia americana era particularmente difícil na segunda metade dos anos 70. O menor poder de ordenar o mundo forçou a revisão da política econômica e a adoção da política do *dólar forte*¹¹. A forte contração monetária atacou a inflação, mas, ao mesmo tempo, delineou-se um conjunto mais amplo de medidas cujo alvo foi a revalorização do dólar e a recuperação do controle americano sobre o conjunto do sistema financeiro internacional. A nova ordem restaurou *a centralidade do dólar no sistema monetário internacional e a autoridade do Federal Reserve sobre os movimentos de capital*¹², simultaneamente, permitiu aos Estados Unidos colocarem-se como banqueiros do mundo e reestruturarem o seu parque industrial, recuperando o papel que tinham no ordenamento da ordem internacional.

As novas condições mundiais levaram à substituição da prática de sustentação da demanda por políticas restritivas, acompanhadas de uma visão liberal do papel do Estado no início dos 80. Essas posições, no plano teórico, foram assentadas na visão dos novos clássicos. A essência desse pensamento baseava-se na proposição de que o movimento macroeconômico refletia o comportamento de um *agente representativo* com perfeita previsão de todos os dados relevantes na tentativa de determinar o que irá acontecer no futuro e com capacidade de usar, eficientemente, as novas informações no mapeamento das probabilidades de diferentes resultados econômicos possíveis para escolher a melhor forma de atuação do momento.

As ideias desenvolvidas nos trabalhos de Lucas (1972 e 1976) e a introdução das expectativas racionais nos modelos macroeconômicos (Sargent; Wallace, 1975) questionaram a eficácia das políticas ativas de manipulação da demanda agregada como forma de estabilizar o produto e o emprego. Essas análises, embora dessem ênfase à política monetária, sustentavam a crença de que *systematic government interventions would be ineffective in altering the level and growth rates of output in the medium and long term under most circumstances. They claimed that wages and price setting behavior would be based on anticipations about likely future policies and the economic effects, which these might have on economic variables*¹³.

A crença dos novos clássicos nas expectativas racionais e na suposição dos clássicos de que, na hipótese de mercados competitivos, ocorre sempre o processo de ajustamento (*market clearing*) levou-os a concluir pela não existência de desemprego além da taxa natural e pela irrelevância das políticas macroeconômicas governamentais¹⁴. No ideário dos novos clássicos a política macroeconômica deveria pautar-se por medidas rígidas, sustentadas no tempo, cujo objetivo seria o de ancorar as expectativas de mercado e balizar o comportamento de agentes racionais com

¹⁰ Cf. Plihon (1996, p. 87).

¹¹ Ver Tavares (1985).

¹² Cf. Teixeira (2000, p. 9).

¹³ Cf. Chouraqui et al. (1990, p. 2).

¹⁴ Cf Greenwald e Stiglitz (1987).

perfeita previsibilidade dos riscos de médio e longo prazos envolvidos em decisões de curto prazo. O compromisso com a estabilidade e com as práticas econômicas dela decorrentes negava as políticas anteriores de curta duração voltadas à sustentação da demanda agregada e assumia o papel de fiador do ambiente favorável ao setor privado¹⁵.

O setor privado, na lógica do pensamento novo clássico, ocuparia o espaço criado com o redimensionado do que Minsky (1986) chamou de *big government*. A preocupação com o tamanho apropriado do governo acompanhou as políticas de abertura de mercado e de promoção do setor privado. As chamadas reformas estruturais, que se tornaram conhecidas como o *Consenso de Washington*, acabaram constituindo o paradigma da política econômica, com o apoio das instituições internacionais.

As análises dos novos clássicos tiveram eco no mundo real. As finanças públicas viviam momentos de deterioração desde a primeira metade dos 70, com o crescimento da relação dívida/PIB nos países da OCDE apontando o risco de explosão do déficit. O movimento de deterioração fiscal decorreu do aumento do estoque da dívida pública e da queda do crescimento econômico. O endurecimento das políticas monetárias expandiu o custo financeiro e, a este, se somou o aumento das despesas fiscais anticíclicas, ampliando o déficit público. Por outro lado, a redução da taxa de crescimento alterou a dinâmica da relação dívida/PIB, pois, até aquele momento, era a expansão do PIB o fator responsável por conter o risco de explosão da dívida.

O aumento dos juros acima das taxas de crescimento das economias e os recorrentes déficits apontavam o risco de explosão da dívida como proporção do PIB¹⁶. A preocupação com a situação das finanças públicas desencadeou intensa discussão sobre o impacto do endividamento sobre as taxas de juros, o volume de investimentos e a expectativa de inflação, ampliando a crítica à visão keynesiana e criando o ambiente favorável ao questionamento da prática fiscal anterior¹⁷.

2.2 Elementos de avaliação da política fiscal: a sustentabilidade da dívida

A avaliação da política fiscal ganhou outro rumo. A discussão do impacto da política fiscal na demanda agregada perdeu ênfase, pois, na perspectiva teórica dominante no início dos 80, essa questão estava superada após a crítica à visão keynesiana. A análise concentrar-se-á nas condições prospectivas das finanças públicas, exigindo a construção de indicadores capazes de superar as limitações daqueles tradicionalmente usados na avaliação econômica¹⁸.

O resultado fiscal convencional (NFSP), embora amplamente aceito, não atendia à problemática de avaliar o comportamento esperado das finanças públicas em cenários prováveis. O indicador de sustentabilidade da dívida ocupou essa lacuna, incorporando prognósticos sobre o movimento futuro da situação fiscal. Como colocou Blanchard (1990, p. 7) *an index of sustainability cannot avoid taking a stand on where the economy is likely to go in the future*. De acordo com essa

¹⁵ Cf. Boughton (2001: 49).

¹⁶ Cf. Chouraqui et al. (1986).

¹⁷ Ver Chouraqui et al. (1986: 13 ss.).

¹⁸ A crítica dos indicadores tradicionais e a discussão de novos indicadores podem ser vistas em Chouraqui et al. (1990); Blanchard (1990); Gramlich (1990) e Ize (1999).

visão, não é suficiente o mercado reconhecer a dívida como solvente hoje. Os investidores precisam ter confiança em que, dado o comportamento futuro esperado das variáveis influentes na relação dívida/PIB, ela é sustentável intertemporalmente.

A posição da dívida é considerada sustentável caso o governo cumpra, no presente, a restrição orçamentária necessária para evitar a explosão da dívida. Na formulação de Ize (1999, p. 77), considerando: \hat{s} a taxa média esperada de superávit primário em relação ao PIB; d a relação dívida/PIB; \hat{r} a taxa de juros real média esperada incidente sobre a dívida pública e \hat{g} a taxa real média esperada de crescimento do PIB. A mudança esperada ao longo do tempo na relação dívida/PIB segue a equação: $\dot{d} = (\hat{r} - \hat{g})d - \hat{s}$. Se $\hat{g} > \hat{r}$ o sistema é estável, mas se $\hat{g} < \hat{r}$ o sistema tornar-se-ia instável e o governo teria de ampliar o montante do superávit primário para evitar a explosão da dívida. Isto é, o valor do superávit primário s^* terá de se ajustar até o ponto necessário para estabilizar a relação dívida/PIB em seu nível corrente: $s^* = (r - g)d_0$. De modo que, o esforço fiscal exigido para garantir a posição sustentável da dívida é dado pela diferença entre s^* e \hat{s} .

A determinação de gerar tal esforço fiscal, no entanto, não garante a sustentabilidade da dívida no caso de mudanças nas variáveis com reflexo na relação dívida/PIB. A ocorrência de algum dos seguintes fatores: a) a incorporação de nova dívida ou o impacto da desvalorização esperada da taxa de câmbio; b) o declínio da taxa de crescimento esperada da economia; c) a deterioração esperada do superávit primário corrente; d) o aumento da taxa real de juros paga sobre a dívida do setor público, provocada pela elevação dos juros internos, juros internacionais ou do prêmio de risco; teria implicações na situação fiscal e demandaria a elevação do esforço fiscal para preservar a solvência da dívida pública¹⁹.

A gestão da política fiscal, desse modo, tornou-se prisioneira da expectativa sobre o comportamento das variáveis com influência na dívida e sujeita à volatilidade das condições de liquidez internacional e da percepção do mercado sobre o risco-país. As constantes alterações do mundo das finanças globais têm reflexos sobre a taxa de câmbio real e a inflação e comprometem, sobretudo, a ação dos países emergentes.

As economias de segunda linha, diante das bruscas oscilações do câmbio e da obrigação de manter taxas de juros diferenciadas frente à moeda padrão internacional, perderam autonomia na gestão da política econômica e são forçadas a incorporar, a cada momento, as expectativas de risco dos agentes e rever o esforço fiscal. A dependência de financiamento externo e o uso dos títulos públicos no rol de ativos disponibilizados para a valorização dos capitais privados colocaram o governo diante do dilema de garantir a sustentabilidade da dívida ou de enfrentar o risco de fuga de ativos, com reflexos no financiamento do balanço de pagamentos e no valor real do câmbio.

A desvalorização real da taxa de câmbio desloca para cima o saldo da dívida²⁰ e provoca um choque nos preços dos produtos *tradables* e nos índices de inflação, com implicações sobre a política monetária. Esta irá se adequar à expectativa de alta dos preços, refletindo nos juros. Em termos do modelo de metas de inflação, o de consenso atualmente, o desvio dos preços esperados

¹⁹ Goldfajn (2002) apresenta uma discussão recente da questão da sustentabilidade da dívida para o caso brasileiro.

²⁰ O saldo da dívida é calculado pelo critério de competência, de modo que as alterações na taxa de câmbio afetam o seu valor independentemente da realização de qualquer pagamento. Obviamente, o impacto efetivo no valor da dívida só ocorre no momento em que há o resgate.

em relação aos índices estabelecidos pela política monetária tem efeito quase imediato sobre o valor dos juros. O aumento do saldo da dívida e dos juros, ao lado da provável redução da taxa de crescimento, afeta a relação dívida/PIB, realimenta o risco de solvência das contas públicas e repercute no risco-país, criando um círculo vicioso desestabilizador do quadro macroeconômico. A elevação do superávit primário é a alternativa lógica, na visão dos que defendem essa perspectiva analítica, de manter a solvência da dívida e de reduzir o risco-país, atendendo os interesses daqueles que usam esse mercado como espaço de valorização do seu capital.

Fecha-se então o círculo. Define-se, nessa perspectiva, o espaço da política fiscal. Uma vez posta a questão da sustentabilidade da dívida, é inelutável a decisão de obter o superávit primário necessário para cumprir a regra. Este é o caminho para reduzir o risco **potencial** de *default* da dívida e dar garantia de rentabilidade aos capitais exigidos no financiamento do balanço de pagamentos. Enfim, chega-se à ideia da centralidade da política fiscal. O superávit primário *necessário* para dar sustentação à dívida pública é o pilar fundamental da gestação do círculo virtuoso impulsionador do crescimento econômico. A visão positiva sobre a situação fiscal reduziria o risco-país e impulsionaria os investimentos externos, permitindo o financiamento do balanço de pagamentos e a estabilidade do câmbio. O bom desempenho do câmbio favoreceria o controle da inflação e o relaxamento da política monetária. A redução do prêmio de risco reclamado na compra dos títulos públicos e a queda da inflação facilitariam a queda dos juros que, ao lado do câmbio estável, criariam as condições de retomada do crescimento. Esta sequência lógica é defendida nos organismos internacionais. Fisher (2001) acredita que as metas fiscais devem ser perseguidas sem trégua, pois, *após algum tempo*, o sucesso alcançado abre caminho ao círculo virtuoso da economia.

A definição dessa lógica *amarrou* a política fiscal. As metas fiscais tornaram-se prisioneiras das expectativas de risco dos agentes e das previsões sobre o comportamento futuro das variáveis com influência na relação dívida/PIB. Assim, a política fiscal, apesar de ser o pilar da política econômica, contraditoriamente, não tem autonomia, porque as oscilações do câmbio e dos juros demandam mudanças nas metas fiscais, de modo a garantir a sustentabilidade da dívida e o seu espaço como *locus* de valorização do capital privado. Nesta perspectiva teórica, ao contrário da posição dos pós keynesianos²¹, a ação anticíclica da política fiscal limita-se ao movimento dos estabilizadores automáticos e deve se reservar à política monetária o papel de manter a demanda agregada próxima ao produto potencial²².

2.3 Elementos de avaliação da política fiscal: o monitoramento do FMI

A análise da situação fiscal intertemporal do setor público ganhou destaque nos programas de ajuda financeira do FMI e trouxe implicações em sua linha de atuação. De um lado, a instituição passou a avaliar a situação do setor público de acordo com a ideia de sustentabilidade de médio e longo prazos da dívida pública, deixando em plano secundário a discussão dos efeitos do déficit

²¹ Cf Arestis e Sawyer (2003a, 2003b).

²² Ver Taylor (2000).

público sobre a demanda agregada, a inflação e o *crowding out*. Por outro lado, a postura anterior de não interferência na definição da política fiscal tornou-se anacrônica aos olhos dos dirigentes²³.

O FMI abandonou a posição, mantida até meados dos 80, de delegar aos dirigentes locais os caminhos do ajuste fiscal e de se circunscrever à discussão das condicionalidades (*conditionality*) da política macroeconômica, evitando interferências que fossem vistas como motivadas por interesses políticos e não econômicos²⁴. O órgão entendeu que, apesar de usar essencialmente o mesmo modelo teórico do momento anterior²⁵, não bastava indicar as metas de déficit público nos programas de ajuste do balanço de pagamentos. A garantia de que as alterações da política fiscal teriam caráter permanente exigiam a intervenção do FMI, influenciando diretamente os caminhos através dos quais as metas seriam alcançadas.

A assinatura dos acordos de assistência financeira ficou condicionada à aceitação das condicionalidades específicas (*micro-conditionality*) determinadas nas negociações. O FMI reforçou a sua atuação no redesenho das políticas tributárias e fiscais, defendendo as reformas estruturais e as condições de sustentabilidade da dívida. As cartas de intenções conservaram o caráter de instrumento de apresentação dos marcos gerais e mudanças estruturais na política fiscal, mas, no acordo, *a confidential document supporting the letter of intent will spell out the agreed details with respect to changes in taxes, public expenditure, tax administration and so on*” (Polak, 1991: 49). Tais regras ampliaram o poder de interferência do FMI nas ações fiscais e tributárias dos países em busca de ajuda financeira e delimitaram a atuação dos gestores econômicos no delineamento de caminhos próprios.

Além disso, a determinação do FMI de que os países deveriam adotar *fiscal policy rules*²⁶, quando a deterioração fiscal fosse de difícil reversão só com medidas discricionárias, introduziu, na prática, outro elemento de restrição à atuação dos dirigentes²⁷. As *policy rules* ganharam destaque na estratégia do FMI. Na visão da instituição, o uso delas inibiria a ação deletéria do governo, restringiria o crescimento do endividamento e asseguraria que o ajuste fiscal definido durante o monitoramento do programa de assistência financeira não seria revertido. Na verdade, a implantação de regras fiscais teria o papel de garantir o ajuste intertemporal das contas públicas,

²³ Como colocou Polak (1991, p. 48): “How the government brought down the deficit – by raising taxes or cutting expenditure, and which taxes and which categories of expenditure – was, and should remain, the government’s responsibility. This approach ‘kept the Fund from entering into areas that require[d] judgment of social and political priorities... to keep its distance from specific decisions required for policy implementation’ (Guitian, 1987: 88). If the country wanted advice on fiscal matters, it could ask for technical assistance, but there was no link between such advice and the conditions for use of the Fund’s resources. By 1987, however, the Fund had already moved a considerable distance away from political neutrality”.

²⁴ Cf. Boughton (2001, p. 50).

²⁵ Cf. Polak (1997).

²⁶ Cf. Kopits e Symansky (1998, p. 2): “a fiscal policy rules is defined, in a macroeconomic context, as a permanent constraint on fiscal policy, typically defined in terms of an indicator of overall fiscal performance”.

²⁷ Como coloca Kopits e Symansky (1998, p. 6): “Broadly speaking, the task is to ensure fiscal discipline that contributes to price stability and is conducive to sustained economic growth. For this purpose, it is necessary to inquire whether this objective can be served better with continued efforts at discretionary correction in the context of annual budgets or medium-term adjustment plans, or, alternatively, with the design and implementation of economically sensible fiscal rules”.

nos termos definidos nos acordos com o FMI, independentemente do governo no poder. A dificuldade política e o embaraço operacional de alterar regras fiscais já estabelecidas inibem as ações discricionárias e favorecem a continuidade do desenho do ajuste e da gestão fiscal, pois o governo nem sempre estaria disposto a correr riscos de realizar mudanças capazes de alterar o *humor* do mercado e de comprometer variáveis macroeconômicas básicas.

As alterações na execução dos programas de apoio financeiro, no entanto, extrapolaram o tratamento da questão fiscal. As mudanças foram bem mais profundas e deram origem a outro modelo de relacionamento com os países membros. O baixo crescimento dos países altamente endividados e as crescentes críticas ao caráter recessivo dos programas alteraram a rota e o escopo de atuação do FMI. Nas palavras da instituição: *the Fund began to embrace more explicitly the objective of raising growth on a sustainable basis* (IMF, 2001a, p. 23). Esta visão justificou a mudança de atitude na aprovação dos empréstimos. O FMI, além da maior interferência na questão fiscal, ampliou fortemente as condicionalidades em outros setores da economia. Como ilustra o Quadro 1, em anexo, as condicionalidades passaram a abranger medidas de diferentes ordens e vários campos da atividade econômica, buscando interferir nas condições de oferta. Tornaram-se instrumentos de indução das reformas liberais e de imposição de determinada visão sobre as condições favoráveis de crescimento. Nas palavras de Polak (1991, p. 24): *the purpose of the Fund's conditionality is to make as sure as possible that the drawing country pursues a set of policies that are, in the Fund's view, appropriate to its economic situation in general and to its payments situation in particular.*

O conjunto de práticas e procedimentos exigidos na efetivação do acordo e/ou na liberalização dos recursos compõe o que se chama de condicionalidades, que nada mais são do que *técnicas de monitoramento dos programas* (ver Quadro 2). As condicionalidades delimitam o espaço de atuação dos governos, deixando pouca margem para o descumprimento dos termos dos acordos sem que seja afetado o cronograma de desembolsos ou a seqüência do programa.

As prioridades e o *timing* de implementação das medidas são monitorados pelo *staff* do Fundo e o raio de ação dos tomadores de recursos é delimitado pelos compromissos assumidos. O governo deve se comprometer, inicialmente, com ações prévias (*prior actions – PAs*). A implementação dessas medidas constitui uma pré-condição e o não-atendimento delas compromete a aprovação do acordo ou a conclusão da revisão do programa. As condicionalidades incluem ainda a obrigatoriedade de o país atender certos critérios de desempenho (*performance criteria – PCs*), que são medidas estruturais, claramente definidas, consideradas críticas para o sucesso do programa de ajustamento e que devem ser alcançadas no tempo determinado no acordo. O não cumprimento dos critérios de desempenho exige que o país negocie a aceitação de um *waiver* para a liberação de recursos e a continuidade do programa. Finalmente, o FMI determina medidas de caráter estrutural (*structural benchmarks – SBs*) na negociação dos programas. Estas são tipicamente usadas para o monitoramento de implementação de reformas que são importantes, mas não tão críticas como as *PCs*, de medidas indispensáveis em que o tempo não seja tão importante ou de medidas indispensáveis que não podem ser definidas de modo suficientemente preciso a ponto de se constituir em um critério de desempenho estrutural (ver Quadro 2). As *SBs* têm implementação mais flexível e não se vinculam diretamente à continuidade do programa, mas servem de instrumento para a sua avaliação. A falta de atendimento a um

número expressivo dessas medidas sinaliza que o país deixou de atender aos objetivos delineados no acordo e cria dificuldades na revisão do programa.

Além disso, as cartas de intenções e os memorandos técnicos de entendimento listam outras medidas de política que não se definem como *PCs* ou *SBs*, mas são monitoradas pelo *staff* do Fundo e muitas delas são levadas em conta na revisão dos programas. A não-obediência a essas medidas, isoladamente, não tem a mesma implicação do que a de outras condicionalidades (*PAs*, *PCs* ou *SBs*), porém fazem parte das obrigações dos países que desejam ter acesso aos recursos do Fundo²⁸.

A ampliação do número de condicionalidades alterou a relação com os países membros, dando ao FMI poder de intervir nas metas da política econômica e no direcionamento das reformas estruturais dos anos 90. A Figura 1 mostra que as condicionalidades transformaram-se em instrumentos de imposição da estratégia liberal de desenvolvimento. A participação de programas com *structural conditions* no volume total de acordos firmados com o FMI e o número médio de condicionalidades (*SBs*, *PAs* e *PCs*) cresceram muito desde meados dos 80. A ampliação, entretanto, não ocorreu de modo uniforme. O exame dos diferentes tipos de condicionalidades indica que o aumento no agregado refletiu, sobretudo, a proliferação das *SBs*. Ademais, o número elevado de *PAs* está concentrado em um volume pequeno de programas (ver Figura 2). Essas indicações apontam um quadro menos dramático do que sugere o indicador agregado, mas, ainda assim, é notório o significativo aumento do número de condicionalidades nos programas de apoio financeiro do FMI²⁹.

Os novos objetivos na utilização das condicionalidades refletiram a mudança de atitude do Fundo e o abandono da lógica de não-intervenção em questões que pudessem afetar a autonomia dos países na definição dos caminhos seguidos no cumprimento das metas definidas nos acordos. A convicção acerca do papel crucial das reformas estruturais no ajustamento externo e na criação das condições de crescimento sustentável levou ao uso crescente das condicionalidades. O objetivo foi *amarrar* o “projeto” de desenvolvimento das economias em dificuldade à visão defendida pela instituição por meio da definição das diretrizes de política econômica e da imposição das reformas de caráter liberal.

Esse movimento ganhou dimensão quando as crises do México, Rússia, Ásia e Brasil abalaram a economia internacional e a retração do fluxo de capitais elevou o número de países com problemas de financiamento externo. A fragilização do poder de negociação dos países em crise deu força ao FMI para definir as mudanças institucionais e determinar estratégias de desenvolvimento. Uma vez superadas as etapas de liberalização comercial/financeira e de estabilização, o foco das condicionalidades voltou-se, como mostram as **Erro! Fonte de referência não encontrada.** e 4, para a privatização, a política fiscal e a reforma do setor financeiro, além de mudanças legais e institucionais. No Brasil, a agenda foi considerada modesta, quando comparada à de outras realidades, e concentrou-se, sobretudo, na proposição de reformas vistas como essenciais na

²⁸ Cf. IMF (2001, p. 18).

²⁹ Cf. IMF (2001b).

sustentação do ajuste fiscal e na restauração da confiança do mercado³⁰, incluindo aí as reformas da previdência, tributária e trabalhista, bem como a definição de regras fiscais (ver Quadro 3)³¹.

O número elevado de condicionalidades, o poder de interferir nas decisões internas dos países-membros e a desconsideração das especificidades locais, geraram críticas e discussões internas no FMI. O resultado foi a adoção de novas diretrizes na definição das condicionalidades³². O documento “A Guidelines on Conditionality” (IMF, 2002) reconheceu implicitamente as críticas e definiu princípios (*national ownership, parsimony e clarity*) a serem respeitados na implementação dos programas, além de apontar a necessidade de se observar as especificidades econômicas de cada nação (*tailoring*)³³. Este questionamento da própria *práxis* é interessante. Porém, não gerou mudanças significativas na atuação do órgão. A ideia de limitar as condicionalidades às áreas que compõem o núcleo duro de atuação do FMI³⁴ é vista com ceticismo, pois há dúvida de qual seria a postura caso reformas fora dessas áreas fossem consideradas essenciais ao sucesso do programa. Uma solução plausível aos olhos da instituição seria reforçar a ação conjunta do FMI com o Banco Mundial³⁵. Essa alternativa não aponta perspectivas de ampliação dos graus de liberdade dos

³⁰ Cf. IMF (2001b, p. 8 ss.).

³¹ É interessante o comentário presente em IEO (2003: 229) acerca da ação do FMI no acordo com o Brasil: “*The structural content of both the initial program and its revision was modest. Policy measures were almost entirely drawn from the authorities’ policy agenda, and conditionality was limited to macro-critical areas. This was in strong contrast to the broad structural conditionality found in the East Asian programs, and in line with the principles of streamlining conditionality and focus on the importance of ownership that were adopted following the experience in East Asia. The relatively modest structural conditionality also reflect the fact that many of the distortions relevant in Asia did not exist in Brazil, at least to the same extent. Progress in structural reform, however, was mixed under the programs*”.

³² Ver IMF (2001a, 2001b).

³³ O texto *A Guidelines on Conditionality* (IMF, 2002) apresenta as seguintes definições dos termos citados:

a) **National ownership** refers to a willing assumption of responsibility for a program of policies, by country officials who have the responsibility to formulate and carry out those policies, based on an understanding that the program is achievable and is in the country’s best interest. Conditionality, if well designed and established through a mutually acceptable collaborative process, can promote and strengthen ownership, in particular by demonstrating the authorities’ commitment to a course of action.

b) **Parsimony** means that program-related conditions should be limited to the minimum necessary to achieve the goals of the Fund-supported program or to monitor its implementation and that the choice of conditions should be clearly focused on those goals.

c) **Clarity** means that program-related conditions should be transparently distinguished from other elements of the authorities’ program both in staff reports and in the member’s program documents. In particular, although program documents, if the authorities so wish, may set out the authorities’ broad policy agenda for national or international audiences, such documents as well as staff reports should clearly specify the parts of the agenda that constitute understandings on which continued access to Fund resources depends.

d) **Tailoring** of programs implies a recognition that the causes of balance of payments difficulties and the emphasis to be given to various program goals may differ among members.

³⁴ Cf. IMF (2001a, p. 34): “*Another possibility would be to strictly limit the Funds conditionality to measures in its core areas of responsibility often taken to include exchange rate, monetary and fiscal policies and associated structural reforms, and the financial sector*”.

³⁵ Cf. IMF (2001a, p. 22 ss.).

dirigentes locais, é apenas um rearranjo, reafirmando o peso das instituições internacionais na definição da política econômica dos países em desenvolvimento.

Considerações finais

O trabalho chamou a atenção para as mudanças, na visão tradicional, do debate acerca do controle da política fiscal. As alterações ocorreram em dois planos distintos. Em primeiro lugar, a perda de espaço da visão keynesiana contribuiu para deslocar a discussão sobre a questão fiscal. A perspectiva analítica baseada nas expectativas racionais, capitaneada no início dos anos 80 pelos novos clássicos, alterou o núcleo do debate. O foco deixou de ser o valor corrente e os efeitos do déficit público e tornou-se o ajuste intertemporal das contas públicas calculado a partir dos valores prospectivos dos seus determinantes.

A avaliação deixou de considerar apenas a situação fiscal corrente e incorporou a perspectiva de risco dos investidores. Os agentes racionais, teoricamente, incorporam na avaliação do risco, de um lado, a projeção do comportamento dos elementos com influência direta na dívida pública e, de outro, a análise do contexto institucional vigente e esperado no futuro imediato. Assim, os efeitos sobre o estoque da dívida pública decorrentes do cálculo do valor esperado da taxa de juros, da taxa de câmbio, do superávit primário e do PIB, bem como o impacto potencial dos fatores institucionais (Previdência Social, Lei de Responsabilidade Fiscal, controle de endividamento público, etc.) sobre as contas públicas tornaram-se elementos a serem considerados na análise da estabilidade do quadro fiscal.

A incorporação do risco potencial de descontrole fiscal alterou a perspectiva de tratamento da questão. O comportamento *esperado* da situação fiscal assumiu, aos olhos do mercado, o papel de fiador da credibilidade macroeconômica e responsável pela atração de novos investimentos. A ideia de solvência e de sustentabilidade da dívida pública ganhou destaque e a análise do impacto do gasto fiscal na demanda agregada foi relegada a plano secundário. A discussão das finanças públicas alicerçada nas NFSP mostrou-se insuficiente, pois, este indicador, embora útil, reflete o resultado de movimentos já ocorridos e não aponta a expectativa de comportamento futuro das contas públicas. Isto é, o exame das NFSP indica o resultado fiscal *corrente*, mas não ajuda na avaliação do *futuro* nem na determinação do esforço fiscal necessário à estabilidade das contas públicas.

A análise das contas públicas, nessa perspectiva teórica, requereu a construção de indicadores que refletissem a avaliação do mercado sobre o futuro das variáveis influentes na dívida pública e a expectativa dos desdobramentos institucionais com impacto fiscal. Os indicadores de sustentabilidade da dívida e a definição das reformas institucionais, ao lado da imposição de *fiscal rules*, criaram condições para os agentes de mercado sustentarem a avaliação de risco de suas decisões de investimentos.

O FMI ocupou papel importante na construção desses *novos tempos*. A política de controle fiscal dos programas de ajuste do FMI do início dos 80 não atendia a esses objetivos e foi revista. O FMI incorporou a nova visão e alterou a sua atuação, abandonando a ideia de determinar só a meta de déficit público e de deixar aos dirigentes locais, para não interferir na autonomia dos países membros, a definição da trajetória da política fiscal e de outras medidas consideradas fundamentais

no programa de ajuste. O FMI incorporou, nos programas de ajuste assinados desde a segunda metade dos 80, crescente número de condicionalidades e assumiu a avaliação do risco na análise da situação fiscal.

A adaptação aos *novos tempos* requereu forte guinada na atitude do FMI. A aceitação do princípio de que deveria ter papel efetivo na difusão das novas ideias levou o órgão a usar as condicionalidades como instrumento promotor das reformas estruturais idealizadas no *Consenso de Washington* e das condições de sustentabilidade da dívida pública. As condicionalidades envolveram diversos setores da economia e objetivos compatíveis com a visão de desenvolvimento do Fundo. No plano fiscal, a construção de *fiscal policy rules* objetivou dar previsibilidade ao comportamento das finanças públicas e estabelecer elos entre o presente e o futuro, eliminando o poder discricionário dos dirigentes e facilitando a avaliação de risco requerida na economia globalizada.

A instabilidade da economia de mercado e a vulnerabilidade externa das economias emergentes tornaram os dirigentes reféns do FMI. A exigência das condicionalidades marcou o convívio entre dirigentes e técnicos do FMI e inviabilizou a definição de políticas alternativas. A não-aceitação dessas condições ganhou o status de desafio insuperável, dadas as dificuldades de financiamento e o risco de turbulências das condições macroeconômicas.

A aceitação dessas regras *engessou* a política econômica. A busca de alternativas requer a redução da restrição externa e a desmontagem da armadilha criada em torno da política fiscal³⁶. É preciso ter claro que a geração de elevado superávit primário e a construção das condições fiscais baseadas na política de sustentabilidade da dívida pública – definida a partir da ideia de expectativas racionais – não são suficientes para atrair capitais e garantir a sonhada estabilidade numa economia periférica. A instabilidade do câmbio e dos juros coloca em dúvida qualquer esforço fiscal que vier a ser realizado. A eventual turbulência da economia mundial afeta o fluxo de recursos internacionais, agrava o quadro de restrição externa e provoca amplas variações na taxa de câmbio, com reflexos na inflação e nas taxas de juros. Essas mudanças levantam dúvidas sobre a situação fiscal e demandam outras rodadas de redução de despesas e de aumento da arrecadação, aprisionando a política de gastos, o sistema tributário e o crescimento do PIB³⁷.

Os limites da política econômica centrada na política fiscal sem levar em conta a vulnerabilidade externa colocam-se de modo claro e dão espaço ao surgimento de um círculo vicioso difícil de ser rompido. É preciso construir uma política alternativa, o que exige a mudança de foco da política econômica. A ênfase tem de ser dada ao combate da restrição externa. No caso brasileiro, a superação dos problemas de balanço de pagamentos requer um período de transição. E, até que seja possível superar os entraves externos, deve-se repensar o tratamento dado ao superávit primário e à forma de condução da política monetária. A adoção do regime de metas de inflação tem levado, com a fixação de índices pouco realistas, a valores de taxas de juros acima do que seriam necessários para o controle da inflação, sobretudo, quando se leva em conta o atual baixo índice de atividade econômica. O prejuízo para a estabilidade fiscal é evidente. Não é viável sustentar índices

³⁶ Cf. Lopreato (2002).

³⁷ Goldstein (2003) chama a atenção para o fato de que a visão convencional sobre a sustentabilidade da dívida ignora a questão da restrição externa.

de superávits primários que satisfaçam as expectativas de comportamento dos determinantes da dívida pública nem manter a política fiscal refém da volatilidade do mercado, sob o risco de inviabilizar o crescimento e *amarrar* uma saída de mais longo prazo. Outro caminho possível é manter índices de superávits primários compatíveis com metas de desenvolvimento e com a definição de taxas mínimas de crescimento do PIB.

Referências bibliográficas

ARESTIS, P.; SAWYER, M. *Reinventing fiscal policy*. The Levy Economics Institute of Bard College. 2003a. (Working Paper, n. 381). Available at: www.levy.org.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. *The case for fiscal policy*. The Levy Economics Institute of Bard College, 2003b. (Working Paper, n. 382). Available at: www.levy.org/.

BACHA, E. Prólogo para a terceira carta. In: FÓRUM GAZETA MERCANTIL. *FMI x Brasil – A armadilha da recessão*. São Paulo: Gazeta Mercantil S.A. Editora Jornalística, 1983.

BARRO, R. J. The Ricardian approach to budget deficits. *Journal of Economic Perspective*, v. 3, n. 2, Spring.

BLANCHARD, O. J. *Suggestions for a new set of fiscal indicators*. OECD. Department of Economics and Statistics, Apr. 1990. (Working Paper, n. 79).

BOUGHTON, J. M. *The silent revolution – The International Monetary Fund 1979-1989*. Washington: International Monetary Fund, 2001.

CHOURAQUI, J-C. et al. *Public deb in a medium-term context and its implications for fiscal policy*. OECD. Department of Economics and Statistics, May 1986. (Working Paper, n. 30).

CHOURAQUI, J-C. et al. *Indicators of fiscal policy: a re-examination* OECD. Department of Economics and Statistics, Apr. 1990. (Working Paper, n. 78).

GOLDFAJN, I. Há razões para duvidar que a dívida pública é sustentável? *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 25, jul. 2002.

GOLDSTEIN, M. *Debt sustainability, Brazil, and the IMF*. Institute for International Economics, 2003. Available at: www.iiie.com.

GRAMLICH, E. M. *Fiscal Indicators*. OECD. Department of Economics and Statistics, Apr. 1990. (Working Paper, n. 80).

GREENWALD, B.; STIGLITZ, J. E. *Keynesian, new Keynesian, and new classical economics*. 1987. (NBER Working Paper Series n. 2160).

GUPTA, S. et al. *Fiscal dimensions of sustainable development*. Washington, DC: International Monetary Fund. Fiscal Affairs Department, 2002. (Pamphlet Series, n. 54).

INDEPENDENT EVALUATION OFFICE – IEO. *IMF and recent capital account crises: Indonesia, Korea, Brasil*. 2003. Available at: www.imf.org/external/np/ieo/pap.asp.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. *Conditionality in Fund-Supported Programs – Policy Issues*. Washington, DC: Policy Development and Review Department, 2001a.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. *Structural conditionality in Fund-Supported Programs*. Washington, DC: Policy Development and Review Department, 2001b.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. *Guidelines on conditionality*. Washington, DC: Legal and Policy Development and Review Departments, 2002.

INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. *Theoretical aspects of the design of fund-supported adjustment programs*. , Washington, DC: Research Department, 1987. (Occasional Paper, n. 55).

IZE, A. Mensuração do desempenho fiscal nos programas apoiados pelo FMI: algumas questões metodológicas. In: BLEJER, M. I.; CHEASLY, A. (Org.). *Como medir o déficit público*. Brasília: Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional, 1999.

KELLY, M. Fiscal adjustment and Fund-Supported Programs, 1971-1980. *IMF Staff Papers*, v. 29, n. 4, Dec. 1982.

KHAN, M.; KNIGHT, M. *Fund – Supported Adjustment Programs and Economic Growth*. Washington DC: International Monetary Fund, Nov. 1985. (Occasional Paper, n. 41).

KOPITS, G.; SYMANSKY, S. *Fiscal policy rules*. Washington DC: International Monetary Fund, 1998. (Occasional Paper, n.162).

LOPREATO, F. L. Um olhar sobre a política fiscal recente. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 19, dez. 2002.

LUCAS, R. E. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, Apr. 1972.

LUCAS, R. E. Economic policy evaluation: a critique. In: BRUNNER, Karl; MELTZER, Allan H. (Ed). *The Phillips Curve and Labor Market*. Nort-Holland Press, 1976.

MARGLIN, S., SCHOR, J. B. (Org.). *The golden age of capitalism: reinterpreting the postwar experience*. Oxford: Clarendon Press, 1990.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. (A responsabilidade das políticas liberais: um ponto de vista keynesiano). *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, dez. 1996.

POLAK, J. J. *The changing nature of IMF conditionality*. Washington, DC: International Monetary Fund, Aug. 1991. (Technical Paper, n. 41).

POLAK, J. J. *The monetary model at forty*. Washington, DC: International Monetary Fund, Apr. 1997. (Working Paper).

POLAK, J. J.; ARGY, V. Credit policy and the balance of payments. *Staff Papers*, International Monetary Fund, v. 16, 1971.

SARGENT; WALLACE. Rational expectations, the optimal monetary instruments, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, v. 83, Apr. 1975.

SCHADLER, S. (Ed.). *IMF conditionality: experience under stand-by and extended arrangements*. Part II: Key issues and findings. Washington, DC: International Monetary Fund, Sept. 1995. (Occasional Paper, n. 129).

SCHADLER, S. et al. *IMF conditionality: experience under stand-by and extended arrangements*. Part I: Key issues and findings. Washington, DC: International Monetary Fund, Sept. 1995. (Occasional Paper, n. 128).

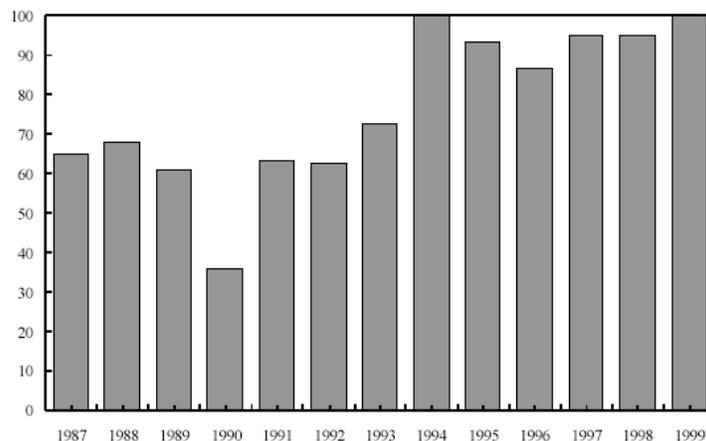
TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia Americana. *Revista de Economia Política*, v. 5, n. 2, abr./jun. 1985.

TAYLOR, J. B. Reassessing discretionary fiscal policy. *Journal of Economic Perspectives*, v. 14, n. 3, Summer 2000.

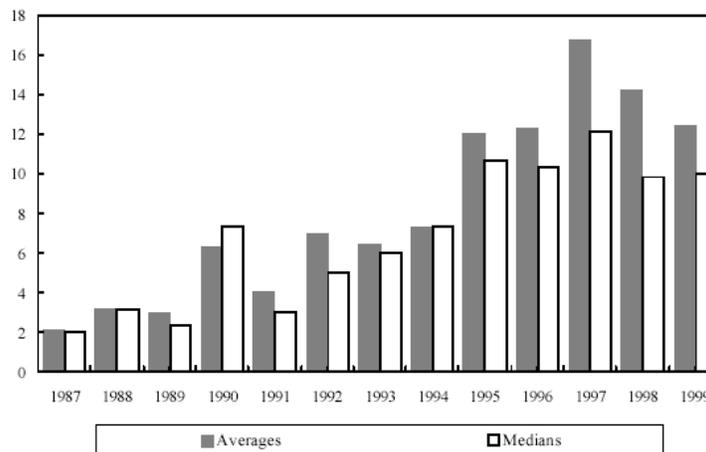
TEIXEIRA, A. O Império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, dez. 2000.

Anexo

Figura 1
 Structural conditionality in Fund-Supported Programs (1987-1999) ⁽¹⁾
 Share of Programs with structural conditions in total programs approved ⁽²⁾



Structural Conditions per Program Year ^{3/}



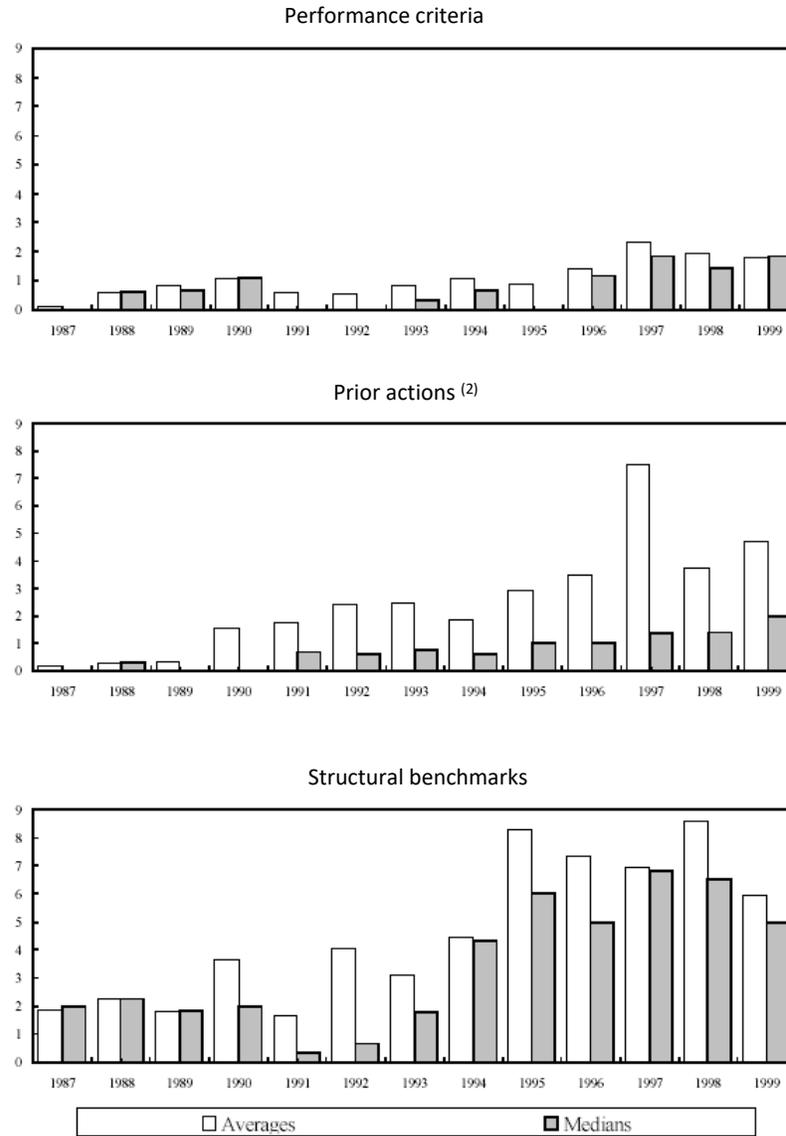
Source: International Monetary Fund, MONA database; and country papers.

^{1/} Stand-by, EFF, and SAF/ESAF/PRGF- supported programs.

^{2/} Programs with at least one of the following structural conditions: performance criteria, prior actions, conditions for completion of review, structural benchmarks.

^{3/} Total number of conditions per program as defined in footnote 2, adjusted for differences in program length.

Figura 2
Structural conditionality by type of condition, 1987-1999 ⁽¹⁾
(Average number per program year)

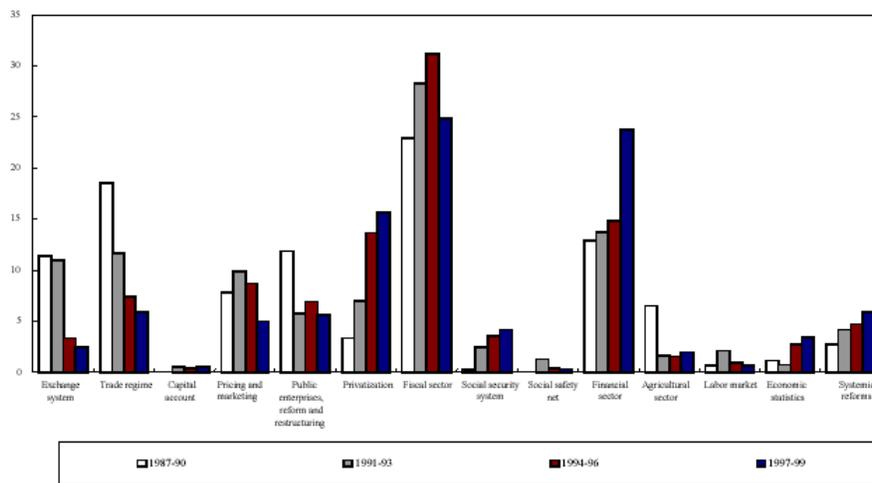


(1) Stand-by, EFF, and SAF/ESAF/PEGF – supported programs.

(2) Including conditions for completion of review.

Fonte: International Monetary Fund, MONA database; and country papers

Figura 3
Structural conditions by economic sector, 1987-1999
(In percent of total structural conditions ⁽¹⁾)

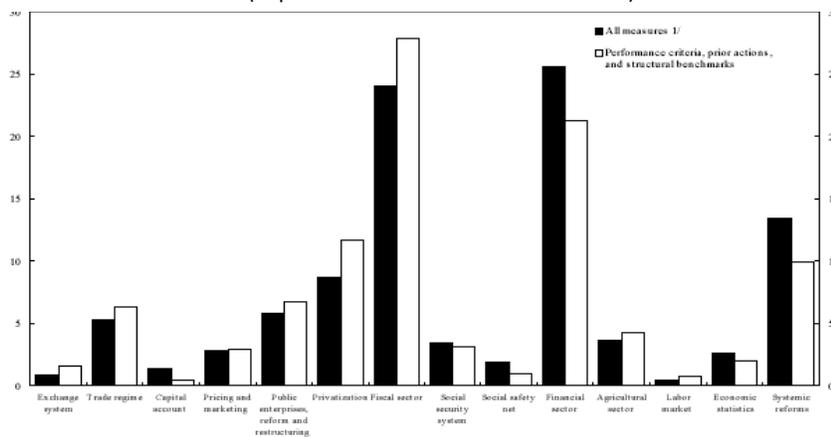


(1) Stand-by, EFF, and SAF/ESAF/PRGF – supported programs.

(1) Including conditions for completion of review.

Fonte: International Monetary Fund, MONA Database; and country papers.

Figura 4
Distribution of structural measures across economic sectors – Survey sample
(In percent of total structural measures)



(1) Covering all structural measures listed in letters of intent, and the accompanying memoranda on economic and financial policies or policy matrices for the countries covered by the survey. Averages of sectoral distributions for each program.

Fonte: Survey of 24 Fund-supported programs; see Appendix II for a brief description of the survey, and Appendix I for definition of the sector classification.

Quadro 1
Sector Classification

Category code	Category	Coverage
1	Exchange System	Measures affecting the exchange regime (e.g., lifting of surrender requirements, unification of exchange rate).
2	Trade Regime	Measures affecting the trade regime (e.g., reduction of tariffs and elimination of quotas).
3	Capital account	Measures affecting capital account regulations (e.g., easing or elimination of restrictions on certain types of capital account transactions), including direct investment.
4	Pricing and Marketing	Measures in all sectors except agriculture (including the energy sector) aimed at the adjustment of regulated prices, liberalization of price setting and the operation of marketing channels (e.g. liberalizing domestic prices, reducing or removing subsidies, and eliminating state monopolies on marketing channels)
5	Public enterprises, Reform and restructuring	Measures to rationalize and restructure public enterprises, excluding privatization; governance issues relating to public enterprises.
6	Privatization	Measures to change the ownership of state-owned enterprises in all sectors, excluding agriculture; broad-based privatization schemes as well as privatization of selected enterprises; including measures to prepare enterprises for privatization.
7	General government tax and expenditure reform	Structural dimensions of the budget rather than macroeconomic aspects of fiscal policy, excluding public enterprises and reforms of the social security system. Revenues: tax rate changes, tax code changes, and measures to reduce tax arrears, tax administration issues. Expenditures: measures affecting expenditure structure and administration, measures to reduce expenditure arrears. Also: establishment of treasury systems, measures on public employment, the wage bill (if primarily done for fiscal reasons), and civil service reform, inter-governmental relations; governance issues related to resource management in the government sector.
8	Social security system	Modification of the system of social protection for fiscal reasons or to ensure long-term viability, e.g., pension reform (including reduction of pension arrears, changes in coverage and benefits), reform of public health care, rationalization of social welfare programs.
9	Social safety net	Measures to strengthen social protection, including temporary ones, to ease impact of economic crisis on the poor, e.g., temporary public employment measures, maintenance of subsidies, increases in benefits from existing systems of programs, temporary welfare programs.
10	Financial sector	Measures affecting financial institutions, including restructuring, privatization, closure; changes in the regulatory and supervisory system; central bank reform (including structural reforms affecting the operational framework of monetary policy); legal reforms pertaining to the operations of financial institutions and financial markets; provision of statistical information in financial institutions/markets.
11	Agricultural sector	All the measure related to this sector: land reform, subsidies to agriculture, liberalization of input or output prices, farm restructuring, etc.
12	Labor market	All the measures clearly oriented to modifying the functioning of the labor market
13	Economic statistics	All measures related to the provision of economic statistics
14	Institution building, legal and regulatory framework, transparency	Measures affecting the institutional, legal and regulatory framework, which are not included elsewhere, e.g., competition law, bankruptcy law, commercial code; corporate restructuring and governance; improvements in transparency more generally

Fonte: IMF (2001b, p. 88).

Quadro 2
Monitoring Techniques

Conditionality entails a body of practices and procedures, generally known as program monitoring techniques. These have been adapted to monitor structural reforms. Four forms of program monitoring have been employed in upper credit tranche stand-by and extended arrangements and the Fund's concessional lending: prior actions (PAs), performance criteria (PCs), structural benchmarks (SBs) and program reviews (PRs).

Prior actions are measures taken at the outset of an adjustment program or prior to the completion of a review to improve the capacity of the program to meet its objectives. Their implementation constitutes a precondition for program approval or completion of a review. PAs are particularly important in cases of severe imbalances or a weak record of policy implementation. Prior actions for the completion of reviews are frequently applied to structural benchmarks whose implementation has repeatedly been delayed.

Performance criteria are intended for structural measures that are critical to the success of the adjustment program and whose implementation in a specific timeframe is important. They need to be defined in precise, objectively verifiable terms. Their implementation constitutes a condition for purchases under an arrangement. Non-implementation by the deadline requires a request for a waiver, which the staff can support if the delay or non-implementation is not seen as overly detrimental to the attainment of the programs objectives, or if adequate compensatory measures are taken.

Benchmarks were first introduced in the context of the Structural Adjustment Facility (SAF) but are now used across Fund arrangements to monitor structural policies. They are typically used to monitor the implementation of reforms that are important but not as critical as are PCs, critical measures where the timing is less important, or critical measures that cannot be defined sufficiently precisely to constitute a structural PC. They are monitored in the context of reviews rather than directly linked to purchases. Delays in the implementation of specific SBs does not necessarily hold up the completion of a review, but a delay in a substantial number of SBs can signal a setback in meeting a program's objectives and will figure importantly in deliberations to complete a review.

Program reviews provide a framework for assessing structural reforms against established benchmarks, or progress in implementing reforms that are difficult to define ex ante with a high degree of precision, or reforms characterized by a series of smaller steps, which may be of only moderate significance individually but can make an important contribution to meeting a program's objective when a critical mass is implemented. The completion of a review is linked to a purchase. Ideally, the focus of forthcoming program reviews should be defined in letters of intent, particularly if the content of the letter of intent goes beyond the policies that are important for the achievement of a program's macroeconomic objectives.

When designing a program, four considerations are taken into account to determine the appropriate monitoring tool:

- **Level of priority:** PAs and PCs signal the highest level of priority; with SBs generally signaling a lower priority.
- **Timing:** the completion of PAs should be important at the outset of an arrangement or before the completion of a review, while that of PCs should be critical within a specific interval; the timing of SBs may be more flexible.
- **Definability:** PAs, PCs need to be very clearly defined, 1/ SBs should ideally be clearly defined, but need not be, and review conditions may be specified in more general terms.

The presence or absence of perverse incentives: PAs and PCs, and to a lesser extent SBs, being associated with specific dates, can put the authorities at a disadvantage in negotiations that may involve third parties. 2/ However, the above considerations may sometimes conflict with each other, so that the structural conditionality instruments used in a program will not necessarily provide a clear signal of priorities. This problem arises in particular when the highest-priority measures fail the definability or the perverse incentive test.

⁽¹⁾ Precise definition of PAs has become especially important since the Board's decision in July 2000 to include PAs in the text of arrangements. ⁽²⁾ For instance, a specific date for a privatization can weaken the authorities. Bargaining power vis-à-vis a potential buyer.

Fonte: IMF (2001b).

Quadro 3
Acordos com o FMI – Condicionalidades

Acordo stand-by – 1998	
<i>I. Performance Criteria</i>	<p>i) Metas Quantitativas</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Teto para a NFSP ✓ Teto para Dívida Externa para o Setor Público não financeiro ✓ Teto para novas garantias públicas de dívida externa ✓ Piso para a Reserva Internacional líquida do Banco Central ✓ Teto da <i>Net Domestic Asset</i> do Banco Central <p>ii) Metas Indicativas</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Piso para o reconhecimento dos <i>esqueletos</i>, líquidos do processo de privatização ✓ Indicativo de teto para a dívida externa total de curto prazo
<i>II. Prior Actions</i>	<p>i) Para aprovação</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Aumento da CPMF para 0,38% <p>ii) Para conclusão na primeira revisão</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Adoção de medidas de receitas e despesas suficientes para dar confiança às metas fiscais de 1999 ✓ Emenda Constitucional sobre o sistema de previdência do setor privado e do setor público federal
<i>III. Structural Benchmarks</i>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Submeter ao Congresso a LRF (12/1998) ✓ Submeter ao Congresso a Reforma Trabalhista (3/1999) ✓ Submeter ao Congresso de PEC sobre a Reforma Tributária ✓ Submeter ao Congresso proposta de legislação para regularizar a Reforma da Previdência Social (5/1999) ✓ Submeter ao Congresso do o PPA ✓ Implementar reformas administrativas no sistema de Previdência Social (8/1999) ✓ Decretar a LRF, Reforma Tributária e a Legislação Complementar da Previdência Social (12/1999) ✓ Solução para a maioria dos bancos estaduais (12/1999) ✓ Regular o mercado de risco bancário segundo os critérios do Acordo de Basiléia 912/1999) ✓ Implementar um sistema de classificação de empréstimos <i>forward-looking</i> (12/1999) ✓ Aplicação plena dos Princípios de Basiléia (12/2000) ✓ Fornecer dados diários das Reservas Internacionais ao FMI.
Revisão do Programa FMI – Março 1999	
<i>I. Performance Criteria</i>	<p>i) Metas Quantitativas</p> <p>A revisão do programa incluiu várias mudanças nos critérios de desempenhos fixados em termos quantitativos. O teto da NFSP foi repostado pela fixação de um piso para o superávit primário. A meta indicativa de superávit primário do governo federal foi substituída por um limite indicativo para a DLSP. O critério de desempenho referente ao piso das reservas internacionais foi substituído por um teto mensal de venda de divisas. A meta indicativa de dívida externa de curto prazo foi modificada para incluir apenas o débito do setor público. Foi incluída uma nova condicionalidade indicando que o Banco Central deveria abster-se de novas operações no mercado futuro ou <i>forward</i> de câmbio.</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Piso para o superávit primário do setor público ✓ Teto para a dívida externa do setor público ✓ Teto para garantias públicas de dívida externa ✓ Teto para a dívida externa de curto prazo do setor público ✓ Teto às operações de venda de câmbio do B.C.

	<ul style="list-style-type: none"> ✓ PC para o grau de exposição do Banco Central no mercado futuro de câmbio ✓ PC para o grau de exposição do Banco Central no mercado <i>forward</i> de câmbio ✓ Teto da <i>Net Domestic Asset</i> do Banco Central <p>(ii) Metas Indicativas</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Teto para a DLSP.
<p><i>II. Structural Benchmarks</i></p>	<p>A revisão do programa incorporou a ideia de que deveria ocorrer “<i>an accelerated and broadened structural reform and privatization effort</i>”. Entretanto, as condicionalidades formais sobre reformas estruturais sofreram pequenas mudanças, sendo mantidas à parte muitos dos planos de reformas das autoridades. Ocorreram apenas alterações moderadas na abrangência das <i>structural benchmarks</i> e não foi incluído nenhum <i>structural performance criteria</i>. A Reforma Trabalhista e a Reforma do sistema tributário não foram incluídas como <i>structural benchmarks</i>. No caso da reforma tributária, porque uma proposta foi enviada ao Congresso em 11/ 1998. A submissão de leis sobre a reforma do sistema de pensão foi introduzida como <i>benchmarks</i>. A solicitação de melhoria da regulação bancária manteve-se essencialmente sem alterações</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Submeter ao Congresso de Projeto de Lei re plano de pensão privada complementar (05/1999) ✓ Submeter ao Congresso de Projeto de Lei ordinária sobre o sistema de pensão para os trabalhadores do setor privado (05/1999) ✓ Apresentar ao Congresso a LRF (05/1999) ✓ Novo regulamento sobre a exposição dos bancos no mercado de câmbio (08/1999) ✓ Plano de ação de melhoria do sistema de estatística (05/1999) ✓ Implementar melhorias administrativas no sistema de Previdência Social (08/1999) ✓ Submeter um plano pluriannual incorporando as melhorias no processo orçamentário (08/1999) ✓ Submeter ao Congresso proposta de lei ordinária sobre o sistema de pensão para o setor público (08/1999) ✓ Solução para os bancos estaduais (11/1999) ✓ Implementar um sistema de classificação de empréstimos <i>forward-looking</i> (12/1999) ✓ Implementar requerimentos de capital de acordo com a recomendação do Comitê de Basileia.

Fonte: Appendix A3-1 IEO (2003).

Introdução

O debate recente sobre a política fiscal ganhou novos contornos em relação ao que vigorava quando a visão keynesiana centralizava a discussão. Naquele tempo, a posição tradicional inseria-se no quadro teórico dominado pelo debate entre a síntese neoclássica e os monetaristas. As discussões centravam-se, de um lado, nos efeitos do déficit público sobre a inflação e o balanço de pagamentos (os chamados déficits gêmeos) e, de outro, no impacto do gasto público na demanda agregada e nos investimentos privados, em decorrência do *crowding out*. Atualmente, a análise trilhou outros caminhos, afastando-se da posição keynesiana e concentrando os esforços na questão da sustentabilidade da dívida, na busca da credibilidade da política econômica e na definição de regras fiscais de controle das contas públicas.

As questões anteriores, embora ainda presentes no debate, ganharam outra roupagem com as mudanças teóricas e a conjuntura internacional observadas nos anos 1970. No plano teórico, a aceleração inflacionária e a expansão do déficit público impulsionaram a crítica aos modelos de inspiração keynesiana e abriram campo ao domínio das expectativas racionais e, em particular, da escola novo clássica. No plano internacional, a liberalização financeira deu novos contornos analíticos à política fiscal. As aplicações financeiras ao redor do mundo e as constantes reavaliações de *portfólios* redefiniram os espaços de valorização do capital e acentuaram o seu caráter especulativo.

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

A ideia de *sustentabilidade da dívida pública*, no que se pode chamar de novo consenso teórico,² ganhou destaque e ocupou o espaço de balizadora das expectativas dos agentes. Em

¹ Publicado originalmente como Texto para Discussão. IE/UNICAMPn. 119, fev. 2006.

² A ideia de “novo consenso teórico” é tomada de Arestis e Sawyer (2003, p. 2): “*The Keynesian endogenous money approach has tended to accompany a general view that monetary policy (in the form of interest rate changes) is relatively ineffectual and that fiscal policy is relatively effective (in the Keynesian tradition). However, the ‘new consensus’ in macroeconomics which has emerged and which has been particularly applied in the discussion of monetary policy, treats money as endogenously created, though the terminology of endogeneity is not generally used. Money is treated as a ‘residual’ in the sense that the stock of money has no causal significance within the approach (e.g. changes in stock of money do not cause inflation) and the rate of interest is treated as set by the Central Bank and is not market determined. King (2002) has noted that “as price stability has become recognized as the central objective of central banks, the attention actually paid to money stock by central banks has declined.” Surprisingly perhaps, “as central banks became more and*

condições de abertura financeira e de mobilidade do capital cresceu a obrigatoriedade de controle das contas públicas e o papel da política fiscal de defesa da valorização do capital. A *trajetória esperada* da situação fiscal, na perspectiva dos agentes com comportamento compatível com os padrões previstos nos modelos de expectativas racionais, assumiu o *status* de fator crucial nas decisões privadas, responsável por desencadear constantes reavaliações das posições ativas e bruscos movimentos de capital.

A atual visão do *mainstream* realça as inter-relações das variáveis econômicas com os fundamentos fiscais e defende que os problemas só são superados com a restauração da confiabilidade na trajetória sustentável das contas públicas. Nesta perspectiva, o papel da política econômica “responsável” é assegurar a credibilidade da política fiscal, como condição *sine qua non* ao restabelecimento da confiança dos investidores. Pois, só assim, os agentes, vistos como atores que agem de acordo com as expectativas racionais, aceitam reduzir o prêmio de risco e retomar os investimentos, favorecendo o financiamento do balanço de pagamentos e a estabilidade da taxa de câmbio.

O objetivo do texto é mostrar como vários autores, em diferentes campos analíticos, delimitam o espaço da política fiscal, defendendo o processo de consolidação fiscal e negando a visão de Keynes de uso da política fiscal. A ideia fundamental é mostrar a convergência existente no campo teórico do *mainstream* sobre o papel reservado à política fiscal. A proposta da sustentabilidade da dívida e da vigência de regras fiscais implica, ao menos nos países emergentes, manter elevados superávits primários e conter a ação discricionária da política fiscal. O tratamento dispensado a política fiscal é diferenciado de acordo com o país, mas, no plano teórico, é essencial a contraposição à proposta keynesiana do uso da política fiscal.

O trabalho possui a seguinte estrutura. As seções 1 e 2 discutem as alterações no plano teórico e a ideia de sustentabilidade da dívida, que respaldaram a proposta de política fiscal de diferentes autores. Nas seções 3, 4 e 5, a análise recai sobre a interação da política fiscal com diferentes questões da política macroeconômica, com ênfase na articulação com a política monetária, o balanço de pagamentos e a crise cambial, os fluxos de capital e o prêmio de risco. Na seção 6, é discutida a linha teórica conhecida como a economia política dos ajustes fiscais. Os seus adeptos defendem a consolidação fiscal porque acreditam que os efeitos da ação restritiva não são necessariamente keynesianos, negando a visão de que os cortes fiscais levam a economia à recessão. Finalmente, nas considerações finais procura-se resgatar alguns pontos apresentados no decorrer do trabalho.

more focused on achieving price stability, less and less attention was paid to movements in money. Indeed, the decline of interest in money appeared to go hand in hand with success in maintaining low and stable inflation" (p. 162). However, in this 'new consensus' little attention is paid to the process by which loans and deposits are created and destroyed. The causal links between investment expenditure and loan creation and between inflation and the creation of money, which feature strongly in the endogenous money literature, are rather overlooked in this 'new consensus'. Further, within the 'new consensus' there is barely mention of fiscal policy-presumably with the implication that fiscal policy does not matter, whereas the focus is on monetary policy and the use of interest rate policy to target inflation."

1 Mudanças no plano teórico

A ideia central é identificar os marcos teóricos que respaldaram a visão hegemônica no tratamento da política fiscal no período pós 80. A construção desse movimento teve início com a crítica das políticas de inspiração keynesiana embasadas na curva de Phillips. O *mix* de política monetária e fiscal usado na arbitragem entre o pleno emprego e a estabilidade de preços, já questionado pelos monetaristas, perdeu influência teórica a partir das ideias desenvolvidas por Lucas (1972; 1976) e da introdução da hipótese das expectativas racionais nos modelos macroeconômicos (Sargent; Wallace, 1975). No que ficou conhecido como a *crítica de Lucas*, o autor desafiou o procedimento utilizado nos modelos da síntese neoclássica de origem keynesiana, segundo o qual o padrão de comportamento das pessoas não seria alterado no caso de ocorrer mudanças na política econômica.³ A partir do princípio da expectativa racional é aceito que as mudanças nas ações governamentais ou nas regras do jogo econômico são entendidas e os agentes alteram seu comportamento em conformidade com as novas condições vigentes. (Lucas; Sargent, 1994).

A abordagem das expectativas racionais estabeleceu certo consenso teórico no *mainstream* em torno da ideia de que as autoridades econômicas, na escolha das medidas adotadas, têm de levar em conta o impacto das decisões nas expectativas dos agentes. Estes reagem assumindo posições baseadas na avaliação do regime de política econômica e do ambiente econômico *esperados*, com respostas diferentes conforme a *leitura* da política vigente e a confiança na continuidade da estratégia adotada.

A análise baseada nas expectativas racionais questionou a viabilidade da construção de uma política ótima, capaz de maximizar em dado momento a função objetivo da política econômica, e de interferir na sua trajetória ao longo do tempo. O desdobramento lógico foi a negação das medidas de administração da demanda e a defesa da ideia de que os dirigentes econômicos deveriam estar comprometidos com as regras do jogo ou com a estratégia da política econômica (Mishkin, 1995). Nas palavras de Sargent (1994, p. 37):

(...) the rational expectations approach directs attention away from particular isolated actions and toward choices among feasible rules of the game, or repeated strategies for choosing policy variables.

O foco de atenção deixou de ser a seleção de ações específicas e voltou-se para a escolha do *regime de política econômica*, definido, de acordo com Chari (1994, p. 42), como:

*(...) the expectations of future policies can easily be predicted in situations where the government chooses an entire **sequence** of policies today (or possibly, **rules** describing policy choices in various contingencies) and people believe those policies will be implemented in the future. Such a sequence of policies is called a **policy regime**.*

³ Como colocou Sargent (1994, p. 32) *“The assumption has been, that is, that people will act under the new rules just as have under the old, so that even under new rules past behavior is still a reliable guide to future behavior.”*

A definição do regime de política econômica é o elemento chave dessa perspectiva teórica porque sinaliza como deve ser a condução da política econômica, permitindo, assim, reduzir a instabilidade e alcançar os ganhos decorrentes de políticas com regras fixas e bem entendidas.

A análise do regime de política econômica incorporou outro elemento à discussão teórica. O texto pioneiro de Kydland e Prescott (1994) destacou que a adoção do regime de política está frequentemente sujeito a problemas de inconsistência intertemporal (*time-inconsistency*) porque interfere no comportamento dos agentes que agem baseados em expectativas sobre as políticas futuras. No caso de acreditarem que o governo deixará de seguir as políticas definidas anteriormente, irão alterar as suas decisões e os efeitos esperados com as medidas de política econômica não serão alcançados. A gestão da política econômica defrontar-se-ia, então, nesta perspectiva analítica, com uma clara restrição, qual seja, o desenho da política corrente deve ser consistente com a futura política de equilíbrio e para que o regime de política econômica seja *time consistent* o governo tem de manter-se fiel ao plano original (Kydland; Prescott, 1994). Em outras palavras, o caminho exigido na superação da inconsistência intertemporal é o inelutável compromisso com a política econômica anunciada.

A questão recolocou, em novas bases, o debate a respeito da disjuntiva sobre regras *versus* discricção. A percepção anterior de que deveria haver flexibilidade para a reação do governo diante de alterações no cenário econômico foi abandonada. A literatura sobre consistência temporal defendeu a submissão dos dirigentes a princípios pré-estabelecidos, acreditando que a obediência a *regras* em todos os períodos, irá, a cada período, validar as expectativas e permitir que se alcancem os resultados desejados (Barro; Gordon, 1994). O outro caminho de defesa do regime de política econômica é o desenho de um quadro institucional adequado, capaz de sustentar a política adotada, isto é, garantir a regulação das áreas de interesse e o comprometimento com a estabilidade dos preços através da independência de atuação do Banco Central.

A questão da *credibilidade* ganhou destaque quando o *mainstream* incorporou as expectativas racionais como determinante do comportamento dos agentes e passou a defender a adoção de um regime de política econômica. A ideia de que o simples anúncio de mudanças não é suficiente para ganhar a confiança dos agentes privados reforçou a premissa de que a credibilidade deve ser construída e transformar-se em meta a ser alcançada. A política econômica deve ser vista como um processo contínuo, de modo a criar um ambiente em que os agentes privados creem na manutenção futura das políticas correntes. A presença de *descontinuidades* pode afetar o ambiente esperado, ampliar o risco de turbulências e prejudicar os resultados desejados. Nesta perspectiva teórica, os dirigentes, tentando minimizar o risco, devem manter a *consistência intertemporal* das ações e comprometer-se hoje com a política *esperada* no futuro, conseguindo, assim, alcançar *credibilidade* e estabelecer a *reputação* da política econômica. (Persson; Tabellini, 1994).

Esta visão teórica foi, de certa forma, incorporada, em diferentes graus, à gestão da política econômica de vários países. As políticas ativistas perderam força e ganhou atenção a proposta de construção de um regime de política econômica, com a definição de regras e de instituições responsáveis por manterem políticas sem problemas de consistência temporal, ou seja, em condições de convalidar as expectativas e de estabelecer o ambiente propício à ação dos agentes privados. Pois, caso as medidas não correspondam ao que o mercado espera do movimento futuro da economia, crescem as turbulências e a política econômica é colocada em xeque.

2 A tarefa da sustentabilidade da dívida

A maior integração mundial deu força ao movimento de capitais, incorporando os países emergentes ao circuito de valorização do capital internacional e ampliando a ação especulativa dos agentes financeiros no mercado global. A inserção no mercado financeiro internacional pôs fim ao isolamento das políticas domésticas e requereu a adequação da estrutura institucional local à lógica de valorização dos *estoques*. A liberalização financeira colocou-se como *rito de passagem* no credenciamento das nações como receptoras das aplicações financeiras. Este processo, no entanto, não se esgotou na alteração institucional. A gestão macroeconômica teria como obrigação manter a estabilidade e o retorno esperado do capital, defendendo a lógica financeira internacional em favor da continuidade das políticas adotadas, isto é, deve haver o compromisso com o regime de política econômica capaz de oferecer um horizonte que dê aos investidores condições de traçarem cenários e avaliarem os riscos da escolha do *portfolio*. O caminho da credibilidade e da reputação da política macroeconômica só estará consolidado quando houver a crença no comprometimento com a manutenção das regras, independentemente da ocorrência de turbulências financeiras e de alternância no poder político.

O domínio deste novo cenário de gestão macroeconômica trouxe desdobramentos no debate sobre o papel da política fiscal. O mais imediato é o uso da política fiscal como fiadora do espaço de valorização do capital nesta nova fase do capitalismo mundial, caracterizada pela abertura da conta de capital e pela crescente volatilidade do movimento financeiro. A preocupação com o aumento do esforço fiscal, sinalizando a ausência do risco de *default*, tornou-se dominante. A âncora fiscal ganhou o *status* de fator de redução do risco-país e do efeito contágio das crises internacionais, colocando-se como peça central no esforço de ganhar a confiança dos investidores. (Heller, 1997).

A tarefa da política fiscal mereceu atenção especial nos países emergentes. O retorno ao mercado financeiro internacional, após a crise da dívida dos anos 1980, elevou a cobrança de controle das contas públicas. A nova forma de inserção externa exigia o encaminhamento de mudanças na área fiscal diante do relaxamento dos controles de capital, das alterações na aversão ao risco dos investidores e da rolagem da dívida pública a taxa de juros mais elevada, que se colocou a partir do fim do sistema de juros seletivos imposto pela desregulamentação dos mercados financeiros nacionais. (Mihaljek; Tissot, 2003).

O outro desdobramento analítico foi o debate em torno dos elos da política fiscal com as demais políticas macroeconômicas. A literatura econômica convencional trabalha com a ideia de *centralidade* da política fiscal, que não tem a ver com a possibilidade de ela desempenhar papel ativo na gestão da demanda agregada e do ciclo econômico, reservado, no atual pensamento do *mainstream*, à política monetária. O relevante é a posição crítica que ocupa como âncora da estabilidade macroeconômica (Dihn, 1999). A tarefa que lhe cabe é servir de pilar de sustentação e *farol* do comportamento *esperado* de outras variáveis macroeconômicas. Não se trata apenas de relembrar a discussão tradicional do déficit público e as implicações sobre inflação, déficit externo e o *crowding out*. O resultado das contas públicas passou a ser visto como o indicador central usado na orientação dos investidores em suas decisões de investimentos, isto é, as mudanças na percepção da *trajetória* da situação fiscal servem de sinalização para os agentes reorientarem a composição das aplicações, gerando movimentos de capitais, com repercussões no prêmio de risco,

bem como nas taxas de câmbio e de juros dos países vistos como de maior fragilidade. Esta visão reforçou a certeza dos que defendem a ampliação do ajuste fiscal como forma de sustentar às expectativas dos investidores, uma vez que alterações na forma de perceber a trajetória da política fiscal servem ao questionamento de outras variáveis e impulsionam o risco de crise financeira. Como colocaram Mihaljek e Tissot (2003, p. 16):

(...) public finance fragility is often considered a warning indicator, ie a sign of other – and perhaps hidden – fragilities in the rest of the economy. Hence, markets attach specific importance to fiscal credibility when judging the soundness of macroeconomic indicators. For instance, they tend to be less tolerant of current account déficits if the country is characterized by large fiscal fragilities. Or they will scrutinize more rigorously the health of the corporate and banking sectors. Moreover, worries about public finances can jeopardize institutional commitments and make them unsustainable. For instance, fixed exchange rate arrangements will not look credible and can be attacked in case of fiscal profligacy.

A aceitação desses argumentos não deixa muita margem, no plano teórico, à gestão da política econômica⁴. A centralidade da política fiscal torna inelutável o esforço fiscal capaz de incutir confiança aos investidores e de atender os interesses de valorização financeira. A *crença* na trajetória de solvência da situação fiscal emerge como o pilar da estabilidade macroeconômica, que é a base a partir da qual os investidores definem as suas ações, responsáveis, de acordo com essa visão, por impulsionar o crescimento.

Os investidores têm de ter à disposição um indicador da saúde financeira do setor público que permita avaliar a trajetória das finanças públicas em cenários prováveis. O conceito tradicional de Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), ao refletir movimentos fiscais já realizados, não cumpre esta exigência, pois não revela o percurso fiscal provável no futuro. A introdução do conceito de sustentabilidade da dívida ocupou essa lacuna (Blanchard, 1990). O indicador do comportamento esperado da relação dívida/PIB sinaliza a trajetória da situação fiscal e serve de alerta ao mercado no caso de a dívida crescer rapidamente ou atingir nível considerado elevado. Se os cenários mais prováveis apontarem riscos, a política fiscal teria de sofrer alterações, buscando, de um lado, obter o superávit primário requerido para a estabilização do indicador dívida/PIB e, de outro, garantir a continuidade da política necessária à sustentação da estabilidade.

A natureza prospectiva em que se baseia o princípio da sustentabilidade da dívida, no entanto, o deixa aberto à ampla gama de incertezas econômicas, principalmente em economias emergentes. As constantes alterações no mundo das finanças globais e a própria instabilidade interna provocam variações na taxa de câmbio e de juros, na inflação e no PIB, modificando, *subitamente*, as avaliações acerca da trajetória até então considerada sustentável (Mihaljek; Tissot, 2003). O consenso hoje presente é de que, mesmo assim, é preciso garantir a *solvência* do setor

⁴ Certamente, há diferenças entre os argumentos no plano teórico e a prática da política econômica. As margens de atuação das autoridades econômicas nos países avançados são bem maiores do que aquelas existentes nos países emergentes, mas, este ponto é pouco explorado na literatura.

público, isto é, ampliar o esforço fiscal e evitar que as expectativas sobre o comportamento da política fiscal afetem outras variáveis-chaves da economia.

O risco de crises externas, diante de alterações súbitas das condições de sustentabilidade da dívida, fez com que se ampliasse a investigação da trajetória das finanças públicas. A análise da estrutura da dívida pública (Giavazzi; Missale, 2004), a qualidade da receita e do gasto público e as obrigações potenciais do setor público – como a crise eventual do sistema bancário, as operações fiscais não registradas em balanço, o suporte às corporações, futuras obrigações previdenciárias, etc. – passaram a fazer parte do conjunto de informações cruciais sobre a situação fiscal.

Além disso, a tentativa de melhorar o conhecimento da situação do setor público levou à adoção de métodos como o *Value-at-Risk* (VaR) de avaliação do *risco fiscal*, a ser calculado, sobretudo, nos países emergentes, particularmente vulneráveis às mudanças súbitas nos “sentimentos” do mercado (Barnhill Jr.; Kopits, 2003). A ampla margem de incerteza na construção dos cenários prováveis, segundo a proposta, limita o uso do método de sustentabilidade da dívida, pois, de acordo com os autores:

(...) the user is left with the task of ascertaining the margin of error (in both intensity and direction) around such scenarios or indicators ... it is necessary to develop an approach that captures the distribution of potential public sector net worth by valuing the main categories of assets and liabilities, incorporating an explicit quantification of the underlying sources of risk ... [it] simulates a distribution of possible future financial conditions of the government and assesses the probability of financial failure, that may entail loss of access to financing. Ultimately, application of such an approach should be helpful for determining the fiscal adjustment that is necessary for risk and thus ensure fiscal sustainability at a prescribed confident level. (p. 3, 4, 8).

A ideia por trás desta proposta é olhar de modo mais adequado o risco fiscal e evitar que o tratamento pouco cuidadoso das contas públicas possa agravar a volatilidade das variáveis macroeconômicas e dificultar o crescimento.

3 A interação da política fiscal e política monetária

A análise da interação entre a política monetária e fiscal é um ponto de destaque na literatura convencional. Os argumentos apontam grande consenso em torno da obrigatoriedade de manter o ajuste da política fiscal como forma de garantir a efetividade da política monetária. Na visão do *mainstream* dominada pelas proposições de Milton Friedman, a inflação era vista como problema estritamente monetário, resultante do uso crescente da senhoriação no financiamento do déficit público. O controle da inflação dependia, desse modo, do poder das autoridades em conter a taxa de crescimento da oferta monetária e de manter a política monetária até alcançarem o objetivo. O debate não colocava em dúvida, ao menos no longo prazo, a força do controle monetário. Os limites da política monetária estavam no fato das autoridades defrontarem-se com o dilema de decidir entre o ritmo de redução da inflação com a contração monetária e os custos do desemprego, isto é, as discussões giravam em torno do processo de ajustamento e de como minimizar os custos de emprego e produção decorrentes do combate à inflação (Snowdon et al., 2000).

Já no novo marco teórico dominante, Sargent e Wallace (1994) apontaram as limitações da visão monetarista tradicional de controle da inflação. A tese proposta é que o poder da autoridade monetária poderia não ser suficiente no combate à inflação. Seria preciso ver como se estabelece a coordenação entre a política fiscal e a política monetária, considerando duas formas polares básicas. Na primeira, a trajetória da política monetária é determinada pela ação do Banco Central independente, sem a interferência de outras esferas de governo, que prevalece sobre a política fiscal, tornando viável, desse modo, definir os valores da senhoriagem e controlar a inflação. Na segunda, a autoridade fiscal, ao definir o orçamento, determina o valor do financiamento, via dívida pública e/ou senhoriagem, necessário à manutenção dos gastos, configurando a situação de “dominância fiscal” (*fiscal dominance*). Neste caso, o poder da autoridade monetária é limitado e a senhoriagem terá, cedo ou tarde, de ser usada na cobertura da diferença entre o valor fixado para a receita fiscal e a demanda do mercado por títulos. Pois, vigorando a dominância fiscal, se o governo usar títulos da dívida pública com taxa de juros reais (r) maior do que a taxa de crescimento da economia (g) no financiamento do déficit, o resultado será o aumento da relação dívida/PIB, fazendo com que, em algum momento, ocorra a ampliação da base monetária e a elevação da inflação.

O problema da dominância fiscal, na visão dos autores, não se resume ao fato de se trocar com a austeridade monetária a redução da inflação no presente por inflação mais elevada no futuro. O ponto central é outro: o uso de uma política monetária restritiva, com $(r) > (g)$, leva os agentes com expectativas racionais a anteciparem os níveis futuros de expansão monetária e a definirem níveis mais elevados de preços mesmo no presente.⁵ O sucesso da política monetária no controle da inflação, nessas circunstâncias, está diretamente ligado à capacidade do Banco Central – o que implicaria em ser independente – de impor a disciplina fiscal. Como colocam os autores:

By doing this in a binding way, the monetary authority forces the fiscal authority to choose a $D(t)$ sequence consistent with the announced monetary policy. This form of permanent monetary restraint is a mechanism that effectively imposes fiscal discipline. (Sargent; Wallace, 1994, p. 112)⁶.

A ação firme da autoridade monetária leva à adoção de uma política fiscal consistente com os objetivos da política monetária, sem o que não é viável manter o combate à inflação⁷. Assim, na perspectiva teórica de Sargent e Wallace, o controle *intertemporal* da política fiscal é a âncora da política monetária e peça central da política macroeconômica comprometida na luta contra a inflação.

⁵ Segundo os autores: “the current price level depends on the current level and all anticipated future levels of the money supply ... this sets up a force whereby high rates of money creation anticipated in the future tend to raise the current rate of inflation.” (p. 109).

⁶ Os autores explicam: “we will refer to $D(t)$ as the *déficit*, but keep in mind that equals the real *déficit* as ordinarily measured less real interest payment”. (p. 106).

⁷ Sargent (1999) afirma: “with a tight fiscal policy that hands the monetary authority a small portfolio of government debt to manage, it is easy to run a noninflationary monetary policy; but under a persistent *déficit-spending* policy, it is impossible to run a noninflationary monetary policy.” (p. 1476).

Os adeptos da *Fiscal Theory of Price Level* (FTPL) também questionam a prática baseada na visão monetarista de que o controle inflacionário depende da evolução da oferta monetária.⁸ Entretanto, não aceitam a proposição de Sargent e Wallace de que a independência e a ação dura do Banco Central são garantias suficientes da estabilidade dos preços. Eles postulam a ideia de que caso não se assegure uma política fiscal apropriada, a estabilidade dos preços não será obtida, pois acreditam que a restrição orçamentária intertemporal do setor público é uma condição de equilíbrio e, quando isso não ocorre, o mercado ajusta-se movendo os preços até que o equilíbrio se restabeleça.

Desse modo, na visão da FTPL a estabilidade dos preços depende das condições da política fiscal, ou seja, *unless steps are taken to ensure appropriate fiscal policies, the goal of price stability may remain elusive no matter how tough and independent the central bank is* (Christiano; Fitzgerald, 2000, p. 2). A hipótese com que trabalham é que o impacto sobre o nível de preços, devido à deterioração das condições do setor público, não é resultado da decisão de monetizar o déficit público e, por isso, não pode ser eliminado mesmo se o Banco Central adotar regras estritas de política monetária. O mecanismo econômico básico é o efeito riqueza provocado pela situação fiscal *esperada* sobre as decisões de gastos do setor privado. A antecipação de que os superávits primários devem cair e provocar a elevação do valor presente do déficit governamental leva as famílias a se sentirem mais ricas (graças à expectativa de maiores gastos dos setores público e privado) e a ampliarem a demanda de bens e serviços, dado aquele nível de preços. (Woodford, 1996).

A expansão do consumo, além do que a economia tem condições de ofertar, provoca o aumento de preços até o ponto em que a redução do valor real dos ativos nominais mantidos pelas famílias (que, no agregado, correspondem às obrigações nominais do governo) o faça equivalente ao valor esperado dos superávits públicos, permitindo o retorno ao equilíbrio. Isto é, o equilíbrio requer que o ajustamento de preços e/ou taxa de juros seja de tal ordem que preserve a igualdade entre o montante das obrigações governamentais e o valor presente dos superávits esperados do governo. Neste sentido, se o Banco Central, em resposta ao aumento de preços, adotar uma política monetária agressiva terá como resultado a expansão do custo real da dívida e maior demora em voltar ao equilíbrio, sem, no entanto, evitar os efeitos do choque fiscal; ou seja, o caminho de combate à aceleração dos preços não está na política monetária, mas na ação da política fiscal.

O aumento do nível dos preços só deixa de se verificar quando o governo mantém, na denominação de Woodford (1996, p. 22), uma política fiscal “ricardiana”:

*I shall call fiscal policy “Ricardian” if it is determined by a rule that adjusts the size of the real primary budget deficit so as to prevent the real value of outstanding government debt from exploding, **regardless** of the paths of prices, interest rates, output, or the money supply* (Grifo no original).

A adoção de uma política fiscal ricardiana é a garantia de que, mesmo na ocorrência de choques exógenos nas contas públicas, é possível escolher a política monetária em condições de estabilizar os preços. O sucesso da ação do Banco Central depende, então, do uso da restrição orçamentária capaz de sempre anular o crescimento da dívida, independente da trajetória dos preços e da taxa de juros. Não se trata, portanto, de optar entre uma política fiscal sustentável ou

⁸ Ver, entre outros, Woodford (1996; 1998), Christiano e Fitzgerald (2000) e Canzoneri et al. (2002).

não-sustentável, mas definir a política fiscal comprometida com uma restrição orçamentária intertemporal que impeça a expansão da dívida em todos os momentos.

A análise da relevância da política fiscal e dos limites da política monetária é retomada por Blanchard (2004) para discutir o regime de metas de inflação no Brasil. A abordagem da *fiscal dominance of monetary policy*, presente em Sargent e Wallace (1981) e Woodford (2003), é lembrada pelo autor no questionamento da ideia, comumente aceita, de que o aumento da taxa de juros real é importante instrumento no controle da inflação.

A sua proposição é que o aumento da taxa de juros real, como meio de combater a alta da inflação, pode ser perverso se a elevação dos juros reais comprometer a sustentabilidade da dívida pública. A maior probabilidade de *default*, dependendo da aversão ao risco dos investidores externos, provoca a redução do fluxo de capitais e a depreciação do câmbio, com impacto negativo na inflação. O autor acredita que o regime de metas de inflação, por defender o aumento da taxa de juros reais no caso de não cumprimento da meta de inflação estabelecida, pode implicar em mais inflação em vez de menos. Defende, então, que, se o aumento dos juros afetar a credibilidade da dívida, as autoridades não devem usar a política monetária como forma de controlar os preços. A alternativa é ampliar o esforço fiscal necessário ao ajustamento *intertemporal* das contas públicas como elemento central da política econômica. A âncora fiscal é o meio capaz de afastar a ameaça de *default* e reverter a percepção de risco dos investidores, fatores cruciais na manutenção da atratividade dos títulos públicos e do fluxo de capitais externos.

A proposta da política monetária baseada em metas de inflação parte de outra perspectiva analítica. O foco central é o debate em torno da ideia de adoção de regras *versus* políticas discricionárias. A partir da literatura sobre *time-consistency*, a visão teórica dominante formou relativo consenso de que a adoção de regras na condução da política monetária tem enormes vantagens. O ganho de credibilidade favorece o desempenho econômico e elimina o viés inflacionário atribuído às políticas discricionárias. A efetividade das metas programadas, entretanto, requer a presença de um Banco Central em condições de conduzir a política monetária com elevado grau de independência. Além disso, não deve prevalecer sintomas graves de dominância fiscal (Masson et al., 1997). A consequência é que o modelo de metas de inflação, para ganhar credibilidade, exige ações capazes de eliminar a dominância fiscal, envolvendo a busca de melhores resultados e a criação de instituições responsáveis pelo controle das contas públicas (Eichengreen, 2002).⁹

A política fiscal, nessas abordagens teóricas, ocupa posição subordinada, embora central, e perde a função de elemento ativo da política macroeconômica. É a política monetária que exerce a função de instrumento responsável pela estabilidade da economia e manipulação da demanda agregada. Taylor (2000) defende, no caso americano, que a política monetária cumpre essa tarefa com mais eficiência, uma vez que os efeitos da política fiscal levam longo tempo até se concretizarem e as medidas adotadas são de difícil reversão e estão sujeitas às incertezas do processo legislativo. Além disso, alerta para o fato de que, mesmo se a morosidade for superada

⁹ Como coloca o autor: "In particular, inflation targeting must be supported by the reform and reinforcement of fiscal institutions as a way of delivering better fiscal outcomes. Fiscal-policy making processes and procedures should be centralized to reduce free riding. Vertical fiscal imbalances should be reduced. The budget constraints facing sub-central governments should be hardened." (p. 37).

com proposições do executivo, é pouco provável que as medidas discricionárias tenham efeito positivo sobre a demanda agregada neste mundo dominado pelas expectativas racionais. Acredita, então, que a ação da política fiscal através do estabilizador automático é mais efetiva e consistente com os objetivos de controle inflacionário, além de atender o requisito fundamental de ser claramente definida e sistemática. À política fiscal discricionária restaria, desse modo, o papel de responder questões de longo prazo que requerem mudanças menos frequentes.

A ação fiscal anticíclica nos países emergentes é vista com olhos ainda mais críticos. A análise de Gavin et al. (1996), que mostra o efeito pró-cíclico e amplificador das flutuações do produto da política fiscal na América Latina e no Caribe, serviu de indicação a Perry (2002) de que as autoridades econômicas desses países não deveriam gozar de liberdade nas decisões orçamentárias. As pressões de ordem política e a falta de instituições orçamentárias fortes seriam os fatores responsáveis pela falta de superávits na fase de crescimento e pelos resultados fiscais insustentáveis, com implicações negativas na credibilidade da política fiscal. O autor propõe que é preciso restringir o espaço de decisão das autoridades orçamentárias, adotando regras fiscais e estabelecendo metas de superávits estruturais, capazes de eliminar o viés deficitário e o caráter pró-cíclico da política fiscal, para só então criar as condições de uso dos estabilizadores automáticos.

4 Política fiscal, balanço de pagamentos e crise externa

A discussão das relações entre a política fiscal e a crise externa recebeu enorme destaque na literatura convencional corrente. Os modelos mudaram ao longo do tempo, procurando incorporar as diferentes características das crises cambiais mais recentes. Os modelos tradicionais, conhecidos atualmente como modelos de primeira geração, tinham o objetivo de responder às crises cambiais dos países em desenvolvimento nos anos 1970 e 1980¹⁰. Estes modelos destacavam a inconsistência entre a política cambial e uma política fiscal expansionista. A existência de déficit fiscal e o seu financiamento por meio da expansão do crédito doméstico estavam na raiz da perda gradual das reservas internacionais e do ataque especulativo responsável pelo colapso cambial. Isto é, a crise ocorria devido à existência prévia de políticas inconsistentes. A proposta ortodoxa de prevenção era, portanto, promover o ajuste fiscal, envolvendo o setor público como um todo, de modo a corrigir a inconsistência entre a situação fiscal e o regime cambial. (Kopits, 2000).

Esta visão ganhou novos contornos com a abertura financeira e o caráter especulativo das finanças globais. A expectativa sobre o comportamento *futuro* da economia ganhou destaque neste novo contexto e incorporou-se aos modelos de crise cambial de segunda geração. O ataque especulativo, responsável por levar à crise cambial, continuou vinculado aos *fundamentos* da economia, mas, diferentemente dos modelos anteriores, não tinha a inevitabilidade da crise determinada pela presença prévia de déficits fiscais. A partir da ideia de que os investidores são *forward-looking*, o processo poderia ser precipitado por *sentimentos* desfavoráveis a respeito do comportamento da economia, desencadeados no momento em que, na *percepção* dos investidores, surgissem sinais da *futura* ocorrência de políticas inconsistentes, colocando em risco a sustentabilidade intertemporal da política fiscal. A mudança de humor dos agentes poderia ser deflagrada por problemas decorrentes de atividades quase-fiscais ou da ampliação das obrigações

¹⁰ Ver o modelo de Krugman (1979) e de Flood e Garber (1984).

do setor público relacionadas a outra ordem de problemas, como, por exemplo, a assunção de dívidas de outras esferas de governo, a presença de garantias implícitas ao setor bancário e às corporações ou as dificuldades relacionadas aos inativos e pensionistas. (Kopits, 2000; Flood; Marion, 1998).

A motivação da crise cambial seria a presença de déficits *prospectivos* associados às garantias oferecidas ao sistema bancário ou às corporações, que se concretizariam quando ocorresse a desvalorização cambial. A expectativa em relação às futuras formas de assunção de dívidas não necessariamente depende da existência de medidas explícitas do governo, mas, segundo essa visão, poderiam, a partir de expectativas racionais, ser antecipadas e servirem de base à ação dos agentes (Corsetti; Presenti; Roubini, 1999, p. 4). O problema colocado nesses termos desloca a discussão do porquê da crise cambial. A causa deixa de ser a situação fiscal atual, mas o que mercado financeiro *suspeita*, baseado em novas informações, que venha a ser a ação do governo em caso de turbulências no mercado (Krugman, s.d.). Assim, apesar das condições fiscais favoráveis, a expectativa de que o governo venha a assumir dívidas coloca em dúvida a situação fiscal futura e provoca a reação dos agentes.

Os modelos de crise cambial com essa visão enfatizam as obrigações *potenciais* do setor público e destacam o risco de financiamento inflacionário após a desvalorização cambial. Os investidores, diante do aumento potencial das obrigações do setor público, reagiriam, alterando sua conduta. Na tentativa de evitar perdas, desencadeiam o movimento especulativo contra a moeda e detonam a crise cambial¹¹. A fragilidade dos fundamentos – como a posição fiscal, o volume de reservas internacionais ou o comprometimento com o regime cambial – também é vista como elemento determinante da crise nos modelos com características de *self-fulfilling crises*. O ataque especulativo poderia ser evitado caso os agentes se convencessem do efetivo compromisso com o pagamento da dívida pública, permitindo, desse modo, conter o prêmio de risco exigido pelos investidores e afastar a ameaça de *default*. Entretanto, o país estaria potencialmente vulnerável ao ataque especulativo quando, na percepção dos investidores, o eventual sucesso da corrida contra a moeda explicitaria a fragilidade dos fundamentos, ou seja, a expectativa de comprometimento *ex-post* dos fundamentos *empurra* a economia para a crise cambial (Obstfeld, 1994).

Os modelos de segunda geração não apontam o corte abrupto do déficit público e a contração de investimentos e da renda como medidas de enfrentamento da crise cambial. O caminho desejado é a persistência e a busca de *credibilidade* na formulação da política fiscal, com a definição de *regras* permanentes e a realização de reformas estruturais capazes de assegurar, no tempo, a sustentabilidade fiscal. Estas medidas são preferíveis à adoção de cortes imediatos e profundos. Além disso, corrigem a situação fiscal *futura* e garantem a solvência do setor público, mesmo em caso de ocorrência da desvalorização cambial, produzindo impacto positivo nas expectativas dos agentes e melhoria nas condições de desempenho econômico (Kopits, 2000).

A crise da Ásia colocou sérias dúvidas sobre o papel da política fiscal, de um lado, como fator de determinação dos problemas cambiais e, de outro, como elemento central da abordagem adotada para a administração dos distúrbios financeiros. O descontentamento com o quadro analítico anterior deu origem ao que Krugman (1997; 1999) denominou de modelos de terceira

¹¹ Cf. Burnside et al. (2000; 2001a, 2001b), Marini e Piersanti (2003) e Corsetti et al. (1999).

geração. Alguns desses modelos, mesmo mantendo as características de *self-fulfilling*, deslocaram o núcleo da questão para as dificuldades do sistema bancário (Radelet; Sachs, 2001). A corrida bancária provocada pela perda de confiança na liquidez dos depósitos é apontada como fator determinante das crises dos regimes de câmbio fixo. Os países estariam sujeitos à crise quando as obrigações potenciais do sistema bancário em moeda estrangeira, no curto prazo, fossem maiores do que o valor dos recursos externos passíveis de serem acionados de imediato. Desse modo, a existência da crise dependeria, em última instância, das condições de liquidez da economia (Chang; Velasco, 1998a, 1998b). Por outro lado, o impacto da política fiscal na crise cambial não teria a ver com a perspectiva de *monetização* do déficit público. O elemento a ser considerado é o efeito da dificuldade de financiamento da dívida pública – especialmente a de curto prazo – na situação de liquidez do sistema financeiro do país; isto é, na hipótese de que os credores externos se recusem a rolar a dívida pública, a crise pode atingir o mercado interno e provocar a liquidação de ativos, afetando tanto o sistema bancário como a condição de liquidez externa do país. Assim, é fundamental a condição da dívida pública na análise do risco, potencial, de crise de liquidez. Esta visão dá algum suporte à crítica da política de contração fiscal imposta pelo FMI aos países em crise, pois, ao condicionar os empréstimos ao ajuste do setor público, pode ter acentuado as dificuldades e contribuído para a crise, que poderia ser evitada caso os empréstimos não estivessem condicionados. Entretanto, a crítica não afasta a ênfase que é dada ao controle fiscal, sobretudo, quando a dívida é crescente e ocorram elevados gastos com o socorro financeiro emergencial aos bancos (*bank bailouts*) (Chang; Velasco, 1999, p. 50-55).

Outra linha de modelos de terceira geração propõe, como Krugman (1999), que os problemas nucleares não estão nas dificuldades do sistema bancário. O elevado volume de maus empréstimos é antes consequência do que causa da crise, ou seja, é o resultado da recessão e da depreciação cambial que se seguem ao colapso do fluxo internacional de capitais. Logo, o valor *ex-post* dos empréstimos problemáticos não pode ser tomado como indicação das dificuldades *ex-ante*. O autor definiu a falta de confiança na economia, em função do elevado déficit em conta corrente, como o mecanismo propulsor da crise. A obrigação de reverter o déficit em transações correntes provocou forte depreciação real do câmbio que, por sua vez, deteriorou os balanços das empresas domésticas e validou a perda de confiança dos investidores.

O ponto de vista dos modelos críticos colocou em xeque a política econômica aplicada no enfrentamento da crise. O uso de medidas contracionistas inibiu a possibilidade de ajuste moderado e aprofundou a recessão. O caminho alternativo de como lidar com a crise – a provisão de linhas de crédito de emergência com o objetivo de repor os recursos de investimentos das empresas e a capitalização dos bancos – foi desconsiderado nos programas do FMI dos anos 1990. A instituição pautou-se pelos modelos de segunda geração e defendeu a ideia de que os críticos falhavam ao não olhar as evidências de descontrole fiscal para além das estreitas definições das contas públicas oficiais. Na opinião de um membro do FMI:

(...) in general terms, vulnerability to a currency crisis is enhanced not only by a large explicit or recorded fiscal imbalance, but equally by a perceived implicit lack of fiscal sustainability. ... the attack can take place when investors obtain new information that the government's net liabilities exceed a certain threshold, or when the government decides to extract seigniorage, instead of embarking on a fiscal adjustment, to meet the intertemporal budget constraint (Kopits, 2000, p. 8).

Justifica-se, assim, o uso da contração fiscal como elemento estratégico da política econômica concebida nos acordos com os países em crise e como fator chave na credibilidade geral do programa (Radelet; Sachs, 2001). O FMI apelou a crescente número de *condicionalidades*, definindo as metas fiscais e as reformas estruturais de médio prazo, como meio de garantir a sustentabilidade intertemporal da dívida pública e o papel da política fiscal como âncora das expectativas dos investidores. (Lopreato, 2004).

A obrigatoriedade da disciplina fiscal nas crises cambiais ganhou força na visão dos adeptos da *Fiscal Theory of Level Price*. Eles realçam a força da política fiscal na determinação da crise e mostram que a política monetária só é consistente com a viabilidade de longo prazo do regime de câmbio fixo quando se adota, como se mostrou acima, a política fiscal ricardiana. A restrição fiscal, vista como condição de equilíbrio, aponta que o nível de preços e o valor da taxa de câmbio mantêm-se apenas quando o valor presente *esperado* dos superávits primários fiscais correntes e futuros for igual ao valor presente real das obrigações governamentais a um dado nível de taxa de câmbio. Assim, o sentido da disciplina da política fiscal é claro: o valor corrente e/ou futuro do superávit primário deve sempre atender a restrição fiscal do setor público, qualquer que seja o valor real das obrigações governamentais correntes. Isto inibe a ação fiscal discricionária, pois, no caso de inconsistência entre o valor presente dos superávits fiscais e a taxa de câmbio, a autoridade monetária é forçada a lançar mão das receitas de senhoriagem para garantir a solvência do setor público e abandonar a taxa de câmbio. (Daniel, 1997; 2001; Canzoneri et al., 2001).

5 Política fiscal: taxa de juros, fluxos de capital e prêmio de risco

A discussão sobre o papel da política fiscal nas taxas de juros, nos fluxos de capital e no prêmio de risco ganhou destaque com a ampliação do movimento de capitais e a presença dominante das expectativas racionais. As questões não são novas, mas seriam repensadas para incorporar as tendências teóricas recentes e as características do mundo dominado pelas finanças especulativas. Apesar das divergências dos estudos empíricos,¹² há relativo consenso, não compartilhado por aqueles que acreditam na equivalência ricardiana, em relação à ideia de que o resultado do aumento do déficit público, no longo prazo, é a elevação da taxa de juros. A existência de déficit público implica em poupança pública negativa e redução do valor da poupança nacional. O efeito *crowding-out* explica o menor valor dos investimentos e, por outro lado, ocorre a deterioração do saldo da conta corrente graças à valorização da taxa de câmbio induzida por taxas de juros mais elevadas¹³. Assim, o efeito positivo do aumento do déficit público no consumo e na renda não se mantém no longo prazo. O aumento do déficit público e, conseqüentemente, a menor taxa de poupança nacional reduz o crescimento do investimento e do estoque de capital, deixando como resultado apenas o aumento da taxa de juros¹⁴.

¹² Alguns estudos, como Plosser (1987) e Evans (1987a; 1987b) apontam que o déficit público não tem efeito sobre a taxa de juros. Outros, como Gale e Orszag (2002; 2004) e Ardagna et al. (2004), sustentam que os déficits públicos implicam em maiores taxas de juros. Há ainda os que, como Barth (1991), mostram que as evidências são contraditórias e não se pode afirmar com certeza qual é o comportamento dos juros frente ao déficit público.

¹³ Ver Ball e Mankiw (1995).

¹⁴ Cf. Elmendorf e Mankiw (1998).

Na visão da equivalência ricardiana, no entanto, o corte de impostos, com o consequente aumento do déficit público, não terá qualquer efeito sobre o consumo, as condições de acumulação de capital ou o crescimento econômico. O argumento central é que o menor valor dos impostos e os déficits de hoje irão requerer maiores impostos no futuro, de modo que o uso da dívida pública no financiamento do corte de impostos está apenas postergando o pagamento dos tributos¹⁵. De acordo com esta visão, o contribuinte, se for suficientemente *forward-looking*, é capaz de entender que a carga total de impostos não está sendo alterada e não elevará o consumo em resposta ao corte de impostos. O valor total do corte de impostos será poupado para fazer frente ao aumento esperado dos tributos no futuro. De modo que, os defensores da equivalência ricardiana, negando a visão mais aceita no *mainstream*, acreditam que a queda da poupança do setor público será compensada por um aumento equivalente da poupança do setor privado, sendo que a redução da receita pública financiada com a expansão da dívida irá manter inalterado o valor da poupança nacional; portanto, o produto, a taxa de juros e o saldo de transações correntes não são afetados¹⁶.

Não obstante a importância teórica atribuída à equivalência ricardiana, são poucos os que a defendem¹⁷. O pensamento atualmente aceito – concordando com a visão monetarista – vê no controle do déficit público o caminho necessário à redução da taxa de juros, porém, vai além e estabelece o elo entre as taxas de juros esperadas e as do presente. Esta trajetória já havia sido delineada por Blanchard (1984), quando deixou de estabelecer a relação da taxa de juros com os valores dos fluxos (déficit público) e destacou o problema da sustentabilidade, centrando a análise da determinação da taxa de juros no valor da dívida pública, variável de estoque. Entretanto, o autor chamou a atenção – apesar da ênfase atribuída ao montante da dívida – para o caráter essencial do nível do déficit corrente. O valor do déficit é crucial porque afeta a taxa de juros real longa, cujo valor depende da *expectativa* sobre o comportamento da dívida ou, de modo equivalente, do montante inicial da dívida e da sequência de déficits esperados. A sequência de déficits mais altos provoca, inicialmente, a elevação da taxa de juros longa, mas, com o tempo, leva a maiores taxas de juros curta e longa.

A visão hoje dominante seguiu nessa perspectiva. O aumento da taxa de juros está relacionado à expectativa de comportamento das contas públicas baseada nas condições de sustentabilidade da dívida, que, por sua vez, depende da determinação do déficit público que é o fator responsável por estabelecer o elo entre a dívida corrente e a dívida futura. A incerteza sobre o futuro da situação do setor público realçou o papel da expectativa e da relação da taxa de juros com o déficit futuro esperado¹⁸. O debate sobre a influência da política fiscal na taxa de juros incorporou a leitura prospectiva que o mercado faz da política econômica e deu destaque ao papel da credibilidade no compromisso das autoridades de controlar a dívida. Assim, o movimento da taxa

¹⁵ Cf. Barro (1989).

¹⁶ Cf. Elmendorf e Mankiw (1998, p. 40).

¹⁷ Como colocam Elmendorf e Mankiw (1998), o conceito de equivalência ricardiana apesar de pouco aceito entre os economistas é relevante por duas razões: “1) *this small group has provided a useful reminder to the rest of the profession that the conventional view of government debt is far from a scientific certitude* e 2) *even if Ricardian Equivalence does not describe the world, it can be viewed as one natural starting point in the theoretical analysis of government debt*” (p. 44).

¹⁸ Como colocam Gale e Orszag (2003, p. 26): “*A final issue worth emphasizing is that long-term déficits create significant uncertainty, since an unsustainable fiscal policy must ultimately be addressed in some way. After all, the government cannot continue to run déficits so large that the public debt grows faster than output.*”

de juros vincula-se à confiança na política de contenção do déficit. Os agentes, baseados em expectativas racionais, no caso de acreditarem na redução do déficit e na sustentabilidade da dívida, preveem a queda dos juros no futuro e antecipam os resultados, aceitando juros menores no presente¹⁹.

A perspectiva analítica de que a ação corrente dos agentes depende da expectativa sobre o comportamento futuro da dívida incorporou-se às discussões a respeito dos fluxos de capitais e do prêmio de risco atribuído a cada economia, bem como às propostas de política econômica dos organismos multilaterais. A visão mais aceita é que a abertura da conta financeira elevou a pressão por um ajuste fiscal estrutural de maior fôlego como meio de fazer frente à incerteza e à volatilidade dos fluxos de capital. Embora os fatores internos não sejam os únicos responsáveis por alterações nos fluxos de capital, os analistas lhes atribuem papel crucial. O princípio geral é que os países com elevado volume de dívida ou situação fiscal pouco consistente são olhados como de maior risco e sujeitos a altas taxas de juros, isto é, pagam maiores *prêmios de risco* nas operações financeiras e estão sujeitos à maior volatilidade dos fluxos de capital (Heller, 1997). Justifica-se, assim, a proposição em favor da ampliação do ajuste estrutural. Os que defendem essa posição consideram que, no atual momento das finanças globais, não é suficiente os países, sobretudo os emergentes, apresentarem condições fiscais sem desequilíbrios. O mercado requer um esforço adicional que o convença de que há firme compromisso com a disciplina fiscal, o que só seria alcançado com o aumento do superávit estrutural capaz de sinalizar, de um lado, o comprometimento com a sustentabilidade de médio a longo prazo e, de outro, a capacidade do governo de adotar a política fiscal *apropriada* em caso de alterações bruscas na economia mundial ou no plano doméstico. A vigência de *regras fiscais* facilitaria a obtenção das metas desejadas e daria confiança aos investidores de que a política adotada não sofreria descontinuidade a cada novo momento de turbulência, podendo, desse modo, servir de âncora das expectativas do mercado.²⁰ A melhor condição fiscal, medida pelo valor do superávit primário e pelo tamanho da dívida pública, seria o fator crucial na redução do prêmio de risco na volatilidade dos fluxos de capital, cumprindo a tarefa de garantir a estabilidade e as condições favoráveis de crescimento.²¹

6 A visão da “economia política” do ajuste

A análise dos itens anteriores destacou o consenso hoje existente sobre o papel da política fiscal no contexto da política macroeconômica e sobre a sustentabilidade da dívida como caminho inelutável na busca da estabilidade exigida no mundo das finanças globalizadas. O objetivo de consolidação das finanças públicas tornou-se ponto fundamental da agenda dos anos 1990 e ganhou corpo a cobrança por superávits *estruturais* capazes de atender as expectativas dos investidores, independentemente dos valores assumidos pelas variáveis que influenciam a evolução da dívida pública. O compromisso das autoridades econômicas de pautarem as suas ações levando em conta

¹⁹ Ver Feldstein (1986) e Gale e Orszag (2002).

²⁰ De acordo com Heller (1997, p. 14) “*fiscal policy can thus play the role of an “anchor” stabilizing market expectations with respect to both the underlying tightness of the fiscal position and to the potential swings in a country’s fiscal position that are seen as a acceptable and consistence with the rules of prudent fiscal policy management.*”

²¹ Ver Loureiro e Barbosa (2004) para uma discussão da questão do prêmio de risco tomando o caso do Brasil e Afonso e Strauch (2004) para a análise do caso europeu.

as expectativas sobre a dinâmica das contas públicas definiu o caráter *passivo* da política fiscal, apesar da centralidade que ocupa no seio da política macroeconômica.

O intenso debate sobre o ajuste fiscal intertemporal ampliou o leque de preocupações teóricas na agenda da visão convencional. A discussão dos efeitos não keynesianos do ajuste fiscal ganhou espaço e se diferenciou da ideia dominante no momento anterior²². Nos modelos tradicionais de origem keynesiana, a política de austeridade fiscal tinha efeitos contracionistas inevitáveis no curto prazo e os resultados favoráveis só seriam alcançados no longo prazo, com a queda da taxa de juros, o aumento dos investimentos e a recuperação do crescimento.

Tal posição foi, em grande medida, abandonada com a difusão da ideia da contração fiscal expansionista (*expansionary fiscal contractions*). Pois, enquanto o efeito keynesiano tradicional capta o choque direto do corte de gastos e do aumento dos impostos na renda do setor privado, os *efeitos não-keynesianos* resultam do impacto da política fiscal corrente levando em conta a *expectativa* e a *confiança* dos agentes privados nas mudanças das políticas futuras. Se a consolidação fiscal ganhar credibilidade e alcançar a magnitude necessária, os supostos danos de curto prazo da contração fiscal seriam amenizados ou, até mesmo, eliminados pela ampliação dos gastos privados, prevalecendo os efeitos expansionistas.

Os efeitos *não-keynesianos* da política fiscal são explicados, portanto, pelo papel da política corrente em *moldar* as expectativas de mudanças nas políticas realizadas no futuro ou, como coloca Bertola e Drazen (1993, p. 12), “*the key characteristic of the expectations view of fiscal policy is that nonstandard effects of fiscal policy are explained by the role of current policy in shaping expectations of future policy changes.*” Esta percepção leva os agentes a reverem as suas ações de gastos e a compensarem o efeito negativo do ajuste fiscal, garantindo a retomada do crescimento.

A origem deste crescimento, no entanto, é controversa. Alguns trabalhos olham o lado da demanda e explicam os efeitos não keynesianos como o resultado tanto do maior consumo proveniente do aumento da renda disponível esperada²³, como da elevação dos investimentos em função da expectativa de juros mais baixos²⁴ e da redução do prêmio de risco após o programa de consolidação fiscal²⁵. Outros enfatizam o lado da oferta e atribuem os efeitos não-keynesianos, fundamentalmente, ao impacto do ajustamento fiscal sobre o mercado de trabalho.

Os programas de ajuste de sucesso cortam os gastos de governo com salários e freiam a elevação dos impostos sobre o trabalho, reduzindo o seu custo e criando melhores condições de oferta²⁶. Os analistas debruçam-se sobre o estudo dos fundamentos microeconômicos do ajuste fiscal, interessados nas implicações da escolha do programa adotado. Em outras palavras, os estudos associam as especificidades de cada ajuste fiscal ao resultado alcançado, de modo que os

²² Há uma vasta bibliografia sobre essa questão. Pode-se citar, entre outros, Giavazzi e Pagano (1990; 1995); Drazen e Bertola (1993); Alesina e Perotti (1995a, 1995b, 1996, 1997); Alesina; Perotti e Tavares (1998); Hemming; Kell e Mahfouz (2002); Alesina e Ardagna (1998) e Perotti (1999).

²³ Ver, entre outros, Giavazzi e Pagano (1990; 1996) e Bertola e Drazen (1993).

²⁴ Ver McDermott e Wescott (1996).

²⁵ Ver Alesina; Perotti e Tavares (1998).

²⁶ Ver, entre outros, Alesina e Perotti (1996; 1997).

ganhos com o ajuste dependem do *tipo* de programa empregado e das características de cada país no trato da política fiscal.

A discussão centra-se, então, no *formato* da política de ajuste fiscal. Os estudos defendem que a *composição* das medidas anunciadas no programa de consolidação fiscal é um ponto fundamental que irá influenciar a expectativa e a reação dos agentes, ou seja, os efeitos não esperados da política fiscal serão diferentes conforme a composição do ajuste fiscal adotado. A ideia de concentrar o esforço de consolidação fiscal elevando a arrecadação é, desde logo, descartada. Os estudos consideram que o efeito do aumento da tributação poderá ser perverso e provocar distorções pela maior taxação da renda de capital e do mercado de trabalho. O acúmulo de problemas no sistema tributário, sobretudo quando a carga tributária já é elevada, pode afetar as expectativas e influir negativamente no produto.

O consenso existente é que o programa de consolidação fiscal deve concentrar-se no corte dos gastos ou, mais especificamente, no corte dos salários do setor público e das transferências.²⁷ Esta composição do programa fiscal é a que esses estudiosos veem como a mais recomendável porque preenche certos requisitos: i) o corte dos salários do setor público reduz os custos e gera efeitos positivos no lado da oferta; ii) é maior a probabilidade de conter o valor da dívida pública quando o ajuste fiscal ocorre via cortes dos gastos correntes; iii) a confiança dos agentes de que os cortes de gastos serão mais duradouros do que a redução dos investimentos públicos eleva a credibilidade da proposta de ajuste e iv) o fato do governo não se furtar a promover cortes de alta sensibilidade como emprego, seguridade e gastos sociais, favorece a avaliação das autoridades e ajuda no sucesso da consolidação fiscal.

A composição do programa, no entanto, não é o único fator que explica o sucesso do ajuste fiscal. Algumas análises exploram os elos entre o arranjo institucional e a desempenho das contas públicas²⁸. Em um dos pontos abordados, defendem que as condições de implementação dos programas de ajuste são mais favoráveis quando se faz intervenção no plano institucional, provavelmente, com a adoção de *regras fiscais*. A introdução de regras no processo orçamentário, consistentes com as propostas de controle do déficit, é vista como poderoso instrumento para se alcançar bom desempenho das contas públicas²⁹.

Esses analistas chamam ainda a atenção para os limites no controle do déficit público colocados no plano político ou, mais especificamente, no arranjo político de sustentação do governo. Afirmam que os governos de coalizão têm maiores dificuldades de manter a austeridade fiscal, pois, a construção da coalizão de apoio ao governo pode se tornar fator impeditivo para que o ajuste seja bem sucedido e alcance o tamanho necessário à redução da taxa real de juros capaz de deslanchar os efeitos não keynesianos das contrações fiscais. Por outro lado, apontam que, ao contrário do que o senso comum coloca, as evidências não indicam que os ajustes fiscais sejam politicamente custosos e os governos com política fiscal frouxa gozem de vida mais fácil. Assim, não

²⁷ Veja , entre outros, McDermott e Wescott (1996); Alesina e Perotti (1995, 1996, 1997); Perotti (1999) e Alesina e Ardagna (1998), Bertola e Drazen (1993) e Alesina; Perotti e Tavares (1998).

²⁸ Ver, entre outros, Alesina et. al (1999), Poterba (1996), Campos; Ed e Pradhan (1996).

²⁹ Cf. Kopits (2004); Schuknecht (2004); Hallerberg et. al. (2004).

haveria razão econômica nem política para não se levar adiante o corte de gastos e a consolidação fiscal.

Considerações finais

O texto procurou analisar o espaço atribuído à política fiscal na literatura convencional. Apesar de existirem diferentes visões nesse campo, pode-se afirmar que há relativo consenso sobre as formas mais adequadas de condução da política fiscal. A globalização consolidou o movimento, iniciado nos anos 1970, de crítica das políticas discricionárias de corte keynesiano e colocou na agenda a proposta de construção de um *regime* de política econômica. O comprometimento com regras e ações consistentes intertemporalmente tem como objetivo dar *credibilidade* e estabelecer a *reputação* da política econômica, criando um quadro estável capaz de servir de guia dos investidores na tomada de decisões.

A definição do regime de política econômica respondeu à dinâmica capitalista baseada na valorização dos estoques de riquezas, em que os ganhos dependem das escolhas de alocação do portfólio e do comportamento *esperado* das variáveis que interferem no processo. Neste sentido, a previsibilidade nas ações das autoridades foi aclamada como um trunfo na busca de novos investimentos, com a política fiscal ocupando o centro das atenções. A preocupação anterior de controle dos fluxos fiscais – refletida no simples combate do déficit público – cedeu espaço à avaliação dos estoques, isto é, do montante da dívida pública.

A ideia de sustentabilidade da dívida, de um lado, incorporou a visão prospectiva à análise da situação das contas públicas e, de outro, revelou o comprometimento do governo em garantir os ganhos esperados dos investidores privados. Este compromisso refletiu um duplo movimento no plano teórico. O primeiro relaciona-se à ideia de solvência da dívida pública como parte do rol de ativos usados como espaço de valorização dos capitais. Tal tarefa, embora importante, responde apenas por parte do papel atribuído à política fiscal. O segundo movimento estabeleceu as articulações com as outras variáveis determinantes dos ganhos esperados dos investidores. Na construção deste arcabouço teórico, o consenso hegemônico atribuiu papel central à política fiscal, mas, ao mesmo tempo, retirou-lhe, quase que totalmente, a autonomia. A aparente contradição ocorre porque a condução da política fiscal é vista como responsável por influenciar a expectativa de rentabilidade dos títulos públicos e o comportamento das variáveis observadas pelos investidores no momento de escolher onde alocar o capital disponível, isto é, a tarefa da política fiscal é sinalizar o baixo risco das aplicações e dar confiança aos investidores.

O texto mostrou que, apesar das diferenças, a construção teórica defende a consolidação fiscal como o caminho na busca da credibilidade da política econômica. Na interação com a política monetária, a visão monetarista tradicional foi deixada de lado e ganhou espaço a proposta de Sargent e Wallace (1994) de que o controle intertemporal da política fiscal é a âncora da política monetária, pois, caso prevalecesse uma situação de dominância fiscal, não seria viável o controle inflacionário. Os agentes, partindo de expectativas racionais, iriam antecipar os níveis futuros de expansão monetária e definir um patamar mais elevado de preços no presente. A visão da FTLP, mais radical, defende a adoção do que chama de uma política fiscal *ricardiana* como passo indispensável no combate à inflação. Em outra perspectiva analítica, a política monetária baseada

em metas de inflação defende as ações centradas no controle da política fiscal, como forma de dar credibilidade à política adotada.

O debate sobre as crises cambiais, em grande medida, associou o colapso dos regimes aos déficits fiscais prospectivos. As crises, nesse sentido, não estão vinculadas, necessariamente, a medidas governamentais efetivas. Mas, com ações que, racionalmente, poderiam ser antecipadas e servir de base a movimentos especulativos. Assim, a expectativa sobre o comportamento futuro das contas públicas pode ser a causa da crise cambial, mesmo que a atual situação fiscal seja favorável. Isto colocou a sustentabilidade da dívida e a credibilidade da política fiscal como peças nucleares da política econômica que teriam que ser seguidas no combate à crise cambial. Não foi por outra razão que o FMI focou na política fiscal o acordo assinado com vários países.

A mesma perspectiva analítica é utilizada na relação da política fiscal com a taxa de juros, os fluxos de capitais e o prêmio de risco. O comportamento dessas variáveis é visto como vinculado diretamente à expectativa sobre o volume da dívida e a situação fiscal futura dos países, sobretudo nos países emergentes, que são dependentes de financiamento externo. As condições de acesso aos capitais estariam dadas, então, pela definição de programas de ajustes estruturais capazes de sinalizar o comprometimento com a sustentabilidade de médio e longo prazo da dívida pública.

O programa de consolidação fiscal, por outro lado, não aparece na literatura convencional como fator que, necessariamente, leva o país à recessão. A análise baseada na ideia de “contrações fiscais expansionistas” defende que mesmo os efeitos contracionistas de curto prazo podem ser superados quando os programas alcançam credibilidade. Neste caso, os investidores, confiantes no comportamento futuro da economia, ampliam os gastos e evitam o quadro recessivo. Os analistas acreditam que esses efeitos são ainda mais efetivos caso o ajuste fiscal seja feito através de cortes de gastos, principalmente, de salários e de transferências. Além disso, os aspectos microeconômicos e o arranjo institucional são apresentados como elementos importantes na definição do programa e nos resultados esperados, o que coloca em destaque a adoção de regras como meio de garantir a implantação da política proposta e a continuidade do crescimento.

Em resumo, a política econômica, pensada nesses termos, deixa pouco espaço de atuação à política fiscal. O papel que lhe cabia como instrumento de gestão da demanda agregada, na contramão da visão keynesiana, foi deixado de lado, delegando-se à política monetária o cumprimento dessa tarefa. A política fiscal deve se concentrar, sobretudo, na criação das condições de estabilidade e de credibilidade da política econômica, pois, assim, estará contribuindo para o aprimoramento das condições de oferta e pavimentando o caminho da retomada do crescimento sustentável.

A crítica a esta visão não é trivial. Requer o esforço daqueles que acreditam na importância do papel do Estado e defendem que o espaço da política fiscal deve ir além de simples guardião das condições de valorização do capital privado.

Referências bibliográficas

AFONSO, A.; STRAUCH, R. *Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU*. European Central Bank, Feb. 2004. (Working Paper Series, n. 303).

- ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Tales of fiscal adjustment. *Economic Policy*, Oct. 1998.
- ALESINA, A.; PEROTTI, R. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. *Economic Policy*, 21, Oct. 1995a.
- ALESINA, A.; PEROTTI, R. The political economy of budgeted déficits *IMF Staff Papers*, v. 42, n. 1, Mar. 1995b.
- ALESINA, A.; PEROTTI, R. *Budgeted déficits and budgeted institutions*. National Bureau of Economic Research, 1996. (NBER Working Paper n. 5556). Disponível em: www.nber.org.
- ALESINA, A.; PEROTTI, R. Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects. *IMF Staff Papers*, v. 44, n. 2, Jun. 1997.
- ALESINA, A.; PEROTTI, R.; TAVARES, J. The political economy of fiscal adjustments. *The Brookings Papers on Economic Activity*, Sept. 1998.
- ALESINA, A. et al. *Budgeted institutions and fiscal performance in Latin America*. Inter-American Development Bank, 1996. (Working Papers Series, 394).
- ARDAGNA, S.; CASELLI, F.; LANE, T. *Fiscal discipline and the cost of public debt service: some estimates for OECD countries*. National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper n. 10788). Disponível em: www.nber.org.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. The effectiveness of monetary policy and fiscal policy. *Levy Economics Institute*, 2003. (Working Paper, n. 369). Disponível em: www.levy.org.
- BALL, L.; MANKIW, N. G. *What do budget déficits do?* Federal Reserve Bank of Kansas City, 1995. Disponível em: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1995/pdf/s95manki.pdf>.
- BARNHILL, T.; KOPITS, G. *Assessing fiscal sustainability under uncertainty*. International Monetary Fund, 2003. (IMF Working Paper 03/79). Disponível em: www.imf.org.
- BARRO, R. J. The Ricardian approach to budgeted déficits. *Journal of Economic Perspective*, v. 3, n. 2, Spring 1989.
- BARRO, R. J.; GORDON, D. B. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. In: PERSSON, T.; TABELLNI, G. *Monetary and fiscal policy*. The MIT Press, 1994. v 1: Credibility.
- BARTH, J. et. al. The effects on Federal budgeted déficits on interest rates and the composition of domestic output. In: PENNER, Rudolph (Ed.). *The great fiscal experiment*. Washington: Urban Institute Press, 1991.
- BERTOLA, G.; DRAZEN, A. Trigger points and budgeted cuts: explaining the effects of fiscal austerity. *American Economic Review*, v. 83 n. 1, Mar. 1993.
- BLANCHARD, O. *Current and anticipated déficits, interest rates and economic activity*. National Bureau of Economic Research, 1984. (NBER Working Paper n. 1265). Disponível em: www.nber.org.
- BLANCHARD, O. Debt, déficits, and finite horizons. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 2, Apr. 1985.
- BLANCHARD, O. J. *Suggestions for a new set of fiscal indicators*. OECD Department of Economics and Statistics, Apr. 1990. (Working Paper, n. 79).

BLANCHARD, O. J. *Fiscal dominance and inflation targeting. Lessons from Brazil*. National Bureau of Economic Research, Mar. 2004. (NBER Working Paper n. 10.389). Disponível em: <www.nber.org>.

BURNSIDE, C.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. *On the fundamentals of self-fulfilling speculative attacks*. National Bureau of Economic Research, 2000. (NBER Working Paper n. 7554). Disponível em: www.nber.org.

BURNSIDE, C.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. Prospective déficits and the Asian currency crisis. *Journal of Political Economy*, v. 109, n. 6, Dec. 2001a.

BURNSIDE, C.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. *On the fiscal implications of twin crises*. National Bureau of Economic Research, 2001b. (NBER Working Paper n. 8277). Disponível em: www.nber.org.

CAMPOS, E. D.; PRADHAN, S. *Budgetary institutions and expenditure outcomes*. World Bank Policy Research, 1996. (Working Paper Series 1646).

CANZONERI, M. B.; CUMBY, R. E.; DIBA, B. T. *Should the European Central Bank and the Federal Reserve be concerned about fiscal policy?* 2002. Disponível em: www.kc.frb.org/Publicat/sympos/2002/S02Canzoneri.pdf.

CANZONERI, M. B.; CUMBY, R. E.; DIBA, B. T. Fiscal discipline and exchange rate system. *The Economic Journal*, v. 111, n. 474, p. 667-690, Oct. 2001.

CHANG, R.; VELASCO, A. *Financial fragility and the exchange rate regime*. National Bureau of Economic Research, Mar. 1998a. (NBER Working Paper n. 6469). Disponível: <www.nber.org>.

CHANG, R.; VELASCO, A. *The Asian liquidity crisis*. National Bureau of Economic Research, Nov. 1998b. (NBER Working Paper n. 6796). Disponível em: <www.nber.org>.

CHANG, R.; VELASCO, A. *Liquidity crises in emerging markets: theory and policy*. Federal Reserve Bank of Atlanta, Oct. 1999. (Working Paper 99-15).

CHARI, V. V. Time consistency and optimal policy design. In: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994.

CHRISTIANO, L. J.; FITZGERALD, T. J. Understanding the fiscal theory of the price level. *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Cleveland, v. 36, n. 2, 2000.

CORSETTI, G.; PRESENTI, P.; ROUBINI, N. Paper tigers? A model of the Asian currency crisis? *European Economic Review*, v. 43, p. 1211-1236, 1999.

DANIEL, B. C. *Fiscal policy and the predictability of exchange rate collapse*. International Monetary Fund, 1997. (IMF Working Paper 97/133). Disponível em: www.imf.org.

DANIEL, B. C. A fiscal theory of currency crises. *International Economic Review*, v. 42, n. 4, p. 969-988, Nov. 2001.

DINH, H. T. *Fiscal solvency and sustainability in economic management*. World Bank, 1999. (Working Paper n. 2213).

- DRAZEN, A.; BERTOLA, G. Trigger points and budget cuts: explaining the effects of fiscal austerity. *American Economic Review*, v. 83, n. 1, Mar. 1993.
- EICHENGREEN, B. *Can emerging markets float? Should they inflation target?* Banco Central do Brasil, 2002. (Working Paper Series 36).
- ELMENDORF, D. W.; MANKIW, N. G. *Government debt*. National Bureau of Economic Research, 1998. (NBER Working Paper n. 6470). Disponível em: www.nber.org.
- EVANS, P. Interest rates and expected future budget deficits in the United States. *Journal of Political Economy*, v. 95, n. 1, p. 34-58, Feb. 1987a.
- EVANS, P. Do budget deficit raise nominal interest rates? Evidence from six countries. *Journal of Monetary Economics*, v 20, p. 281-300, 1987b.
- FELDSTEIN, M. *Budget deficits, tax rules, and real interest rates*. National Bureau of Economic Research, 1986. (NBER Working Paper n. 1970). Disponível em: www.nber.org.
- FLOOD, R.; GARBER, P. Collapsing exchange rate regimes: some linear examples. *Journal of International Economics*, v. 17, p. 1-13, 1984.
- FLOOD, R.; MARION, N. *Perspective on the recent currency crisis literature*. National Bureau of Economic Research, 1998. (NBER Working Paper n. 6380). Disponível em: www.nber.org.
- GALE, W. G.; ORSZAG, P. *Budget deficits, national saving, and interest rates*. Brookings Institution and Tax Policy Center, Sep. 2004.
- GALE, W. G.; ORSZAG, P. *The economic effects of long-term fiscal discipline*. Urban – Brookings Tax Policy Center Discussion Paper, 2003.
- GAVIN, M.; HAUSMANN, R.; PEROTTI, R.; TALVI, E. *Managing fiscal policy in Latin America and the Caribbean: volatility, procyclicality, and limited creditworthiness*. Inter-American Development Bank, 1996. (Working Paper 326).
- GIAVAZZI, F.; MISSALE, A. *Public debt and management in Brazil*. National Bureau of Economic Research. 2004. (NBER Working Paper n. 10394).
- GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Can severe fiscal contraction be expansionary? In: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual 1990*. 1990.
- GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. *Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and the Swedish experience*. National Bureau of Economic Research, 1995. (NBER Working Paper n. 5332). Disponível em: www.nber.org.
- HELLER, P. S. *Fiscal policy management in an open capital regime*. International Monetary Fund. Fiscal Affairs Department, 1997. (IMF Working Paper 1997/20).
- HEMMING, R.; KELL, M.; MAHFOUZ, S. The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – A review of the literature. International Monetary Fund, 2002. (IMF WP 02/208). Disponível em: www.imf.org.
- KOPITS, G. *How can fiscal policy help avert currency crises?* International Monetary Fund, 2000. (IMF Working Paper 00/185). Disponível em: www.imf.org.

KOPITS, G. (Ed.). *Rules-based fiscal policy in emerging markets: background, analysis and prospects*. Palgrave Macmillan, International Monetary Fund, 2004.

KRUGMAN, P. A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 11, n. 3, p. 311-325, Aug. 1979.

KRUGMAN, P. Balance sheets, the transfer problem, and the financial crises. *International Tax and Public Finance*, v. 6, p. 459-472, 1999.

KRUGMAN, P. *Currency crises*. 1997. Disponível em: <http://www.pkarchive.org/>.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. In: PERSSON, T.; TABELLNI, G. *Monetary and fiscal policy*. The MIT Press, 1994. v. 1: Credibility.

LOPREATO, F. L. C. Novos tempos: política fiscal e condicionalidades pós 80. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 8, n. 1, jan./jun. 2004.

LOUREIRO, A. S.; BARBOSA, F. H. Risk premia for emerging markets bonds: evidence from Brazilian government debt: 1996/2002. Banco Central do Brasil, May 2004. (Working Paper Series n. 85).

LUCAS, R. E. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, v. 4, n. 2 p. 103-124, Apr. 1972.

LUCAS, R. E. Economic policy evaluation: a critique. In: BRUNNER, Karl; MELTZER, Allan H. (Ed). *The Phillips curve and labor market*. Nort-Holland Press, 1976.

LUCAS, R. E.; SARGENT, T After Keynesian macroeconomics. In: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. Cambridge: MIT Press, 1994.

MARINI, G.; PIERSANTI, G. *Fiscal déficits and currency crises*. CEIS – Centre for International Studies on Economic Growth. Research Paper Series, May 2003. (Working Paper n.15).

MASSON, P.R.; SAVASTANO, M.; SHARMA, S. *The scope for inflation targeting in developing countries*. International Monetary Fund, 1997. (IMF Working Paper 97/130).

McDERMOTT, C. J.; WECOTT, R. F. An empirical analysis of fiscal adjustment. *IMF Staff Papers*, v. 43, n. 4, Dec. 1996.

MIHALJEK, D.;TISSOT, B. Fiscal positions in emerging economies: central bank's perspective. In: FISCAL issues and central banking in emerging economies. 2003. .(BIS Paper n. 20).

MISHKIN, F. S. *The rational expectations revolution: a review article of: Preston J. Miller, ed: The Rational Expectations Revolutions, Readings The Logic of Currency Crises From the Front Line*. National Bureau of Economic Research, 1995. (NBER Working Paper, n. 5043).

OBSTFELD, M. *The logic of currency crises*. National Bureau of Economic Research, Feb. 1994. (NBER Working Paper n. 4640). Disponível em: www.nber.org.

PEROTTI, R. Fiscal policy in good times and bad. *Quarterly Journal of Economics*, v. 114, p. 1399-1436, 1999.

PERRY, G. *Can fiscal rules help reduce macroeconomic volatility in the Latin America and Caribbean region?* World Bank, Jun. 2002. (World Bank Research Working Paper 3080).

PERSON, T.; TABELLINI, G. Introduction. In: MONETARY and fiscal policy. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1994. v. 1: Credibility.

PLOSSER, C. Fiscal policy and the term structure. *Journal of Monetary Economics*, v. 20, n. 6, p. 343-367, Sept. 1987.

POTERBA, J. M. *Do budgeted rules works?* National Bureau of Economic Research, 1996. (NBER Working Paper n. 5550). Disponível em: www.nber.org.

RADELET, S.; SACHS, J. O Despontar da Crise Financeira do Leste Asiático. In: KRUGMAN, P. (Ed.). *Crises monetárias*. São Paulo: Makron Books, 2001.

SARGENT, T. J. Rational expectations and the reconstruction of macroeconomics. In: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994.

SARGENT, T. J. A primer on monetary and fiscal theory. *Journal of Banking Finance*, v. 23, n. 10, 1999.

SARGENT, T. J. Rational expectations, the optimal monetary instruments, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, v. 83, Apr. 1975.

SARGENT, T. J. Some unpleasant monetarist arithmetic. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall, 1981. Reimpresso em: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994.

SNOWDON, B., VANE, H., WYNARCZYK, P. *A modern guide to macroeconomics*. An introduction to competing schools of thought. Edward Elgar, 2000.

STEIN, E.; TALVI, E.; GRISANTI, A. *Institutional arrangements and fiscal performance: the Latin-American experience*. Inter-American Development Bank, Feb. 1998. (Working Paper 367).

TAYLOR, J. Reassessing discretionary fiscal policy. *Journal of Economic Perspective*, v. 14, n. 3 Summer 2000.

WOODFORD, M. *Control of the public debt: a requirement for price stability?* National Bureau of Economic Research, Jul. 1996. (NBER Working Paper n. 5684). Disponível em: www.nber.org.

WOODFORD, M. *Public debt and the price level*. 1998. Disponível em: <http://www.princeton.edu/~woodford/BOE.pdf>.

WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory on monetary prices*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2003.

Introdução

O papel da política fiscal mudou sensivelmente na avaliação da teoria macroeconômica desde o momento em que Keynes (1936) lhe atribuiu lugar de destaque como instrumento responsável por sustentar o crescimento de longo prazo e garantir as condições favoráveis para a expansão da renda e do emprego.

O pensamento macroeconômico convencional afastou-se paulatinamente da proposta original de Keynes e também dos ensinamentos da velha síntese neoclássica, que defendia o uso de certo *mix* de política fiscal e monetária capaz de sustentar elevado nível de emprego e baixa inflação.

Os autores ligados ao que se convencionou chamar de nova síntese neoclássica (NSN) – a aproximação das propostas teóricas dos novos clássicos e dos novos keynesianos – abandonaram a ideia do *market clearing* e propuseram usar a taxa de juros na gestão da demanda agregada, como meio de alcançar a convergência entre o produto potencial e o efetivo e garantir a meta de inflação desejável (Woodford, 2009). A política monetária ocupou o papel ativo na gestão da demanda agregada e a política fiscal foi relegada a lugar secundário. A crença de que as medidas de cunho fiscal necessitavam de longo tempo de implementação e possuíam baixa efetividade em condições de vigência da equivalência ricardiana levou a política fiscal discricionária a perder o apelo de outros tempos. A prioridade passou a ser a garantia da sustentabilidade da dívida pública e a construção de regras fiscais capazes de assegurar o seu caráter intertemporal, a fim de exercer a tarefa de âncora das expectativas de comportamento de juros e câmbio.

O consenso em torno do uso de medidas fiscais ativas restringiu-se a circunstâncias especiais: a adoção de estabilizadores automáticos nos momentos de contração do produto ou em tempos de choques importantes, em que a política monetária, na situação limite de uso da taxa de juros, perde o poder de atuação e abre espaço à ação fiscal discricionária, com a ressalva de que o movimento deveria ser revertido o mais rápido possível, sob o risco de comprometer a estabilidade (Lopreato, 2013, cap. 1).

A crise de 2008 acendeu o debate sobre o papel da política fiscal. Blanchard et al. (2010) destacaram o fato de que a crise colocou em dúvida o consenso anterior e relançou a política fiscal como instrumento central da política macroeconômica: primeiro, porque o virtual esgotamento das medidas monetárias deixaram pouca escolha e, segundo, o reconhecimento de que a crise seria longa afastou os argumentos de baixa efetividade e longo tempo de maturação das medidas fiscais já que os estímulos teriam tempo suficiente de gerar efeitos positivos.

Estes autores destacaram ainda que a atual dificuldade dos estudiosos não é identificar as eventuais fragilidades da política econômica e sim abrir mão de pensamentos arraigados para

¹ Publicado originalmente como Texto para Discussão, n. 236, IE-Unicamp, jun. 2014.

definir um novo arcabouço teórico no manejo da política macroeconômica. A crise abalou as velhas convicções e colocou a necessidade de buscar outras ideias em resposta ao novo momento.

A adoção da política de estímulos fiscais recolocou o debate sobre questões longamente debatidas em outros tempos e relegadas a plano secundário durante o período em que a política monetária recebeu atenção quase única como instrumento de gestão da demanda agregada. O pensamento do *mainstream* avançou por diferentes caminhos, sem, no entanto, afastar-se dos parâmetros teóricos delineados anteriormente. A discussão está em aberto, mas parece convergir para uma posição comum: o uso da política fiscal não deve limitar-se aos estabilizadores automáticos e pode se constituir em instrumento efetivo em momentos particulares de crise profunda. O domínio desta proposta tem sido acompanhada da defesa da austeridade fiscal na fase de expansão em troca de maior espaço quando houver queda acentuada do produto efetivo.

A proposição de elevar o espaço fiscal parece consensual. A divergência está na escolha do melhor caminho para alcançar esse objetivo. Alguns analistas defendem a austeridade fiscal como o caminho inevitável para trazer de volta o crescimento e evitar os efeitos negativos do alto nível de endividamento. Outros negam essa posição e apontam o seu caráter contracionista, além de contestarem a evidência de que a dívida pública afeta a taxa de crescimento da economia após atingir certo patamar. Mesmo reconhecendo a necessidade de obter a consolidação fiscal, não aceitam a política de austeridade em curso e propõem alterações institucionais capazes de assegurar o comprometimento intertemporal de ajuste fiscal.

O debate em torno dessas posições envolveu diferentes questões, com destaque para: i) o tamanho do multiplicador e a eficácia da política fiscal; ii) a relação entre a expansão da dívida e o crescimento; iii) o impacto da consolidação fiscal e a validade da contração fiscal expansionista; iv) os caminhos da política econômica e a velocidade da consolidação fiscal e v) o uso de regras fiscais como meio de garantir maior espaço fiscal. O texto tem por objetivo mapear esse debate e ver se a crise de 2008 alterou o modo de os autores convencionais pensarem o papel da política fiscal.

1 Eficácia da política fiscal discricionária: o tamanho do multiplicador

A discussão sobre a eficácia da política fiscal discricionária e o tamanho do multiplicador voltou a ganhar destaque no momento em que a realidade imposta pela crise de 2008 escancarou a incapacidade de a política monetária solucionar o problema². A recessão colocou em risco o sistema financeiro e, diferente de ocasiões anteriores, levou à adoção de medidas monetárias expansionistas. As taxas de juros chegaram próximas a zero, sem, no entanto, alcançar sucesso na manutenção do produto e do emprego, forçando os governos a intervir, ampliando o gasto fiscal, para evitar o colapso econômico.

O uso de políticas fiscais discricionárias deu origem a extenso debate sobre a eficácia dos gastos públicos em sustentar o produto e o tamanho do multiplicador (Santos, 2011). A crise mexeu no consenso do *mainstream* a respeito da superioridade da política monetária no manejo do emprego e da renda e desencadeou a busca de respostas teóricas à situação de crise, com ênfase no efeito da política fiscal.

² Spilimbergo et al. (2009) faz um *survey* da literatura até então existente sobre o tamanho dos multiplicadores.

O debate sobre o potencial efeito da política de intervenção baseou-se, sobretudo, na revisão dos modelos DSGE novo keynesiano. Nestes, os valores dos multiplicadores estão diretamente associados à função de reação da política monetária, pois a especificação da equação que descreve a política monetária influencia diretamente a dinâmica das variáveis reais e nominais. Como incluem a regra de Taylor, a resposta padrão ao aumento dos gastos do governo é a alta da taxa de juros, com o propósito de manter a convergência entre o produto potencial e efetivo e evitar a aceleração inflacionária. Os modelos mais aceitos até a crise, com a regra de Taylor e a hipótese de equivalência ricardiana, negavam o efeito expansionista da política fiscal e apresentavam o valor médio do multiplicador próximo a 0,5 (Hall, 1999; Christiano, Eichenbaum e Evans 2005; Smets, Wouters 2003).

A discussão ganhou ares distintos diante da constatação de que a crise criou condições particulares no mercado financeiro e alterou a condução da política monetária. A taxa de juros nominal caiu para valores próximos a zero e a expectativa dos agentes era de que esse patamar manter-se-ia por longo tempo. A mudança de perspectiva no manejo da política monetária interferiu diretamente na função de reação da política monetária amplamente aceita nos modelos da fase anterior. Com a taxa de juros nominal próxima a zero e sem perspectiva de alteração, vários textos – parte relevante deles usando modelos DSGE – mudaram a hipótese de reação da política monetária ao aumento do gasto público e basearam a argumentação na tese de multiplicadores dos gastos governamentais substancialmente superiores a 1,0 enquanto a taxa de juros não se afastar de zero.

A especificidade da situação econômica definiu o desenrolar das discussões sobre os efeitos da política fiscal e parcela significativa das questões em disputa esteve fundamentalmente atrelada às hipóteses de reação adotadas em cada modelo e à adoção de políticas de natureza e *timing* diferentes (Auerbach, 2012).

O texto de Woodford (2011) é ilustrativo desse tipo de visão – bastante aceita entre autores da NSN – sobre o valor do multiplicador no período pós-crise. O autor mostra que, a depender das hipóteses de reação da política monetária adotadas em diferentes modelos, varia o tamanho do multiplicador e conseqüentemente o efeito das políticas de estímulo fiscal. Em um modelo novo keynesiano em que se supõe elevada capacidade ociosa e baixo crescimento do custo marginal com a expansão do produto, é viável manter a taxa de juros real constante e o multiplicador igual a 1. Entretanto, em circunstâncias normais e com a hipótese de que a política monetária responde ao aumento do estímulo fiscal elevando a taxa de juros, o multiplicador será menor do que 1. Com política monetária menos rígida, em que o aumento da taxa de juros real só ocorre no momento em que se constata que a expansão dos gastos públicos de fato elevou a inflação, o tamanho do multiplicador depende do comportamento dos preços: quanto mais fixos forem os preços menos crescem os juros e maiores podem ser o valor do multiplicador e o efeito do estímulo fiscal. Ou seja, o autor defende que, em modelos novos keynesianos, multiplicadores mais elevados ocorrem somente quando há algum grau de acomodação da política monetária ao aumento da atividade real e a aceitação da autoridade monetária de conviver com o risco de maior taxa de inflação.

A explicação do autor para a vigência de multiplicadores elevados prende-se à especificidade da atual situação econômica, dominada pelo baixo nível de atividade e juros próximos a zero por período consideravelmente longo. A condição de *zero lower bound* é uma

restrição à ação da política monetária e o aumento do estímulo fiscal provoca a queda da taxa de juros real e tem efeito significativo no produto agregado.

De Long e Summers (2012) valem-se do mesmo argumento. O texto discute o impacto da política fiscal no contexto de alto desemprego e de nível do produto abaixo do potencial. Os autores acreditam que a política fiscal discricionária pode cumprir papel relevante em um contexto de severa contração do produto, quando não há problema de restrição de oferta e a taxa de juros encontra-se presa ao patamar próximo de zero. Com a autoridade monetária comprometida em manter essa taxa por um período de tempo considerado longo, o multiplicador relevante é provavelmente bem maior do que as estimativas econométricas baseadas nos momentos em que não vale essa regra.

A excepcionalidade da situação econômica como fator decisivo para o multiplicador dos gastos públicos ser substancialmente maior do que 1 também é o elemento central da análise de Eggertsson (2010). O autor defende que no atual momento as ações de incentivo à oferta, aceitas nos modelos DSGE, tornaram-se contraproducentes, pois, com os juros próximos de zero por longo período, podem favorecer o aumento da poupança e gerar expectativas deflacionistas. A política econômica deve então concentrar-se em medidas de incentivo à demanda, com ênfase no aumento – definido e temporário – dos gastos públicos, em busca de seu efeito positivo na expansão do produto. Christiano, Eichenbaun e Rebelo (2011) seguem a mesma direção e argumentam que na situação de juros nominais próximos a zero, a política monetária perde a capacidade de se contrapor ao custo marginal declinante e à queda do produto e de preços, o que acaba por elevar a taxa de juros real e reforçar os sinais de desaceleração da economia. A expansão do gasto público, sem que ocorra uma reação dos juros nominais, gera o aumento do produto e da expectativa de inflação. O resultado é a queda da taxa de juros reais e multiplicadores bem acima de 1. Os autores alertam que a efetividade da política fiscal está diretamente relacionada ao momento da expansão do gasto público, ou seja, o alto valor do multiplicador é o resultado da especificidade da atual situação da economia mundial.

Cogan, Cwik, Taylor e Wieland (2009), por sua vez, baseiam a análise no mesmo tipo de modelos DSGE, mas chegam a multiplicadores baixos porque trabalham com a hipótese de continuidade da expansão dos gastos além do período de duração da taxa de juros zero. O aumento sustentado do gasto público provoca a elevação dos juros e o *crowding out* do investimento, enquanto que as famílias e firmas, com expectativas *forward looking*, antecipam a elevação dos impostos para financiar os maiores gastos públicos e reduzem as suas despesas, provocando baixo impacto do estímulo fiscal no PIB. Ou seja, o uso do estímulo fiscal por tempo superior ao de vigência da taxa de juros zero recoloca a discussão nos termos aceitos antes da crise.

Eggertsson e Krugman (2012) concordam em relação à efetividade dos gastos públicos na crise. Olham os anos recentes como um “momento Minsky”, em que os agentes endividados, ao buscarem a desalavancagem de posições, cortam gastos e agravam o movimento recessivo. A situação econômica, na visão desses autores, altera o comportamento usual de famílias e empresas. A equivalência ricardiana deixa de valer, enquanto que o consumo e o investimento aproximam-se do velho keynesianismo e passam a se vincular às condições correntes mais do que à renda e aos lucros futuros, de modo que o valor do gasto privado relaciona-se diretamente ao momento presente. Os autores defendem a ampliação dos gastos públicos para que ocupe o lugar deixado

pela queda dos gastos dos devedores. A expansão fiscal é vista como instrumento temporário, necessário para sustentar o produto e a renda durante o movimento de desalavancagem. O pagamento da dívida pública acumulada nesse processo deve ser postergada para quando ocorrer a recuperação da economia e não se colocar como óbice à expansão dos gastos públicos³.

Auerbach e Gorodnichenko (2010; 2012) usam os dados de USA e OECD para mostrar que o efeito da política fiscal varia de acordo com o momento do ciclo e a expansão dos gastos públicos é um instrumento efetivo de expansão do produto e do emprego na fase de recessão aguda em razão de este ser o momento em que os potenciais efeitos negativos do estímulo fiscal – inflação e *crowding out* – têm menores chances de ocorrer. O texto advoga a tese de que multiplicadores elevados ocorrem em condições genéricas de recessão e não só em caso de taxa de juros próxima a zero. Assim, os estímulos fiscais, na perspectiva dos autores, não são efetivos apenas na situação limite de juros zero, como defendem vários analistas, mas se constituem em instrumento relevante em outras situações de economias em recessão.

A crise colocou o debate teórico convencional diante da obrigação de assimilar os ensinamentos do momento econômico e de repensar o estágio de conhecimento. As grandes crises suscitam reflexão e servem para questionar pontos de vista arraigados e propor novos. Blanchard et al. (2010), atentos ao momento, chamaram a atenção para o fato de o domínio da política monetária ter ido longe demais e de ser preciso rever o lugar da política fiscal. Os economistas heterodoxos, como Skidelsky (2010), viram a oportunidade de criticar a posição teórica dominante e de defender o retorno de Keynes, prescrevendo a adoção de medidas de sustentação do nível de atividade econômica.

Os textos discutindo o multiplicador dos gastos públicos revelam a preocupação de dialogar com a atual situação econômica, sem, no entanto, alterar a posição teórica dominante. Mesmo sem alcançar o consenso, vários analistas defenderam a expansão dos gastos e a efetividade dos estímulos fiscais, porém circunscreveram a validade das ações governamentais a condições específicas: momentos de crise aguda e, na maioria dos autores, marcadas por taxa de juros zero e sem perspectiva de alteração no curto prazo. O movimento lembra o esforço de Hicks (1937) de reduzir o alcance explicativo da Teoria Geral às condições de depressão. O caminho trilhado reconhece a efetividade da política fiscal quando a profundidade da crise não deixa alternativa a não ser o socorro do setor público, socializando as perdas, em montantes definidos e no tempo preciso.

2 A dívida pública e o crescimento de longo prazo

A controvérsia sobre o efeito da política fiscal não evitou a ação dos diferentes governos ampliando fortemente os gastos públicos em apoio às empresas privadas do setor financeiro e não financeiro diante do risco de colapso da economia. O resultado foi a rápida expansão da relação dívida/PIB no âmbito dos países da OECD.

³ Nas palavras dos autores: *“The purpose of fiscal expansion is to sustain output and employment while private balance sheets are repaired, and the government can pay down its own debt after the deleveraging period has come to an end”* (p. 20).

O crescimento da dívida pública reacendeu a preocupação com os seus efeitos sobre a economia. A busca por entender os canais pelos quais a dívida impacta diferentes aspectos econômicos (taxa de acumulação, inflação, impostos, juros, política econômica etc.) é antiga. Com a crise, o foco voltou-se à discussão dos efeitos de longo prazo decorrente da recente expansão do índice dívida/PIB nas economias avançadas e as soluções possíveis.

O debate ganhou fôlego a partir dos trabalhos de Reinhart e Rogoff (2010a; 2010b). Os autores exploram vasto banco de dados com informações sobre a dívida pública de países avançados e emergentes, em período bastante longo, buscando verificar se há uma relação sistêmica entre níveis elevados de dívida pública com crescimento e inflação⁴. O estudo concluiu que a relação entre dívida e crescimento é relativamente fraca com níveis “normais”, mas, em países com dívida em patamar superior a 90% do PIB, as observações indicam que a mediana das taxas de crescimento são cerca de 1% menor, enquanto que as taxas médias de crescimento são menores em vários pontos percentuais⁵.

O estudo é meramente empírico e não oferece aparato teórico capaz de explicar o sentido de determinação causal da relação. Entretanto, os autores nesses textos iniciais sugerem implicitamente que os altos níveis de endividamento é o fator responsável por causar a redução da taxa de crescimento da economia. Em resposta a seus críticos, Reinhart e Rogoff (2013) recuam e enfatizam a natureza bidirecional da relação dívida-crescimento e, retomando Reinhart et al. (2012), acatam a posição de que a existência de retrações econômicas severas, independentemente de suas causas, pode ser o fator determinante do aumento da dívida; mas, claramente, não creem que esta seja a explicação principal.

Reinhart et al. (2012) recolocam a questão proposta em 2010. Focam, em primeiro lugar, na correlação entre crescimento e taxa de juros associada a períodos prolongados de dívida pública elevada, definidos como episódios em que a relação dívida/PIB é superior a 90% pelo menos nos últimos 5 anos. O trabalho não encontra evidências de que existe correlação entre dívida elevada e aumento da taxa de juros real ou dificuldade de acesso ao mercado de crédito nos casos (26 em 22 países) envolvendo as economias avançadas. Em 11 dos 26 casos estudados, a taxa de juros real encontrava-se abaixo ou no mesmo patamar existente em anos em que a relação dívida/PIB é menor. Por outro lado, o estudo aponta que na grande maioria dos casos observados (23 dos 26) coincidem as situações de dívida elevada (acima de 90%) e menor crescimento.

Os autores apressam-se em afirmar que: *“Of course, public debt overhang and slow growth are surely a simultaneous relationship: countries experiencing a period of slower growth may be more vulnerable to ending up with very high levels of public debt, and once the public debt overhang arises, countries with slower growth are going to take longer to escape it”* (p. 70). Não obstante, negam que a relação causal decorra inteiramente do baixo crescimento e defendem – lembrando que a relação é não linear e a questão da causalidade ainda não está bem resolvida – como proposição fundamental que *“... at high levels, often at a debt/GDP ratio around 90 percent of GDP,*

⁴ Cf. Reinhart e Rogoff (2010a, p. 573): *Our results incorporate data on 44 countries spanning about 200 years. Taken together, the data incorporate over 3,700 annual observations covering a wide range of political systems, institutions, exchange rate and monetary arrangements, and historic circumstances.*

⁵ O texto agrupa os países em 4 categorias, de acordo com o valor da relação dívida/PIB: i) abaixo de 30%; ii) entre 30% e 60%; iii) entre 60% e 90% e iv) acima de 90%.

public debt overhang does seem to have a negative effect on growth" (p. 80)⁶. Com base nesta constatação empírica concluem alertando que o custo de longo prazo provocado pela dívida elevada precisa ser considerado quando se pensa em lançar mão de políticas keynesianas de curto prazo de estímulo fiscal.

Os estudos de Reinhart e Rogoff ganharam notoriedade e serviram de referência na definição da política econômica contrária aos estímulos keynesianos, fornecendo o suporte empírico necessário para justificar as medidas de austeridade empregadas para reduzir o alto nível da dívida pública que emergiu no bojo da crise mundial⁷.

Irons e Bivens, já em julho de 2010, apontaram falhas no tratamento empírico das informações dos USA e problemas de concepção teórica. Segundo esses autores, Reinhart e Rogoff (2010a) não dão suporte teórico para o tratamento da causalidade e defendem que as evidências sugerem o movimento oposto do que o texto propõe. Além disso, advertem que o fato de correlacionar valor da dívida e taxa de crescimento em dado momento, sem discutir o seu impacto no tempo, não é suficiente, teoricamente, para se acatar a proposição de que o estoque da dívida afete as condições de crescimento. Panizza e Presbitero (2012) questionam igualmente o uso dos estudos empíricos indicativos da presença de correlação negativa entre dívida pública e crescimento econômico. Eles voltam a mencionar o fato de que a presença de correlação não indica causalidade e afirmam não terem encontrado evidências de a dívida elevada afetar o crescimento das economias avançadas, por isso negam a possibilidade de uso dessa relação como argumento de sustentação da política de consolidação fiscal. O FMI (2012) destaca a complexidade da conexão dívida e crescimento e defende não haver um simples patamar capaz de definir se o país está numa situação boa ou ruim, de tal modo que é fundamental explorar a dinâmica da dívida pública, o ambiente macroeconômico e as políticas adotadas em cada caso para se conhecer os efeitos decorrentes do endividamento.

Herndon et al. (2014) desferem ataque contundente à Reinhart e Rogoff (2010a; 2010b). Eles replicaram os dados utilizados nos estudos e obtiveram resultados diversos: *"we find that selective exclusion of available data, coding errors and inappropriate weighting of summary statistics lead to serious miscalculations that inaccurately represent the relationship between public debt and GDP growth among 20 advanced economies"* (p. 1). Na visão dos autores, contrariando as colocações de Reinhart e Rogoff, a média e a mediana do crescimento do PIB quando a dívida supera 90% não difere muito dos valores alcançados se a dívida for menor. Além disso, afirmam que os dados não permitem estabelecer uma norma geral, já que a relação entre dívida pública e

⁶ Os autores citam alguns trabalhos que corroboram a tese que defendem, entre eles: Kumar e Woo (2010); Cechetti, Mohanty e Zampolli (2011); Arcand, Burkes e Panizza (2012)

⁷ Como colocou Kozelmann (2014, p. 25): *"In his 2010 Mais Lecture, UK Chancellor of the Exchequer George Osborne contended that '[a]s Rogoff and Reinhart demonstrate convincingly, all financial crises ultimately have their origins in one thing', high levels of public debt (Osborne, 2010). In America, Chairman of the House Budget Committee, Congressman Paul Ryan, maintained that '[a] well known study completed by economists Ken Rogoff and Carmen Reinhart confirms a common-sense conclusion. The study found conclusive empirical evidence that gross debt ... exceeding 90 percent of the economy has a significant negative effect on economic growth' (Ryan, 2013, p. 78). And in his address to the International Labour Organization (ILO) on 9 April 2013, Olli Rehn, EU Commissioner for Economic Affairs, used the paper to argue that 'public debt in Europe is expected to stabilize only by 2014 and to do so at above 90% of GDP. Serious empirical research has shown that at such high levels, public debt acts as a permanent drag on growth' (Rehn, 2013)."*

crescimento do PIB varia significativamente a cada período e de acordo com o país. Ou seja, os autores refutam categoricamente a alegação de Reinhart e Rogoff de que índices de dívida pública acima de 90% reduzem a taxa de crescimento do país de forma consistente.

A descoberta de erros na manipulação das informações manchou a credibilidade da pesquisa de Reinhart e Rogoff. Entretanto, pouco alterou a crença de muitos na política de austeridade como solução da crise das economias avançadas. O debate teórico sobre qual o caminho a seguir recebeu enorme atenção e trouxe de volta a discussão sobre os efeitos keynesianos ou não da consolidação fiscal.

3 O impacto da consolidação fiscal: a questão da contração fiscal expansionista

A problemática da contração fiscal expansionista recebeu enorme visibilidade nos anos 90 com as colocações dos teóricos próximos da visão novo-clássica de que, ao contrário do que defendiam os keynesianos tradicionais, a adoção de um programa de consolidação fiscal não levaria, mesmo no curto prazo, necessariamente à recessão e, em determinadas condições, poderia ser expansionista (Giavazzi e Pagano, 1990; Alesina e Perotti, 1995).

O crescimento do déficit e da dívida pública na esteira da crise de 2008 recolocou o debate sobre a pertinência da adoção de programas de consolidação fiscal e sobre os seus efeitos na atividade econômica. O texto de Alesina e Ardagna (2010) relançou a discussão e defendeu a posição de que os programas de austeridade fiscal eram necessários e não teriam impacto negativo na situação econômica. Os autores, a partir de um modelo CABP (*cyclically-adjusted primary balance*)⁸, analisam dados de 21 países da OECD e os efeitos dos programas fiscais. As conclusões não diferem de estudos anteriores e apontam que os resultados estão relacionados ao desenho do programa. O corte de tributos é a melhor escolha se o objetivo for expandir o produto, pois, como afeta diretamente as condições de oferta, provoca maior efeito sobre o produto do que a opção de elevar os gastos. Por outro lado, os programas de ajustamento fiscal são mais efetivos quando realizados por meio de corte de gastos do que por aumento de receita e os resultados estão mais associados à expansão econômica do que à recessão, confirmando a hipótese da contração fiscal expansionista.

Os autores voltaram a defender posição semelhante em outro estudo (Alesina; Ardagna, 2012). Primeiro, reafirmam que o ajuste fiscal baseado em corte de gastos é bem menos provável de ser revertido e levam a um período mais longo de queda da relação dívida / PIB. Segundo, apontam que os programas de ajuste por meio de corte de gastos estão relacionados com recessões menores do que os que se baseiam em aumento de tributos e, em alguns casos, durante o período de corte de gastos e no momento posterior imediato, o crescimento do PIB é maior do que em anos

⁸ O método CAPB é o utilizado nos estudos convencionais de medição dos efeitos de uma política de contração fiscal. Segundo Guajardo et al. (2011, p. 6): *The conventional approach to addressing this issue is to identify discretionary changes in fiscal policy using cyclically-adjusted fiscal data. In particular, a standard approach is to use the change in the CAPB to measure discretionary changes in fiscal policy. The CAPB is calculated by taking the actual primary balance – non-interest revenue minus non-interest spending – and subtracting the estimated effect of business cycle fluctuations on the fiscal accounts. Cyclical adjustment offers an intuitive way of dealing with the fact that tax revenue and government spending move automatically with the business cycle. The assumption is that, once they are cyclically adjusted, changes in fiscal variables reflect policymakers' decisions to adjust taxes and government spending. An increase in the CAPB would therefore provide evidence of deliberate fiscal policy tightening.*

anteriores. Terceiro, os resultados expansionistas ocorrem, sobretudo, quando os programas de ajuste fiscal são acompanhados de políticas orientadas ao crescimento, como a liberalização dos mercados de trabalho e de bens, capazes de alterar o regime econômico e de interferir nas expectativas, responsáveis por incutir confiança nos investidores.

Alesina e Ardagna (2012), em resposta à posição de críticos que atribuem a responsabilidade pelo sucesso dos programas de ajustes às medidas complementares aos cortes de gastos ou aumento das receitas, concordam com as colocações de Alesina, Favero e Giavazzi (2012) de que as políticas de renda (acordos salariais) ajudam e essas políticas são beneficiadas pelos programas fiscais que freiam a dinâmica salarial do setor público, bem como o controle salarial e as desvalorizações cambiais impulsionam a competitividade e expandem as exportações. Os autores aceitam a ideia de que é conjunto de políticas e não apenas a política fiscal que garantem as condições expansionistas. Ou seja, um *mix* apropriado de políticas provoca efeitos tanto no lado da demanda como da oferta, de modo que o pequeno efeito negativo do corte de gastos sobre a demanda pode ser compensado pelo efeito positivo gerado pela política monetária acomodatória nas condições de demanda e/ou pelos efeitos positivos que os cortes de gastos correntes e as reformas liberalizantes têm sobre as condições de oferta da economia. Porém, afirmam que não é a política monetária nem qualquer efeito especial provocado pelo ajuste fiscal nas expectativas a explicação para as sistemáticas diferenças entre os programas baseados no aumento de tributos e no corte de gastos e sim a composição do ajuste e o seu efeito no mercado de trabalho, com reflexo nas condições de oferta da economia.

Alesina, Favero e Giavazzi (2012) reforçam o ponto de vista de que os ajustamentos baseados em corte de gastos estão associados, na média, com suaves e curtas recessões e, em muitos casos, estas não ocorrem, enquanto que os ajustamentos com aumento de impostos são seguidos de prolongadas e severas recessões. Não atribuem esta gritante diferença ao comportamento da política monetária. O que sugere que a diferença pode se manter mesmo na situação de juros próximos a zero, embora, como os autores realçam, os efeitos podem ser mais penosos no caso de o corte de juros não compensar a contração fiscal.

O ambiente econômico posterior à crise de 2008 ensejou críticas aos defensores da hipótese de contração fiscal expansionista. O primeiro conjunto de observações concentrou-se em mostrar que os dados usados na defesa dessa proposição não servem de parâmetro à análise dos efeitos da política fiscal nas condições econômicas atuais. Jayadev e Konczal (2010) mostram que em 20 dos 26 casos de consolidação fiscal estudados por Alesina e Ardagna (2010), a taxa de crescimento no ano anterior ao do programa de ajustamento era maior do que a média dos três últimos anos, sugerindo que a consolidação fiscal em anos de *boom* ou de crescimento estável tem menor chance de trazer problemas do que os programas realizados em períodos depressivos, já que as medidas podem ser parte de políticas contra cíclicas, cujo objetivo é manter o crescimento. Como os casos de sucesso ocorreram em momentos de expansão econômica, em nada comparável com a atual circunstância, os dados, segundo os autores, pouco ajudam a entender a situação americana. Ou seja, não há indicação de que um programa imediato de ajuste fiscal irá trazer benefícios e reduzir a relação dívida/PIB, ao contrário, pode agravar o quadro.

Baker (2010) defende posição semelhante a partir da revisão dos dados do estudo da Goldman Sachs (Broadbent e Daley, 2010) a favor da hipótese de contração fiscal expansionista. O

autor mostra que dos países que cresceram após a realização do programa de ajuste fiscal, poucos apresentavam volume de atividade tão distante do nível de produto potencial como os USA. Em todos os casos com expressivo hiato do produto, o país era mais aberto e a articulação com o comércio internacional gerava impacto bem maior do que na economia americana. Além disso, os países com programas de ajuste bem sucedidos tinham taxa de juros maiores do que a americana. Concluem que condições cruciais do sucesso dos programas de ajuste não estão presentes e, portanto, os exemplos estudados pouco serviam para balizar possíveis propostas de política econômica para os USA enfrentarem o quadro de crise recente.

Perotti (2011), um dos autores pioneiros do debate sobre contração fiscal expansionista (Alesina e Perotti, 1995), faz autocrítica e aponta a necessidade de levar em conta o momento e as condições específicas de cada país na discussão dos efeitos de curto prazo da política fiscal. O autor analisa quatro casos (Dinamarca, Irlanda, Finlândia e Suécia) e mostra que em apenas um deles (Dinamarca) o crescimento ocorreu como resultado de condições internas e, mesmo assim, após três anos a economia perdeu competitividade e entrou em recessão, enquanto que nos demais as exportações foram o principal fator de expansão. Os casos estudados, segundo o autor, apontam a relevância de conhecer a situação e o momento do país para entender os resultados alcançados, pois os motivos do sucesso de programas de ajuste anteriores podem não se repetir em outra condição. Em todos os casos estudados, a taxa de juros declinou rapidamente e também teve papel expressivo a contenção dos salários, bem como o uso de âncoras nominais, com a estabilização da taxa de câmbio e a política de meta de inflação, indicando mudanças no regime de política econômica vigente na fase anterior. Perotti, embora reconheça que os resultados do estudo colocam em xeque algumas versões da hipótese de contração fiscal expansionista e a sua aplicabilidade na atual circunstância, não descarta a necessidade de ajuste fiscal no curto prazo por pelos menos três razões: primeira, o ajuste é importante para reduzir a taxa de juros; segundo, ele torna viável o controle salarial ao sinalizar a mudança do regime que reduz a expectativa de inflação e, terceiro, é um fator instrumental para preservar os benefícios da depreciação cambial responsável por gerar o *boom* de exportação.

As questões levantadas pelos autores citados deram lugar a um segundo conjunto de críticas: a metodologia de cálculo do déficit. O centro do debate é o método para estimar a variação ciclicamente ajustada do déficit, ou seja, a parte da mudança do déficit que se deve à ação discricionária da política econômica vis à vis os efeitos automáticos do ciclo nos gastos e receitas governamentais (Perotti, 2011).

A crítica refere-se ao método CAPB usado na literatura convencional para identificar os programas de consolidação fiscal e dar sustentação à hipótese de contração fiscal expansionista. Como colocam Guajardo et al. (2011) e Devries et al. (2011), os estudos com o método tradicional incorre em erros. Primeiro, as mudanças nas variáveis fiscais ciclicamente ajustadas incluem frequentemente alterações que não estão correlacionadas às ações discricionárias de política econômica, mas sim a outros desenvolvimentos que afetam o nível de atividade e tem reflexos no resultado fiscal ajustado. Por exemplo, um *boom* no mercado de ações eleva os ganhos de capital e melhora as receita de impostos, com impacto no consumo e no investimento. A correlação positiva entre a variação no CAPB e esse termo de erro na regressão enviesa o resultado a favor dos efeitos da consolidação fiscal na atividade econômica. Segundo, as mudanças no resultado fiscal podem refletir ações deliberadas do governo em resposta a problemas econômicos. Por exemplo, a adoção

de medidas anticíclicas em uma economia aquecida, via corte de gastos e aumento de tributos, em que há a correlação entre ajuste fiscal e crescimento rápido. Terceiro, o método pode omitir anos em que as medidas de redução do déficit fiscal são seguidas de choques adversos ou medidas compensatórias de estímulo, introduzindo um viés no cálculo do CAPB. Finalmente, a mudança na relação déficit/PIB não é um guia capaz de refletir fielmente a presença ou não de uma política de consolidação fiscal, pois, com frequência, seleciona períodos associados a resultados favoráveis em que não ocorreu política deliberada de eliminação do déficit e omite outros em que o uso de medidas de controle fiscal não obteve o objetivo desejado. O erro no tratamento desses casos pode comprometer os esforços de estimar os efeitos da consolidação fiscal e enviesar a análise a favor de evidências da hipótese de contração fiscal expansionista.

A preocupação de evitar os erros associados ao método convencional levou à busca por identificar ações de consolidação fiscal usando um meio alternativo: o método histórico (Romer e Romer, 2010; Ramey, 2011), cuja essência consiste em usar registros variados – discursos, boletins, informativos, notas técnicas, etc. – com o objetivo de identificar as razões e as circunstâncias da política de consolidação fiscal, a fim de descrever a história e a motivação que levaram à adoção dessas medidas. De acordo com Romer e Romer (2010), o uso dos registros históricos permite, inicialmente, identificar as mudanças geradas por alterações da legislação tributária e as diferenciar das que decorrem de fatores não ligados às ações de políticas específicas. Em seguida, as informações sobre as motivações de cada ação ajudam a dividir as medidas tributárias legais em duas grandes categorias: i) as chamadas de endógenas: ações fiscais voltadas para manter o crescimento do produto na sua condição *normal*, como, por exemplo, medidas anticíclicas, como o corte de impostos para evitar uma recessão, ou aumento de tributo para compensar a alta do gasto público que irá afetar o produto; e ii) as mudanças tributárias exógenas: as ações não motivadas pelo estado da economia, mas por outras razões. A motivação específica comum é conter o déficit público herdado do período anterior ou influir na taxa de crescimento do produto de longo prazo. Finalmente, essas observações legítimas são usadas para estimar os efeitos das mudanças tributárias no valor do PIB.

O uso do método histórico (Romer; Romer, 2010; FMI, 2010 e Devries et al. 2011) levou ao questionamento da posição convencional. As estimativas das ações fiscais identificadas a partir da análise direta dos documentos contemporâneos dos programas de consolidação fiscal não sustentam a hipótese da contração fiscal expansionista e apontam o caráter contracionista das medidas, sobretudo nas condições atuais em que não é viável adotar proposições compensatórias via corte de taxa de juros e desvalorizações cambiais. As análises com o enfoque histórico indicam que a consolidação fiscal é contracionista mesmo quando o programa adota a política de corte de gastos. Contudo, aceita – em comum com a posição convencional – que o corte de gastos é menos recessivo do que o aumento de tributos.

A visão de que a política de contração fiscal, no curto prazo, é recessiva, tem implicação direta, como se discute à frente, na decisão de como conduzir a política econômica. As análises não abandonam a ideia de que, no longo prazo, o ajuste fiscal é benéfico, com implicações na taxa de juros e no custo da dívida, favorecendo a retomada dos investimentos. A discussão crucial é sobre o momento, o modelo e a intensidade do ajuste fiscal. Os adeptos da hipótese da contração fiscal expansionista aceitam ações restritivas imediatas e os contrários defendem a necessidade de adotar

medidas de curto prazo capazes de assegurar o ajuste fiscal de longo prazo, com o cuidado de que não afetem o nível de atividade econômica e não aprofundem o quadro recessivo.

4 Política econômica: alternativas

Os diferentes posicionamentos sobre o tamanho do multiplicador fiscal e a hipótese da contração fiscal expansionista alimentaram o debate sobre as alternativas da política econômica. Há praticamente consenso no seio da visão convencional de que a crise colocou a necessidade de os países adotarem programas de ajuste fiscal. Surgem pontos de divergência na escolha do momento e da profundidade dos ajustes: enquanto alguns defendem a adoção imediata da austeridade, outros acreditam que o efeito dessas medidas é o de aprofundar a recessão, sem alcançar o objetivo de reduzir o endividamento e garantir a sustentabilidade da dívida.

Cotarelli (2012) identificou três visões diferentes no debate da austeridade.

O primeiro grupo (*hawk view*) é composto pelos que defendem o uso da restrição fiscal imediata para combater o alto endividamento. Em favor dessa tese, os autores recorrem a dois tipos de argumentos. Uns adotam o princípio teórico da contração fiscal expansionista, segundo o qual, como se viu no item anterior, a austeridade não tem efeito negativo significativo sobre o produto. Pelo contrário, pode até mesmo ser expansionista em determinadas condições, sobretudo se o ajuste ocorrer via corte de gastos e receber o apoio de medidas complementares (controle salarial e desvalorização cambial). Os autores acreditam que o ajuste fiscal é indispensável para conter o alto endividamento e reconquistar a confiança do setor privado, condições necessárias à retomada do crescimento. Outros veem o controle fiscal como fator negativo no curto prazo à já debilitada atividade econômica, mas admitem que os países, diante do alto endividamento, não têm escolha a não ser apelarem à restrição fiscal, como meio de reduzir o risco soberano e ter acesso ao mercado de crédito internacional e o custo de captação dos empréstimos. Trichet, então presidente do BCE, em discurso em 2010, foi taxativo:

given the magnitude of annual budget déficits and the ballooning of outstanding public debt, the standard linear economic models used to project the impact of fiscal restraint or fiscal stimuli may no longer be reliable. ... My understanding is that an overwhelming majority of industrial countries are now in those uncharted waters, where confidence is potentially at stake. Consolidation is a must in such circumstances.

Estudos da Comissão Europeia reforçam essa interpretação. Larch et al. (2014), depois de analisarem 170 episódios de países que recorreram à assistência do FMI, concluíram que as ações políticas decisivas, especialmente o ajuste fiscal e a reestruturação do setor financeiro, tiveram contribuição positiva no sucesso do programa e, embora se possa esperar o apoio da demanda externa no processo de recuperação, os autores veem como imperativo a continuidade da consolidação fiscal e das reformas estruturais e do setor financeiro. Berti et al. (2013) mostram que o ajuste fiscal, no curto prazo, a depender do valor do multiplicador adotado no modelo, pode provocar, como um dos resultados possíveis, o aumento temporário da relação dívida/PIB⁹. Os

⁹ Como coloca o texto: “When a high multiplier is used in the projections (1.5 in what follows), this, together with currently high debt levels, would indeed entail short-term increases in the public debt-to-GDP ratio in response to fiscal consolidation,

autores sustentam que, apesar do efeito negativo de curto prazo, a consolidação fiscal, em muitos dos países europeus, é necessária considerando o risco de a dinâmica atual da dívida tornar-se explosiva na ausência da política de intervenção.

Gros (2012) também reconhece que, na situação de crise econômica e alto endividamento, o multiplicador tende a ser maior do que um e resultar em recessão, com risco de o ajuste se anular no curto prazo. Ou seja, o efeito positivo nas contas públicas só é alcançado no longo prazo; mas, mesmo assim, o autor defende que na situação econômica vigente não existe opção fácil e, entre as possíveis, essa é a menos problemática¹⁰. Corsetti et al. (2012) e Corsetti (2012) discutem os efeitos da contração fiscal em economias onde o risco soberano é elevado. Eles argumentam que, por meio desse canal de transmissão, o nível elevado da dívida pública provoca o aumento do custo de financiamento do setor privado e afeta negativamente a atividade econômica. Em condições normais, o Banco Central poderia intervir e reduzir a taxa de juros visando incentivar a atividade econômica. Porém, no momento atual, diante da inviabilidade de maior redução dos juros, restou o caminho da restrição fiscal. Na visão dos autores, o elevado risco soberano altera o mecanismo de transmissão da política fiscal e provoca multiplicadores de gastos com valores baixos. Logo, o corte de gastos impacta a produção menos do que poderia se esperar na ausência do risco soberano, além de atuar como instrumento de combate à crise de confiança e à instabilidade macroeconômica, refletindo de modo favorável nas finanças públicas. Ou seja, em países com risco soberano elevado a restrição fiscal é importante meio de reduzir o déficit e o prêmio de risco ao longo do tempo, com reduzido impacto na atividade. Concluem a favor do uso imediato de medidas restritivas, pois acreditam que eventuais atrasos, mesmo que moderados, podem dar lugar a desenvolvimentos adversos na dinâmica da dívida pública e gerar efeitos negativos na economia.

A proposta do estudo da OECD (2012) é semelhante. O trabalho aceita a proposição dos estudos empíricos indicando que os países, depois de certo patamar de dívida pública, apresentam menor ritmo de crescimento econômico e defende a necessidade de um esforço adicional de consolidação fiscal, com o objetivo de estabilizar a relação dívida/PIB. O texto chama a atenção de que se deve balancear a dimensão do ajuste e ter cuidado com o seu efeito na demanda agregada. O ideal, no curto prazo, é dosar o ritmo de acordo com a situação de cada país (finanças públicas, crescimento e poder de atuação da política monetária) e a necessidade de sinalizar a existência de um compromisso crível com a consolidação fiscal. Segue, no entanto, a posição de Corsetti et al. (2012) de que se deve adotar medidas imediatas de restrição fiscal no caso de países com dívida e risco soberano elevados, por considerar que a demora pode afetar a dinâmica da dívida e desencadear uma situação insustentável. Por sua vez, em países com valor menor de dívida, o

also if financial markets react "normally" (i.e. yields decrease when fiscal consolidation takes place). No significant short-term increases in the debt ratio would, on the contrary, be obtained for consolidating countries with an assumed low multiplier (0.5). On the other hand, if financial markets react "myopically" to consolidation (i.e. yields increased, based on financial markets' expectations of a higher debt ratio brought about by fiscal consolidation in the short run), an intermediate value of the multiplier (1.0) would already be sufficient to generate a temporary increase in the debt ratio" (p. 2).

¹⁰ Como coloca o autor: "A country which enters a period of heightened risk aversion with a debt overhang has only bad options from which to choose. Implementing credible austerity plans constitutes the lesser evil, even if this aggravates the cyclical downturn in the short run" (p. 177).

processo de consolidação fiscal pode ser mais brando e contemplar o desejo de minimizar o efeito de curto prazo na atividade econômica.

A visão mais crítica (*dove view*) focou no alto desemprego provocado pela política de austeridade e defendeu a continuidade das medidas de estímulo fiscal como meio de enfrentar o problema. Os autores acreditam que o uso da restrição fiscal afeta o crescimento do produto e alimenta as dúvidas sobre a solvência do setor público, elevando o custo do financiamento que, aliada à baixa atividade econômica, deteriora a situação fiscal e anula os ganhos do corte inicial. Krugman é o porta-voz midiático dessa corrente e propõe no livro *End this Depression Now!* (2012) um basta à austeridade, com o argumento de que, na condição de armadilha de liquidez, o corte de gastos leva à queda do PIB, já que enfraquece a economia e gera cortes também dos gastos privados. Com a deterioração econômica e consequente redução da receita fiscal, o efeito sobre o estoque da dívida é inferior ao esperado e, mesmo no longo prazo, não há segurança de melhoria da situação fiscal porque o menor volume de gastos pode comprometer a renda futura e a capacidade de o país sustentar a dívida. O lema do autor é: “*spend now, pay later*” (p. 109). Ele defende políticas expansionistas do FED e a ampliação dos gastos públicos por meio, por exemplo, do aumento temporário do seguro desemprego e de outros programas de assistência social. DeLong e Summers (2012), de modo semelhante à Krugman, afirmam que a austeridade, na vigência da armadilha para a liquidez, aprofunda a crise e deteriora a situação fiscal de longo prazo. Os autores propõem manter a política de estímulos fiscal enquanto durar o quadro recessivo e estão certos de que o aumento de gastos beneficia e não compromete as restrições orçamentárias de longo prazo.

Uma terceira linha de argumentação (*woodpecker view*) defende a consolidação fiscal como passo necessário de combate ao endividamento e de retomada do crescimento; mas, por outro lado, aponta a necessidade de o programa de ajuste conciliar medidas de cunho fiscal que sejam capazes de garantir a solvência da dívida pública no longo prazo e de propor ações de curto prazo voltadas a sustentar a demanda e evitar o aprofundamento da crise.

Christina Romer (2012), figura expoente dessa posição, realça que é possível extrair duas lições sobre a condução da política fiscal a partir do exame da recente crise mundial. Primeiro, a política fiscal tem efeitos relevantes no curto prazo e é particularmente potente na condição atual de taxa de juros próxima a zero. Segundo, a continuidade de elevados déficits orçamentários no longo prazo podem levar à crise fiscal e, eventualmente, a sérios problemas econômicos mesmo em países estáveis e avançados.

Essas lições, no entender da autora, não são novidades, mas estão sendo pouco observadas nas políticas recentes de combate à crise. Não considera a adoção de políticas fiscais austeras, por seus efeitos danosos no curto prazo, uma boa ideia nos países de elevado nível de desemprego, nem mesmo nos que estão a flertar com a crise. Não obstante, destaca que os problemas fiscais não podem ser ignorados e requerem medidas de redução do déficit, a serem adotadas com cuidado e gradualmente, a fim de melhorar a solvência fiscal de longo prazo sem afetar a demanda agregada no curto prazo, nas palavras da autora: “*the austerity plans should be back-loaded*” (p. 11)¹¹.

¹¹ Romer cita como exemplo desse tipo de política a reforma na França introduzindo um aumento gradual na idade de aposentadoria, de 60 para 62 anos.

Na estratégia proposta por Romer, dois tipos de países ocupam lugar de destaque: os de elevada taxa de desemprego, mas acesso a financiamento a juros baixos (USA) e aqueles com superávits comerciais elevados (Alemanha e China). Por ocuparem lugar de destaque na economia mundial, deveriam sustentar políticas de estímulo fiscal, elevando os déficits ciclicamente ajustados e não apenas recorrer ao uso dos estabilizadores automáticos. A recomendação aos europeus, por sua vez, é abandonarem a austeridade, que não se mostrou efetiva, e adotarem medidas de curto prazo de sustentação da demanda agregada, ao mesmo tempo em que realiza reformas estruturais, de cunho liberal, capazes de tornar o mercado de trabalho mais flexível e de afrouxar as regulações a fim de beneficiar o ambiente de negócios.

A combinação de reformas estruturais e de medidas a favor do crescimento é vista como central na estratégia: ataca o problema de falta de demanda de curto prazo e evita o efeito negativo do ajuste durante o período de travessia até alcançar os resultados das ações de longo prazo. O passo inicial é o abandono da austeridade fiscal, acompanhado por medidas monetárias expansionistas, como a compra de dívida, fator essencial de redução do custo dos empréstimos e de ajuda no controle fiscal de longo prazo.

A posição do FMI, um dos agentes responsáveis por ditar a política de ajuste pós-crise, oscilou no decorrer do tempo: de avalista das medidas expansionista no momento inicial (Blanchard et al., 2010), adotou postura conservadora em favor do ajuste fiscal, na crença de que esse caminho evitaria o endividamento crescente e a perda de credibilidade dos países. O órgão, ao propor, em 2010, a estratégia de consolidação fiscal, defendeu a obrigatoriedade de amplo e duradouro controle fiscal para conter o endividamento em níveis prudentes, por meio de melhores resultados primários estruturais. A proposta envolvia deixar expirar as medidas anteriores de estímulo fiscal, efetuar cortes de gastos primários, elevar a receita, reforçar a institucionalidade fiscal, além de realizar reformas de longo prazo (FMI, 2010)¹².

O duro programa de ajuste imposto à Grécia e a outros países da Europa refletiu a crença do órgão de que a expansão da dívida não deixava alternativa a não ser a austeridade. O fraco desempenho econômico levou à revisão de sua postura e ao reexame de proposições teóricas antes aceitas. O texto de Blanchard e Leigh (2013) avalizou as pesquisas empíricas recentes a favor da existência de multiplicador fiscal maiores nas fases de depressão do que nos momentos de expansão¹³. A aceitação deste ponto de vista colocou em questão os nexos entre restrição fiscal, expansão e redução da dívida pública e levou o órgão a reconhecer significativas subestimações nas projeções de aumento de desemprego e de declínio do consumo e investimento privados associados aos programas de consolidação fiscal. Estudos realizados no FMI (Guajardo et al., 2011; Devries et

¹² Como colocou o texto: *“Although specific circumstances at the country level, including societal preferences, will shape the composition of adjustment and its political feasibility, in many cases restoring fiscal sustainability will require not only addressing with greater vigor pre-existing long-run challenges in health and pensions, but also undertaking reforms to reduce other spending and increase tax revenue as a share of output”* (p. 4).

¹³ Como colocaram Eyraud e Weber (2013, p. 2): *“With multipliers close to 1, fiscal consolidation is likely to raise the debt ratio in the short run in many countries. Although the debt ratio eventually declines, its slow response to fiscal adjustment could raise concerns if financial markets react to its short-term behavior. It may also lead country authorities to engage in repeated rounds of tightening in an effort to get the debt ratio to converge to the official target. Not explicitly taking into account multipliers or underestimating their value may lead policymakers to set unachievable debt targets and miscalculate the amount of adjustment necessary to bring the debt ratio down.”*

al., 2011) questionaram – ver o tópico anterior – a ideia da contração fiscal expansionista com base na especificidade do quadro econômico atual, em que vige taxa de juros próxima a zero, e no uso de novos métodos de avaliação da política fiscal. Além disso, o órgão colocou em xeque a propalada relação entre dívida e crescimento. Segundo o FMI (2012), o simples fato de alcançar certo patamar de endividamento não alça o país a uma situação boa ou ruim. Esse tipo de determinação é mais complexo e pressupõe entender a dinâmica da dívida pública, o quadro macroeconômico e o uso dos instrumentos de política econômica.

O órgão rechaçou tais pontos e passou a reconsiderar os programas de ajuste fiscal com base nas lições tiradas da crise: i) o esforço de consolidação fiscal precisa ser complementado por ações de suporte ao crescimento, entre elas, condições monetárias favoráveis e depreciação cambial como meio de impulsionar a demanda externa; ii) a ênfase do programa deve recair em medidas permanentes ou estruturais mais do que em ações de caráter temporário e iii) a redução do déficit primário e da dívida leva tempo. A partir destes pontos o FMI mudou a ênfase de sua proposta. A estratégia, mesmo sem abrir mão do ajuste fiscal, ampliou o esforço de conciliar o controle fiscal e o cuidado de não aprofundar a recessão. Como colocou em FMI (2012, p. 126):

we suggest a road map for successful resolution of the current public debt overhangs. First, support for growth is essential to cope with the contractionary effects of fiscal consolidation. Policies must emphasize the resolution of underlying structural problems within the economy, and monetary policy must be as supportive as possible. Such policy support is particularly important at this point because all major economies must address public debt overhangs, which means they cannot rely on favorable external conditions. Second, because debt reduction takes time, fiscal consolidation should focus on enduring structural change. In this respect, fiscal institutions can help. Third, while realism is needed when it comes to expectations about future debt trajectories and setting debt targets in a relatively weaker global growth environment, the case of Italy in the 1990s suggests that debt reduction is still possible even without strong growth.

Cottarelli e Jaramillo (2012) e Cottarelli (2012), membros do departamento de política fiscal do FMI, reafirmaram essas proposições e defendem que os instrumentos dos programas de ajuste fiscal devem ser selecionados levando em conta os seus efeitos no crescimento. Caso contrário, eventuais ganhos nos fundamentos fiscais podem se perder com a queda do produto e comprometer a sustentabilidade da dívida. Os autores propõem ainda que os países com maior liberdade fiscal e baixo crescimento devem evitar o aperto da política fiscal. É interessante notar, no entanto, que aceitam o fato de que outras economias, com dívida elevada e acesso limitado a fontes de financiamento, não tem opção a não ser manter os planos de redução do déficit. Nesse sentido, aproximam-se da *hawk view*, embora tomem o cuidado de destacar que o controle fiscal não pode ser a única política para restabelecer a confiança do mercado, sendo necessário garantir condições adequadas de financiamento enquanto as reformas estruturais não garantirem o restabelecimento das condições de competitividade e crescimento.

O discurso de Lagarde (2011), diretora geral do FMI, sintetiza a posição do órgão:

So there are no easy answers. But that does not mean there are no options. For the advanced economies, there is an unmistakable need to restore fiscal

sustainability through credible consolidation plans. At the same time we know that slamming on the brakes too quickly will hurt the recovery and worsen job prospects. So fiscal adjustment must resolve the conundrum of being neither too fast nor too slow. Shaping a Goldilocks fiscal consolidation is all about timing. What is needed is a dual focus on medium-term consolidation and short-term support for growth and jobs. That may sound contradictory, but the two are mutually reinforcing. Decisions on future consolidation, tackling the issues that will bring sustained fiscal improvement, create space in the near term for policies that support growth and jobs.

5 Propostas de mudanças institucionais

A crise econômica e o impacto nas contas públicas dos programas de apoio ao capital privado geraram a preocupação com a capacidade de os governos sustentarem as condições de solvência da dívida pública e desencadearam o movimento de busca por alterações institucionais a favor de enrijecimento do controle fiscal. A implementação de regras fiscais não é novidade. A onda inicial ocorreu na primeira metade dos anos 90 como parte das proposições de cunho novo clássica em resposta à crise da dívida de alguns países e à necessidade de outros alcançarem os critérios de entrada no euro. A segunda envolveu basicamente a reformulação do aparato institucional de controle fiscal adotado nas economias emergentes como resultado dos acordos com o FMI decorrentes das crises internacionais do final dos anos 90 (crises da Ásia, Rússia e Brasil). A terceira surge agora como meio de frear o descontrole do déficit fiscal gerado pela crise de 2008 (Schaechter et al., 2012).

A definição das regras fiscais variou significativamente nos diferentes países, como reflexo do impacto da crise na situação fiscal, da condição do arranjo político e das condições institucionais já existentes (FMI, 2009). Não obstante, a motivação comum dos movimentos recentes a favor da adoção de novas regras fiscais é responder à questão de como controlar a expansão do déficit e evitar o risco de não solvência da dívida pública.

A discussão sobre um novo arranjo institucional de controle fiscal cresceu nos anos recentes e ganhou ênfase a aposta na criação dos *Fiscal Councils* (Debrun et al., 2012; FMI, 2013; Debrun, 2011; Kopits, 2011, Calmfors; Wren-Lewis, 2011). A questão é controversa. Os autores, ao mesmo tempo em que apoiam essa iniciativa, reconhecem os limites políticos e institucionais de um órgão fiscal independente e não o colocam como substituto do poder político das forças eleitas pelo voto democrático, bem como apontam dificuldades de delimitar o espaço em que devem atuar. Não obstante, creem que os Conselhos Fiscais podem ser instrumento útil para complementar a ação das regras fiscais e reforçar o aparato institucional de defesa do controle fiscal.

Wyplosz (2012) é de opinião que a crise revelou a insuficiência do modelo atual de regras fiscais no enfrentamento dos problemas de déficit e de solvência da dívida. A estrutura vigente defronta-se com um dilema: não pode ser muito rígida, já que incorre no risco de ser descartada caso colida com interesses políticos, nem demasiado frouxa porque seria de pouca serventia. O autor crê que a distinção que separa essas duas posições é tênue, mutável ao sabor das circunstâncias, daí a relevância de criar instituições voltadas a dar sustentação ao uso das regras fiscais. As instituições fiscais devem cumprir a tarefa de forçar o comprometimento das autoridades

com o controle das contas públicas, sem violar o legítimo direito democrático de o poder eleito fazer as escolhas orçamentárias. Ou seja, o autor é contra conceder amplos poderes discricionários a esses órgãos, mas aceita que tenham autoridade para aplicar as regras legais ou agir como um *official watchdogs*.

Kopitz (2011) acredita que a principal função de uma instituição fiscal independente é a análise e avaliação do projeto da lei orçamentária e de sua adequação às regras fiscais vigentes, observando as possíveis consequências no plano macroeconômico, sobretudo, no longo prazo. Nas palavras do autor: “*In essence, its principal **raison d’être** is to maintain discipline and transparency in public finances during the policy-making process, which in turn helps bolster the credibility of government*” (p. 2). Destaca que, ao contrário do que ocorre na área monetária, o órgão não deve ter poder decisório porque, primeiro, a política fiscal tem múltiplos objetivos e, segundo, um governo eleito democraticamente não pode confiar as ações fiscais a uma autoridade independente não eleita.

Calmfors e Wren-Lewis seguem posição semelhante e apontam o baixo consenso em relação à condução da política fiscal – ao contrário do que se observa na política monetária – como determinante para o papel consultivo e não deliberativo dos conselhos fiscais. Os autores apontam como tarefas básicas dos conselhos as seguintes ações: i) avaliação *ex post* do cumprimento ou não das metas fiscais propostas no passado e a viabilidade de atingi-las no futuro; ii) análise de longo prazo da sustentabilidade e otimização da política fiscal e iii) análise da transparência fiscal. Creem que os Conselhos Fiscais, ao realizar análises boas e independentes, podem alcançar reputação e cumprir papel de relevo no combate ao déficit público, mas alertam que, dada a complexidade da questão fiscal, esses órgãos não podem ser vistos como uma panaceia.

O FMI (2012), por sua vez, aposta em avanços nas formas de controle fiscal como parte do esforço de reduzir os atuais desequilíbrios fiscais e de dar credibilidade à consolidação fiscal. O órgão propõe uma nova geração de regras fiscais, acompanhadas de outras reformas institucionais – entre elas a constituição de conselhos fiscais independentes – que teriam por objetivo de controlar o déficit e garantir as condições de sustentabilidade da dívida pública. Por outro lado, há a preocupação de que a nova institucionalidade seja composta de metas fiscais flexíveis, que deem espaço à política fiscal de ampliar gastos e responder a eventuais choques econômicos.

A nova geração de regras fiscais, na proposta do FMI, concentrar-se-ia em quatro tópicos principais: i) a determinação de um limite explícito ou meta para a dívida pública em porcentagem do PIB; ii) a manutenção do equilíbrio orçamentário, com restrição ao valor das variáveis com influência na dívida sob o controle das autoridades econômicas; iii) fixação de limites aos gastos totais primários ou despesas correntes e iv) fixação de tetos ou pisos para as receitas e dos meios necessários para elevar as receitas e/ou prevenir uma carga fiscal excessiva. A proposição inclui também a presença de ‘cláusulas de escape’, para a expansão dos gastos nos momentos de crise, bem como mecanismos automáticos de correção *ex post* de eventuais desvios em relação às metas estabelecidas. Além disso, aponta a necessidade de criar condições institucionais adequadas que tornem efetivas a implementação e o monitoramento das regras fiscais, com destaque para os Conselhos Fiscais, vistos como órgãos que, combinados com as regras fiscais, ampliam a credibilidade do controle fiscal.

O estudo de Nerlich e Reuter (2013), do Banco Central Europeu, defende posição análoga e mostra que os efeitos das regras fiscais são mais significativos e dão maior transparência à política fiscal quando combinados com a presença de Conselhos Fiscais, sobretudo se eles forem independentes no que se refere aos recursos e à denominação do seu corpo técnico, além de acesso apropriado às informações fiscais.

Enfim, parece haver consenso de que a construção de um novo aparato institucional, com regras fiscais revitalizadas, aliadas à criação de Conselhos Fiscais, possa garantir o comprometimento com uma política fiscal saudável. Como coloca Debrun *et al.* (2012, p.2): *“Well designed institutional reforms could therefore anchor a credible commitment to sound fiscal policies in the future and reduce the short-term risk of a bad market equilibrium leading to insolvency.”*

Considerações finais

A crise mundial colocou em questão o modelo teórico consensual até então aceito pela visão convencional. A política fiscal tornou-se fortemente ativa em resposta à debacle do setor privado e deu lugar a amplo debate sobre como conduzir a política macroeconômica em condições de juros próximos a zero e baixo nível de atividade.

A expansão do déficit e da dívida pública trouxe um sinal de alerta e levou ao abandono da política de corte keynesiano, com a adoção de medidas de contração fiscal. A mudança de atitude não teve o resultado esperado; ao contrário, o esforço fiscal e o movimento de recuperação econômica revelaram-se frustrantes. O que fazer da política fiscal passou a ser motivo de disputa. As divergências explicitaram-se e colocaram em xeque o consenso anterior, ganhando destaque novos pontos de vista. A obrigação de pensar a política macroeconômica à luz da realidade atual trouxe novidades no plano teórico, mas que, dificilmente, se caracterizam como afastamento substantivo da NSN.

O debate mais intenso talvez tenha se concentrado no tamanho do multiplicador, com implicação direta no efeito potencial da política de intervenção. Os modelos DSGE antes mais aceitos incorporavam como pressupostos teóricos básicos a regra de Taylor e a equivalência ricardiana. O resultado era a vigência de multiplicadores próximos a 0,5% e a concordância de que a política fiscal era pouco efetiva. Vários modelos pós-crise mudaram a hipótese de reação da política monetária e relaxaram a ideia de equivalência ricardiana, provocando multiplicadores de gastos superiores a 1.

A presença de multiplicadores elevados é explicada, sobretudo, pela condição específica do atual momento econômico, com juros próximos a zero e baixo nível de atividade. Não há consenso em relação a este ponto. Entretanto, a proposição de que a política fiscal tem efeitos relevantes no curto prazo ganhou força. Tal posicionamento afasta-se da visão antes dominante, mas o seu alcance teórico é limitado a situações particulares, válido, fundamentalmente, em condições definidas de crise aguda e taxa de juros próximas a zero.

O efeito da política de austeridade é outra questão de vulto no embate teórico recente. A validade da hipótese da contração fiscal expansionista voltou a receber atenção. Um grupo de teóricos, capitaneados por Alesina e Ardagna, reafirmou posições anteriores a favor da austeridade – de preferência por meio do corte de gasto – por acreditar que as medidas de restrição fiscal

favorecem as condições de oferta da economia e estão associadas à expansão econômica mesmo no curto prazo.

A posição a favor da contração fiscal expansionista sofreu questionamentos baseados, em grande medida, no argumento de que as condições que validaram essa hipótese deixaram de se verificar em função da especificidade do momento atual. O avanço mais significativo, postulado por vários estudos, talvez esteja no explícito reconhecimento da necessidade de levar em conta o momento e as condições peculiares de cada país na discussão sobre os efeitos de curto prazo da política fiscal, consubstanciado na crescente influência de trabalhos calcados no método histórico de avaliação das políticas de consolidação fiscal. Estes estudos destacaram o caráter contracionista da restrição fiscal, com base, sobretudo, na ideia de que no momento atual as economias não conseguem se beneficiar de fatores – como a redução dos juros e a expansão das exportações – que cumpriram relevante papel na recuperação econômica em outros momentos.

A aceitação crescente em relação ao caráter contracionista no curto prazo dos programas de consolidação fiscal realçou a importância das alternativas de política econômica. As posturas de como conduzir a política econômica divergem. Porém, ganhou espaço no debate teórico convencional a presença dos que defendem a necessidade de conciliar o combate ao endividamento com a adoção de ações voltadas ao crescimento. De acordo com esta posição, as medidas de austeridade, por terem efeitos relevantes no curto prazo, não são recomendáveis nos casos de países em crise e de alto desemprego. Por sua vez, a obrigação de conter o déficit, exige ações que sinalizem a preocupação de garantir a solvência fiscal no longo prazo.

A orientação de política fiscal proposta nos recentes estudos teóricos convencionais amplia o espaço da análise de cada realidade e cresce a aceitação do seu caráter contracionista no curto prazo. No entanto, não há o abandono do posicionamento anterior de priorizar o controle fiscal mesmo nos momentos de crise, sobretudo, quando se trata de países com dívida elevada e acesso limitado a fontes de financiamento.

As propostas de mudanças institucionais partiram, em grande medida, do pressuposto, contrário à posição teórica antes dominante, de que a política fiscal tem papel relevante no curto prazo e pode ser um instrumento de combate às crises em circunstâncias específicas. Porém, os estudos defendem que a política fiscal, para estar apta a cumprir esse papel, requer a construção de um aparato institucional capaz de garantir as condições de sustentabilidade da dívida no longo prazo; mas que, ao mesmo tempo, seja constituído de regras flexíveis o suficiente para responder a eventuais situações de crise econômica, sem o comprometimento das finanças públicas. A criação dos Conselhos Fiscais, apesar das reconhecidas limitações de sua atuação, é visto como um instrumento positivo no controle e construção da credibilidade das contas públicas, mesmo quando o momento exigir o aumento dos gastos e a presença de eventuais déficits.

Enfim, a discussão dos itens propostos sugere certo afastamento do consenso teórico prevalecente no momento anterior. Em circunstâncias particulares, a política fiscal pode se transformar em instrumento útil, quando adotado com restrições, sem abrir mão do cuidado com o déficit e a dívida, por meio de brechas previstas nas regras fiscais, que autorizem o emprego de gastos públicos no combate à crise. O avanço teórico talvez se limite à aceitação de que o uso da expansão fiscal é viável como instrumento nos raros momentos em que a economia global se

encontra em situações excepcionais. No restante do tempo continuam arraigadas as velhas convicções.

Referências bibliográficas

ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. In: BROWN, Jeffrey R. (Ed.). *Tax policy and the economy*, v. 24. Chicago: University of Chicago Press, 2010.

ALESINA, A.; ARDAGNA, S. *The design of fiscal adjustments*. National Bureau of Economic Research, Sept. 2012. (NBER Working Paper 18423).

ALESINA, A.; FAVERO, C.; GIAVAZZI, F. *The output effect of fiscal consolidations*. IGER – Innocenzo Gasparini Institute for Economic Research, Bocconi University, 2013. (Working Paper n. 478).

ALESINA, A.; PEROTTI, R. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. *Economic Policy*, 21, Oct. 1995.

ARCAND, J. L.; BERKES, E.; PANIZZA, U. *Too much finance?* Washington: International Monetary Fund, Jun. 2012. (IMF Working Paper, 12/161).

AUERBACH, A. J. *The fall and rise of Keynesian fiscal policy*. Berkeley: University of California, 2012. Disponível em: <http://elsa.berkeley.edu/~auerbach/TheFallandRiseofKeynesianFiscalPolicy.2>.

AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. *Fiscal multipliers in recession and expansion, in fiscal policy after the financial crisis*. Ed. Alberto Alesina; Francesco Giavazzi. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, 2012.

BAKER, D. *The myth of expansionary fiscal austerity*. CEPR – Center for Economic and Policy Research, Oct. 2010

BARNES, S., DAVIDSSON, D.; RAWDANOWICZ, L. *Europe's new fiscal rules*. OECD Economics Department, 2012. (Working Papers, n. 972). Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/5k9777md976b-en>.

BERTI, K.; CASTRO, F.; SALTO, M. *Effects of fiscal consolidation envisaged in the 2013*. Stability and Convergence Programmes on public debt dynamics in EU Member States. European Economy, Economic Papers 504, Sept. 2013.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. Rethinking macroeconomic policy. *IMF Staff Position Note*, Feb. 2010.

BLANCHARD, O.; LEIGH, D. *Growth forecast errors and fiscal multipliers*. Washington: International Monetary Fund, 2013. (IMF Working Paper, WP/13/1).

BROADBENT, B.; DALY, K. *Limiting the fall-out from fiscal adjustments*. Goldman Sachs Global Economics, 2010. (Global Economics Paper, 195).

CALMFORS, L.; WREN-LEWIS, S. What should fiscal councils do? *Economic Policy*, p. 649-695, Oct. 2011.

CECCHETTI, Stephen; MOHANTY, M. S.; ZAMPOLLI, Fabrizio. *The real effects of debt*. BIS, Sept. 2011. (Working Papers, n. 352).

CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M.; EVANS, C. L. Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy. *Journal of Political Economy*, v. 113, n. 1, 2005.

CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. When is the government spending multiplier large? *Journal of Political Economy*, v. 119, n. 1, p. 78-121, 2011.

COGAN, J.; CWIK, T.; TAYLOR, J.; WIELAND, V. New Keynesian versus old Keynesian government spending multipliers. *Journal of Economic Dynamics and Control*, v. 34, n. 1, p. 281-295, 2010.

CORSETTI, G. *Has austerity gone too far?* 2012. Disponível em: <http://www.voxeu.org/article/has-austerity-gone-too-far-new-vox-debate>.

CORSETTI, G.; KUESTER, K.; MEIER, A.; MUELLER, G. J. *Sovereign risk, fiscal policy, and macroeconomic stability*. Washington: International Monetary Fund, 2012. (IMF Working Paper, WP/12/33).

COTTARELLI, C. *The austerity debate*. Washington: International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department.

COTTARELLI, C. *Fiscal adjustment: too much of a good thing?* Disponível em: <http://blog-imfdirect.imf.org/2012/01/29/fiscal-adjustment-too-much-of-a-good-thing/>.

COTTARELLI, C.; JARAMILLO, L. *Walking hand in hand: fiscal policy and growth in advanced economies*. Washington: International Monetary Fund, May 2012. (IMF Working Paper, n. 12/137).

DE LONG, J.B.; SUMMERS, L. H. Fiscal policy in a depressed economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 2012.

DEBRUN, X. *Democratic accountability, deficit bias, and independent fiscal agencies*. Washington: International Monetary Fund, July 2011. (IMF Working Paper, n. 11/173).

DEBRUN, X.; GÉRARD, M.; HARRIS, J. *Fiscal policies in crisis mode: has the time for fiscal councils come at last?* OECD Conference Centre, Paris 23-24 Feb. 2012.

DEVRIES, P.; GUAJARDO, J.; LEIGH, D.; PESCATORI, A. *An action-based analysis of fiscal consolidation in OECD countries*. Washington: International Monetary Fund, 2011. (IMF Working Paper, n. 11/128).

EGGERTSSON, G. What fiscal policy is effective at zero interest rates? In: ACEMOGLU, D.; WOODFORD, M. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual*, 25. Cambridge: MIT Press, 2010. p. 143-180.

EGGERTSSON, G.; KRUGMAN, P. Debt, deleveraging, and the liquidity trap: a Fisher-Minsky-Koo approach. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 127, n. 3, p. 1469-1513, 2012 first published online June 14, 2012.

EYRAUD, L.; WEBER, A. *The challenge of debt reduction during fiscal consolidation*. Washington: International Monetary Fund, 2013. (IMF Working Paper, WP/13/67).

FAVERO, C.; GIAVAZZI, F.; PEREGO, J. Country heterogeneity and the international evidence on the effects of fiscal policy. *IMF Economic Review*, 59, p. 652-682, 2011.

FMI case studies of fiscal councils – Functions and impact Prepared by Teresa Curristine, Jason Harris, and Johann Seiwald. July 16, 2013.

FMI *the good, the bad, and the ugly: 100 years of Dealing with public debt overhangs. World Economic Outlook*, Chapter 3, Oct. 2012.

FMI will it hurt? Macroeconomic effects of fiscal consolidation. *World Economic Outlook*, Chapter 3, Oct. 2010.

FMI fiscal rules – Anchoring expectations for sustainable public finances. Washington: International Monetary Fund, Fiscal Affairs Department, 2009.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small european countries. NBER Chapters in *NBER Macroeconomics Annual*, v. 5, p. 75-122, 1990.

GROS, D. *Can austerity be self-defeating?* ZBW – Leibniz Information Centre for Economics, 2012. Disponível em: <http://www.ceps.eu/system/files/article/2012/06/Article%20Gros%20and%20Maurer.pdf>.

GUAJARDO, J.; LEIGH, D.; PESCATORI, A. *Expansionary austerity: new international evidence*. Washington: International Monetary Fund, 2011. (IMF Working Paper, n. 11/158).

HALL, R. E. *By how much does GDP rise if the government buys more output?* National Bureau of Economic Research, 2009. (Working Paper, n. 15496). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w15496>.

HERNDON, T.; ASH, M.; POLLIN, R. Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhart and Rogoff. *Cambridge Journal of Economics*, 38, p. 257-279, 2014.

HICKS, J. R. Mr. Keynes and the classics; A suggested interpretation. *Econometrica*, v. 5, Issue 2, p. 147-159, Apr. 1937.

IRONS, J.; BIVENS, J. *Government debt and economic growth overreaching claims of debt threshold suffer from theoretical and empirical flaws*. (EPI Briefing Paper, n. 271). Disponível em: <http://s2.epi.org/files/page/-/pdf/BP271.pdf>.

JAYADEV, A.; KONCZAL, M. *The boom not the slump: the right time for austerity*. Roosevelt Institute, 2010. Disponível em: http://www.rooseveltinstitute.org/sites/all/files/not_the_time_for_austerity.pdf.

KONZELMANN, S. *The political economics of austerity*. *Camb. J. Econ.*, 2014.

KOPITS, G. Independent fiscal institutions: developing good practices. *OECD Journal on Budgeting*, v. 3, 2011.

KRUGMAN, P. *End this depression now!* New York: W.W. Norton & Company, 2012.

KUMAR, Mohan; JAEJOON, Woo. *Public debt and growth*. Washington: International Monetary Fund, Jul. 2010. (IMF Working Paper, WP/10/174).

LAGARDE, C. Don't let fiscal brakes stall global recovery. Ft.com. August 15, 2011. Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/315ed340-c72b-11e0-a9ef-00144feabdc0.html#axzz30HoLJhgz>.

- LARCH, M.; BERNAND, K. M.; TATAR, B. Hard work and more: how to successfully conduct adjustment with official assistance. *European Economy, Economic Papers*, 514, Feb. 2014.
- LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Ed. Unesp, 2013.
- NERLICH, C.; REUTER, W. F. *The design of national fiscal frameworks and their budgetary impact*. Banco Central Europeu, Sept. 2013. (Working Paper Series, n. 1588).
- OECD Fiscal consolidation: How much, how fast and by what means? An Economic Outlook Report, Apr. 2012.
- OSBORNE, G. A new economic model. *The Mais Lecture*, 24, Feb. 2010.
- PANIZZA, Ugo; PREBISTERO, Andrea. *Public debt and economic growth: is there a causal effect?* Money and Finance Research Group, Univ. Politecnica, Mar, 2012. (Mo. Fi. R. Working Papers, 65).
- PEROTTI, R. *The austerity myth: gain without pain?* National Bureau of Economic Research, Nov. 2011. (Working Paper 17571). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w17571>.
- RAMEY, Valerie A. Identifying government spending shocks: It's all in the timing. *The Quarterly Journal of Economics*, p. 1-50, Feb. 2011.
- REHN, O. *Recovery from the crisis: coherent policies for growth and jobs*. ILO European Regional Meeting, Oslo, 9 Apr. 2013. Disponível em: http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-13-294_en.htm. Last accessed: 19 Jun. 2013.
- REINHART, C.; REINHART, V. R.; ROGOFF, K. Public debt overhangs: advanced economies episodes since 1800. *Journal of Economic Perspectives*, v. 26, n. 3, p. 69-86, 2012.
- REINHART, C.; ROGOFF, K. Growth in a time of debt. *American Economic Review*, v. 100, n. 2, p. 573-578, 2010a.
- REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Debt and growth revisited*. Vox EU, Aug. 11, 2010b.
- ROMER, C. D.; ROMER, D. H. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks. *American Economic Review*, v. 100, n. 3, p. 763-801, Jun. 2010.
- ROMER, C. *Fiscal policy in the crisis: lessons and policy implications*. Berkeley: University of California, Ap. 16, 2012. Disponível em: <http://elsa.berkeley.edu/~cromer/Lessons%20for%20Fiscal%20Policy.pdf>.
- RYAN, P. *Path to prosperity: a blueprint for American renewal*, Fiscal Year 2013 Budget Resolution. Washington, DC: House Budget Committee, 2013. Disponível em: <http://budget.house.gov/uploadedfiles/pathtoprosperity2013.pdf>. Last accessed: 19 Jun. 2013.
- SANTOS, F. A. *A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?* Dissertação (Mestrado)—Unicamp, Campinas, 2011.
- SCHAECHTER, A.; KINDA, T.; BUDINA, N.; WEBER, A. *Fiscal rules in response to the crisis – Toward the next-generation rules*. Washington: International Monetary Fund, Jul. 2012. (IMF Working Paper, n. 12/187).
- SKIDELSKY, R. Keynes the return of the master. *PublicAffairs*, 2010.

SMETS, F.; WOUTERS, S. Shocks and frictions in US business cycles: a Bayesian DSGE approach. *The American Economic Review*, v. 97, n. 3, p. 586-606, Jun. 2007.

SPIILIMBERGO, A.; SYMANSKY, S.; SCHINDLER, M. Fiscal multipliers. *International Monetary Fund Staff Position Note*, n. 09/11, May 2009.

TRICHET, J-C. *Stimulate no more* – it is now time for all to tighten. Ft.com. July 22, 2010. Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/1b3ae97e-95c6-11df-b5ad-00144feab49a.html#axzz30HoLJhgz>.

WOODFORD, M. Simple analytics of the government spending multiplier. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3, p. 1-35, Jan. 2011.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279, Jan. 2009.

WYPLOSZ, C. *Fiscal rules*: theoretical issues and historical experiences. (NBER Working Paper, 17884). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w17884>.

Introdução

As últimas décadas assistiram a expressivo avanço do número de países que adotam algum tipo de regra fiscal como instrumento de controle do déficit e da dívida pública.

O movimento ganhou força nos anos 90 em consequência da mudança no entendimento do papel da política fiscal. O término da era de ouro do capitalismo e da hegemonia do pensamento de origem keynesiana levou ao questionamento do caráter discricionário da política fiscal e ganhou lugar a ideia dos novos clássicos e dos novos keynesianos, atrelada à visão de expectativas racionais e à proposta de políticas econômicas consistentes intertemporalmente.

A nova visão teórica rompeu a tradição de políticas discricionárias e defendeu o uso de regras fiscais. A primeira geração concentrou-se no combate do déficit público e na garantia da sustentabilidade da dívida em nome da estabilidade macroeconômica.

A dificuldade de o instrumento entregar os resultados prometidos levou a críticas sobre o seu caráter pró-cíclico e o viés contrário aos investimentos, dando margem a propostas de revisão do seu formato. A crise mundial de 2008 ampliou o debate. A mudança do entendimento sobre a política fiscal em condições de taxa de juros próximas a zero e a defesa de medidas ativas de curto prazo provocaram críticas à austeridade e ao desenho do regime fiscal, pouco atento aos problemas de crescimento e de manutenção do emprego.

Neste cenário, a primeira geração de regras fiscais tornou-se anacrônica e cedeu lugar às normas de segunda geração, dirigidas a flexibilizar a ação fiscal, evitar o movimento pró-cíclico e acomodar a expansão de gastos em tempos de crise. A gestação de um *fiscal policy framework* de médio prazo, em condições de assegurar a sustentabilidade da dívida e, simultaneamente, de manter uma política ativa de atendimento às crescentes demandas da economia em crise concentrou os recentes esforços teóricos.

O advento da pandemia do coronavírus e a expectativa de continuidade da taxa de juros próxima a zero reforçaram o entendimento anterior. A atuação da política fiscal e sua interação com a política monetária tornaram-se agressivas e os regimes de regras fiscais tiveram de ser abandonados momentaneamente em nome do enfrentamento do vírus e da sustentação da atividade econômica.

As críticas ao regime da comunidade europeia colocaram em pauta a revisão da estrutura de regras fiscais. A busca por modelos alternativos deixou em aberto o caminho a ser trilhado: se a simples reforma onde se concilia a simplicidade e a flexibilidade de ação, sem abrir mão da sustentabilidade da dívida, ou alterações mais amplas, de questionamento da própria sobrevivência do desenho das regras fiscais como atualmente existente.

¹ Publicado originalmente como Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 426, fev. 2022.

O debate abre espaço para se pensar o uso das regras fiscais na economia brasileira, tomando como exemplo as alternativas teóricas e a experiência internacional. Com esta preocupação, o texto discute, no primeiro tópico, as regras fiscais no plano teórico e experiências internacionais. No tópico seguinte, analisa o emprego de regras fiscais no Brasil, à luz do que foi visto na parte anterior, destacando inicialmente o plano federal e depois os governos subnacionais. As considerações finais tratam de destacar proposições apresentadas no trabalho.

1 O embasamento teórico

O número de países com regras fiscais cresceu significativamente desde os anos 90, à medida que o pensamento convencional da velha síntese neoclássica passou a ser questionado e deu lugar a visões contrárias à adoção de políticas discricionárias. Os desdobramentos teóricos, por diferentes caminhos, levaram à crítica do papel da política fiscal e à defesa de regras fiscais, como meio de garantir a estabilidade econômica.

A visão liberal da *public choice* (Buchanan; Tullock, 1962) deu respaldo teórico ao uso de regras fiscais. Buchanan e Wagner (1977) defenderam a ideia de que os políticos, por interesses próprios, têm predisposição em expandir os gastos e provocar recorrentes déficits públicos. A fim de conter as políticas de caráter keynesiano e o viés na geração de déficits, os autores propuseram a definição de normas constitucionais comprometidas com o orçamento equilibrado e criaram a justificativa teórica para dar sustentação à ideia de regras fiscais.

O pensamento macroeconômico, desde a escola dos novos clássicos, caminhou no mesmo sentido. A defesa de regras, na proposta de Milton Friedman (1968), limitava-se à condução da política monetária. O autor entendia que a adoção de taxas fixas de expansão da oferta de moeda poderia estabilizar e reduzir a amplitude do ciclo econômico. Nesta perspectiva, o controle da oferta de moeda, por meio de regras, seria suficiente para evitar déficits fiscais recorrentes e garantir a estabilidade econômica.

As colocações de Sargent e Wallace (1981), com modelo de expectativas racionais, alteraram esse entendimento. Os autores mostraram que o simples controle da moeda poderia não ser suficiente para evitar a inflação em caso de dominância fiscal. Nesta situação, a disposição da autoridade monetária seria limitada, pois a obrigação de financiar o déficit público iria, se a taxa de juros for maior do que a taxa de crescimento do produto, provocar o descontrole da dívida pública e a expansão monetária em algum momento, com efeito direto na inflação.

O sucesso da política monetária em conter a inflação estaria assim diretamente vinculado à sustentação do equilíbrio fiscal, deslocando o foco de atenção para a defesa da independência do banco central e de um quadro institucional capaz de monitorar a situação fiscal.

A crítica das políticas discricionárias agregou outro elemento a favor das regras fiscais. No que ficou conhecido como a *crítica de Lucas*, o uso do conceito de expectativas racionais levou ao questionamento dos modelos da velha síntese neoclássica, com a tese de que os agentes reagem aos movimentos da política econômica e se adequam à nova situação. O comportamento dos agentes afasta a possibilidade de alcançar uma política ótima com políticas discricionárias de administração da demanda agregada. Conseqüentemente, as autoridades econômicas deveriam

seguir as medidas previamente anunciadas e comprometer-se com determinado regime de política econômica, de modo a orientar a decisão dos agentes.

Não obstante, o simples anúncio das medidas não basta. Os potenciais problemas de inconsistência intertemporal requerem a manutenção do compromisso com as medidas anunciadas, a fim de obter a confiança dos agentes privados e a credibilidade no desenvolvimento do plano original (Kydland; Prescott, 1994). As descontinuidades eventuais trazem riscos de turbulências e podem comprometer os resultados almejados. Por esta razão, os dirigentes devem adotar ações consistentes intertemporalmente e se comprometerem hoje com a política esperada no futuro, em busca de assegurarem a credibilidade e a reputação de suas propostas (Persson; Tabellini, 1994).

A estabilidade, nesta perspectiva, dependeria do controle intertemporal da política fiscal e da construção de um arranjo institucional em condições de definir normas de condução da política fiscal capazes de sustentar a ação da política monetária.

Os novos keynesianos mantiveram entendimento semelhante. O conceito de sustentabilidade da dívida, definido pela relação dívida/PIB, introduziu na análise a visão prospectiva e a exigência de pensar o comportamento esperado do déficit público, bem como das variáveis influentes nessa relação. A política fiscal, no papel de fiadora da estabilidade macroeconômica, teria de evitar problemas de inconsistência intertemporal e ganhar credibilidade, construindo um arcabouço institucional comprometido com o uso de regras fiscais, de modo a sustentar a sua ação de âncora do sistema e de garantidora da estabilidade das variáveis macroeconômicas.

Tal construção teórica delineou a primeira geração de regras fiscais e deu suporte ao uso desse instrumental em crescente número de países. Na avaliação de Kopits e Symansky (1998), a racionalidade na adoção das regras fiscais era o reflexo do quadro de deterioração fiscal e do fracasso, na prática, da suposta superioridade da política discricionária, aliado ao ganho esperado com o novo quadro institucional. Primeiro, existia a expectativa de reduzir o déficit e de estabilizar a dívida em nível prudente. Assim, garantia-se a sustentabilidade fiscal e a credibilidade da política governamental. Segundo, a ação das regras fiscais, por ser um meio permanente de restrição da política fiscal, eliminaria a discricionariedade e o *deficit bias*. Terceiro, o controle da política fiscal daria, então, o suporte necessário à política monetária para servir de instrumento nuclear da política de estabilização.

O conceito de regras fiscais tornou-se suficientemente genérico e aberto à ampla gama de possibilidade de modo a contemplar diferentes situações.² Entretanto, algumas características básicas teriam de ser seguidas a fim de evitar ambiguidades e problemas de aplicação, como a definição dos indicadores de desempenho, o arcabouço institucional, as cláusulas de escape, a transparência e a consistência interna da estrutura adotada. Nesta primeira fase, as regras fiscais mais comuns basearam-se em indicadores de desempenho, de defesa do equilíbrio orçamentário e na imposição de limite de endividamento, em atenção à questão da sustentabilidade da dívida, que,

² Kopits e Symansky (1998, p. 2): “a fiscal policy rule is defined, in a macroeconomic context, as a permanent constraint on fiscal policy, typically defined in terms of an indicator of overall fiscal performance.”

desde o domínio do regime macroeconômico do novo consenso, ganhou destaque como sinalização do comportamento fiscal.

O objetivo era garantir, no tempo, as condições de sustentabilidade da dívida, tendo por base a equação da dinâmica da dívida, abaixo. O primeiro membro corresponde à variação, no período t , do estoque da dívida em relação ao PIB, g a taxa de crescimento real (nominal) do PIB, r a taxa de juros real (nominal) incidente sobre a dívida e s o resultado primário.

$$b_t - b_{t-1} = \left(\frac{r - g}{1 + g} \right) b_{t-1} - s$$

Como o governo não controla diretamente r e g , a meta fundamental tornou-se o superávit primário, cujo valor teria de ser ajustado de acordo com o comportamento das outras variáveis, a fim de garantir a sustentabilidade da dívida. Ou seja, evitar o risco de a trajetória ser explosiva ou ocorrer inadimplência.

O uso das regras fiscais generalizou-se e número crescente de nações recorreu a esse instrumento como meio de estruturar o seu regime fiscal. A crise mundial de 2008 deixou evidente que as regras fiscais não conseguiam lidar com aquela circunstância econômica excepcional, pois, caso se seguisse a norma vigente, seria preciso realizar forte arrocho fiscal, como meio de compensar o crescimento da dívida, com impacto negativo na frágil situação econômica.

A crise provocou a revisão da legislação anterior e deu lugar às regras fiscais de segunda geração. A mudança não definiu um novo paradigma, o objetivo continuou a ser a definição de metas fiscais com o intuito de conter a tendência de déficits excessivos, mas buscou atender as demandas impostas pela situação econômica. De acordo com Eyraud et al. (2018), o momento pós-crise caracterizou-se por dar atenção a alguns princípios básicos. Primeiro, a definição de estratégia mais abrangente, capaz de garantir a consistência do regime fiscal formado por uma regra de controle da dívida, com o objetivo de atender as condições de médio prazo, associada a limitado número de regras operacionais atreladas às questões de gestão anual da política fiscal. Segundo, garantir a simplicidade e a transparência das normas utilizadas, ao mesmo tempo em que se ampliou o espaço de atuação fiscal em caso de crise econômica. A proposta contemplou: a criação de regras de escape detalhadas; indicação de retorno aos limites numéricos, observando as circunstâncias locais; maior facilidade de ação dos estabilizadores automáticos e de política fiscal ativa nos momentos de queda da atividade econômica, bem como o uso de políticas que, mesmo gerando gastos no curto prazo, sejam capazes de melhorar a sustentabilidade no longo prazo, como é o caso de investimentos públicos. Terceiro, aprimorar as condições de aplicação e controle das regras (*enforcement*), elevando o cuidado de monitoramento e de fiscalização, de modo a assegurar a implementação de regras mais flexíveis.

Dado este panorama geral, a seguir, apresenta-se a tendência de aplicação das regras fiscais, com o objetivo de levantar subsídios à análise do caso brasileiro a ser realizada no tópico subsequente. Inicialmente, se examina o modelo da Nova Zelândia por ser pioneiro no uso de regras fiscais. Em seguida, delinea-se a construção adotada na União Europeia (EU), sem detalhar as regras específicas dos países do bloco, em razão deste sistema influenciar as escolhas de outras economias. Nos outros dois itens, a atenção recai sobre as propostas teóricas de políticas de teto de gastos e de regras fiscais dos governos subnacionais.

1.1 O modelo da Lei de Responsabilidade Fiscal na Nova Zelândia

A Nova Zelândia tornou-se pioneira na adoção de regras fiscais no enfrentamento de problemas orçamentários das décadas de 1970 e 1980. O *Fiscal Responsibility Act 1994* (FRA) fez parte de amplo processo de alteração do modelo de gestão do setor público, iniciado com a implantação, em 1986, de normas de gestão de empresas do setor público nos moldes do padrão privado (*The State-owned Enterprises Act*), seguido pela adoção de regras de responsabilidade dos chefes de departamento das unidades com os respectivos ministros (*The State Sector Act 1988*) e culminando na mudança do modelo de gestão financeira do setor público (*The Public Finance Act 1989*), que teve como desdobramento a reforma fiscal definida no *Fiscal Responsibility Act 1994* (FRA), focada fundamentalmente na sustentabilidade fiscal (Janssen, 2001).

O FRA diferenciou-se do que é o lugar comum nos países com regras fiscais por não definir metas numéricas específicas de dívida ou de superávit do setor público.³ O propósito principal foi cobrar do governo eleito ações de curto prazo e a definição de objetivos de longo prazo consistentes com a orientação de política do setor público definida pelos cinco princípios gerais de responsabilidade fiscal: i) reduzir a **níveis prudentes** o valor da dívida pública e assegurar superávits primários enquanto esse nível não for alcançado; ii) uma vez atingido um nível prudente de dívida, o superávit deverá ser mantido assegurando que, na média, o governo garanta, por um período razoável de tempo, que as despesas operacionais não superem o total das receitas operacionais; iii) alcançar e manter níveis adequados de patrimônio líquido (*net worth*) capazes de o proteger contra impactos negativos no futuro; iv) promover gestão prudente dos riscos fiscais e v) seguir políticas consistentes com **razoável grau de previsibilidade** sobre o nível e a estabilidade da carga tributária para os anos futuros.

As expressões *nível prudente de dívida* e *razoável grau de previsibilidade* refletem a ausência de índices numéricos específicos na legislação e a possibilidade de cada governo interpretar com liberdade o quadro fiscal e, com a supervisão do parlamento, definir o nível de dívida e resultados fiscais adequados ao momento, respeitando os princípios de responsabilidade fiscal. O modelo preserva a flexibilidade necessária de não se cumprir, temporariamente, os princípios, desde que haja justificadas razões para isso e o governo defina como e quando pretende voltar a agir em conformidade com os princípios fiscais estabelecidos (Buckle, 2018; Scott, 1995).

O ato de 1994, em nome da transparência, determinou a publicação de relatórios de acompanhamento da política fiscal. O *Budget Policy Statement* (BPS) cumpre a tarefa de especificar

³ De acordo com Janssen (2001, p. 8), o comitê responsável pela elaboração da proposta do FRA recomendou a adoção de metas fiscais obrigatórias e o governo rejeitou essa posição baseado em quatro argumentos básicos: "1) *There is no solid theoretical justification for any particular fiscal target that can be maintained over a period of time. Judgments on the appropriate level of fiscal aggregates vary over time and depend on the economic circumstances currently prevailing*; 2) *Other countries' experience of legislated targets suggests that there are substantial risks attached to their use. In particular, rigid adherence can seriously distort decision-making and, unless carefully handled, minor variations from target can result in significant but unnecessary damage to credibility*; 3) *Their inherent inflexibility makes it difficult for fiscal policy to respond appropriately to the inevitable volatility of economic circumstances. While targets in principle could be expressed in cyclically-adjusted terms, in practice these are difficult to measure effectively* e 4) *Despite the advances made in terms of the availability and transparency of fiscal information, human ingenuity has yet to find a way of specifying fiscal targets that cannot be effectively and often comprehensively evaded. Furthermore, without the political will to achieve targets, ways are inevitably found to avoid them.*"

os objetivos da política fiscal de longo prazo e de indicar explicitamente a programação das principais variáveis fiscais⁴, bem como a consistência dos objetivos com os princípios de responsabilidade fiscal. O *Fiscal Strategy Report* (FSR) acompanha o orçamento anual e define a estratégia fiscal. O texto atualiza as variáveis fiscais à luz da situação econômica, indicando os erros de avaliação dos valores anteriores e as razões de terem ocorrido, além de estabelecer os objetivos específicos de longo prazo e as intenções de curto prazo consistentes com os princípios de gestão fiscal responsáveis, apresentados anteriormente no BPS. Finalmente, o *Economic and Fiscal Update* e o *Pre-election Economic and Fiscal Update*, publicado antes de cada eleição geral, são instrumentos de acampamento da situação fiscal e econômica (FRA, 1994).

O governo eleito, por sua vez, adota o *Fiscal Management Approach* (FMA) como instrumento de orientação da ação ordinária da política fiscal, onde define metas operacionais próprias – que, vale lembrar, não são motivo de legislação legal específica – atribuindo dotações orçamentárias aos diferentes agentes e os recursos adicionais líquidos alocados antes do orçamento anual para atender novas iniciativas e cobrir o aumento de custos de políticas já existentes (*operational allowance*) ou de projetos de capital (*capital allowance*), condizentes com a estratégia fiscal proposta pelo governo, além de questões relacionadas às alterações de previsões e de revisões envolvendo receitas e despesas orçamentárias (Lomax et al., 2016).

O FRA incorporou a responsabilidade fiscal como parte ativa do discurso político e, sem fixar em lei metas fiscais específicas de gasto, dívida e saldos orçamentários, tornou-se um dispositivo eficaz que ajudou a cimentar a disciplina fiscal e, ao mesmo tempo, flexível o suficiente para acomodar crises financeiras e outros momentos de impacto fiscal. Na visão de Gill (2018), o sucesso desse instrumento de política com baixo grau de vinculação impositiva resultou de sua força política mesmo sem o respaldo legal de imposição de regras.

A ênfase em maior abertura e transparência ampliou o foco da estratégia e das questões fiscais de longo prazo em relação aos fatores de curto prazo e políticos, como também ofereceu condições de o governo atuar com discricionariedade nos momentos de flutuação cíclica ou outros tipos de eventos sem ferir os princípios fiscais.

As reformas de 2004 e 2013 trouxeram elementos adicionais e introduziu três novos princípios de responsabilidade fiscal, sem mexer no princípio orientador do modelo de regras fiscais. A formulação da política fiscal ampliou a abrangência da análise, incorporando outros focos de atenção: a interação entre as políticas fiscal e monetária, os prováveis impactos das medidas nas gerações presente e futuras e a gestão eficaz e eficiente dos recursos governamentais. Além disso, novos relatórios teriam de indicar, semestralmente, a posição fiscal de longo prazo do Tesouro e, a cada quatro anos, as projeções para os próximos 40 anos e as condições dos investimentos, com a descrição do valor dos ativos e passivos mais significativos, as mudanças no decorrer do tempo e o que se espera nos próximos dois anos.

⁴ Cf. FRA (1994): “*The Crown’s total operating expenses; and (b) The Crown’s total operating revenues; and (c) The balance between the Crown’s total operating expenses and the Crown’s total operating revenues; and (d) The level of the Crown’s total debt; and (e) The level of the Crown’s net worth.*”

O modelo institucional continuou a ter o FRA como pilar do regime fiscal. No entanto, a sustentabilidade e a manutenção de baixo nível da dívida pública deixaram de ser o foco principal e ganharam destaque a estabilidade e as condições da estrutura fiscal (The Treasury, 2015).

1.2 Regras fiscais na União Europeia

A União Europeia transformou-se em foco de atenções na gestão das regras fiscais. A presença de economias com condições distintas e a não existência de um órgão único de controle fiscal colocaram o desafio de adotar políticas convergentes e de garantir a sustentabilidade das contas públicas do bloco.

O Tratado de Maastricht (1992) definiu as primeiras regras fiscais com a responsabilidade de prevenir e de corrigir o eventual *excesso de déficit* (EDP, na sigla em inglês) dos estados membros.⁵ As normas proibiam o financiamento monetário dos déficits pelo Banco Central Europeu (BCE) e vetavam a possibilidade de *bail-out* por parte de outros membros do grupo. Além disso, o acordo fixava o teto do déficit em 3% e da dívida em 60% do PIB e ainda estabelecia que o desrespeito a esses limites levaria a Comissão de acompanhamento da situação fiscal a instaurar procedimento formal de correção, com risco de sanções financeiras⁶.

O reconhecimento da existência de critérios inadequados de avaliação fiscal de longo prazo e a prevalência de ações fiscais pró-cíclicas levaram a adoção, em 1997, do *Stability and Growth Pact* (SGP), visando prevenir déficits acima do limite com base na supervisão e coordenação de políticas e, simultaneamente, deter e corrigir os excessos por meio da adoção de regras específicas, conhecidas como *preventive arm*⁷ e *corrective arm*⁸.

O alvo do SGP era obter, no médio prazo, orçamentos perto do equilíbrio ou superavitários, a fim de assegurar a sustentabilidade da dívida e gerar o espaço fiscal capaz de suavizar as flutuações cíclicas sem comprometer a meta de 3% de déficit. O acordo tratou também de esclarecer o conteúdo do conceito “condições excepcionais”⁹, relevante na indicação das situações em que

⁵ Morris et al. (2006) serviu de base para a descrição das regras fiscais da EU até 2005.

⁶ EU Council of Ministers of Economic Affairs and Finance.

⁷ “The preventive arm also includes an early-warning device whereby the Council can issue recommendations to Member States to take corrective measures if budgetary developments point to the risk of an excessive deficit. Overall, however, the emphasis of the preventive arm is on “soft” procedures which foster fiscal discipline and policy coordination through multilateral surveillance and peer pressure” (Morris et al., Jun. 2006, p. 12).

⁸ “The corrective arm relies on stricter and more formal procedures designed to enforce fiscal discipline in countries where deficits have become excessive and are therefore giving rise to greater concern” (Morris et al., Jun. 2006, p. 12-13).

⁹ “Exceptional circumstances: The conditions under which a deficit above 3% could be deemed exceptional and temporary (and therefore not excessive) were defined strictly as cases in which a country experiences an annual fall in real GDP of at least 2%. A fall in real GDP of between 0.75% and 2% could also be deemed exceptional in the light of supporting evidence submitted by the Member State in question regarding the accumulated output loss and the abruptness of the downturn” (Morris et al., Jun. 2006, p. 13).

seriam aceitáveis déficits acima de 3% e os prazos a serem observados para a correção do excesso¹⁰ (Morris et al., Jun. 2006).

Os resultados não alcançaram o esperado. A consolidação fiscal e a queda do déficit do início da unificação logo se perderam graças ao baixo crescimento econômico. No momento de adoção da moeda única (1999) o déficit expandia-se e diversos países, incluindo as nações líderes, descumpriam, sistematicamente, as normas fiscais. Isto dificultava a tarefa do SGP de seguir as regras convencionadas e impor as sanções, mas, ao mesmo tempo, as políticas de cunho restritivo, contrárias às ações anticíclicas, continuaram a ter peso na política fiscal do bloco.

As restrições ao uso de políticas anticíclicas geraram críticas ao SGP. De um lado, por dar ênfase demasiada aos aspectos formais das regras fiscais e negligenciar as condições específicas dos países, particularmente, o quadro fiscal de longo prazo, as obrigações de investimentos públicos e os custos das reformas institucionais e, de outro, por se ater à lógica da dinâmica da dívida pública e à correção dos déficits excessivos em momentos de baixo crescimento, acentuando o movimento pró-cíclico.

As objeções desencadearam diversos movimentos de reforma das regras fiscais, com início em 2005 e outras alterações: o *Six Pack* (2011), *Fiscal Compact* (2012), *The Two-Pack* (2013) e os acordos de flexibilização de 2015, que, no conjunto, reconfiguraram o regime europeu de metas fiscais (Council of European Union, 2015).

O novo modelo preservou as regras básicas originais (limites de 3% de déficit e de 60% de dívida) e definiu novas regras operacionais do *preventive arm* e do *corrective arm*. Buscou-se fortalecer as diretrizes de disciplina fiscal e, simultaneamente, ampliar a flexibilização no uso das normas, de modo a atender a situação específica de cada membro do bloco e as condições fiscais de longo prazo, evitando cortes de gastos em momentos de descenso do ciclo, além de facilitar o aumento dos investimentos e os ganhos de produtividade.

Os países do bloco, como parte do *preventive arm*, teriam de fixar uma meta específica de médio prazo do balanço estrutural (MTO – *structural budget balance rule*)¹¹, contemplando o limite de déficit de 3% do PIB e a sustentabilidade da dívida, bem como condições de manter, sobretudo, os investimentos públicos. Em 2011, com o *Six Pack*, as regras do SGP mudaram visando ampliar a prevenção contra desequilíbrios fiscais e macroeconômicos. Em 2012, o *Fiscal Compact* incorporou, como conceito, a exigência de os estados membros introduzirem na legislação nacional a regra indicando que o orçamento, em termos estruturais, teria de ser equilibrado ou mesmo superavitário (Barnes et al. 2012). Em 2013, o *Two Pack* reforçou a supervisão orçamentária e a coordenação com os outros países do bloco. Já o acordo de flexibilização de 2015 definiu condições de abrandar o programa de ajuste dos estados membros com déficit excessivo, ampliando o espaço de atuação da

¹⁰ “The deadline for the correction of excessive deficits: It was specified that the correction of an excessive deficit should be completed “in the year following its identification unless there are special circumstances” (Morris et al., Jun. 2006, p. 13).

¹¹ Cf. EUC-European Commission (2018, p. 17): “At the core of the preventive arm is the country-specific medium-term budgetary objective (MTO) which corresponds to the structural budgetary position that Member States should achieve, and maintain, over the cycle, in order to ensure sustainable public finances and provide a safety margin to safeguard respect of the Treaty reference values for the deficit and the debt at times of negative output gaps.”

política fiscal, no caso de vigência de três situações específicas: i) as condições cíclicas; ii) reformas estruturais e iii) investimentos governamentais.

Outras duas regras incorporaram-se ao programa de monitoramento dos países nesse período. Primeiro, a política de convergência da dívida: no caso de a relação dívida/PIB superar o limite de 60%, o país buscaria a sua redução no prazo médio de três anos, com o valor caindo 1/20 (5%) do excesso ao ano, considerando o efeito do ciclo. Segundo, adotou-se a taxa de expansão do produto potencial de médio prazo como limite anual de crescimento da despesa agregada **líquida** (não do total da despesa bruta)¹². Já nos países que não alcançassem o valor do MTO, o crescimento da despesa deveria se situar abaixo da expansão do produto, de modo a atingir a meta planejada. A possibilidade de haver excesso de crescimento das despesas é admitida se o gasto excedente for financiado por receitas adicionais discricionárias, pois o objetivo, segundo a Comissão Europeia (2018, p. 23), não é determinar o tamanho do gasto público, mas manter a consistência dos parâmetros de ajuste do balanço estrutural.

O conjunto das regras fiscais acabou por definir quatro objetivos fundamentais a serem alcançados pelos países do bloco: i) o déficit nominal; ii) a relação dívida/PIB; iii) o resultado estrutural e iv) o comportamento das despesas, atuando no sentido de evitar e corrigir as situações de elevado endividamento e déficit excessivo, que, no caso de não serem respeitados, deixavam as nações sujeitas a sanções e multas por desobediência às diretrizes de disciplina fiscal (ver Box 1).

Box 1
Stylised overview of the EU fiscal rules

Enforcement mechanism	Fiscal rule*
Corrective arm of the SGP	3% of GDP ceiling for the general government (GG) deficit
	60% of GDP ceiling for the GG gross debt
Preventive arm of the SGP	Reduce debt by 1/20th of excess over 60% ceiling
	Medium-Term Objective (MTO) for the structural GG budget balance
	Improve the structural budget balance by 0.5 percentage point of GDP if MTO not met
"Fiscal Compact"	Benchmark for expenditure to grow in line with trend GDP
	GG structural budget balance as MTO
	Improve structural budget balance by 0.5 percentage point of GDP if MTO not met

Fonte: Barnes et al. (2012).

* Shaded áreas indicate new requirements.

O objetivo central do *preventive arm* é a observância do MTO. Os países membros devem seguir um programa de convergência (SCP – *Stability and Convergence Programmes*), indicando caminhos de práticas orçamentárias prudentes e sustentáveis, acompanhadas durante o ano, com avaliações sistemáticas *ex ante*, direcionadas a orientar a manutenção das ações fiscais em linha com as metas traçadas.

¹² Cf. European Commission (2018, p. 23): "The expenditure aggregate is comprised of overall government expenditure net of interest payments, spending on EU programmes paid for by EU funds and cyclical elements of unemployment benefits, while nationally financed government investment is smoothed over four years. The underlying rationale is to focus on government spending (i) that is independent of cyclical conditions (by netting out the cyclical elements of unemployment spending), (ii) within the government's control (by netting out interest expenditures) and (iii) has to be paid for out of tax revenues (by netting out spending on programmes directly funded by the European Union), all the while (iv) without penalizing peaks in investment (by averaging investment over a number of years).

A identificação, *ex post*, de desvio significativo¹³ em relação ao programado no MTO implica na determinação de condutas (*SDP Significant Deviation Procedure*) a serem seguidas pelos membros até que retornem ao padrão de ajuste de médio prazo desejado, existindo a possibilidade de sanções caso não sejam tomadas medidas adequadas de enfrentamento da situação¹⁴.

A avaliação do *Stability Programme* (países da zona do euro) ou do SCP – *Convergence Programme* (países fora da área do euro) responde a três elementos-chave: i) se o MTO está definido em nível adequado; ii) se o estado membro está ajustado ao MTO ou no caminho de ajuste em termos estruturais e iii) se os planos de despesa então consistentes com os objetivos.

O estado membro, definido o valor do MTO, deve manter o balanço estrutural compatível com o programado. Como regra básica, o balanço estrutural é considerado em linha com o MTO se o seu valor se mantiver com variação de até 0,25% do GDP. Caso a evolução das contas fiscais não acompanhe o MTO planejado, o estado membro deve, ao menos, seguir o caminho adequado em busca do ajuste necessário. Em situação de déficit, os países devem se comprometer a realizar ajustes no balanço estrutural de até 0,5% do GDP e acima desse valor se a dívida superar 60%, sendo recomendado que o esforço maior ocorra nos momentos de alta e seja limitado quando a atividade econômica estiver em baixa.

As reformas, em seu conjunto, permitiram adaptar o ritmo de consolidação fiscal dos estados membros em tempos de desaceleração econômica severa na área do euro ou na EU como um todo, devendo o país adequar o ajustamento às suas condições específicas, desde que não coloque em risco a sustentabilidade fiscal de médio prazo.

O esforço de ajuste está atrelado à situação econômica (ver Tabela 1), caindo à medida que a taxa de crescimento real do GDP torne-se negativa ou ocorram perdas acumuladas durante o período de baixo crescimento em relação ao produto potencial (EUC, 2018, item 1.3.2.2). Este mesmo procedimento é aceito caso ocorram situações imprevistas, fora de controle das autoridades (*an unusual event outside the control of the member state*), que afetem o balanço estrutural devido a gastos vinculados diretamente a esses acontecimentos (EUC, 2018, item 1.3.2.5).

¹³ Cf. o código de conduta europeu, o desvio é considerado significativo se ocorrer, simultaneamente, as seguintes condições: i) um desvio no balanço estrutural em relação ao valor considerado apropriado de pelo menos 0,5% do GDP em um único ano ou uma média de 0,25% do GDP em dois anos consecutivos e ii) a taxa de crescimento das despesas, livres das receitas discricionárias, crescer acima do valor esperado definido em relação à taxa de referência de crescimento de médio prazo do produto e tenha um impacto negativo no saldo fiscal de pelo menos 0,5% do GDP em um ano ou no acumulado de dois anos. Ou ainda se ocorrer uma dessas condições e o comprometimento com a outra seja avaliada como baixa (http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/coc/code_of_conduct_en.pdf).

¹⁴ A reforma definiu as seguintes normas de conduta: i) o país que deixar de responder à deliberação da Comissão de corrigir um desvio significativo do MTO terá de realizar um depósito, remunerado, de até 0,2% do PIB; ii) poderá ser exigido um depósito não remunerado de até 0,2% do PIB se for identificado um déficit excessivo e o país já realizou o depósito remunerado ou se o não cumprimento da obrigação é particularmente grave; iii) existe a possibilidade de aplicação de uma multa de até 0,2% do PIB se a Comissão decidir que o país não tomou ações efetivas para corrigir o déficit excessivo e iv) a Comissão tem o poder de investigar caso haja indícios fortes de manipulação estatística e aplicar multa.

Tabela 1

	Condition	Required annual fiscal adjustment (pp of GDP)	
		Debt \leq 60% and low/medium sustainability risks	Debt $>$ 60% or high sustainability risks
Exceptionally bad times	Real growth <0 or output gap < -4	No adjustment needed	
Very bad times	$-4 \leq$ output gap < -3	0	0.25
Bad times	$-3 \leq$ output gap < -1.5	0 if growth below potential, 0.25 if growth above potential	0.25 if growth below potential, 0.5 if growth above potential
Normal times	$-1.5 \leq$ output gap < 1.5	0.5	> 0.5
Good times	Output gap ≥ 1.5	>0.5 if growth below potential, ≥ 0.75 if growth above potential	≥ 0.75 if growth below potential, ≥ 1 if growth above potential

Fonte: European Commission (2018).

Além disso, as regras permitem o afastamento, temporário, do processo de ajuste de curto prazo e atenção às metas fiscais de médio prazo, o que dá maior flexibilidade no âmbito do *corrective arm* e restringe a austeridade em momentos de baixo nível de atividade econômica.

As normas favorecem o uso de cláusulas de escape (*escape clauses*), entre elas as chamadas *structural reform clause*. Isto permite o desvio temporário do MTO ou do processo de ajuste em caso de reformas de impacto no crescimento do produto potencial e efeitos positivos na situação fiscal de longo prazo. O desvio, no entanto, não deve violar o limite de déficit de 3% do GDP no momento em que o país recorrer ao uso da cláusula (EUC, 2018, item 1.3.2.3).

Os países podem ainda justificar, em determinadas condições, o afastamento temporário do MTO ou do caminho de ajuste traçado no contexto de avaliação do SCP, com o objetivo de realizar gastos de investimentos específicos, assemelhados às reformas estruturais, com impacto nas condições orçamentárias de longo prazo e na sustentabilidade das finanças públicas, desde que observe, como desvio máximo do balanço estrutural, o limite de 1,5% do GDP (EUC, 2018, item 1.3.2.4)¹⁵.

Finalmente, a avaliação do SCP verifica se o país membro atende aos requisitos do parâmetro de referência das despesas. Como visto acima, o crescimento dos gastos, excluídos os juros, os benefícios aos desempregados e aqueles realizados com recursos de programas da EU, não pode superar a taxa média anual de expansão do produto potencial, ao menos que o excesso de gasto seja coberto por receitas discricionárias. Se os países não observarem o MTO, a taxa de crescimento das despesas deve ser menor, de modo a permitir a construção do caminho de convergência para o MTO programado, por meio da contração do balanço estrutural, seja com o corte de despesas seja com o aumento da receita (EUC, 2018, item 1.3.2.6).

O não cumprimento das obrigações do *corrective arm* leva a outros procedimentos do *corrective arm*, estruturado a partir do *Excessive Deficit Procedure* (EDP). A admissão do EDP ocorre ao se verificar, pelo menos, uma das seguintes condições: i) o déficit público presente ou previsto

¹⁵ Cf. EUC (2018, p. 43): "A temporary deviation from the MTO, or the adjustment path towards it, may be granted for the financing of certain specific investments with positive, direct and verifiable long-term budgetary effects on growth and on the sustainability of public finances under certain conditions."

exceder a 3 % do GDP e ii) a dívida superar a 60% do GDP, sem que o aumento seja provocado por condições específicas do ciclo, e não se observe queda do excesso de endividamento nos últimos três anos a uma taxa média de 1/20 a.a., nem políticas indicando os caminhos de redução da dívida.

O EDP não envolve procedimentos orçamentários ordinários. É o meio derradeiro de enfrentar os problemas de condução da política fiscal e força a adoção das medidas necessárias, no prazo máximo de seis meses ou de três meses nos casos de maior gravidade, visando atingir os valores acordados de déficit (nominal e estrutural) e de dívida.

As medidas propostas têm um acompanhamento sistemático¹⁶ e, a depender da avaliação, o procedimento pode ser mantido, suspenso ou reforçado. Se as medidas anunciadas forem consideradas apropriadas, o controle é afrouxado e o prazo para atingir as metas pode ser ampliado caso algum evento inesperado impacte as finanças públicas e dificulte a trajetória do programa (EUC, 2018, item 2.1).

A revisão do SGP, apesar das críticas por ampliar as regras de escape, conseguiu adaptar melhor os requisitos de ajuste à situação macroeconômica do país e, assim, alargar o espaço de atuação da política fiscal com o uso de estabilizadores automáticos e investimentos de caráter estrutural, além de evitar cortes de gastos pró-cíclicos. A flexibilidade do *corrective arm* resultou em regras e procedimentos menos rígidos, com espaço de tolerância dos programas de consolidação fiscal e aumento de prazos de correção, em troca de políticas de longo prazo preocupadas com a sustentabilidade da dívida¹⁷.

A decisão de levar em conta o futuro das contas públicas deu lugar a não realização de cortes de gastos em situação de baixo crescimento econômico e maior alcance à política fiscal. Por outro lado, o efeito sobre a credibilidade do sistema mostrou-se dúbio. As respostas não se adequaram aos objetivos e o acúmulo de normas tornou o processo complexo, dependente da apuração controversa do indicador de balanço estrutural e de previsões nem sempre corretas, com perda de transparência e dificuldade de aplicação das regras, contrariando as condições, teóricas, esperadas de um modelo de regras fiscais (Kopits; Symansky, 1998).

As dificuldades de aplicação levaram vários analistas a questionarem o regime fiscal vigente (Claeys, G. et al. 2016; Darvas, Martin, Ragot, 2018) e cresceram as sugestões de uso da política de teto de gastos.

¹⁶ Cf. European Commission memo (27 may 2013; p. 3): “For Member States in Excessive Deficit Procedure, the Two Pack introduces a system of monitoring that will co-exist with, and complement, the requirements set out under the SGP. Graduated according to the EDP stage it finds itself in, the Member State concerned must regularly provide further information to the Commission on the measures it has taken to correct its excessive deficit. The Commission will then be in a better position to detect any risks to this correction. When such risks are detected, the Commission can address a recommendation directly to the Member State concerned so that it makes sure it does everything necessary to avoid being judged non-compliant and thereby avoid financial sanctions.”

¹⁷ Cf. European Commission (2018, p. 23): “By setting a budgetary target in structural terms – i.e. cyclically adjusted and net of one-off and other temporary measures – the preventive arm of the Pact aims to ensure that the underlying fiscal position of Member States is conducive to medium-term sustainability, while allowing for the free operation of the automatic stabilizers.”

1.3 As regras fiscais baseadas no teto de gastos

A adoção de regras fiscais de teto dos gastos públicos cresceu sistematicamente desde os anos 2000. Esta política, em geral, vem associada a outras normas, como meta de superávit fiscal ou limite de endividamento. De acordo com Ljungman (2008), o principal argumento para se usar a regra do teto de gasto como guia de política fiscal decorre, sobretudo, do fato de ser a melhor escolha em termos operacionais e dar suporte à formulação da política fiscal, permitindo ao governo controlar o orçamento e alcançar alta taxa de cumprimento das regras. Outros apontam a flexibilidade como elemento particularmente importante. Não dificulta a ação dos estabilizadores automáticos e demais políticas anticíclicas, bem como facilita a elaboração de normas favoráveis aos investimentos e ao controle de gastos em tempos favoráveis (Guergil et al., 2017; Ayuso i Casals, 2012)

Cordes et al. (2015) lembra que, embora o objetivo explícito das regras de teto de gasto seja o de melhorar a sustentabilidade fiscal, a meta não declarada pode ser reduzir o tamanho do Estado ou, como é comum nos países avançados, buscar meios de amainar a volatilidade dos gastos governamentais no médio prazo. Um ponto comum é a preocupação com a composição dos gastos. É preciso cuidado para não cortar despesas de capital e comprometer o crescimento potencial de longo prazo (Eyraud et al. 2018).

A política de teto de gasto, embora tenha traços convergentes, permite configurar regimes fiscais de diferentes características, ao envolver escolhas respondendo a objetivos fiscais e a realidades econômicas e políticas distintas. Como colocou Ljungman (2008), o arranjo do modelo a ser adotado exige a definição de vários aspectos: quais as categorias de gasto a serem incluídas; como conciliar o limite de despesas com as variações de inflação; qual a opção a ser usada ao se definir os limites de gastos plurianuais, considerando existir relativo consenso a favor de restrições aos gastos agregados em uma perspectiva de médio prazo; como conciliar o teto das despesas com os outros objetivos fiscais; quais as escolhas ao responder a eventos não esperados e, finalmente, qual será o formato usado como base legal da política de teto de gasto.

Um ponto central envolve a decisão de quais gastos devem estar entre aqueles que são controlados. A deliberação não é simples, pois sempre existem argumentos a favor e contra o uso de exceções. No caso de se considerar apenas a disciplina fiscal, a tendência, segundo Ljungman (2008), é definir o teto abarcando todos os gastos. Entretanto, essa perspectiva tem de levar em conta outros aspectos da política fiscal, como a estabilização econômica, as condições de financiamento, a situação do mercado de trabalho em momentos de crise e o crescimento de longo prazo.

O autor vê como justificável a exclusão de certos itens da restrição do teto, mas, no seu entender, é melhor o uso do princípio de abrangência total e a adoção de exceções em casos específicos. Porém, ressalta que a abrangência plena torna mais fácil preservar a política do teto. Acredita que *“a reasonable position is that the ceiling should include all expenditure categories that are subjected to the expansionary pressure in public decision making”* (p. 9). Outros autores (Ayuso i Casals, 2012; Cordes et al., 2015) têm posições semelhantes e concordam que, em termos teóricos, a melhor opção é envolver todos os itens, por motivos de transparência e de eficácia do controle fiscal.

A exclusão dos gastos com juros é consensual, mas a concordância em relação a outros itens é menor. A falta de consenso teórico e os argumentos pró e contra a exclusão de certos itens indicam que não há situação ideal quando se trata da abrangência da cobertura na política de teto de gastos, a escolha depende da situação particular de cada país ao definir o próprio regime fiscal.

A exclusão de gastos com saúde e educação, além de despesas diretamente vinculadas a receitas específicas, tem baixo apoio. Os investimentos merecem atenção específica: de um lado, por serem alvos fáceis de cortes e, de outro, pelo papel relevante que desempenham no crescimento de longo prazo. É comum a ideia de que a regra do teto afeta os investimentos e são plausíveis os argumentos a favor de serem excluídos das restrições. Ljungman (2008), no entanto, lembra que a dificuldade de dar tratamento adequado às questões dos investimentos restringe o uso do critério de simples exclusão desses gastos do teto. O mais comum é que os investimentos tenham tratamento diferenciado na política de teto de gasto, sem que, em geral, sejam totalmente excluídos do teto.

Um desafio à política de teto de gastos é como tratar as flutuações cíclicas e usar as políticas fiscais para suavizar esses movimentos. Em termos macroeconômicos, é justificável certa variação de gasto público de ano para ano a fim de reduzir as flutuações cíclicas no produto e no emprego, sobretudo, por meio da livre operação dos estabilizadores automáticos e também de medidas discricionárias em momentos de recessão. Não obstante, Ljungman (2008) recorda a dificuldade de prever corretamente essas flutuações e de calibrar as despesas de modo a adequar as flutuações temporárias ao redor de um nível estrutural de gasto. A tarefa de projetar o *output gap* e a elasticidade do gasto cíclico gera obstáculos para estabelecer *ex-ante* um nível de gasto ciclicamente ajustado e cria problemas práticos ao regime de teto de gastos.

A definição do teto levando em conta o movimento cíclico projetado é difícil, sobretudo, quando se trabalha com um regime de médio prazo. Alguns analistas sugerem estabelecer o teto dando espaço à expansão dos gastos cíclicos, reservando, nos momentos de bom desempenho econômico, certa margem (*the contingent margin*) entre o valor dos gastos planejados e o teto (Ljungman, 2008; Ayuso i Casals, 2012)¹⁸. Outra opção é separar os gastos cíclicos e os estruturais e a exclusão de gastos do teto contemplaria apenas os de caráter estrutural. Como o objetivo fundamental da política de teto é manter os gastos em um nível sustentável, a proposta é concentrar esforços no controle das despesas em termos estruturais mais do que efetivos e admitir certa variação de um ano para o outro. Porém, o tamanho dessa flexibilidade irá depender do tipo do regime adotado. Em resumo, é bem aceita a proposição de que o regime envolvendo conjunto abrangente de gastos requer algum tipo de mecanismo capaz de lidar com os momentos desfavoráveis. Como a proposta usual é fixar o teto de gasto seguindo a previsão sobre o movimento futuro, a sugestão é adotar regra fixando o montante de gasto agregado superior ao valor projetado, estabelecendo uma margem preventiva com o intuito de absorver os desvios imprevistos.

As questões relatadas acima estão diretamente vinculadas à decisão sobre o tempo que o valor das despesas irá permanecer inalterado. Ou seja, se a meta de gasto é definida em base anual ou plurianual. Embora o modelo possa variar, prevalece o entendimento de que a melhor solução é

¹⁸ A Suécia adota esse sistema de *contingency margin* com o objetivo de absorver as flutuações no nível de gasto devido as alterações cíclicas e eventuais problemas de ordem macroeconômica (Hansson Brusewitz; Lindh, 2005).

definir um regime baseado em múltiplos anos (Manescu; Bova, 2020; Ljungman, 2008; Ayuso i Casals, 2012). O regime pode escolher: optar por montante fixo de gasto durante o período de permanência do governo no poder ou por um sistema móvel, com o valor mudando a cada ano e maior discricção no médio prazo.

A definição do teto em termos plurianuais coloca o problema de lidar com o impacto da inflação nos gastos públicos. Em essência, a distorção potencial é causada por erros nas previsões. O mecanismo apropriado para fazer o ajuste e manter as despesas em termos reais no nível pretendido irá depender da natureza, nível e volatilidade da inflação. Como todos os gastos públicos são afetados pela inflação, o governo pode levar em conta os preços e salários futuros no momento em que define o valor do teto de gasto e prepara o orçamento. A Finlândia e a Holanda, por exemplo, definem o teto de gasto para quatro anos em termos reais e convertem em termos nominais no momento em que prepara o orçamento anual, enquanto que a Suécia define em termos nominais o teto de gastos de três anos.

Ayuso i Casals (2012) acredita que a definição do teto de gasto em termos nominais tem a vantagem de dar maior transparência e facilitar o monitoramento do processo. No entanto, a escolha depende também do tempo utilizado pelo regime em uso. No curto prazo, o limite nominal pode ajudar a estabilização, uma vez que a adoção de uma meta real anual dificulta o ajuste da taxa de crescimento do gasto *ex-post*. Mas, no médio prazo, segundo o autor, a meta de gastos em termos reais pode ser mais adequada se houver a preocupação de manter estável o volume de bens e serviços oferecidos pelo setor público. Por isso, defende que a meta nominal no médio prazo só pode ser definida de forma sensata se tiver como referência a trajetória definida em termos reais.

A questão de como fixar o limite de gasto é controversa e são múltiplas as possibilidades de definir o critério a ser adotado. Porém, a regra geral é o de fixar o valor das despesas levando em conta o movimento futuro do produto, o que vale incorporar no teto dos gastos o valor esperado das receitas. Claeys et al. (2016) propõem como parâmetro de crescimento dos gastos (ajustado pela exclusão de alguns componentes de despesa) a taxa de crescimento do produto potencial real de médio prazo, somado à meta de inflação definida pelo Banco Central. Como na proposta o regime fiscal é composto pelo teto de gasto e pelo montante da dívida, os autores defendem que se o valor da dívida superar o critério estabelecido, o crescimento máximo da despesa teria de ser reduzido em 0,02 vezes da diferença em relação ao teto, como forma de devolver a dívida ao limite legalmente definido. Já Manescu; Bova (2020) defendem que a expansão da despesa corrente nominal ocorra em linha com o crescimento esperado do PIB nominal (produto potencial), de modo a manter constante a relação entre o valor total do gasto e o produto nacional. No caso de ser necessário reduzir a dívida a um nível sustentável, o montante de gasto teria de ser ajustado a fim de adequar o tamanho da dívida.

Fuest; Gros (2019) propõem como regra o crescimento nominal dos gastos, associada ao comportamento desejado do montante da dívida, baseado na relação dívida/GDP equivalente a 60%. Formalmente, a regra pode ser escrita como: $gt = ypt - (D_{t-1} - 0.6) \times q$ em que a taxa nominal de crescimento do gasto (gt) é igual à tendência da taxa de expansão da renda nominal (ypt), deduzindo um valor desejado para a queda da dívida (D_{t-1}), multiplicada por um fator (q) equivalente ao inverso do número de anos que se pretende alcançar a correção do excesso da dívida.

Ljungman (2008), com o propósito de garantir a sustentabilidade fiscal, afirma que, apesar das incertezas em definir a meta de equilíbrio fiscal, é possível estabelecer uma relação entre o teto de gastos, as receitas e determinada meta de equilíbrio orçamentário ou montante da dívida. Assim, o valor dos gastos para o ano $t+n$ (\hat{E}_{t+n}), consistente com a previsão da receita governamental R_{t+n} e a meta para o orçamento B_{t+n}^t poderia ser escrito da seguinte forma: $\hat{E}_{t+n} = R_{t+n} + \Delta T_{t+n} - B_{t+n}^t - E_{t+n}^{oc}$, onde: ΔT_{t+n} é o efeito de alterações tributárias não incluídas na previsão de receita e E_{t+n}^{oc} é a previsão de gastos do governo fora do teto. A fim de evitar movimentos pró-cíclicos, o autor sugere um ajuste estrutural total ou parcial da meta fiscal ao se definir o valor do teto de despesas, que leve em conta os desvios dos níveis de emprego e produção.

O aumento de gastos poderia então ser definido como: $\hat{E} = R_{t+n} + \Delta T_{t+n} - E_{t+n}^{oc}$, que expressa a possibilidade de elevar os gastos acima do teto por valor equivalente ao aumento da receita não utilizada como garantia das despesas excluídas do teto. Entretanto, o autor chama a atenção que vincular explicitamente o cálculo do teto de gasto às previsões de receitas fiscais, como proposto nessa formulação, reduz a discricionariedade da política fiscal e pode não ser aceito politicamente, o que leva à opção de não institucionalizar um tipo específico de norma técnica. Outra formulação possível, segundo o autor, seria a de expandir os gastos a uma taxa máxima que mantenha constante a relação com o produto potencial e não com o efetivo, a fim de evitar movimentos pró-cíclicos dos gastos. Neste caso, a formulação seria: $\hat{E}_{t+n} = \beta \times GDP_{t+n}^{pot}$, com o β sendo definido de modo a manter a meta de balanço estrutural. O problema com este método está na dificuldade de estabelecer as projeções para o produto potencial, além de restringir a discricionariedade das ações. Um terceiro método, pouco adotado, seria definir como teto uma taxa constante de crescimento dos gastos, em termos nominais ou reais, independente da taxa de crescimento da receita ou do produto, onde: $\hat{E} = \phi$.

O caso da Suécia é ilustrativo de como é possível lidar com a política de teto de gastos em um modelo plurianual. Segundo Hansson Brusewitz e Lindh (2005), a Suécia usa o regime fiscal que inclui a definição de teto de gastos nominal para o horizonte temporal de três anos, com movimentos contínuos, de modo que os dois primeiros anos ($t+1$ e $t+2$) são dados por decisões passadas. O teto de gasto do ano $t+3$ é proposto pelo governo e aprovado no legislativo anualmente. O total do gasto é dividido em 27 diferentes áreas, cada qual tem sua própria estrutura tributária e as definições de gastos têm que levar em conta o teto estabelecido em períodos anteriores e o rearranjo de dotações realiza-se dentro da mesma área de despesa.

O orçamento abrange cerca de 2/3 do total de gastos do governo geral, mantendo a autonomia dos governos locais, e estão incluídos o sistema de pensões e as despesas sensíveis às variações cíclicas, deixando de fora as despesas com juros. A inflação é tratada como qualquer outro fator com impacto no orçamento, sem mecanismos de ajuste automático.

O regime fiscal inclui, além do teto de gasto, a meta de médio prazo de superávit do governo geral, que se traduz, na prática, como proposta de superávit orçamentário anual, visando reduzir a dívida pública e sustentar o impacto do envelhecimento da população, bem como atender as regras fiscais definidas na EU. Além disso, a proposta tem como meta manter superávit estrutural capaz de permitir a ação dos estabilizadores automáticos e outras formas de incerteza orçamentária. A proposta de superávit fiscal pode ter um desvio de até 2% do GDP por razões cíclicas que,

normalmente, são levados em conta no momento em que é decidido o orçamento anual, e o retorno à situação fiscal desejada pode ser lento, a depender do quadro econômico.

Vários fatores, de acordo com os autores, são levados em consideração ao se determinar o teto de gasto. A equação ilustra a relação no médio prazo entre a variação das receitas para o ano $t+3$ (ΔT_{t+3}) e o nível do teto de gasto (C_{t+3}): $C_{t+3} = R_{t+3} + \Delta T_{t+3} - S - OE_{t+3} + M$, onde R_{t+3} é a receita governamental esperada para o $t+3$, S é o nível estrutural de empréstimos líquidos do governo geral, OE_{t+3} são os gastos líquidos projetados não incluídos no teto. De modo que, o limite máximo de despesas compatível com o volume de receitas planejadas é igual a $R_{t+3} + \Delta T_{t+3} - S - OE_{t+3}$. A esse valor inclui-se uma margem fiscal (M) a fim de se obter o valor desejado do teto de gasto. Ou seja, o nível máximo de gasto planejado é definido como sendo: $C_{t+3} - M = R_{t+3} + \Delta T_{t+3} - S - OE_{t+3}$, que leva em consideração o movimento dos gastos e as ações esperadas no campo tributário, considerando certa relação entre o produto da economia e o teto de gasto.

As formulações descritas acima indicam uma variedade de situações possíveis, mas, em praticamente todos os casos, há elementos comuns que são considerados como fatores na definição do valor do teto de gasto: primeiro, a evolução do produto e da receita e, segundo, meios de ampliar os gastos em resposta às variações cíclicas, sem abrir mão da condição de sustentabilidade fiscal.

Finalmente, as experiências nacionais indicam não existir caminho único do status legislativo da política de teto de gastos. Segundo Cordes et al. (2015), as economias emergentes são as que mais definem o uso de regras de teto de gastos por meio de normas estatutárias em comparação com as economias avançadas. Nestas, o regime fixando o teto de médio prazo é uma restrição voluntária que os governos colocam sobre si mesmos. Em nenhum dos três países (Finlândia, Holanda e Suécia) estudados por Ljungman (2008) o regime de teto é fixado na legislação e não há sanções predeterminadas em caso de se exceder o teto.

1.4 As regras fiscais nos governos subnacionais

O uso de regras fiscais nos governos subnacionais acompanhou o crescimento verificado na esfera central. O movimento de descentralização ampliou o peso dos entes subnacionais e cresceu a preocupação com a tendência atribuída a esse nível de governo de incorrer em déficits excessivos (conhecido na literatura como *deficit bias*). Na avaliação de Rodden et al. (2003) a dificuldade de garantir a disciplina fiscal vigorando o *soft budget constraint*, diante da possibilidade de os entes obterem o socorro federal (*bailout policy*), faz com que seja interessante, em diferentes situações, usar mecanismos de supervisão hierárquica e de regulação a fim de impor, desde o centro, rígido controle fiscal (*hard budget constraint*), com o propósito de conciliar o processo de descentralização com normas capazes de sinalizar caminhos de disciplina fiscal, de fortalecer a coordenação entre as esferas de governo e, por vezes, alinhar as ações dos governos subnacionais aos do governo central.

A literatura destaca que o mecanismo de regras fiscais, embora exerça algum efeito positivo na disciplina fiscal e seja uma estrutura de política útil, não é alternativa capaz de substituir sistemas mal concebidos de relações fiscais intergovernamentais nem pode ser canal eficaz de disciplina fiscal sem amplo suporte político e social (Ter-Minassian, 2007; Eyraud; Sirera, 2015; Martinez-Vazquez; Civelek, 2019). Segundo Ter-Minassian (2007), é improvável as regras fiscais cumprirem bem a sua função em países onde não existe clara atribuição de despesas, a base de receitas próprias dos entes

subnacionais é insatisfatória, o sistema de partilha não é planejado adequadamente e os repasses federais cobrem o excesso de gastos.

Além disso, o regime de regras fiscais no plano subnacional não se define como simples transposição do que é aplicado à esfera central. As diferenças de estrutura política (federação ou estado unitário), de repartição de receitas e despesas, de graus de autonomia política e financeira e de representatividade de estados e de governos locais refletem especificidades nacionais e indicam a inviabilidade de construir o modelo ideal, recomendável a todos.

O amplo espectro de situações de uso das regras fiscais subnacionais produz sistemas variados e de diferenciados alcances. A adoção de regras semelhantes não assegura resultados iguais. O rigor de cada uma delas e o modo como se combinam estão diretamente atreladas às peculiaridades de sua formulação e a maneira como são empregadas. Assim, os países, mesmo quando empregam categorias e número de regras semelhantes, podem ter diferentes escolhas e resultados distintos na imposição de restrições fiscais (Vammalle; Bambalaite, 2021).

A definição do regime de regras fiscais depende também da estrutura legal das relações governamentais. Nos países centralizados, as decisões competem ao governo geral. Já em países federativos, elas estão sujeitas às situações específicas e assumem características próprias. A diferenciação do uso de regras fiscais e de controles diretos é relevante, pois, estes, por serem mais restritivos, reforçam o poder federal, mesmo em países federalistas, e abrem espaço ao microgerenciamento da política fiscal subnacional (Eyraud; Sirera, 2015). O usual são as regras fiscais autoimpostas, como nos EUA, porque o aparato institucional limita o poder central de definir regras. A União Europeia, em geral, usam acordos intergovernamentais negociados nas decisões de regras de governos estaduais e regionais (Vammalle; Bambalaite, 2021).

Eyraud et.al. (2020), em texto recente do FMI, lembra que, apesar de inúmeros países, avançados e em desenvolvimento, adotarem limites numéricos no controle de agregados em orçamentos de entes subnacionais, a literatura não definiu a melhor estrutura conceitual de arranjos institucionais subnacionais. Não há posição consolidada sobre o tipo de arranjo e de regras fiscais. Estão em aberto questões como o grau de complexidade das regras e a inclusão de cláusulas de escape ou de desenhos alternativos. As regras mais adotadas, atualmente, são as de orçamento equilibrado e as de limite da dívida, em destaque a regra de ouro, contrária ao financiamento de gastos correntes, além de restrições ao serviço da dívida. Este conjunto de regras é, com frequência, aliado a limites quantitativos de empréstimos e de regras processuais exigindo a aprovação do governo central na contratação de empréstimos, comuns em países em desenvolvimento, com o intuito de limitar o financiamento aos gastos de investimentos e as operações em moeda estrangeira.

Os autores lembram ainda, reforçando a posição de outros, a necessidade de atenção especial à seleção de regras dos entes subnacionais. O modelo aceito no plano nacional, baseado no uso da dívida pública como âncora e de uma regra operacional, não pode simplesmente ser transplantado ao plano subnacional. As decisões, complexas, requerem desenho próprio graças ao elevado risco de ocorrência de déficits e às dificuldades de realização de ajustes fiscais. Isto faz com que a definição de regras fiscais subnacionais envolva certa tensão: de um lado, precisam ser mais estritas, em resposta ao *deficit bias* e, de outro, devem ser flexíveis, de modo a dar aos entes, donos de estruturas orçamentárias rígidas e responsáveis por gastos de difícil contenção, condições de

evitarem os movimentos pró-cíclicos e terem acesso a empréstimos adequados ao financiamento dos investimentos.

A questão é como enfrentar o problema. Os autores veem a experiência estadual americana de empregar a regra de orçamento equilibrado, associada a um fundo (*rainy day fund*) dotado de recursos poupados nos momentos de alta arrecadação como exemplo exitoso de suavizar o ciclo. Na fase de reversão cíclica, é possível recorrer ao fundo para evitar cortes expressivos de gastos. O estudo aponta também três tipos de regras operacionais que dão espaço ao financiamento de investimentos públicos: i) a regra de orçamento equilibrado com um teto de déficit que deixe espaço ao nível desejado de investimento público; ii) regra de orçamento corrente com veto ao financiamento de gastos correntes e a possibilidade de empréstimos para investimentos e pagamento do principal da dívida e iii) regra de ouro, em que só é possível financiar investimentos. Outros tipos de regras (tetos de gastos, teto de gastos correntes, controle da dívida e do serviço da dívida) também são aceitos com objetivos semelhantes. Mas, não existe solução ideal de tratar a sustentabilidade e de apoiar o investimento, pois a escolha da regra depende de condições específicas e do peso relativo atribuído a cada um desses objetivos.

Nos países da OECD, a regra de ouro é comumente empregada por requerer equilíbrio do orçamento corrente e dar espaço ao financiamento do investimento público. Nenhum dos países da amostra do estudo da OCDE proíbe totalmente empréstimos para despesas de capital. Nos EUA, os estados, com exceção de Vermont, têm normas constitucionais de orçamento equilibrado, mas o seu uso nem sempre é claro e varia entre as unidades. Em geral, abrangem o orçamento operacional e deixam de fora o financiamento dos gastos de capital (Vammalle; Bambalaite, 2021).

O texto do FMI indica outras possibilidades de flexibilizar as regras subnacionais e de conciliar a política de ajuste fiscal com respostas a eventos inesperados e estabilização econômica. O balanço ciclicamente ajustado, aceito comumente no plano nacional, é visto como inadequado por sua complexidade. O uso de regras de gasto, como alternativa, não é comum, poucos países adotam devido à rigidez das despesas e à dificuldade de cortar gastos politicamente sensíveis, com baixo grau de discricionariedade. Isto exigiria reduzir as despesas de capital e prejudicar o crescimento e a arrecadação, em nome da contenção do déficit, em tempo de desaceleração cíclica. Na OECD os limites explícitos a gastos são pouco utilizados, restritos a gastos específicos, sobretudo os de pessoal, e os valores, em geral, relacionados à renda, inflação ou crescimento da população (OCDE, 2006).

O estudo defende a solução, relativamente comum, de regras em que vale cláusulas de relaxamento ou de suspensão dos limites dos agregados fiscais nos casos de choques inesperados, decorrentes de desastres naturais ou de ordem econômica, permitindo responder à situação, com o cuidado de não abandonar o compromisso fiscal de longo prazo. Isto evitaria as sanções e as ações corretivas, de caráter financeiro e administrativo, comumente previstos em caso de não cumprimentos das restrições fiscais. Embora não seja comum, existem, em alguns países da OCDE, mecanismos formais de resgate (*bailout*) dos entes subnacionais, empregados em nome da sustentabilidade fiscal, e sujeitos a custos aos contratantes para reduzir o risco moral. Vammalle; Bambalaite (2021) propõem, por ser mais eficaz, evitar o problema. Uma alternativa possível é reformular o sistema de financiamento dos entes subnacionais, como fez a Holanda, aproximando

os recursos disponíveis às tarefas obrigatórias, a fim de conter os problemas de ordem fiscal decorrentes de insuficiência financeira.

2 Regras fiscais: a experiência brasileira

Os modelos de controle fiscal da economia brasileira acompanharam a tendência internacional e, desde os anos 1990, as regras fiscais são a base dos regimes atuais. Até então, as medidas restritivas dependiam de conjunturas específicas e tinham caráter discricionário. No período dominado pela visão monetarista, o corte de gastos era empregado para conter o déficit público e o seu financiamento, visto como inflacionário. Os defensores da inércia inflacionária adotaram a prática de choques heterodoxos no combate à inflação, enquanto os formuladores do Plano Collor atribuíram à alta de preços ao excesso de liquidez monetária e bloquearam os ativos financeiros na tentativa de conter os preços.

As diferentes abordagens de combate à inflação não alcançaram sucesso antes da renegociação da dívida externa e do fim da obrigação de gerar saldos comerciais, necessários ao pagamento dos encargos. O Plano Brady facilitou o acordo e deu lugar ao Plano Real. O uso do modelo de sustentabilidade da dívida pública no combate à inflação colocou em pauta a construção de um regime fiscal comprometido com o controle permanente dos gastos, capaz de evitar os problemas de inconsistência intertemporal e garantir no tempo a solvência da dívida pública.

A política fiscal transformou-se em peça central da estabilidade econômica e pilar do processo de valorização do capital financeiro, com as regras fiscais ocupando o lugar de elemento nuclear dos regimes fiscais adotados no País daí em diante. A experiência brasileira, apesar de emular exemplos internacionais, usou modelos próprios, adaptados aos ideais de política econômica local, com aproximações e afastamento do comumente prescrito em outros lugares.

A crise de 2008 deu lugar a mudanças consistentes de orientação do uso de regras fiscais no cenário internacional. O movimento, sem abandonar o desejo de controle fiscal e de solvência da dívida pública, questionou o aparato de regras de caráter pró-cíclico e buscou modelos mais flexíveis, preocupados em atender os gastos de curto prazo em tempos de queda da atividade econômica e em facilitar os investimentos e as reformas estruturais, na tentativa de priorizar as condições de longo prazo de sustentabilidade da dívida.

A experiência brasileira fechou os olhos a isso. Desde meados da década anterior, assistiu-se à expansão da ortodoxia, aplicação de regras rígidas, não atentas às ações anticíclicas e aos gastos com olhar de futuro, na contramão da tendência mundial. Mesmo com a pandemia, a retórica pouco mudou. A exigência de atender os gastos decorrentes da crise sanitária colocou em xeque os instrumentos de controle fiscal e obrigou, na prática, o abandono do sistema em vigor. Porém, a reação à crise não questionou o *status quo* nem aproximou as normas fiscais à tendência do cenário internacional, simplesmente promoveu alterações *ad hoc* do marco legal, dirigidas a atender a conjuntura, com data marcada de retorno à situação anterior.

2.1 Regras e o controle fiscal na esfera federal

O uso de regras fiscais no Brasil, próximo à tendência internacional, pouco influenciou o aparato legal das finanças públicas até os anos 1990. A exceção mais relevante, no plano federal, talvez seja a adoção da regra de ouro na Constituição de 1988 (Art. 167, inciso III), que, na prática, não teve consequência na condução da política orçamentária por longo período.

O Plano Real inaugurou outro momento. A exposição de motivo do programa, seguindo a proposta teórica de Bacha (1994), colocou o controle da política fiscal como peça central do processo de estabilização e defendeu medidas de corte permanente de gastos, indicando o comprometimento, hoje e no futuro, com uma política fiscal crível, em condições de manter o ajuste intertemporal das contas públicas e a sustentabilidade da dívida (Lopreato, 2013, cap. 4).

A proposta alterou o modo até então usado de controle fiscal. O indicador da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) perdeu o lugar de principal indicador fiscal, substituído pela situação prospectiva das contas públicas, baseada no comportamento futuro dos principais fatores da dinâmica da dívida pública.

O conjunto de medidas idealizadas nos anos iniciais do programa (entre elas, as privatizações, a renegociação das dívidas dos governos subnacionais e as reformas da previdência e tributária), acompanhada do expressivo aumento da arrecadação, apontou cenário confortável de solvência da dívida pública e não exigiu medidas contundentes de corte de gastos. As crises da Ásia e da Rússia, aliado aos problemas de balanço de pagamentos brasileiro, provocaram a alta dos juros e a desvalorização do câmbio, com reflexo no quadro econômico e na trajetória esperada da dívida pública, elevando o risco de *default*.

O acordo com o FMI de 1998, como parte da política de enfrentamento da instabilidade, alterou o modelo institucional e o aproximou do cenário internacional. A proposta implícita do Plano Real ganhou contornos efetivos e o regime fiscal passou a fixar, na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), metas de superávit primário compatíveis com a dinâmica sustentável da dívida pública e, simultaneamente, em resposta aos questionamentos de ordem interna, impôs, como regra adicional, limites à despesa de pessoal, com pouco efeito prático no controle das contas públicas¹⁹.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)²⁰, no plano federal, institucionalizou as regras já utilizadas desde o acordo com o FMI. A norma exigia, a todas as esferas de governo, a definição de “*metas anuais, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes*” (Art. 4º § 1º) e a verificação, ao final de cada bimestre, da compatibilidade entre o comportamento da receita e o cumprimento das metas de resultado primário ou nominal, caso contrário, o ente teria de limitar os empenhos e a movimentação financeira até conseguir atender as metas anunciadas (Art. 9º).

Além disso, estabeleceu o limite de despesa total com pessoal de 50% da receita corrente líquida na esfera federal (Art. 19) e vedou a realização de operações de crédito entre um ente da

¹⁹ A Lei Complementar n. 96, de 31 de maio de 1999, conhecida como Lei Camata II, definiu como limite de gasto de pessoal, no caso da União, o equivalente a cinquenta por cento da Receita Corrente Líquida Federal.

²⁰ Lei Complementar n. 101, de 04/05/2000.

federação e outro e entre uma instituição financeira estatal e o seu controlador na qualidade de beneficiário do empréstimo (Arts. 35 e 36). Finalmente, definiu a obrigação de o executivo enviar ao Congresso Nacional projeto de lei com os limites do montante da dívida mobiliária federal e regras de enquadramento em caso de a dívida superar o valor fixado (Arts. 30 e 31).

A LRF, de fato, pouco afetou o comportamento fiscal da esfera federal. A sua prioridade, como se verá mais tarde, foi controlar as finanças subnacionais, de olho nos possíveis efeitos macroeconômicos do processo de descentralização fiscal em curso. Sem fixar o teto da dívida pública federal, as principais implicações resumiram-se à necessidade de atingir os resultados fiscais fixados na LDO e de limitar os empenhos em caso de frustração de receita, associada à proibição de efetuar operações de crédito com as instituições financeiras sob o seu controle.

Em termos práticos, a LRF não alterou o processo de execução orçamentária delineado no acordo com o FMI (1998) de trabalhar com o valor dos gastos do orçamento corrente e de capital (OCC) como um resíduo, a ser realizado depois de dadas as condições de obter a meta de superávit primário. Legalmente, o não cumprimento das metas fiscais poderia ocorrer se a União decretasse o estado de calamidade pública, reconhecido pelo Congresso Nacional (Art. 65). Sem o apelo a este expediente, a eventual frustração de receita ou os movimentos não esperados de câmbio e juros, em caso de deterioração fiscal, seriam compensados por cortes das despesas discricionárias a fim de elevar o superávit primário e assegurar a trajetória desejada da relação dívida/PIB.

A centralidade da sustentabilidade da dívida enrijeceu o processo de condução das contas públicas. A discricionariedade anterior deu lugar à política focada na relação dívida/PIB, negando espaço às políticas de expansão de gastos ligados ao crescimento ou à desaceleração do ciclo.²¹ Como ocorreu na Europa, o modelo de regras fiscais acentuou o caráter pró-cíclico da política fiscal, mas, ainda assim, não se questionou o quadro institucional vigente. Enquanto o SGP e as medidas subsequentes trataram de rever as regras do Tratado de Maastrich, visando facilitar os gastos na desaceleração do ciclo, as políticas de investimentos públicos e as reformas institucionais de longo prazo, o debate interno restringiu-se às questões de curto prazo e ficou preso ao movimento de ajuste, priorizando o corte de gastos, sem se ater às vantagens de investimentos produtivos e das reformas de impacto futuro.

O modelo de regras fiscais manteve-se praticamente intacto no governo Lula. As alterações limitaram-se a descontar o valor dos investimentos do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) da meta de superávit primário prevista na LDO e a retirada da Petrobras e da Eletrobras do cálculo de necessidade de financiamento (NFSP). Isto tornou menos rígida a meta de superávit primário, sem ferir a lógica então existente. A política fiscal, apesar de manter o tripé convencional de política econômica e a narrativa da sustentabilidade da dívida, abriu mão da política de austeridade e, paulatinamente, adotou medidas desenvolvimentistas, de expansão do Estado, subsídios fiscais, políticas de incentivos aos investimentos e ao crescimento, ampliação das despesas das empresas estatais e do crédito dos bancos públicos, com o objetivo de elevar o produto e melhorar a relação dívida / PIB (Lopreato, 2013, cap. 5).

²¹ A rigidez com que se executava a regra fiscal por aqui tinha como agravante o fato de que, mesmo contra a visão do FMI, as empresas estatais (Petrobras e Eletrobras), não dependentes do tesouro, mantiveram-se no cálculo do resultado fiscal (NFSP).

A atuação do governo Lula, antes criticada, ganhou apoio ao defender o uso da política fiscal contra a queda da atividade econômica gerada pela crise de 2008 e se aproximar do que ocorria em outras partes do mundo. A política fiscal expansionista não se ateve à revisão das regras fiscais. O interesse mais amplo, de garantir a expansão do papel do Estado e da gestão da demanda agregada, ao coincidir, circunstancialmente, com as respostas à crise mundial e o debate de regras fiscais, deu livre curso à ampliação de gastos, sem alterar o quadro institucional, que continuou ancorado na regra de ouro e na disposição de gerar o superávit primário necessário a garantir a relação dívida / PIB esperada.

O apoio momentâneo logo se reverteu ao se manter a política fiscal expansiva independente do quadro de recuperação econômica. A mudança de perspectiva da política fiscal incomodou os defensores da visão conservadora, mesmo diante da boa situação das contas públicas.

A crise do governo Dilma deu espaço aos arautos da austeridade e favoráveis às medidas restritivas, de corte liberal, contrários à postura de ações estatais, com o argumento de que o controle fiscal abriria caminho ao setor privado e impulsionaria o crescimento econômico. Em termos teóricos, voltou-se a defender a visão convencional de que a crise econômica é o reflexo imediato da situação fiscal e a sustentabilidade da dívida requer o controle dos gastos públicos.

O encaminhamento seguiu o lugar comum: reviu o modelo de regra fiscal e definiu o controle dos gastos públicos por período de tempo longo. A Emenda Constitucional n. 95/2016 definiu a política de teto de gastos como base do novo regime fiscal, a vigorar por um período de vinte anos, passível de ter os seus parâmetros revistos somente após dez anos do início de sua vigência. A nova medida não mexeu no quadro anterior. Assim, o regime fiscal aprovado passou a ser definido pela conjugação de três regras fiscais: i) a regra de ouro; ii) a meta de resultado primário compatível com as condições de sustentabilidade da dívida e iii) a política de teto de gastos.

2.1.1 A política de teto de gastos

O regime fiscal do País acompanhou traços de outros países ao associar a regra do teto e a meta de superávit primário. O quadro institucional passou a requerer o cumprimento de três indicadores. O mais antigo, a Regra de Ouro, proíbe a realização de operações de crédito com valor maior do que as despesas de capital (CF 88, Art. 167, III) e, até então, esteve quase esquecida por não impactar de fato a dinâmica orçamentária. O papel efetivo de controle fiscal exercia-se, assim, por meio da definição da meta de superávit primário, obrigando a limites de empenhos e a contingenciamento de gastos até se alcançar o valor definido na LDO.

A regra do teto propôs-se a dar outra dimensão ao controle das contas públicas e assumiu o compromisso de conter os gastos primários e reduzir o papel do Estado. A adoção desse tipo de regra fiscal seguiu a tendência do cenário internacional de defender medidas simples, em contraposição à crescente complexidade do sistema de regras da comunidade europeia de difícil verificação e sujeitas a revisões constantes.

A regra de teto de gastos, supostamente, teria a seu favor a agilidade em termos operacionais e a facilidade de atender às várias possibilidades de formulação da política fiscal, ao garantir o controle do orçamento e taxas elevadas de cumprimento das normas. Como se viu em

item anterior, as propostas se diferenciam e algumas configurações são mais bem aceitas do que outras, existindo o risco de acarretar a redução do papel do Estado e de interferir na composição dos gastos, se não houver atenção às despesas de capital. A escolha do que sujeitar ao teto varia e o mais aceito teoricamente é a inclusão de todos os gastos, com a exceção, consensual, do pagamento dos juros. Não se descarta a retirada de outros itens, principalmente dos investimentos, a depender de aspectos específicos da política fiscal. O modelo usado ao fixar o limite de gasto também é incerto, mas, as propostas, invariavelmente, incorporam ao teto o movimento futuro da economia, ao levar em conta o crescimento esperado do produto, da receita tributária e da inflação ao definir o limite de gasto. É bem aceito definir o teto seguindo a taxa de crescimento do produto potencial real de médio prazo e a meta de inflação do banco central, bem como considerar a possibilidade de incluir as alterações tributárias não incorporadas à estimativa de receita e de prever gastos fora do teto.

A preocupação teórica é dispor de instrumento capaz de elevar gastos em resposta às flutuações cíclicas sem abrir mão da sustentabilidade fiscal. A escolha de controlar as despesas em termos estruturais mais do que nominal, dando espaço a certa variação de gasto de um ano a outro é uma alternativa, a outra é definir regime de múltiplos anos, com a opção de usar um sistema móvel ou fixar montante fixo de gasto durante o período de governo.

A experiência brasileira, decorrente da EC n. 95/2016, pouco dialogou com as questões do debate internacional. Não existe, é verdade, padrão mundial. A construção das regras fiscais tem de estar atrelada às especificidades locais. Porém, o usual é a discussão acompanhar a tendência mundial, com adaptações às condições do cenário interno.

O nosso modelo descolou-se do debate internacional e assumiu caráter idiossincrático. As particularidades são múltiplas. As especificidades começam do ponto de partida motivacional da adoção desse tipo de regra fiscal. No cenário mundial, os modelos sugeridos da regra do teto não tinham como meta explícita a redução do papel do Estado, embora se reconheça tal possibilidade. O principal objetivo é estabilizar o montante de gasto em relação ao produto e garantir a sustentabilidade da dívida. A EC 95/2016 teve o propósito de reduzir a participação do Estado na economia. O governo Temer, de visão liberal, visou conter a ação estatal e confrontar o pacto social aprovado na Constituição de 1988, por meio de cortes de gastos, sobretudo das despesas sociais, por serem estas as de maior crescimento do período. A redução do espaço estatal, nesta perspectiva, abriria campo à atuação do capital privado e à retomada do crescimento econômico.

Em outra particularidade, o olhar da PEC 95 fixou-se no passado e definiu o limite de gastos olhando para trás. A base para o gasto do primeiro ano de vigência da regra (2017) foi o valor da despesa primária paga em 2016²². Os limites dos anos seguintes são fixados considerando o montante do ano anterior, acrescido do IPCA (Índice de Preço ao Consumidor Amplo) do período de 12 meses encerrado em junho. Ou seja, a EC 95, diferente da proposta teórica usual, não incorporou ao limite das despesas o crescimento do produto, os eventuais ganhos de arrecadação ou o avanço populacional.

O futuro não entrou no computo do teto de gasto. O congelamento das condições estabelecidas por, pelo menos, dez anos – tempo mínimo para alterar o método de correção dos

²² Acrescida dos restos a pagar pagos, de outras operações que afetam o resultado primário e da correção de 7,2%.

limites – provoca, inevitavelmente, redução do papel do Estado e cortes significativos de gastos em diferentes áreas.

O uso de regras flexíveis, comuns em outras experiências pós-crise de 2008, visando evitar movimentos pró-cíclicos e a expansão do orçamento quando houver queda da atividade econômica, não mereceu atenção. A construção da norma brasileira mostrou-se não flexível em várias dimensões. Primeiro, o teto de gastos abarcou todos os gastos primários. A exceção ficou por conta das transferências legais a outras esferas de governo²³ para não alterar a repartição da receita tributária entre os entes federativos e dificultar a aprovação da medida. Segundo, não há qualquer tipo de tratamento especial aos investimentos nem aqueles com impacto no crescimento do produto potencial. Terceiro, o limite de gasto é fixado considerando a taxa de inflação passada, sem levar em conta as fases do ciclo econômico e meios de tratar altas imprevistas de inflação.

Além disso, não há previsão de cláusulas de escape em momentos de dificuldades. A abertura de crédito suplementar ou especial, instrumentos usuais de política orçamentária, é vetada como meio de ampliar o valor autorizado de despesa primária (art. 107, II, § 5º). Não se contempla o uso de gastos extrateto em caso de retração econômica ou de necessidade de responder a situações emergenciais, bem como mecanismos de fuga diante de perda acentuada de arrecadação. A única possibilidade aberta é o uso de créditos extraordinários em caso de situações imprevisíveis e urgentes previstos na Constituição, como as decorrentes de guerra, comoção interna ou calamidade pública (art. 167, § 3º).

A fixação do limite da despesa primária é igualmente singular. O teto é definido, anualmente, de modo individual, para os três poderes e alguns órgãos²⁴. Ou seja, eventuais compensações de gastos só podem ocorrer no interior do próprio poder ou do órgão específico, reduzindo a liberdade de lidar com os limites. A presença de elevadas despesas obrigatórias, caso da previdência e das despesas de pessoal no poder executivo, faz recair sobre as despesas discricionárias a maior parte do ajuste. Por outro lado, alterações do índice de inflação podem também afetar o valor real dos gastos previstos, já que a regra não lida com a questão da inflação esperada. Se o nível de preço superar o índice de correção utilizado na definição do valor do teto, os gastos perdem em termos reais e não podem ser compensados por despesas adicionais, mesmo se sustentada por aumento de arrecadação.

A regra do teto como norma constitucional é outro elemento incomum. Por si só, este fato enrijece a proposta e dificulta possíveis alterações. Qual a razão de se optar por mudar a constituição se outras normas fiscais, com exceção da regra de ouro, não seguiram esse caminho? A escolha deve ser atribuída à necessidade de alterar as vinculações constitucionais dos gastos de

²³ O art. 10, 7º § 6º, no cálculo dos limites exclui as seguintes despesas: (i) transferências constitucionais, por participação ou partilha de receita; (ii) outras transferências obrigatórias derivadas de lei que sejam apuradas em função de receita vinculada; (iii) créditos extraordinários; (iv) despesas com a realização de eleições pela justiça eleitoral; e (v) despesas com aumento de capital de empresas estatais não dependentes.

²⁴ São eles: a) Poder Executivo; b) Supremo Tribunal Federal (STF), Superior Tribunal de Justiça (STJ), Conselho Nacional de Justiça (CNJ), Justiça do Trabalho, Justiça Federal, Justiça Militar da União, Justiça Eleitoral e Justiça do Distrito Federal e Territórios, no Judiciário; c) Senado Federal, Câmara dos Deputados e Tribunal de Contas da União (TCU), no Legislativo; d) Ministério Público da União (MPU) e Conselho Nacional do Ministério Público (CNMP); e e) Defensoria Pública da União (DPU).

saúde e educação. A PEC 95, em 2017, seguiu o padrão então vigente, com o gasto federal em educação de no mínimo 15% da RCL (Receita Corrente Líquida) e em saúde de não menos de 18% do total dos impostos. Mas, esses valores deixam de se atrelar à arrecadação dos anos seguintes e passam a ser calculados de modo semelhante ao dos demais gastos, vinculando as aplicações nessas áreas aos valores definidos no ano inicial, com a simples correção inflacionária. Ou seja, a medida suspendeu, por 20 anos, a determinação constitucional anterior e colocou no limbo o projeto de 1988 de criação do Estado de bem estar social.

A lógica da PEC 95 gera tensões latentes. A fixação dos limites de gastos, associada à tendência de expansão de despesas obrigatórias relevantes, sem incorporar os ganhos reais de arrecadação, gera conflitos na operacionalização do regime fiscal. A necessidade de respeitar o teto requer cortes por considerável período de tempo, alcançando, assim, a redução desejada do papel do Estado. A vontade explícita da visão liberal reflete-se, no campo econômico, na queda de despesas discricionárias, sobretudo, de investimentos e de políticas públicas. Por outro lado, a contínua perda de espaço de manobra no orçamento acirra o embate político e exige negociações cada vez mais complexas, como ilustram os debates recentes da PEC dos precatórios e das emendas parlamentares, principalmente em ambiente político diferente daquele de origem da medida, elevando a instabilidade e as pressões por mudanças da regra fiscal.

As dúvidas sobre o cumprimento das regras e as demandas por revisão do regime geram tensões crescentes. As primeiras dificuldades foram superadas graças à relativa folga do montante inicial de gastos e à presença de circunstâncias específicas. O valor elevado da base inicial do teto, a queda da inflação e os cortes de despesas discricionárias permitiram acomodar a estratégia sem ebulir o ambiente, à custa de redução dos espaços futuros. Porém, os limites do regime fiscal tornaram-se palpáveis nos anos seguintes. O baixo nível dos investimentos tornou a regra de ouro peça efetiva de restrição a gastos e a pandemia deu cores dramáticas à convivência com as regras fiscais, pois, como bem lembrou Orair (2021), as três regras convergem no sentido de dificultar a atuação anticíclica da política fiscal.

Tal rigidez escancarou a incapacidade de lidar com situações de emergência, como é comum em outros países. A inação do sistema em responder à crise sanitária levou a forjar soluções *ad hoc* por meio de mudanças legislativas no aparato legal do regime fiscal. A LRF (art. 65) permite a dispensa do cumprimento da meta fiscal definida na LDO em caso de decretação de calamidade pública. A PEC 95, por sua vez, exclui do teto de gastos os créditos extraordinários voltados ao atendimento das situações urgentes e imprevistas definidas na constituição, como os casos de calamidade pública (art. 107 § 6º).

O governo valeu-se das brechas existentes e enviou ao Congresso Nacional o pedido de reconhecimento do estado de calamidade pública, aceito pelo Decreto Legislativo n.6/2020. Além disso, o Congresso Nacional aprovou, em tempo recorde, outra emenda constitucional (EC n. 106/2020) criando regime fiscal e financeiro extraordinário, instituindo em 2020 o chamado orçamento de guerra, para enfrentar o estado de calamidade. A medida, ao flexibilizar o arcabouço fiscal, tornou possível descumprir a regra de ouro e a meta de resultado primário. O poder executivo pode então lançar mão de amplo volume de créditos extraordinários a fim de financiar o auxílio emergencial às pessoas que perderam renda e os repasses, de liquidez e de solvência, às empresas afetadas pela crise. O apelo a recursos fora do teto permitiu transitar da austeridade à sua negação,

com as despesas primárias saltando de 19,5% para 26,1% do PIB, e manter, ao menos formalmente, a regra estipulada pela PEC 95 (Orair, 2021).

A resposta brasileira à pandemia teve muito de comum com outras experiências. A gravidade da crise levou os países, dentro de suas especificidades, a comportamentos fiscais semelhantes no atendimento dos problemas de saúde e dos desdobramentos econômicos e sociais imediatos (OECD, 2020). A diferença parece estar no modo de lidar com a questão fiscal. Como já se discutiu em tópico anterior do trabalho, a evolução recente das regras fiscais tentou evitar os efeitos pró-cíclicos e abrir espaços à expansão de gastos com impacto na estratégia de crescimento de médio e longo prazos. Como mostra o estudo do OECD, os estados membros, em defesa dessa posição, criaram estímulos fiscais em apoio à recuperação econômica e postergaram a consolidação fiscal para um momento futuro melhor.

O enfoque no Brasil é outro. O ideal da austeridade prevalece e se olhou a situação de 2020 como desvio pontual inevitável, a ser logo superado, retornando ao *status quo* anterior. A economia prescindiria de medidas fiscais para sustentar a recuperação e os cortes de gastos alcançariam a dimensão necessária à vigência das regras fiscais, condições vistas como suficientes à retomada do crescimento. A realidade definiu outro rumo. A continuidade do quadro de crise de saúde, econômica e social em 2021 levou à reedição das medidas *ad hoc* e à manutenção da resposta emergencial que, como bem lembrou Orair (2021), é de natureza distinta de políticas fiscais de sustentação da demanda agregada e de favorecimento do crescimento econômico.

As discussões teóricas atualmente em curso de revisão do papel da política fiscal e de criação de regras fiscais consistentes com estratégias de médio e longo prazo continuam a não ter eco internamente. Os dirigentes seguem presos aos dogmas tradicionais e defensores de políticas de austeridade em nome da consolidação fiscal, quando se reconhece, cada vez mais, a necessidade de pensar o futuro, sem o que o equilíbrio fiscal não se sustenta e não tem sentido. O futuro por aqui indica a retomada das regras fiscais e a manutenção do regime fiscal dominado pela rigidez e incapacidade de dar respostas às demandas de uma economia em recuperação.

Tal visão esbarra, no entanto, no campo político e no desejo de reeleição presidencial, que, diante das restrições em elevar o gasto público, busca caminhos *ad hoc*, por meio de nova proposta de emenda constitucional²⁵, para aumentar as despesas e driblar o marco legal. A possível aprovação da medida evidencia o casuísmo deletério, uma vez que o aumento do espaço fiscal não tem por trás a revisão da estratégia fiscal ou do modelo atual de regra fiscal, nem o olhar sobre o futuro, pelo contrário, tem caráter pontual, responde a interesses eleitorais e se coloca como o retrato da situação catatônica em que se encontra o País.

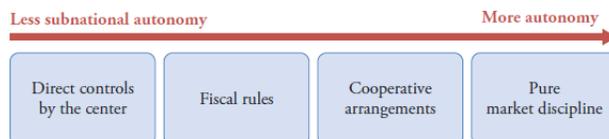
2.2 Regras e o controle fiscal na esfera estadual

O controle fiscal dos governos subnacionais é comum e emprega instrumentos variados. As formas que assumem estão associadas a diferentes graus de autonomia fiscal. A figura 1, retirada do trabalho de Eyraud et al. (2020), mostra que o controle direto do governo central é o responsável

²⁵ Cf. PEC dos Precatórios ([PEC 23/2021](#)), que reestrutura o saldo de dívidas judiciais da União para abrir espaço no teto de gastos a partir de 2022.

pela maior redução da autonomia dos entes subnacionais e os mecanismos de mercado, no extremo oposto, garantem mais liberdade de ação. As regras fiscais, por sua vez, de acordo com os autores, situam-se entre essas duas situações e se distinguem dos controles diretos, apesar de nem sempre ser simples de estabelecer a diferença. Estas, em geral, são numéricas e aplicadas aos grandes agregados fiscais, enquanto os controles diretos tendem a ter caráter processual *ad hoc*, empregados em subagregados fiscais, como as despesas correntes e outros.

Figura 1
Forms of control over subnational finances



Como se viu anteriormente, o uso de regras fiscais ganhou impulso nos anos 1990. A onda liberal, ao defender o movimento de descentralização fiscal, valeu-se das normas conhecidas como *hard budget constraint* para enrijecer o controle das finanças subnacionais, a fim de evitar eventual descontrole fiscal e os efeitos negativos no plano macroeconômico. A literatura econômica não oferece clara orientação sobre qual o melhor arranjo institucional. As diferentes configurações nacionais, a depender do formato legal (unitários ou federativos), do grau de autonomia política e financeira e do modelo de distribuição de encargos e das relações intergovernamentais não permitem a constituição de padrão amplamente aceito envolvendo as regras fiscais e outras formas de controle das finanças subnacionais, nem torna possível a simples transposição das regras vigentes no plano federal à esfera subnacional.

As especificidades criaram arranjos institucionais distintos, que, em geral, usam regras de orçamento equilibrado, limite de dívida e a regra de ouro, aliado à imposição de mecanismos tradicionais de controles diretos (Ter-Minassian; Craig, 1997), envolvendo os empréstimos e os limites ao serviço da dívida pública, bem como a exigência de o governo central aprovar à contratação de empréstimos.

O reconhecimento da necessidade de evitar movimentos pró-cíclicos e de incorporar ações fiscais de médio e longo prazos trouxe outro olhar sobre o controle dos governos subnacionais. O estudo de Eyraud et al. (2020), do FMI, observou que se, de um lado, é preciso atentar aos problemas do *deficit bias* e do excesso de empréstimos; de outro, é indispensável considerar as especificidades e a alta rigidez das finanças subnacionais. O fato de terem estrutura de gastos pouco flexível, em boa parte definida na esfera federal, e de não contarem com facilidade de acesso ao crédito e à dívida pública têm dificuldades de conter gastos e de ajustar as contas nos momentos de baixo crescimento. Assim, a obrigação de respeitarem as regras fiscais os coloca em dificuldades e deixa a alternativa de apelarem às políticas pró-cíclicas de corte de gastos, sobretudo investimentos, aprofundando a retração econômica.

A construção de regras, simultaneamente, mais estritas e flexíveis no plano subnacional do que as existentes no governo central coloca o desafio de definir a ordem institucional capaz de controlar as contas públicas e de manter flexibilidade suficiente, com cláusulas de relaxamento ou de suspensão de limites dos agregados fiscais em resposta a choques inesperados, em particular,

em situação de severa contração econômica, evitando políticas pró-cíclicas e cortes de gastos responsáveis por aprofundar a desaceleração econômica. Não há consenso de como enfrentar o problema. Em termos teóricos, o estudo propõe facilitar o acesso a mecanismos de financiamento dos investimentos e de sustentação de pagamentos de outros gastos durante períodos de retração econômica, a serem utilizados como meio de conciliar políticas de ajuste e estabilidade econômica, sem se afastar do arranjo fiscal.

O movimento recente no Brasil parece andar na contramão. O controle direto federal sobre os empréstimos e a dívida dos governos subnacionais é um mecanismo tradicional no cenário nacional e a efetividade do seu papel restritivo dependia de negociações, sem anular o poder estadual na área fiscal. No tempo do regime militar, resoluções do Senado Federal impuseram medidas, aparentemente, mais severas, sem, de fato, alterar a lógica do sistema, preocupada mais em direcionar os gastos do que, propriamente, controlar os empréstimos ou a dívida.

As normas deixavam brechas por onde as contratações de empréstimos podiam burlar os limites legais, desde que aprovadas por órgãos federais e o Senado Federal, se os gastos fossem compatíveis com os planos nacionais de desenvolvimento ou decorrentes de situações excepcionais e de urgência (Resolução Senado Federal n. 62/75). O mesmo ocorria nos casos de garantias de operações realizadas por entidades subnacionais que, a juízo do Banco Central, demonstrassem condições de saldar os compromissos (Resolução Bacen n. 345/75). A Resolução do Senado Federal n. 93/75, ao caracterizar as dívidas como intralimites e extralimites, deixou explícita a excepcionalidade na contratação de certas operações, se observado o rito de tramitação do processo.²⁶ O lançamento de títulos da dívida pública, por sua vez, tinha colocação automática quando se tratava de mero giro da dívida e se submetia a certo tramite de aprovação nos demais casos²⁷. As operações de crédito externo, apesar de não terem limites específicos, respeitavam processo semelhante e dependiam de pareceres emitidos por órgãos federais sobre prioridade e capacidade de pagamento do tomador do crédito.

A força dos controles diretos acabou, em grande medida, limitada a regular o uso dos recursos, uma vez que o montante de empréstimos, assim como o endividamento, vinculou-se ao poder de barganha das unidades e aos interesses envolvidos no processo de negociação de cada operação, sobretudo, no momento em que a dificuldade de financiamento do balanço de pagamentos direcionou a demanda de crédito ao exterior.

A negociação da dívida externa com o FMI, em 1983, alterou o quadro anterior. O programa de ajuste do balanço de pagamentos, centrado no corte do déficit público, levou o Banco Central a adotar a Resolução 831/1983 obrigando os agentes financeiros a rolarem apenas 80% dos débitos vencidos e os entes subnacionais a gerarem os recursos fiscais necessários ao pagamento do saldo restante, como meio de conter o endividamento e o déficit público.

²⁶ Eram consideradas operações extralimites as realizadas com o BNH – Banco Nacional de Habitação; o FNDU – Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Urbano e o FAZ – Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social. O processo teria de ser autorizado pelo BC, apreciado pela SAREM/Seplan e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), antes de ser encaminhado ao Senado Federal para deliberação.

²⁷ A operação concluía-se após a apreciação do Banco Central, manifestação da Sarem sobre a aplicação dos recursos e a aprovação do CMN.

O efeito restritivo da medida mostrou-se efetivo, mas a sua continuidade esbarrou na força política dos governadores eleitos em 1982 e na dificuldade de sustentar o ajuste fiscal na presença das transferências de recursos reais ao exterior. O Banco Central acabou por editar várias outras resoluções de teor semelhante ora relaxando ora endurecendo a rolagem dos empréstimos, ao sabor da conjuntura econômica, sem alcançar os objetivos desejados, já que a dívida externa, causa fundamental do problema fiscal, continuou a balizar o resultado das contas públicas da União e das esferas subnacionais (Lopreato, 2002).

A renegociação da dívida externa, em 1994, abriu caminho ao Plano Real e à reestruturação das contas públicas. O plano de estabilização, centrado no ajuste fiscal, defendeu o corte permanente do déficit público, com o controle da esfera subnacional, como meio de sustentar o equilíbrio macroeconômico.

A legitimidade da administração federal, aliada à deterioração financeira dos entes subnacionais, alterou o arranjo político. A União pode empregar força inusitada no desenho do programa de renegociação das dívidas subnacionais e definiu controles de difícil aceitação em outros tempos, responsáveis por rever o ajuste das contas públicas e por levar adiante a execução do programa estabelecido.

O controle de empréstimos e a negociação de fluxos de pagamentos até então utilizados cederam o lugar a programas individualizados, aprovados nas respectivas casas legislativas, forçando as unidades a realizarem ajustes patrimoniais, com a venda de empresas e bancos públicos, e cumprirem as metas fiscais acordadas. Os superávits primários teriam de ser suficientes para pagar os juros e parte do principal da dívida, de modo a alcançar, dentro do prazo fixado no acordo, uma relação entre a RLR (receita líquida real) e a DCL (dívida consolidada líquida) equivalente a 1. Em caso de não cumprimento das obrigações com o serviço da dívida, a União obteve o direito de bloquear recursos dos entes subnacionais até o montante necessário ao pagamento dos encargos da dívida negociada (Lopreato, 2000).

A Resolução do Senado Federal n. 78/ 1998, com normas mais duras de endividamento e contratação de empréstimos, consistentes com o programa de reestruturação do setor público e as restrições aos gastos de pessoal²⁸, ampliaram, em condições inéditas, o arcabouço de controle direto federal das finanças subnacionais e delineou o limiar de nova configuração das relações intergovernamentais, marcada pelo poder não usual da União de impor a sua força na negociação da situação fiscal.

A supremacia federal sustentou o avanço institucional com a aprovação do novo modelo de regras fiscais, por meio da LRF, onde se estabeleceu “*from the top*” (Eyraud et al., 2020) um conjunto de regras numéricas e procedimentos orçamentários visando disciplinar e dar diretrizes à conduta fiscal das três esferas de governo. O modelo aprovado, embora herdeiro das leis da Nova Zelândia, pouco tem em comum com aquele, que, como se viu antes, defendeu linhas gerais de ações a serem observadas na condução das finanças públicas e o compromisso em perseguir a saúde fiscal, sem

²⁸ A Lei Camata II (LC n. 96 de 31/5/1999), em substituição à Lei Camata I (LC n. 82 de 27/3/1995), determina um limite de 60% do total da receita corrente líquida dos entes subnacionais com gastos de pessoal.

ferir a liberdade de os governos definirem a estratégia e as diretrizes de atuação, nem a obrigação de seguirem regras rígidas de comportamento fiscal.

A LRF introduziu normas de conduta discrepantes entre as esferas de governo e se tornou incisiva, de fato, na condução das finanças subnacionais, pois a União livrou-se de parte importante das restrições ao não se cumprir até hoje a determinação (Art. 30, inciso I) de criar limites à dívida federal. A definição de diretrizes gerais e as regras de conduta orçamentária forçaram os entes a seguirem a trajetória delineada desde o centro, com a liberdade, consentida, de, pelo menos, escolherem caminhos próprios de ajuste até atingirem as metas fiscais. O programa estabeleceu limites de endividamento, o prazo e as condições de enquadramento e linhas obrigatórias de atuação. Primeiro, exigiu limitar os empenhos, no caso de frustração de receita esperada, até assegurar o cumprimento das metas fiscais (art. 9º). Segundo, instituiu que os entes enquadrados no teto da dívida que vierem a superar o limite ao final de um quadrimestre devem retornar a ele nos três quadrimestres subsequentes, sendo 25% no primeiro, estando proibidos de realizarem operações de crédito enquanto não se adequarem e de receberem transferências voluntárias se ultrapassarem o tempo de retorno ao teto até a solução do problema (art. 31). Terceiro, vetou a contratação e a concessão de vantagens se a despesa de pessoal atingir 95% do teto previsto para este gasto (Art. 22) e, se for ultrapassado, determinou a sua eliminação nos dois quadrimestres seguintes, sendo, pelo menos, um terço no primeiro (Art. 23).

A LRF contemplou dois tipos de válvulas de escape: i) o limite de endividamento pode ser alterado, por solicitação do Presidente da República ao Congresso, em caso de instabilidade econômica ou alterações de política monetária e cambial (art. 30) e ii) a ocorrência de calamidade pública, reconhecida pelo Congresso Nacional ou Assembleias Legislativas, suspende os prazos de enquadramento dos gastos de pessoal e de dívida pública e livra o ente de atingir os resultados fiscais durante o período que perdurar a situação.

O arranjo institucional, por ser a fusão de regras fiscais e de controles diretos, reduziu o espaço de manobra e empurrou os entes subnacionais a seguirem as determinações vindas de cima. O superávit primário tem de alcançar, no mínimo, o necessário ao pagamento da dívida e os empréstimos poderiam ser contratados em caso de folga no movimento da dívida e sem comprometer a trajetória contratual esperada.

A lei exige a submissão de todos os pleitos de operações de crédito, inclusive de empresas controladas, ao crivo do Ministério da Fazenda (art. 32). As Resoluções do Senado Federal 40/2001 e 43/2001 reforçaram as restrições de acesso a crédito, presentes já com a proibição de lançar títulos mobiliários, e, de modo semelhante à medida anterior (Resolução n. 78/1998), definiram parâmetros de endividamento e de garantias concedidas pela esfera federal²⁹.

²⁹ De acordo com a Resolução do Senado Federal n° 40/20001, até quinze anos após a sanção dessa Resolução os entes públicos estarão sujeitos às seguintes normas: i) o limite máximo de endividamento para os Estados corresponderá a duas vezes a sua RCL anual; ii) no caso dos Municípios, este limite máximo corresponderá a 1,2 vezes a RCL anual; O excesso de endividamento tem de ser corrigido, em termos da relação dívida líquida/RCL, em até 15 anos, em uma proporção de 1/15 avo por ano. Enquanto a Resolução n° 43/2001 define os seguintes parâmetros: i) como montante global de operações de crédito o limite de 16% da receita corrente líquida (RCL); ii) o comprometimento anual com amortizações, juros e demais encargos da dívida consolidada é de 11,5% da RCL; iii) O limite para concessão de garantias é de 22% da RCL, podendo chegar a 32% e iv) as operações de antecipação de receita orçamentária tem o saldo devedor limitado a 7% da RCL.

A construção da LRF, baseada no conceito de sustentabilidade da dívida, não colocou em questão as implicações da descentralização em curso no federalismo brasileiro e a estrutura de gastos dos governos subnacionais. Sutherland et al. (2006) reconheceram que a atribuição de certo tipo de despesas a essa esfera de governo pode acarretar problemas de definição e de resultados das regras fiscais em caso de descentralização de serviços públicos politicamente sensíveis, em razão da dificuldade de o governo central resistir às demandas de resgates financeiros.

A questão é pertinente quando se olha a dinâmica das finanças subnacionais. O orçamento, com parte expressiva de gastos concentrada no pagamento da dívida, despesa de pessoal e saúde e educação, deixa pouca margem de manobra. Além disso, a obrigatoriedade legal de gastar porcentagem fixa da receita corrente líquida em saúde e educação acentuou o movimento pró-cíclico das despesas. A expansão da receita tributária nos tempos de alta facilita o endividamento e puxa esses gastos sociais, em conjunto com a demanda de novos funcionários, com reflexo na despesa de pessoal. Na reversão do ciclo, a receita desacelera e não há como sustentar a situação anterior. Como reconhecem Medas et. al. (2020), analistas do FMI, a política fiscal tende a reagir à variação anual de receita, com as despesas e o próprio endividamento crescendo nos períodos de aumento da receita, o que leva, por outro lado, os governos a contraírem os gastos ou a descumprirem as regras fiscais em momentos de queda da receita (Medas et al., 2020).

A defesa da meta de superávit primário, aliado aos ajustes fiscais em horizonte temporal curto e às sanções no descumprimento das normas, teve como consequência reforçar o movimento pró-cíclico. Nos momentos de queda da atividade, a obstrução das válvulas de escape deixou como alternativas o corte de investimentos e/ou a busca do socorro federal.

O movimento instaurado na crise econômica, a partir de 2015, ilustra essa tendência e revelou nova faceta do controle das finanças subnacionais. O governo central, ao ser chamado a intervir e a negociar formas de aliviar a situação de debilidade financeira, abriu caminho à outra configuração do arranjo institucional, que se caracterizou por incorporar o aparato anterior e ajustar pontos específicos ao novo tempo. Não se tratou de repensar o arcabouço legal à luz das experiências recentes no plano internacional, prevaleceu a reação *ad hoc* à deterioração das finanças subnacionais. O tratamento seguiu o viés tradicional de olhar a situação como simples *deficit bias* e de não considerar a especificidade do momento nem as restrições de ajuste nos períodos de crise aguda.

Os debates sobre os rumos alternativos da política fiscal e o caminhar das regras fiscais de segunda geração, presentes depois da crise mundial de 2008, não tiveram eco por aqui nem reflexo nas negociações em curso. O olhar centrado no *deficit bias* não deu abertura a posição alternativa de afastar o ajuste pró-cíclico de curto prazo e de buscar ações de impacto na situação fiscal de longo prazo, tão pouco tratou de responder os questionamentos dos analistas do FMI de que: *“As despesas públicas têm sido altamente voláteis e pró-cíclicas, o que reflete debilidades na concepção das regras, bem como a vinculação generalizada de receitas em conjunto com as despesas obrigatórias”* (Medas et al., 2020, p. 6). Como também não atendeu às propostas de conciliar regras restritas de controle fiscal e flexibilidade de ação das esferas subnacionais (Eyraud et al., 2020; Medas et al., 2020) ou se esforçou em seguir a proposta liberal de criar *“nova estrutura fiscal subnacional que imponha restrições orçamentárias efetivas e fiáveis e reduza a expectativa de futuros resgates pelo governo federal. Propomos uma reforma que promova elementos que se*

reforcem mutuamente: aumento da transparência fiscal, depender em maior grau (mas não exclusivamente) na disciplina do mercado e melhoria da concepção das regras fiscais. Essa reforma também conferiria maior flexibilidade aos governos subnacionais – até mesmo sobre como gastar e quando obter empréstimos – caso cumprissem as regras fiscais” (Medas et al., 2020, p. 8).

As propostas de revisão do acordo da dívida com a União tiveram como pauta dominante o desejo de reforçar o ajuste fiscal, com medidas de austeridade, de cortes de gastos de curto prazo e adoção de novos controles diretos, responsáveis por restringir os espaços de atuação e limitar a flexibilidade de os entes manejarem as próprias dificuldades e decidirem o caminho do ajuste a ser realizado, deixando de fora o conjunto de questões presente no debate internacional e a alternativa de distribuição de encargos e receita disponível.

O PLC 257/2016, instrumento inicial de socorro aos entes subnacionais, disposto a alongar os contratos de 1997 por até 240 meses e a conceder a moratória do pagamento do serviço da dívida por dois anos, com a exigência de ter como contrapartida a aprovação de leis com medidas de restrição fiscal³⁰ e cortes de gastos³¹, não avançou e se aprovou outra proposta direcionada a replicar, no plano subnacional, a política de teto de gastos adotada na esfera federal.

A LC n. 156 de 28/12/2016 renegociou as dívidas com a União e o BNDES³² e usou como regra de controle fiscal a obrigação de os estados aprovarem leis limitando o crescimento anual das despesas primárias à variação da inflação passada, medida pelo IPCA, nos dois exercícios subsequentes à assinatura do termo aditivo.

O teto de gasto neste nível de governo, apesar de ser indicado com certa frequência, não é consensual e, quando aceito, a prática é recomendada em caráter permanente e com o montante de gasto atrelado à expansão do produto e à arrecadação potencial. A norma adotada no País teve caráter oportunístico, de propósito imediatista, reflexo da visão liberal voltada a reduzir o espaço público, sem enfrentar, de fato, a situação financeira dos entes subnacionais. A regra não se ateu

³⁰ As leis deveriam contemplar, com duração de 24 meses, as seguintes medidas: I) não conceder vantagem, aumento, reajustes ou adequação de remunerações a qualquer título; ii) limitar o crescimento das outras despesas correntes à variação da inflação (IPCA); iii) Não conceder renúncia ou qualquer tipo de benefício fiscal; iv) suspender admissão ou contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas as reposições decorrentes de vacância, aposentadoria ou falecimento de servidores nas áreas de educação, saúde e segurança; v) reduzir em 10% (dez por cento) a despesa mensal com cargos de livre provimento. Além disso, as unidades eram obrigadas a sancionar leis com os seguintes dispositivos: i) instituição do regime de previdência complementar; ii) instituição de monitoramento fiscal contínuo das contas do ente, de modo a propor medidas necessárias para a manutenção do equilíbrio fiscal; iii) elevação das alíquotas de contribuição previdenciária dos servidores e patronal ao regime próprio de previdência social para 14% e 28%; iv) reforma do regime jurídico dos servidores ativos e inativos, civis e militares e v) definição de limite máximo para acréscimo da despesa orçamentária não financeira, deduzida dos investimentos e das inversões financeiras, ao montante correspondente à 80% do crescimento nominal da RCL do exercício anterior.

³¹ I – redução em 20% da despesa mensal com cargos de livre provimento, em comparação com a do mês de junho de 2014; II – vedação à contratação de operação de crédito por prazo equivalente ao dobro do prazo constante do requerimento de que trata o art. 6º [24 meses]; e III – limitação das despesas com publicidade e propaganda a 50% da média dos empenhos efetuados nos últimos três exercícios, por prazo em que for acordada a redução extraordinária.

³² De acordo com a STN: “Serão renegociadas as operações contratadas até 31 de dezembro de 2015, e cuja carência tenha cessado até 31 de dezembro de 2016. Para essas operações, será concedido um alongamento de prazo de até 20 anos para pagamento, com até 4 anos de carência.”

à especificidade do movimento dos gastos na esfera subnacional e às dificuldades de seguir esse tipo de programa. As vinculações constitucionais, as decisões judiciais sobre precatórios e o crescimento vegetativo da folha de pagamento minam a capacidade de controlar a evolução das despesas, mesmo que este seja o desejo inicial.

A insensibilidade a essas questões definiu sanções implausíveis³³ e indicou a retomada das negociações em prazo exíguo. O malogro na solução da crise financeira levou à criação de outro instrumento de socorro federal, o Regime de Recuperação Fiscal – RRF (LC n. 159 de 19/5/2017), voltado a atender casos pontuais, de unidades com problemas graves³⁴. O programa seguiu o entendimento anterior de olhar o problema como simples resultado da compulsão, inerente às unidades, de expandir o déficit. Mantido o diagnóstico, a solução revelou-se a mesma: garantir um estrito regime de austeridade, com a imposição de rígidos controles diretos, sanções e perda de autonomia dos dirigentes locais, retomando as medidas rejeitadas do antigo PLC n. 257/2016, em troca de apoio a gastos essenciais e a continuidade administrativa.

O RRF, em defesa do ajuste fiscal, propõe detalhado programa focado no uso da austeridade como meio de reerguer financeiramente o ente problemático. As regras de adesão restringiam o acesso³⁵ e definiam duro conjunto de obrigações e restrições de gastos³⁶. Os entes teriam de se

³³ O Art. 4º determina que no caso de não cumprimento do teto implicará a revogação do prazo adicional e da redução extraordinária das prestações, sendo os entes obrigados a restituir em 1 ano os valores diferidos por força do prazo adicional nas prestações

³⁴ Segundo o Art. 3º: considera-se habilitado para aderir ao Regime de Recuperação Fiscal o Estado que atender, cumulativamente, aos seguintes requisitos: I – receita corrente líquida anual menor que a dívida consolidada ao final do exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; II – despesas liquidadas com pessoal, com juros e amortizações, que somados representem, no mínimo, 70% (setenta por cento) da receita corrente líquida aferida no exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; e III – valor total de obrigações contraídas maior que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação.

³⁵ As divergências na apuração dos gastos de pessoal colocaram-se como um dos entraves à novas adesões.

³⁶ Como coloca o Art. 8º: São vedados ao Estado durante a vigência do Regime de Recuperação Fiscal:

I – a concessão, a qualquer título, de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração de membros dos Poderes ou de órgãos, de servidores e empregados públicos e de militares, exceto aqueles provenientes de sentença judicial transitada em julgado, ressalvado o disposto no inciso X do **caput** do art. 37 da Constituição Federal;

II – a criação de cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa;

III – a alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa;

IV – a admissão ou a contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas as reposições de cargos de chefia e de direção que não acarretem aumento de despesa e aquelas decorrentes de vacância de cargo efetivo ou vitalício;

V – a realização de concurso público, ressalvadas as hipóteses de reposição de vacância;

VI – a criação ou a majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou benefícios de qualquer natureza em favor de membros dos Poderes, do Ministério Público ou da Defensoria Pública, de servidores e empregados públicos e de militares;

VII – a criação de despesa obrigatória de caráter continuado;

VIII – a adoção de medida que implique reajuste de despesa obrigatória acima da variação anual do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), ou de outro que vier a substituí-lo, ou da variação anual da receita corrente líquida apurada na forma do inciso IV do **caput** do art. 2º da Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000, o que for menor;

comprometer em promulgar leis envolvendo privatizações, associadas a alterações da previdência social e do regime único dos servidores públicos, com normas semelhantes a da esfera federal³⁷, além de criar o Conselho de Supervisão, responsável por monitorar e aprovar as propostas adotadas no plano, composto por três membros, sendo dois indicados pela União e outro pelo estado, com a organização e a estrutura estabelecidas por decreto do poder executivo federal e as deliberações tomadas pela maioria simples de seus membros.

O programa, focado na austeridade, mostrou-se pouco atento à prospecção da situação das finanças estaduais após o término do acordo. A abertura de novas operações de crédito

IX – a concessão ou a ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária da qual decorra renúncia de receita, ressalvados os concedidos nos termos da alínea “g” do inciso XII do § 2º do art. 155 da Constituição Federal;

X – o empenho ou a contratação de despesas com publicidade e propaganda, exceto para as áreas de saúde, segurança, educação no trânsito e outras de demonstrada utilidade pública;

XI – a celebração de convênio, acordo, ajuste ou outros tipos de instrumentos que envolvam a transferência de recursos para outros entes federativos ou para organizações da sociedade civil, ressalvados:

a) aqueles necessários para a efetiva recuperação fiscal;

b) as renovações de instrumentos já vigentes no momento da adesão ao Regime de Recuperação Fiscal;

c) aqueles decorrentes de parcerias com organizações sociais e que impliquem redução de despesa, comprovada pelo Conselho de Supervisão de que trata o art. 6º;

d) aqueles destinados a serviços essenciais, a situações emergenciais, a atividades de assistência social relativas a ações voltadas para pessoas com deficiência, idosos e mulheres jovens em situação de risco e, suplementarmente, ao cumprimento de limites constitucionais;

XII – a contratação de operações de crédito e o recebimento ou a concessão de garantia, ressalvadas aquelas autorizadas no âmbito do Regime de Recuperação Fiscal, na forma estabelecida pelo art. 11.

Parágrafo único. O Regime de Recuperação Fiscal impõe as restrições de que trata o **caput** deste artigo a todos os Poderes, aos órgãos, às entidades e aos fundos do Estado.

³⁷ O Art. 2º do Plano de Recuperação estabelece que os estados devam criar leis para implementar as seguintes medidas:

I – a autorização de privatização de empresas dos setores financeiro, de energia, de saneamento e outros, com vistas à utilização dos recursos para quitação de passivos;

II – a adoção pelo Regime Próprio de Previdência Social mantido pelo Estado, no que couber, das regras previdenciárias disciplinadas pela [Lei no 13.135, de 17 de junho de 2015](#);

III – a redução dos incentivos ou benefícios de natureza tributária dos quais decorram renúncias de receitas instituídas por lei estadual ou distrital, de, no mínimo, 10% a.a. (dez por cento ao ano), ressalvados aqueles concedidos por prazo certo e em função de determinadas condições e aqueles instituídos na forma estabelecida pelo [art. 155 da Constituição Federal](#);

IV – a revisão do regime jurídico único dos servidores estaduais da administração pública direta, autárquica e fundacional para suprimir benefícios ou vantagens não previstos no regime jurídico único dos servidores públicos da União;

V – a instituição, se cabível, do regime de previdência complementar a que se referem os [§§ 14, 15 e 16 do art. 40 da Constituição Federal](#);

VI – a proibição de realizar saques em contas de depósitos judiciais, ressalvados aqueles permitidos pela [Lei Complementar no 151, de 5 agosto de 2015](#), enquanto não houver a recomposição do saldo mínimo do fundo de reserva, de modo a assegurar o exato cumprimento do disposto na referida Lei Complementar.

VII – a autorização para realizar leilões de pagamento, nos quais será adotado o critério de julgamento por maior desconto, para fins de prioridade na quitação de obrigações inscritas em restos a pagar ou inadimplidas.

circunscreve-se ao atendimento das tarefas de privatização, modernização administrativa e desligamento de pessoal e não acolhe a possibilidade de gastos básicos em investimentos necessários a sustentar o nível de atividade (Art. 11). O corte de gastos, sem a blindagem das despesas prioritárias ou de investimentos, e o alívio apenas momentâneo da dívida, mas não o seu equacionamento – está previsto a redução extraordinária durante a vigência do contrato, com a capitalização dos encargos não pagos incorporados aos saldos devedores após o encerramento dessa fase de exceção (Art. 9) – amplia a incerteza sobre o futuro do quadro econômico e o reerguimento da saúde fiscal.

A proposta amplia a ingerência federal na conduta fiscal muito além da LRF e impõe regras e posturas detalhadas de gestão orçamentária. Isto desidrata o poder estadual de cumprir as obrigações de gestor de políticas públicas e expõe os limites da estratégia, pois é grande a incerteza de que este é o caminho apropriado de solução dos problemas. Não por acaso, o RRF pouco avançou e os resultados do Rio de Janeiro, único estado a integrar o programa, não foram promissores.

A insatisfação com o alcance das regras fiscais e da renegociação das dívidas deixou a questão em aberto e exigiu novas respostas. A promulgação de outra lei complementar (LC n. 178/2020) alterou parte do aparato institucional de renegociação da dívida e de controle fiscal³⁸.

A nova norma estabeleceu o Programa de Acompanhamento e Transparência Fiscal (PATF) e o Plano de Promoção do Equilíbrio Fiscal (PPEF), como etapas de acompanhamento das contas públicas, visando elevar a transparência fiscal e compatibilizar as políticas fiscais dos entes subnacionais com a da União.

O PATF é um instrumento de entrada, exigido como pré-condição aos acordos do PPEF, à revisão de contratos anteriores (LC n. 156/2016 e Lei n. 9.496/1997) e à adesão ao RRF. O programa requer o comprometimento com metas e compromissos fiscais; a contratação de novas dívidas somente no âmbito do acordo e dentro dos limites individualizados apurados por metodologia, a ser aprovada, do Ministério da Economia (CAPAG) e a obrigação de encaminhar à STN os demonstrativos fiscais e financeiros previstos em lei e contratos com a esfera federal. Como retribuição, abre a possibilidade de realização de novas operações de crédito, com aval federal, a serem usadas em despesas correntes ou de capital, desde que os entes concordem em adotar leis ou atos normativos atendendo a, pelo menos, três das medidas do Art. 2º da LC 159/2017³⁹, além de cumprirem as metas do programa e os limites legais de despesa de pessoal (Art.6º).

³⁸ A LC n. altera partes das seguintes normas legais: LC n. 101/2000; LC n. 156/2016; LC n. 159/2017; LC n. 173/2020; Lei n. 9.496/1997; Lei n. 12.348/2010; Lei n. 12.649/2012; MP n. 2.185-35, de 24 de agosto de 2001.

³⁹ I – a alienação total ou parcial de participação societária, com ou sem perda do controle, de empresas públicas ou sociedades de economia mista, ou a concessão de serviços e ativos, ou a liquidação ou extinção dessas empresas, para quitação de passivos com os recursos arrecadados; II – a adoção pelo Regime Próprio de Previdência Social, no que couber, das regras previdenciárias aplicáveis aos servidores públicos da União; III – a redução de pelo menos 20% (vinte por cento) dos incentivos e benefícios fiscais ou financeiro-fiscais dos quais decorram renúncias de receitas; IV – a revisão dos regimes jurídicos de servidores da administração pública direta, autárquica e fundacional para reduzir benefícios ou vantagens não previstos no regime jurídico único dos servidores públicos da União; V – a instituição de regras e mecanismos para limitar o crescimento anual das despesas primárias à variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA); VI – a realização de leilões de pagamento, nos quais será adotado o critério de julgamento por maior desconto, para fins de prioridade na quitação de obrigações inscritas em restos a pagar ou inadimplidas, e a autorização para o pagamento

As normas de conduta ditadas pela esfera federal atuariam, nessa perspectiva, como meio de prevenir situações de deterioração fiscal e evitar a submissão às regras da LC 159/2017, redefinidas pela LC 178/2020. O ente subnacional, em troca da perda de autonomia, ganharia espaço de contratação de novas operações de crédito e o rescaldo de pendências anteriores, pois a LC 178/2020 autoriza a União a transformar em PATF os Programas de Acompanhamento Fiscal (LC n. 148/2014) e os termos aditivos dos contratos de refinanciamento de dívidas (Lei 9496/1997 e MP 2192-70/2001)⁴⁰.

A tentativa, como ocorreu outras vezes, revê acordos e resgata pendências, embrulhados em outra embalagem, trilhando caminhos semelhantes, já usados sem grande sucesso, em busca de soluções de problemas fiscais. O fato potencialmente novo é o uso eventual como objetos de securitização, por ato do Secretário do Tesouro Nacional, os contratos de dívida, garantidos pela União, anteriores a 01/07/2020, caso observem certas condições⁴¹ e se enquadrem como reestruturação de dívida (Art. 28).

A ingerência federal, aliada à austeridade e às privatizações, continuou a cumprir a função de meio inelutável de restauração da saúde financeira sem questionar a distribuição de encargos e da receita tributária, o sistema de partilha, a dinâmica das receitas e dos gastos subnacionais ou o peso dos encargos de endividamento, elementos, em grande medida, responsáveis por ditar a dinâmica das finanças subnacionais. Como não se entra no mérito destas questões, atribui-se a deterioração fiscal à ineficácia de alguns pontos específicos das regras fiscais e à existência de brechas na legislação, expondo a ânsia de ganância.

Isto levou a LC 178/2020 a rever vários artigos de legislações anteriores (LC 156/2016, LRF e LC 159/2017), com o objetivo de reforçar as restrições e reescrever os pontos onde reconhece erros de concepção, risco de burla, problemas de dúvida interpretação ou a inviabilidade de cumprir o determinado em lei. Assim, esta versão, embora contenha avanços, segue diapasão semelhante, dá pouca atenção às análises internacionais recentes sobre regras fiscais e não propõe caminhos alternativos.

parcelado destas obrigações; VII – a adoção de gestão financeira centralizada no âmbito do Poder Executivo do ente, cabendo a este estabelecer para a administração direta, indireta e fundacional e empresas estatais dependentes as condições para o recebimento e a movimentação dos recursos financeiros, inclusive a destinação dos saldos não utilizados quando do encerramento do exercício; VIII – a instituição do regime de previdência complementar. Entre as medidas a serem adotadas, obrigatoriamente, ao menos uma deve atender os itens II, IV, V ou VIII.

⁴⁰ A lei oferece ainda outras vantagens: parcelar em até 120 os saldos devedores vencidos, acumulados por decisões judiciais, de refinanciamentos da Lei 8.727/1993 e a incorporar aos saldos devedores de contratos atuais (Lei 9.496/1997 ou MP 2.192-70/2001) os saldos devedores vencidos de operações de crédito rural alongadas nos termos da Lei 9.138/1995.

⁴¹ As operações teriam de atender aos seguintes requisitos: i) enquadramento como operação de reestruturação de dívida; ii) securitização no mercado doméstico de créditos denominados e referenciados em reais; (iii) obedecer aos critérios de: prazo máximo de até 30 anos, não superior a 3 vezes o prazo da dívida original; fluxo inferior ao da dívida original; custo inferior ao custo da dívida original, considerando todas as comissões e penalidades; estrutura de pagamentos padronizada, com amortizações igualmente distribuídas ao longo do tempo e sem período de carência; ser indexada ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI); custo inferior ao custo máximo aceitável, para as operações de crédito securitizáveis com prazo médio de até 10 anos.

Neste esforço de rever legislações passadas, trata de atualizar a LC 156/2016, ao abrir novo prazo de adesão, suspender as penalidades dos entes não cumpridores do teto de gasto e dar opções à realização de novos contratos. Os que não aderiram anteriormente poderiam fazê-lo agora, cumprindo três anos de teto de gastos, ao invés de dois anos. Os que descumpriram o acordo poderiam escolher entre: i) refinanciar o valor inadimplente com a União, incluindo no saldo devedor, e seguir adiante, livre das penalidades ou ii) retomar o contrato, com multa de 10% no saldo devedor para os que receberam os benefícios e ficaram inadimplentes, desde que cumpram o teto de gastos por três anos. A norma dispensou ainda a aplicação de encargos moratórios dos entes que suspenderam os pagamentos por decisão judicial e reformulou o modo de aplicar o valor do teto de gasto, mal definido no formato anterior, excluindo itens que fogem do poder de controle dos gestores: as emendas impositivas, as transferências voluntárias e os valores mínimos aplicados obrigatoriamente em saúde e educação superiores à variação do IPCA.

As regras da LRF também receberam reparos. Primeiro, a União, ao conceder garantias em operações de crédito, deve respeitar os limites de endividamento e as normas do CAPAG (Art. 40). Segundo, alterou o modelo de registro contábil das despesas de pessoal, visando eliminar espaços de fuga na apuração dos limites e interpretações alternativas. Os gastos de pessoal passaram a ser definidos pelo valor da remuneração bruta, no regime de competência, com os limites de cada poder ou órgão apurados de forma individualizada e os inativos e pensionistas incluídos como gastos de seus órgãos de origem. O teto de gastos de pessoal deixou de incorporar o valor dos inativos e pensionistas, no caso de as parcelas serem custeadas por recursos de: i) contribuição dos empregados; ii) compensação financeira entre o RGPS e os RPPS e iii) transferências destinadas a promover o equilíbrio atuarial do regime de previdência. Por outro lado, vedou a dedução das parcelas pagas com recursos aportados para a cobertura do déficit financeiro dos regimes de previdência, eliminando, por exemplo, a prática do Rio de Janeiro de deduzir os valores pagos pelos royalties de petróleo no custeio do RioPrevidencia.

A legislação concede aos órgãos ou poderes um período de transição até se enquadrarem à nova situação. Se, ao final de 2021, o gasto estiver acima do limite, o excesso deverá ser eliminado a partir de 2023 à razão de, pelo menos, 10% ao ano, de modo a atingir o limite previsto no exercício de 2032. No caso de a eliminação do excedente não ocorrer no prazo previsto, a sanção será, como prevê a LRF original, a proibição de receber transferências voluntárias, de obter garantias de outro ente e de contratar operações de crédito, ressalvadas as destinadas à redução das despesas de pessoal e ao pagamento da dívida mobiliária, ficando de fora, como constava na redação anterior, a ressalva para os contratos de refinanciamento da dívida.

A LC 178/2020 alterou ainda a LC 159/2017. A nova versão, ao considerar a baixa aderência, a experiência do Rio de Janeiro e a dificuldade de alcançar as promessas do programa, promoveu adaptações em certas normas, sem, contudo, abrir mão das duras medidas de controle fiscal. As regras de adesão ao programa ganharam flexibilidade e passou a se aceitar unidades sem os requisitos básicos, com a ressalva de que não se beneficiariam do deferimento da dívida e da redução das prestações⁴². Também se reestruturaram os benefícios. A suspensão da dívida, anteriormente de três anos, com retomada gradual do pagamento depois desse período, passou a

⁴² As novas regras mantêm duas restrições anteriores (RCL < Dívida Consolidada e Obrigações > Disponibilidade de Caixa) e aceitam agora uma de duas opções: Despesa Corrente / RCL > 95% ou Despesa de Pessoal maior ou igual a 60%.

ser de até nove anos, ao invés de seis anos, e a retomada dos pagamentos, de forma escalonada, já no segundo ano. Fora isto, concederam algumas medidas de alívio aos participantes do programa: i) os requisitos legais de contratação de operações de crédito, vistas como relevantes ao plano de recuperação, deixaram de ser exigidos e ii) criou-se regras alternativas de recondução aos limites de pessoal e de endividamento, com suspensão das restrições pelos descumprimentos desses limites nesse período.

As exigências de contrapartida contemplam, como antes, duras medidas de ajuste fiscal, fixação de metas e compromissos fiscais a serem cumpridos e avaliações anuais⁴³, com vedações de diferentes ordens, próximas as existentes no modelo anterior, inclusive a proibição de judicializar qualquer aspecto do plano, bem como restrições à contratação de pessoas, ressalvadas as temporárias e as reposições, de chefia, direção e assessoria, desde que não elevem as despesas. Em caso de inadimplência estão previstas multas e aumento das prestações, limitadas a 30% por exercício, e suspensão do programa no caso de o problema persistir por dois anos.

Além disso, a determinação de limitar o crescimento das despesas de acordo com o IPCA durante o período de três anos continuou em vigor, apenas com ajustes na base de cálculo e na

⁴³ O Art. 2º com as exigências aos entes que aderirem ao plano passou a ter uma nova redação com a LC 178/2021: O Plano de Recuperação Fiscal será formado por leis ou atos normativos do Estado que desejar aderir ao Regime de Recuperação Fiscal, por diagnóstico em que se reconhece a situação de desequilíbrio financeiro, por metas e compromissos e pelo detalhamento das medidas de ajuste, com os impactos esperados e os prazos para a sua adoção.

§ 1º Das leis ou atos referidos no caput deverá decorrer, observados os termos do regulamento, a implementação das seguintes medidas:

I – a alienação total ou parcial de participação societária, com ou sem perda do controle, de empresas públicas ou sociedades de economia mista, ou a concessão de serviços e ativos, ou a liquidação ou extinção dessas empresas, para quitação de passivos com os recursos arrecadados, observado o disposto no [art. 44 da Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000](#);

II – a adoção pelo Regime Próprio de Previdência Social, no que couber, das regras previdenciárias aplicáveis aos servidores públicos da União

III – a redução de pelo menos 20% (vinte por cento) dos incentivos e benefícios fiscais ou financeiro-fiscais dos quais decorram renúncias de receitas, fora os regulamentados pelo Confaz;

IV – a revisão dos regimes jurídicos de servidores da administração pública direta, autárquica e fundacional para reduzir benefícios ou vantagens não previstos no regime jurídico único dos servidores públicos da União;

V – a instituição de regras e mecanismos para limitar o crescimento anual das despesas primárias à variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA);

VI – a realização de leilões de pagamento, nos quais será adotado o critério de julgamento por maior desconto, para fins de prioridade na quitação de obrigações inscritas em restos a pagar ou inadimplidas, e a autorização para o pagamento parcelado destas obrigações.

VII – a adoção de gestão financeira centralizada no âmbito do Poder Executivo do ente, cabendo a este estabelecer para a administração direta, indireta e fundacional e empresas estatais dependentes as condições para o recebimento e a movimentação dos recursos financeiros, inclusive a destinação dos saldos não utilizados quando do encerramento do exercício, observadas as restrições a essa centralização estabelecidas em regras e leis federais e em instrumentos contratuais preexistentes

VIII – a instituição do regime de previdência complementa.

abrangência dos limites a fim de evitar restrições em gastos cujos valores não dependiam da vontade do gestor⁴⁴.

A LC 178/2020, apesar de conceder algum alívio em itens específicos, manteve a política da austeridade e a estratégia de limitar a autonomia do ente subnacional. O controle federal e as regras fiscais com metas rígidas continuam presentes como instrumentos, incontestáveis, de eficiência na promoção do ajuste fiscal, que, uma vez alcançado, teria o condão de preencher a condição necessária e suficiente de impulsionar a presença do setor privado na oferta de políticas públicas e de restaurar o crescimento. Não se questionou até agora se o atual modelo é capaz de entregar o que dele se espera. As discussões recentes abrem à possibilidade de ampliar o debate incluindo a especificidade da dinâmica das finanças dos entes subnacionais, as relações entre as esferas de governo e a própria concepção de regras fiscais como é pensada atualmente, questões que até o momento pouco estão presentes no cenário interno.

Considerações finais

O texto apresentou propostas teóricas e experiências de regras fiscais no plano internacional e as normas vigentes no mercado interno no intuito de ver pontos de convergência. Certamente, não há um modelo único de regras fiscais. As especificidades econômicas e políticas interferem na escolha do modelo e justificam o uso de regras próprias adaptadas à realidade local. No entanto, a discussão por aqui dá pouca atenção ao debate em curso no cenário mundial e ao exemplo da comunidade europeia de criar regras incorporando medidas contra as políticas pró-cíclicas e ações de efeito no longo prazo capazes de ampliar o horizonte de crescimento e melhorar o quadro fiscal.

As regras fiscais no plano federal, centradas na política de teto de gastos, seguem propostas presentes no debate internacional. Contudo, o modelo é idiossincrático ao manter o valor do teto corrigido unicamente pela inflação do ano anterior e desconsiderar as condições futuras da arrecadação e do PIB potencial. A preocupação fundamental não é a de conter a expansão dos gastos e sim de defender a visão liberal de redução do papel do Estado. O que está em jogo é a revisão do Estado e do modelo econômico, colocando em plano secundário os efeitos da queda dos investimentos e dos gastos com políticas públicas em setores básicos.

A prática na esfera subnacional segue caminho semelhante. Os alertas sobre a especificidade da dinâmica das finanças públicas são pouco considerados e se mantém a orientação de definir regras fiscais estritas e de reduzir a autonomia dos entes subnacionais. A realidade, no entanto, acaba por se impor. As propostas de metas e comportamentos fiscais são frequentemente burladas *ex-post*, comprometendo os acordos assinados, levados pelos percalços da conjuntura

⁴⁴ Art. 2º § 4º Não se incluem na base de cálculo e no teto de gasto pelo IPCA : I – as transferências constitucionais para os respectivos Municípios; II – as despesas custeadas com as transferências destinadas ao Fundeb; III – as despesas custeadas com doações e as transferências voluntárias e IV – as despesas em saúde e educação realizadas pelo ente em razão de eventual diferença positiva entre a variação anual das bases de cálculo das aplicações mínimas constitucionais e a variação do IPCA no mesmo período.

econômica e pelos obstáculos em promover ajustes considerando as condições de rigidez da estrutura de gastos das unidades subnacionais.

A dificuldade, política e econômica, de sustentar os acordos leva à revisão das regras, com estratégia semelhante, na tentativa de reenquadrar os entes inadimplentes e manter o controle fiscal. A União dita os parâmetros e transforma o arranjo federalista quase em figura de retórica, pois entes subnacionais perdem as condições até mesmo de definirem a própria política de consolidação fiscal.

Há quase consenso na comunidade europeia e entre analistas internacionais de que é preciso reformar as atuais regras fiscais. O caminho a ser seguido, entretanto, gera discordâncias. A complexidade do atual sistema europeu levou vários estudiosos a proporem a política de teto de gastos graças à sua simplicidade operacional e capacidade de garantir o controle do déficit público e de sustentabilidade da dívida. Entre eles, Gaspar (2020) sugeriu a adoção de três direções fundamentais. Primeiro, a consolidação fiscal, a ser acompanhada de mudanças que levem ao uso de uma âncora fiscal simples e a uma única meta operacional. Segundo, a utilização da relação dívida / PIB como âncora e a regra de teto de gasto como meta operacional, com um mecanismo de correção da dívida de modo a conectar esses dois instrumentos. Finalmente, a criação de órgão fiscal central, independente, com o papel de produzir as projeções macroeconômicas e de acompanhar as questões orçamentárias e de custos das metas fiscais.

Blanchard et al. (2020) propõe alterações a partir de outra perspectiva. Os autores acreditam existir uma deficiência das regras fiscais de difícil superação. A complexidade do problema a resolver não permite a adoção de um modelo de regras simples, mas, por outro lado, acha improvável a construção de sistema suficientemente complexo a ponto de captar, no conjunto dos países, o montante de contingências relevantes, presentes em tempos distintos e condições econômicas e políticas específicas, daí defenderem a necessidade de rever o modelo atual de regras fiscais.

O argumento central a favor do abandono das regras fiscais é a dificuldade de criar normas, mesmo que complexas, em condições de responderem à diversidade de situações possíveis e de alcançarem o objetivo fiscal desejado.⁴⁵ Como os parâmetros responsáveis por manter a sustentabilidade da dívida pública são altamente instáveis e de difícil previsão, a construção de um sistema de regras fiscais que permita, com a maior segurança possível, o tratamento adequado à dívida pública se transforma em instrumento conservador, cuja consequência resulta na adoção de política fiscal excessivamente restritiva, responsável por inibir a sua função estabilizadora da dinâmica capitalista.

O único meio de fugir a esse dilema, de acordo com os autores, é abandonar o sistema atual de regras fiscais e seguir outro modelo, inspirado, sobretudo, na Nova Zelândia, em que se abre mão, em grande medida, das metas quantitativas e se use padrões de comportamento fiscal (*fiscal standart*), adequados às especificidades locais, com a cobrança de resultados *ex-post*,

⁴⁵ Nas palavras dos autores: “*The most important argument against fiscal rules, however, is not that getting the trade-offs right would require even more complexity. Rather, it is that economists would be incapable of defining any rule that gets the trade-offs right ex ante, even when given a free hand in making the rules as complex as desired.*” (Blanchard et al., 2020, p. 19).

individualmente, considerando o momento particular de cada ente e cobrando, quando necessário, ajustes na política fiscal⁴⁶.

Esta proposta pode inspirar o debate interno e servir de ponto de partida da discussão sobre a reforma do sistema de regras fiscais do País. As evidências são palpáveis de que, no plano federal, o regime de teto de gasto praticamente inviabilizou a capacidade de o processo orçamentário atender as crescentes demandas de gastos das diferentes áreas. Na esfera subnacional, os sinais da precária funcionalidade do regime de metas fiscais são igualmente perceptíveis. A rigidez do modelo, ao desprezar a diversidade de situações e a dinâmica própria das finanças subnacionais, torna inevitável criar frentes de debates em busca de opções do que possa vir a ser o novo regime de controle fiscal, negociado, transparente e respeitoso ao modelo político federalista. Com certeza, esse tipo de discussão não é simples, nem tem a seu favor a presença de relativo consenso em torno de pontos básicos. Pelo contrário, a proposta está em aberto e é de difícil construção, contudo, fundamental na tentativa de sedimentar as novas bases de relacionamento entre as esferas de governo e de construir a prática saudável de comprometimento com a situação fiscal a partir da oportunidade de repensar o papel da política fiscal.

Em nota recente, Afonso e Ribeiro (2021) reconhecem a necessidade de promover reformas no regime de metas fiscais e lançam à discussão uma proposta de revisão defendendo, como ponto de partida, a efetivação de dispositivos da LRF que aguardam até hoje regulamentação. De acordo com os autores, essa agenda teria como base três avanços institucionais: i) uma regra fiscal para monitorar o endividamento público federal; ii) revisão periódica do gasto público, de modo a promover transparência e planejamento dos ajustes fiscais e iii) constituição do Conselho de Gestão Fiscal, cujo papel seria o de coordenar e harmonizar a política fiscal no âmbito da federação. Não se trata aqui de concordar ou não com estas ideias nem de discutir as proposições de Blanchard et al. (2020), o importante é reconhecer que o regime de regras fiscais brasileiro precisa urgente de mudanças e defender o diálogo.

Referências bibliográficas

AFONSO, J. R. R.; RIBEIRO, L. Novas regras fiscais (e nova cultura). *Conjuntura Econômica*, FGV, nov. 2021.

AYUSO i CASALS, J. *National expenditure rules: why, how and when*. European Commission, European Economy, Dec. 2012. (Economic Papers, n. 473).

BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 14, n. 1 (53), p. 5-17, 1994.

⁴⁶ Blanchard et al. (2020, p. 21) aponta que, segundo o relatório New Zealand Treasury (2015, p. 3), *An Introduction to New Zealand's Fiscal Policy Framework, the adoption of fiscal rules was periodically considered but rejected because, among other reasons, "a legislated fiscal rule will not necessarily reflect the government of the day's assessment of what constitutes good fiscal policy" and "a transparency-based framework will usually be more flexible than a legislated fiscal rule. For example, a limit on Crown borrowing could require a government to cut spending even if the evidence suggests that doing so would have negative consequences for economic growth or living standards more generally."*

BARNES, S.; DAVIDSSON, D.; RAWDANOWICZ, L. *Europe's new fiscal rules*. OCDE Economics Department, Jun. 2012. (Working Paper, n. 972).

BUCHANAN, J. M.; TULLOCK G. *The calculus of consent logical foundation of constitutional democracy*. Ann Arbor, Mich.: University of Michigan Press, 1962.

BUCHANAN, J. M.; WAGNER, R. E. Democracy in deficit: the political legacy of Lord Keynes. In: *The Collected Works of James M. Buchanan*, Foreword by Robert D. Tollison, 20v. Indianapolis: Liberty Fund, 1999-2002. v. 8, 1977.

BUCKLE, R. A. *A quarter of a century of fiscal responsibility: the origins and evolution of fiscal policy governance and institutional arrangements in New Zealand, 1994 to 2018*. Victoria Business School, Oct. 2018. (The Working Papers in Public Finance, n. 13/2018).

CLAEYS, G.; DARVAS, Z.; LEANDRO, A. *A proposal to revive the European fiscal framework*. Bruegel Policy Contribution, issue 2016/07 Mar. 2016;

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION. *Commonly agreed position on flexibility in the stability and growth pact*, ECOFIN 888 UEM 422. Brussels, 30 Nov. 2015. Available at: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>.

CORDES, T.; KINDA, T.; MUTHOORA, P.; WEBER, A. *Expenditure rules: effective tools for sound fiscal policy?* IMF, Feb. 2015. (Working Paper).

DARVAS, Z.; MARTIN, P.; RAGOT, X. *European fiscal rules require a major overhaul*. Policy Contribution Issue n.18, Oct. 2018.

EUROPEAN COMMISSION. *Vade mecum on the stability & growth pact*. Mar. 2018. (Institutional Paper, n. 075).

EUROPEAN COMMISSION. Memo 27, May 2013.

EYRAUD, L.; DEBRUN, X.; HODGE, A.; LLEDÓ, V.; PATTILLO, C. *Second-generation fiscal rules: balancing simplicity, flexibility, and enforceability*. IMF Staff Discussion Note, SDN 18/04, Apr. 2018.

EYRAUD, L.; DEBRUN, X.; HODGE, A.; LLEDÓ, V.; PATTILLO, C. *Second-generation fiscal rules: balancing simplicity, flexibility, and enforceability*. IMF Staff Discussion Note, Apr. 2018.

EYRAUD, L.; SIRERA, R. G. Constraints on subnational fiscal policy. In: COTTARELLI, Carlo; GUERGUIL, Martine (Ed.). *Designing a European Fiscal Union*. London: Routledge, 2015.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *The American Economic Review*, Pittsburg, v. 58, n. 1, p.1-17, Mar. 1968.

FUEST, C.; GROS, D. *Applying nominal expenditure rules in the euro area*. *EconPol Policy Brief*, n. 15, 2019.

GASPAR, V. Future of fiscal rules in the Euro area, keynote address. Workshop on "Fiscal Rules in Europe: Design and Enforcement". Brussels: IMF, Jan. 28, 2020.

GILL, D. *The fiscal responsibility act 1994 – The astonishing success of a weak non-binding policy*. NZIER Public Discussion Paper, Nov. 2018. (Working paper, 2018/1).

GUERGUIL, M.; MANDON, P.; TAPSOBA, R. Flexible fiscal rules and countercyclical fiscal policy. *Journal of Macroeconomics*, 52, p. 189-220, 2017.

HANSSON BRUSEWITZ, U.; LINDH, Y. Expenditure ceilings and fiscal policy: Swedish experiences. Mar. 31, 2005. Available at: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2028358>, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2028358>.

JANSSEN, J. *New Zealand's fiscal policy framework: experience and evolution*. Treasury Working Paper, 01/25, 2001.

KOPITS, G.; SYMANSKY, S. *A fiscal policy rule is defined, in a macroeconomic context, as a permanent constraint on fiscal policy, typically defined in terms of an indicator of overall fiscal performance*. 1998, p. 2.

KOPITS, G.; SYMANSKY, S. *Fiscal policy rules*. International Monetary Fund, 1998. (Occasional Paper, 162).

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. In: PERSSON, T.; TABELLNI, G. *Monetary and fiscal policy*. The MIT Press, 1994. v. 1: Credibility.

LLEDÓ, V.; YOON, S.; FANG, X.; MBAYE, S.; KIM, Y. *Fiscal rules at a Glance*. International Monetary Fund, Mar. 2017.

LOMAX, N.; McLOUGHLIN; UDY, B. *The New Zealand fiscal management approach*. New Zealand Treasury, Jun. 2016.

LOPREATO, F. L. C. O endividamento dos governos estaduais nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, dez. 2000.

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

LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Editora Unesp, 2013.

LJUNGMAN, G. *Expenditure ceilings – A Survey*. IMF, Dec. 2008. (Working Paper, 282).

MANESCU, C. B.; BOVA, E. *National expenditure rules in the EU: an analysis of effectiveness and compliance*. European Commission, European Economy Discussion Paper 124, Apr. 2020.

MATTINEZ-VAZQUEZ, J.; CIVELEK, Y. *Subnational government debt governance: lessons from non-Asian emerging economies*. International Center for Public Policy, Aug. 2019. (Working Paper, 19-07).

MEDAS, P.; PERRELLI, R.; GONZÁLEZ, F. *Brasil: fortalecimento da responsabilidade fiscal na esfera subnacional*. FMI, Departamento de Finanças Públicas, Relatório Técnico, ago. 2020.

MORRIS, R.; ONGEMA, H.; SCHUKNECHT, L. *The reform and implementation of the stability and growth pact*. European Central Bank, Jun. 2006. (Occasional Paper Series, n. 47).

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Tax and fiscal policy in response to the coronavirus crisis: strengthening confidence and resilience*. Paris: OCDE, 2020.

OCDE. *Fiscal Rules form Sub-Central Governments: design and impact*. 2006. (Working Paper, n. 1).

ORAIR, R. *Política fiscal e resposta emergencial do Brasil à pandemia*. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/108221/BPS_28_nps3_politica_fiscal.pdf.

PERSSON, T.; TABELLINI, G. Introduction. In: MONETARY and fiscal policy. Cambridge, Mass.: The MIT Press, 1994. v. 1: Credibility.

RODDEN, J.; ESKELAN, G. S.; LITVACK, J. (Ed.). *Fiscal decentralization and the challenge of hard budget constraints*. Massachusetts, London, England: The MIT Press Cambridge, 2003.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1981. Reimpresso em: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994.

SCOTT, G. New Zealand's fiscal responsibility act. Australian National University Press, Agenda: A. *Journal of Policy Analysis and Reform*, v. 2, n. 1, p. 3-16, 1995.

SUTHERLAND, D.; Price, R.; JOUMARD, I. *Fiscal rules for sub-central governments: design and impact*. OECD Economics Department Working Paper n. 1. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 2006.

TER-MAINASSIAN, T. *Fiscal rules for subnational government's: can they promote fiscal discipline?* *OECD Journal on Budgeting*, v. n. 3, 2007.

TER-MAINASSIAN, T.; CRAIG, J. Control of subnational government borrowing. In: TER-MINASSIAN, Teresa (Ed.). *Fiscal federalism in theory and practice*. Washington, DC: International Monetary Fund, 1997.

THE TREASURY. New Zealand Government. *An introduction to New Zealand's fiscal policy framework*, Mar. 2015. Available at: <https://www.treasury.govt.nz/publications/introduction-new-zealands-fiscal-policy-framework-html>.

VAMMALLE, C.; BAMBALAITÉ, I. Fiscal rules for subnational governments: The Devil's in the details. *OECD Working Papers on Fiscal Federalism*, n. 35, Mar. 2021.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279, 2009.

Ensaio sobre a teoria econômica, o Estado e a política fiscal: uma breve síntese

*Fabício Augusto de Oliveira
Francisco Luiz C. Lopreato*

1 Introdução

Desde que a economia adquiriu o *status* de ciência pelas obras dos autores clássicos dos séculos XVIII e XIX, nada mais dividiu tanto os economistas sobre a compreensão dos fenômenos e da dinâmica econômica do que as questões relativas ao papel do Estado, das políticas fiscal e monetária, dos impostos e das crises do sistema.

Para os economistas clássicos, a economia era regulada por leis naturais, o que os levou a adotar premissas e hipóteses questionáveis sobre a improdutividade dos gastos públicos, a neutralidade da moeda no longo prazo, os prejuízos provocados pela cobrança de impostos e a inexistência de crises do sistema devido à insuficiência de demanda. Com base nesses pressupostos divorciados da realidade, os economistas neoclássicos ergueram um edifício teórico, lastreado em sofisticados modelos matemáticos sobre o seu funcionamento “idealizado”, no qual não havia lugar para o Estado, nem para a política fiscal, nem para os impostos, de forma a garantir, por meio de mecanismos automáticos de ajuste neles contemplados, por meio da flexibilidade dos salários e dos preços da economia, aí incluída a taxa de taxa de juros, que o mesmo atingisse o seu equilíbrio natural e a máxima eficiência.

Predominante até a década de 1930, essa visão foi colocada em xeque desde essa época, embora resistindo às investidas teóricas feitas para a desmontagem de seus alicerces. A primeira grande ruptura com essa forma de pensar a economia só ocorreu na Grande Depressão daquela década, quando Keynes, formado nos bancos da escola neoclássica, pôs em xeque suas principais teses e derrubou os seus principais dogmas, abrindo o caminho para introduzir a *demanda efetiva* na compreensão da dinâmica econômica, e a importância do Estado e da política fiscal na administração dos ciclos econômicos e na redução das desigualdades. Uma revolução no pensamento e na política econômica que propiciou ao mundo ingressar, por trinta anos, num período de bonança, quando então sucumbiu com a doença da década de 1970, combinando estagnação econômica com inflação elevada, ao mesmo tempo em que reabriu as portas para o retorno, à cena, das ideias conservadoras da economia.

A crise do pensamento keynesiano criou a oportunidade para a retomada da hegemonia neoclássica, rebatizada como pensamento neoliberal, em termos de políticas econômicas, que apontou o Estado e a política fiscal como os grandes responsáveis pelos problemas dessa década. Por meio da revisão e aprimoramento de seus modelos econométricos e das experiências de políticas econômicas implementadas nos governos de Augusto Pinochet, do Chile, de Ronald Reagan, dos Estados Unidos, e de Margaret Thatcher, da Inglaterra, os economistas da escola monetarista, alinhados aos da escolha pública (*public choice*), ressuscitaram as teses da

preponderância da política monetária, da neutralidade da moeda e dos mercados eficientes, sendo acompanhados, logo a seguir, pela escola *novo-clássica*. Este entendimento sobre o comportamento da economia capitalista acabou por se espalhar pelo mundo por meio de um decálogo de políticas, chamado de *Consenso de Washington*, criado com o propósito de orientá-las. Essas passaram a ter como principal objetivo retirar o Estado da vida econômica e social, por meio da desregulamentação dos mercados, principalmente do mercado financeiro, da redução dos impostos para o capital e as grandes riquezas e do desmonte do Estado do bem-estar, visando deixar livre o caminho para o capital se mover e triunfar. O surgimento de uma nova corrente teórica de economistas, nessa época, conhecida como *novos keynesianos*, pouco alteraria esse quadro, prevalecendo a defesa do abandono da política fiscal, restrita ao uso dos estabilizadores automáticos e o domínio da política monetária para garantir a estabilidade macroeconômica.

Embora desde essa época o crescimento tenha perdido força, devido, primeiro, ao maior arrocho do controle da oferta de moeda defendido pela corrente monetarista e, depois, ao manejo da taxa de juros para controlar a inflação e proteger a riqueza financeira, sob a égide do *Novo Consenso Macroeconômico* (NCM), com fórmulas rígidas para controlar os déficits e as dívidas dos governos, apenas com a Grande Recessão de 2007-2009, que exigiu a intervenção exatamente do Estado e da política fiscal para evitar o colapso do sistema, este modelo passou a receber um novo olhar. Na revisão dele feita, seus adeptos passaram a reincluir a política fiscal como instrumento relevante de gestão da demanda e de administração das crises, mas evitando-se avançar em rupturas teóricas importantes, como ocorreu nas crises das décadas de 1930 e de 1970.

Mesmo que amainado o dilúvio provocado pela Grande Recessão do *subprime*, as águas tenham retornado ao leito natural do neoliberalismo, com o gradativo abandono do keynesianismo e a retomada de políticas para controlar os déficits e as dívidas dos governos, a crise do novo coronavírus que tem exigido uma intervenção ainda maior do Estado e da política fiscal para o sistema continuar respirando, pode dar continuidade a uma revisão mais profunda deste pensamento, com o Estado recuperando o protagonismo no processo de reprodução econômica, tal como defendido, há quase cem anos, por Keynes. O que se reconhece não ser nada fácil no caso de ideias secularmente arraigadas, mesmo que contrárias ao bom senso. Mas, possível no quadro atual.

São essas questões, bem como a trajetória percorrida pelo pensamento econômico, desde Adam Smith, sobre os zigue-zagues da política econômica no seu tratamento, que se discute neste trabalho.

2 Os primórdios do pensamento econômico: os economistas clássicos e neoclássicos

Com os olhos influenciados por teorias econômicas do passado, os economistas da atualidade, de uma maneira geral, enxergam o imposto apenas como um instrumento de arrecadação do Estado necessário para o financiamento de suas atividades e, como tal, um mal que, se necessário, deve ser limitado em sua dimensão. Isso porque, o imposto, nessa visão, provoca distorções na alocação de recursos, derruba a capacidade de geração de riquezas da economia e instabilidade do sistema econômico, caso o governo gaste mais do que arrecada.

Essa vis3o est3 presente nas obras dos primeiros economistas, denominados cl3ssicos, como Adam Smith (Smith, [1776], 1983), David Ricardo (Ricardo, [1817], 1982), Jean Baptiste Say (Say, [1803], 1983) e John Stuart Mill (Mill, [1848]. 1983), nos s3culos XVIII e XIX, que deram o *status* de ci4ncia 3 economia.

O objetivo dos primeiros pensadores era o de erodir as bases do Estado mercantilista que asfixiava o desenvolvimento da economia com in3meras regulamentac3es, embora apoiados em teses equivocadas sobre os efeitos dos gastos p3blicos sobre a atividade econ3mica, que consideravam improdutivos e, portanto, prejudiciais para a gera33o de riqueza e para a sociedade. O Estado, nessa vis3o, n3o passava de um corpo estranho 3 atividade econ3mica regulada por leis naturais e, como tal, apesar de considerado necess3rio para a organiza33o pol3tica da sociedade, deveria ser proibido de se imiscuir em outras atividades e evitar provocar mudan3as nos sinais emitidos pelo mercado para n3o reduzir sua efici4ncia na aloca33o de recursos da economia.

Essa vis3o sobre o Estado constituiu um dos pilares do pensamento cl3ssico, ao lado de outros, que, retrabalhados, constituem mitos da teoria ortodoxa e continuam a nortear a vis3o econ3mica na atualidade. A idealiza33o do mercado em Adam Smith, em que a *m3o invis3vel*, por meio da concorr4ncia, 3 capaz de guiar a economia para um cen3rio de harmonia e equil3brio, representa um ponto anal3tico central dos liberais que se op3em 3 a33o do Estado e acreditam na sufici4ncia das orienta33es do mercado.

A proposi33o de Jean-Baptiste Say (1767-1832), de que a determina33o do n3vel de emprego e renda depende fundamentalmente das condi33es de produ33o, constitui, em conjunto com a a33o do mercado, um dos pilares da constru33o dessa vis3o te3rica. Em uma sociedade de produtores independentes, a Lei de Say defende que n3o h3 restri33es 3 produ33o at3 o ponto em que o valor agregado 3 mercadoria pelo emprego de novos trabalhadores se equipare ao ganho obtido com a sua venda.

A Lei de Say acabou sendo incorporada 3 teoria dominante, principalmente depois que Davi Ricardo a adotou em sua obra, *Princ3pios de Economia Pol3tica e da Tributac33o* (Ricardo, [1817], 1983) como uma das leis mais relevantes da teoria econ3mica. O pressuposto impl3cito 3 que a oferta n3o encontra problemas de realiza33o, pois toda a renda recebida retorna ao mercado na forma de compra das mercadorias produzidas. Essa vis3o permite abstrair a quest3o da demanda e negar a exist4ncia de crises de superprodu33o, a n3o ser tempor3rias e localizadas setorialmente. A ideia de que a oferta gera a sua pr3pria demanda n3o constitui mero tru3smo, pois traz subjacente a proposta de que as condi33es de produ33o s3o determinantes da renda e do emprego, existindo, conseq3entemente, um sentido b3sico de determina33o definido pela sequ4ncia produ33o, renda e gasto.

Os economistas que se seguiram a Ricardo mantiveram intacta essa lei no arcabou3o da teoria econ3mica e centraram a aten33o nas condi33es da produ33o. A pol3tica fiscal, de acordo com essa vis3o, entendida como instrumento de gasto, n3o seria capaz de afetar as vari3veis reais da economia (produto, consumo e investimento).

O entendimento do papel da moeda e da relev3ncia da pol3tica monet3ria constitui o outro pilar central dessa constru33o te3rica. A argumenta33o que serviu de base a esses economistas apoia-se na tese da *Teoria Quantitativa de Moeda* (TQM), nascida de dois trabalhos de David Hume

(Hume, [1752], 1952) para quem, a moeda é *neutra* e não é possível elevar a produção por meio do aumento da oferta monetária, mesmo que no curto prazo produza impactos no emprego e na produção. A emissão em excesso, no longo prazo, teria como reflexo apenas a elevação dos preços (inflação) e ondas de instabilidade, prejudicando o funcionamento natural e saudável do sistema.

Vale destacar que, à época de Hume, predominava o padrão-ouro que condicionava a quantidade de moeda em circulação à existência de lastro entendida como a quantidade de ouro mantida como reserva nos países. A obediência a essa regra requeria do Estado conter seus gastos dentro dos limites de suas receitas para não ter de emitir moeda além do que o sistema necessitava para garantir a produção, a circulação e o consumo de bens e serviços.

Apesar de concordar com as ideias de Smith, Ricardo e Say a respeito dos elementos básicos da atividade econômica, do Estado e da função dos tributos e manifestar sua preferência por *impostos proporcionais* como os únicos capazes de manter o sistema em seu estado “natural”, Stuart Mill (Mill, [1848], 1983), considerou, no entanto, antecipando-se a Keynes, que, em determinados contextos econômicos, os impostos poderiam ter importante papel como instrumento de estabilização da economia e de redução das desigualdades. De acordo com a sua análise, em um quadro de rápida acumulação de capital, com a economia avançando celeremente para o “estado estacionário”, poderia se adiar esse momento por meio da cobrança de impostos sobre o capital, com o Estado obtendo recursos adicionais que poderiam ser destinados para reduzir as desigualdades de renda existentes (Barber, 1971, p. 102-3).

Os economistas que os sucederam, chamados de neoclássicos, acataram os pilares básicos da visão proposta pelos clássicos, defendendo as virtudes do mercado e o foco na produção, e continuaram insistindo na percepção do papel nocivo do Estado e dos impostos para a economia. Nos seus modelos de interpretação dos fenômenos econômicos, o sistema, com preços flexíveis e regulados pelo mercado, contaria com mecanismos endógenos e automáticos capazes de corrigir seus problemas e reconduzi-lo sempre para uma situação de pleno emprego e de máxima eficiência.

A diferença de interpretação mais marcante com a visão anterior está na substituição da teoria do valor-trabalho dos clássicos pelo do valor-utilidade dos bens e serviços produzidos. Isto permitiu a negação do trabalho como fonte exclusiva de geração de valor e a sua atribuição também ao capital, procurando justificar teoricamente sua remuneração. Os fatores de produção (terra, capital e trabalho) teriam o direito de se apropriar da parcela da riqueza gerada de acordo com a sua contribuição ao processo produtivo.

A teoria neoclássica teve, como principal objetivo, dissipar qualquer dúvida de que os trabalhos, principalmente de Ricardo e, em menor grau, de Smith suscitavam sobre os efetivos agentes que, de fato, eram os criadores de valor, interpretação que abriu espaços ao surgimento de diversas teorias sobre a exploração dos trabalhadores pelo capital. A aceitação da teoria do valor-utilidade permitiu justificar a remuneração dos fatores de produção atribuindo a eles o direito de se apropriarem da parcela da riqueza gerada de acordo com a sua contribuição ao processo produtivo, uma tese que não conseguiram comprovar teoricamente. Como cada um é remunerado de acordo com a justa contribuição ao produto, é possível negar a exploração da força de trabalho e, assim, deixa de existir o motivo responsável pelo conflito entre o capital e o trabalho.

A adoção da teoria do valor-utilidade cumpriu a tarefa de justificar a extinção dos conflitos entre as classes sociais no processo produtivo, mas não superou a limitada visão dos clássicos a respeito do papel do Estado, dos impostos e dos gastos na atividade econômica. Não é difícil entender a razão. Devido ao seu método de análise, os clássicos acreditavam ser a economia governada por leis naturais, as quais poderiam ser conhecidas por meio do método científico, mas não modificadas pela ação humana. Ora, isso significava que toda a força externa a essa ordem natural prejudicava seu funcionamento e, como o Estado dela não fazia parte, deduzia-se ser sua ação desfavorável para sua eficiência, já que provocava desvios na alocação dos fatores de produção devido à cobrança de impostos, considerando que estes eram destinados para fins improdutivo, reduzindo a capacidade potencial de geração da riqueza. Dessa visão, nasce o mantra, que perdura até os dias atuais, de que o Estado representa um mal para a economia e a sociedade, devendo, por isso, ser contido em suas ações.

3 Keynes, Kalecki e o princípio da demanda efetiva

John Maynard Keynes (1883-1946) transformou-se no maior crítico da concepção neoclássica. O economista, formado nessa escola de pensamento, desfez os laços com os seus dogmas e passou a criticar a visão “idealizada” de seus pares. Em palestra de 1924 publicada como artigo em 1926, Keynes ([1926], 1978) atacou um dos mitos da teoria ortodoxa: a ideia de que a *mão invisível* serviria de guia capaz de conduzir a economia a um cenário de harmonia e equilíbrio e defendeu a importância da intervenção governamental como meio de garantir a sua reprodução. Em sua crítica, aponta que a doutrina do *laissez-faire* agrega os interesses da religião, da filosofia e da economia e se constitui em uma muleta em defesa do individualismo e da liberdade de escolha, ao propor que os interesses individuais estariam conciliados com os interesses coletivos e que a intervenção do Estado acarretaria prejuízos para a economia e a sociedade.

A construção dessa ordem, de acordo com este autor, baseou-se na elaboração de modelos de explicação dos fatos econômicos distantes do mundo real. Nessa construção adotaram hipóteses calcadas na crença de que a sociedade é guiada por condições *naturais*, em que (i) os indivíduos possuem uma *liberdade natural*; (ii) existe um contrato que confere direito perpétuo aos que os têm ou aos que os adquirem; (iii) o mundo deve ser governado do alto do céu ou da terra para que, na prática, os interesses particulares e sociais coincidam e (iv) o autointeresse é benéfico ao conjunto da sociedade. A percepção de que essas proposições não correspondem à realidade fez com que os analistas tomassem essas questões simplesmente como “desvios” de seus modelos. Ou seja, a crença nos modelos idealizados de funcionamento da economia levou-os a ignorar a realidade, mesmo que essa negue seus resultados.

Keynes não era um economista de esquerda sobre o qual a classe proprietária poderia justificadamente atribuir qualquer radicalismo na defesa do papel do Estado. Era um liberal convicto tal como deixou claro no artigo *Sou um liberal?* De 1925. No texto, desfez qualquer dúvida sobre seu pensamento político ao afirmar que sua posição em favor da importância do Estado não podia se confundir com a do Partido Trabalhista, de esquerda, que prega a luta de classes. Em suas palavras, se essa luta ocorresse, o encontraria “[...] do lado da burguesia esclarecida” (Keynes, [1925], 1978, p. 300).

Não era, também, um economista que poderia ser simplesmente ignorado pelo pensamento econômico dominante. Discípulo de Marshall, um dos maiores nomes da economia neoclássica, formou-se e permaneceu nos quadros dessa escola, esposando e defendendo seus princípios, até se convencer de que seus ensinamentos eram inúteis para retirar a economia do atoleiro em que fora colocada em consequência da Primeira Guerra Mundial e da Grande Depressão da década de 1930. Desfrutando de crescente prestígio nos meios acadêmicos, políticos e governamentais desde que publicou, em 1919, o livro *As consequências econômicas da paz* (Keynes, [1919], 2012), seguido de vários artigos importantes sobre a situação da economia britânica e mundial nessa época, a estrela de Keynes não poderia ser ignorada e apagada pelos membros dessa escola de pensamento, cujas ideias passou a combater.

A revolução na teoria econômica, que começou a ser desenhada por Keynes na década de 1920, concluiu-se em 1936, com a publicação de sua obra seminal. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda* (Keynes, [1936], 1996) rompeu com o pensamento neoclássico e abriu uma nova avenida para a análise e compreensão dos problemas e da dinâmica econômica do sistema capitalista, ao apresentar conceitos contrários aos pressupostos neoclássicos.

A *Teoria Geral* trata da economia capitalista em duas situações distintas. A primeira, à qual dedica mais de 90% do livro, procura, ao mesmo tempo em que faz a crítica dos fundamentos da economia neoclássica, analisar as causas da Grande Depressão da época, bem como as razões que tornavam inócuos os remédios prescritos pela teoria convencional para superá-la, visando identificar medidas que poderiam libertar a economia da crise em que se encontrava.

A segunda, à qual dedica mais o último capítulo, analisa a economia funcionando em condições de normalidade, ou seja, sem estar submetida às agruras impostas pela crise e depressão, com o objetivo de avaliar os problemas do sistema que podem conduzi-lo à mesma, assim como os remédios que devem ser prescritos para aliviá-la. Em ambos os casos, Estado, impostos e gastos públicos assumem papel central em seu arcabouço teórico exatamente para restaurar o funcionamento mais estável e harmônico do sistema, ao contrário do que defendia a teoria convencional.

A ideia-chave que sustenta a teoria de Keynes é a do *princípio da demanda efetiva*, com a qual, ao defender o gasto como o elemento determinante da dinâmica capitalista, confronta a proposta da Lei de Say. De acordo com essa tese, os agentes econômicos, com base em suas expectativas de produção (curto prazo) e de investimento (longo prazo), realizam os gastos somente quando acreditam que irão obter o ganho esperado. A avaliação positiva sobre o resultado a ser alcançado no **futuro** faz com que os capitalistas decidam **hoje** realizar os gastos na produção do volume desejado de mercadorias e na compra de novos equipamentos visando ampliar a capacidade produtiva instalada. Estes gastos geram uma **demanda efetiva**, no sentido de que, de fato, ocorrem gastos na contratação de empregados e das matérias primas usadas na produção, bem como na compra de equipamentos, produzindo, assim, a renda dos ofertantes desses itens, dando a eles poder de compra no mercado.

O princípio da demanda efetiva, ao inverter o sentido de determinação proposto na lei de Say, oferece outra perspectiva analítica e, sem deixar de se preocupar com as condições de produção, coloca o gasto como variável central da dinâmica capitalista e, ao mesmo tempo, define a instabilidade como característica intrínseca do sistema. As decisões, por serem atreladas às

expectativas, esto3o sujeitas a mudan7as, sobretudo, os investimentos. Como se baseiam em previs3oes de longo prazo, s3o mais inst3aveis, pass3iveis de altera73oes t3o logo arrefece o entusiasmo e ganha lugar o pessimismo em rela73ao 3s condi73oes futuras.

A centralidade que atribuiu ao gasto na din3mica capitalista levou Keynes a negar a ideia da neutralidade da moeda. Em sua vis3o, a economia capitalista 3 antes de tudo uma economia monet3ria, no sentido de que a decis3o de reter ou n3o reter moeda, tem implica73o direta na decis3o de gasto e, portanto, na gera73o de renda e emprego. A moeda 3 vista, al3m de simples meio de troca, como um ativo, cuja procura est3 diretamente ligada 3 expectativa e incerteza dos agentes. Quando se frustram as expectativas, os agentes econ3micos perdem toda a confian7a no futuro e, na tentativa de protegerem a sua riqueza das incertezas reinantes, tratam de reter a moeda e praticamente deixam de investir (e de gastar).

O resultado 3 a retra73o da atividade econ3mica, a queda do produto e o aumento do desemprego, cujo efeito cascata, que se autoalimenta, retira oxig3nio da economia, sem que nenhuma for7a origin3ria do setor privado surja para 142eanima-la diante do pessimismo reinante. Neste caso, apenas uma for7a externa do sistema, o Estado, pode ser capaz de restaurar as expectativas por meio da cria73o da demanda efetiva atrav3s principalmente dos gastos p3blicos, que melhore as expectativas das vendas e dos lucros futuros para as empresas, despertando o empresariado de seu temor e letargia para voltar a investir, garantindo mercados para sua produ73o, voltando a criar empregos e recolocando a economia nos trilhos do crescimento econ3mico. A pol3tica monet3ria, na sua vis3o, n3o se coloca como solu73o eficaz da crise nessas situa73oes. Em um quadro de incerteza, em que a prefer3ncia pela liquidez 3 dominante – sobretudo na condi73o de armadilha da liquidez – a expans3o da quantidade de moeda n3o necessariamente leva 3 queda da taxa de juros e 3 expans3o das decis3oes de gastos, j3 que pode ocorrer aumento da demanda por moeda e queda ainda maior das expectativas da rentabilidade esperada, de modo que a insufici3ncia de demanda agregada permanece inalterada. Como anotou Keynes (1996; 178): *se nos vemos tentados a considerar a moeda como a bebida que estimula a atividade do sistema, n3o nos esque7amos que podem surgir muitos percal7os entre a ta7a e os l3bios*. Ou seja, em um quadro de incerteza 3 preciso reverter as expectativas de gastos dos agentes e a pol3tica monet3ria, mesmo se provocar a queda dos juros, pode n3o ser o bastante para incentivar os gastos e retirar a economia da crise.

Antes de Keynes, v3rios autores, como Sismondi (2009), Marx, especialmente no Livro II de O Capital (Marx, [1883], 1970) e Thomas Malthus (1803), j3 haviam destacado a import3ncia da demanda para a compreens3o da din3mica e das crises do capitalismo, sendo ignorados pela ci3ncia oficial. Keynes, no entanto, foi quem melhor sistematizou teoricamente e demonstrou que a expans3o da oferta n3o cria automaticamente a demanda. Se esta n3o for sancionada, a crise se torna inevit3vel, com queda dos investimentos, da produ73o e desemprego, sem que o sistema disponha de mecanismos end3genos para restaurar o equil3brio, como preconizava a teoria neocl3ssica.

Com o princ3pio da demanda efetiva, a pol3tica fiscal passaria a ocupar lugar privilegiado como fator decisivo de cria73o da demanda efetiva, ao servir de instrumento de curto prazo de combate 3s crises. O Estado, por meio de seu manejo, aparece, assim, como o 3nico agente, nessas condi73oes, capaz de restaurar as expectativas ao criar demanda efetiva por meio, principalmente,

do aumento dos gastos públicos, melhorando as expectativas das vendas e dos lucros futuros para as empresas criando, dessa maneira, condições favoráveis para a retomada dos investimentos, da produção e do consumo.

Ao contrário do que defendia a escola neoclássica, a existência de déficit público passaria a ser considerado, por todas essas razões, como importante instrumento de política econômica em determinadas situações. O mecanismo seria usado nos momentos de crise, como instrumento de curto prazo, em resposta à queda da atividade econômica. Nestas circunstâncias, o déficit público não teria, para ele, o efeito inflacionário propagado pela visão ortodoxa, nem atrairia a desconfiança do investidor sobre a capacidade de solvência estatal. Nas condições em que a economia estava operando, com elevada capacidade ociosa, fábricas paradas e elevado desemprego, o efeito inflacionário era improvável e a retomada da atividade econômica, por meio dos multiplicadores dos gastos, elevaria a arrecadação pública e as condições de financiamento, *a posteriori*, do déficit, bem como a estabilização, no médio prazo, da dívida pública.

Já na discussão que realiza no capítulo 24 – *Notas Finais Sobre a Filosofia Social a que Poderia Levar a Teoria Geral* – Keynes se afasta da tormenta colocada pela Grande Depressão e analisa a economia capitalista funcionando em condições de normalidade, apenas sujeita a flutuações econômicas simples, característica dos ciclos econômicos. Seu objetivo é o de identificar os problemas que o sistema apresenta e que, se não corrigidos, ou pelo menos mitigados, podem pôr em marcha forças que o conduzirão para a situação em que se encontrava à época.

Nesse exame identificou três defeitos congênitos do capitalismo: i) a incapacidade de garantir emprego para toda a população trabalhadora, sem que os mecanismos de autocorreção da teoria convencional fossem acionados, como até então se acreditava, para reconduzi-la ao pleno emprego; ii) a incapacidade de promover uma distribuição menos desigual da renda, o que era prejudicial não apenas socialmente, mas também para o próprio crescimento econômico, à medida que enfraquecia a demanda efetiva e os estímulos para o investimento; e iii) a instabilidade inerente ao sistema decorrente das decisões de investimentos dos empresários tomadas num ambiente de incertezas sobre o futuro que afeta suas expectativas de lucros.

De acordo com seus argumentos, somente a atuação do Estado teria condições de remediar ou pelo menos mitigar esses problemas do capitalismo. Além de sua importância para implementar as políticas de pleno emprego, em condições normais deveriam ser cobrados impostos progressivos sobre as camadas de alta renda, com propensão a consumir mais baixa, bem como o imposto sobre herança, compensados pela redução de tributos de renda e consumo das camadas de menor renda, o que contribuiria para elevar a propensão a consumir da sociedade e injetar forças no crescimento econômico.

Além disso, a política fiscal, como ferramenta de longo prazo, baseada na ideia da socialização do investimento, poderia definir certo nível de inversão pública e evitar que esses gastos dependam exclusivamente de decisões do setor privado, sujeitas a expectativas voláteis. A definição desse padrão mínimo de gastos teria a tarefa de conter ou atenuar as ondas de instabilidade e de crises, pois o sistema, nem de longe, funciona com a perfeição decantada pela teoria neoclássica, além de ser produtor de crescente desemprego e de desigualdade social.

Essa aão do Estado, na viso de Keynes, no traria problemas à economia. A recomendao foi a de que o governo deveria trabalhar com dois orçamentos: i) O *orçamento de capital*, no qual se registrariam os investimentos, associados ao programa de longo prazo, o qual poderia operar com déficits mais imediatos, seguindo a norma de financiamento privado, considerando que a realizao de investimentos com garantia de retorno permitiria que fossem alcançadas condições favoráveis em períodos mais longos; ii) o *orçamento corrente*, por sua vez, tenderia a ser superavitário, com seus recursos sendo transferidos ao outro orçamento, a fim de sustentar novos gastos.

Keynes no esteve sozinho na tarefa de construir esse novo paradigma. Michal Kalecki, de formao marxista, desenvolveu viso semelhante, à mesma época, a partir dos esquemas de reproduo de Marx (Kalecki, [1954], 1997). Ao contrário de Keynes, este autor trabalha com duas classes sociais e mostra como a dinâmica do sistema de produo determina o produto e define a sua distribuio entre os lucros dos capitalistas e os salários dos trabalhadores. Para ele, a distribuio de renda em favor dos trabalhadores (salários e ordenados) atua diretamente na dinâmica econômica, ao expandir a demanda e serve como uma espécie de multiplicador dos gastos de investimentos, com efeito direto na ampliao do produto.

Kalecki coloca de modo simples a sua defesa do gasto como elemento determinante da dinâmica econômica. Ao analisar os esquemas de reproduo, chega à equao: $P = I + Cc$,¹ e se indaga como se determina a relao de causalidade dessa expresso (Kalecki, [1954], 1977, p. 66): *O que significa essa equao? Quer dizer que os lucros em um dado período determinam o consumo e o investimento dos capitalistas? Ou o contrário? A resposta depende de qual dos itens estiver diretamente sujeito às decises dos capitalistas. Ora, é claro que os capitalistas podem decidir consumir e investir mais num dado período que no precedente, mas no podem decidir ganhar mais. Portanto, são suas decises quanto a investimento e consumo que determinam os lucros e no vice-versa.*

Essa equao de Kalecki sobre os determinantes dos lucros capitalistas feita para uma economia fechada e sem governo se modifica quando ele abandona essas hipóteses adotadas no modelo simplificado e considera uma economia com comércio exterior e com a participao do governo na vida econômica. Com essa mudana, a equao do lucro, em seu trabalho, passa para:

$$\text{Lucro Bruto} - \text{Tributos} = \text{IB} + \text{Cc} + (\text{X-M}) + (\text{G-T}) - \text{Poupana dos trabalhadores.}$$

O que se deve destacar nessa fórmula é que: com a entrada do governo na economia, se, de um lado, a cobrança de impostos reduz os lucros empresariais, de outro, se existir déficit orçamentário ($G > T$), os lucros capitalistas serão maiores, à medida que constituem importante componente da demanda efetiva, assim como ocorre com o investimento bruto (IB), o consumo capitalista (Cc) e os resultados do comércio exterior (X-M). Além disso, Kalecki chama a ateno para o fato de que uma melhor distribuio de renda, capaz de elevar os gastos dos trabalhadores, assim como o aumento do consumo dos capitalistas, tem efeitos positivos sobre a expanso da renda nacional. Dessa forma, no fosse por razões de ordem política, dada pelo receio de aumento do poder de barganha dos trabalhadores por maiores salários em caso de presso sobre o mercado

¹ Onde P é o lucro dos capitalistas, I os investimentos e Ccc o consumo dos capitalistas.

de trabalho, parece claro que os capitalistas teriam a ganhar com a maior participação do governo e dos ganhos dos empregados na economia, já que elevam a renda nacional e os seus lucros.

A contraposição entre as propostas que seguem o princípio da demanda efetiva e os adeptos do método da teoria neoclássica centralizaram o debate teórico e tiveram desdobramentos no período seguinte.

4 A Síntese neoclássica e a contrarrevolução monetarista: Friedman e o fetiche da moeda

O pensamento de Keynes colocou-se no centro dos debates e diferentes linhagens teóricas tentaram confrontar as suas principais ideias nas discussões das primeiras décadas do pós-guerra.

Um dos grupos, o dos liberais, sob a liderança de Friedrich Hayek, da escola austríaca de economia, fundou a *Sociedade Mont Pèlerin*, e passou a organizar encontros entre os seus membros nos Alpes Suíços, a partir de 1947, com o objetivo de combater as concepções de Keynes, que viam como a porta de entrada para o socialismo, e fortalecer a defesa do liberalismo. O grupo ganhou vários adeptos nos anos seguintes e obteve sucesso em consolidar as proposições liberais, contando com forte apoio recebido de intelectuais liberais, sobretudo nos Estados Unidos da América (MacLean, 2017) e, apesar de não conseguir transformar, naquele momento, essas ideias em visão dominante, assegurou a divulgação dos princípios dessa doutrina.

As questões, que irão ocupar lugar de destaque no cenário internacional a partir dos anos 80, embasaram-se, em grande medida, nas propostas de liberalismo econômico de Hayek (1944) e nos estudos de Buchanan e Tullock (1962) sobre *Public Choice*. Buchanan e Wagner (1977), baseados nesse ponto de vista, apontaram a existência de um viés na política de gastos, em razão de os políticos, em proveito próprio, defenderem a expansão dos gastos acima da receita, provocando déficits públicos e a necessidade de seu financiamento, com reflexo na estabilidade econômica. Na visão dos autores, a única forma de lidar com o viés provocado pelas políticas keynesianas seria controlar as despesas por meio da definição de normas constitucionais de orçamento equilibrado.

Outro grupo deu origem à escola chamada de *Síntese neoclássica-keynesiana*, que incorporou parte dos paradigmas keynesianos, mas o fez adulterando a proposta teórica principal. A visão, que se tornou o pensamento convencional dominante até meados dos anos 70, restringiu o pensamento de Keynes a uma teoria de curto prazo, ou a uma teoria da depressão, desprovida dos elementos de incerteza, propriedades inerentes à consideração do capitalismo como uma economia monetária. O reconhecimento, por essa escola, de que, no curto prazo, existem falhas do mercado, justificaria a intervenção do Estado, embora considerando que o problema representasse apenas um desvio de seu modelo original, o qual, uma vez corrigido, seria o passaporte para que voltassem a prevalecer, no longo prazo, as condições de mercado e a flexibilidade dos preços, dispensando-se a ação do Estado para garantir o equilíbrio neoclássico previsto em seus modelos.

O pensamento da *Síntese neoclássica* consagrou a ideia de que a administração da demanda agregada poderia enfrentar as falhas de mercado, por meio de um *mix* de política fiscal e monetária, onde a política fiscal ocuparia lugar proeminente e a política orçamentária teria a tarefa de articular distintos objetivos e princípios, com os gastos obedecendo a três funções básicas: alocação, distribuição e estabilização (Musgrave, 1959).

A açaõ discricionária da política econômica seguiria as condições ditadas pela Curva de Phillips (Samuelson; Solow, 1960), instrumento que afasta o conceito de pleno emprego e estabelece uma relação inversa entre desemprego e taxa de inflação, promovendo a intervenção até certo ponto, de escolha da sociedade. Com a aceitação, difusão e implementação das ideias keynesianas por parte dos governos, em geral, no mundo capitalista, mesmo sob a visão limitada da *Síntese neoclássica*, o sistema viveu os seus “anos dourados”. Por cerca de trinta nos, no pós-guerra, ou seja, até os primeiros anos da década de 1970, o crescimento revelou-se robusto, o desemprego baixo, a desigualdade reduzida e a instabilidade praticamente contida. Enquanto predominou a hegemonia dessa escola de pensamento econômico acreditou-se mesmo que as flutuações dos ciclos econômicos tinham praticamente desaparecido e que a teoria econômica encontrara a fórmula mágica de administração do sistema.

A crise do petróleo e a estagflação dos primeiros anos dos 70 marcaram a débâcle da proposta da *Síntese neoclássica* e a ascensão da visão monetarista, que, de há muito, serviam de inspiração às críticas ao pensamento dominante. Os monetaristas tiveram em Milton Friedman, economista da Escola de Chicago, membro proeminente do grupo do *Mont Pèlerin* e um de seus principais defensores e expoente, como o principal teórico a se colocar contra as ideias da *Síntese*, em especial da política fiscal.

As críticas de Friedman atingiram pontos centrais da proposta da *Síntese*. A função consumo foi um de seus primeiros alvos. Friedman, à luz de sua teoria, questionou o conceito keynesiano de relacionar o consumo diretamente ao valor da renda corrente e o substituiu pela ideia de renda permanente, que entende o consumo como determinado por considerações de longo prazo. As mudanças transitórias de renda, diferentemente do que ocorre no modelo keynesiano, só seriam direcionadas ao consumo, para ele, se vistas como de longa duração, caso contrário, afetariam prioritariamente o valor dos ativos e das obrigações. As implicações mais significativas ocorreriam então no tamanho da poupança, com reflexos diretos no cálculo da propensão marginal a consumir e no multiplicador da política fiscal (Friedman,1957).

A proposição de que os gastos fiscais poderiam ser usados como meio de suavizar o ciclo também foi objeto de crítica. Em seu entendimento, a presença de *lags* pode levar a política fiscal a ter resultados diferentes aos inicialmente esperados e gerar efeitos desestabilizadores, que acirram as oscilações do nível de atividade, ao invés de atender a proposta original. Além disso, atacou a proposta keynesiana de que as variações das despesas públicas provocam necessariamente a expansão ou contração da renda, entendendo que deveriam ser considerados os efeitos das variações dos gastos públicos nas decisões do setor privado e, conseqüentemente, no valor do multiplicador (Friedman, 1962).

O texto *The Quantity Theory of Money: A Restatement* (1956) fortaleceu a base teórica do monetarismo, ao colocar a teoria quantitativa da moeda como uma teoria de demanda de moeda e estabelecer, ao contrário do que propunha Keynes, uma relação funcional estável entre a quantidade de demanda de moeda e um pequeno número de variáveis que explicam a busca por moeda. A hipótese de estabilidade da demanda e da velocidade da moeda levou Friedman a sustentar teoricamente a presença de relação estável e previsível entre as variações da oferta de moeda e a determinação da renda nominal, negando o princípio da demanda efetiva, de definir o gasto como responsável pela geração de renda.

O delineamento do campo de investigação da teoria monetarista deu lugar à realização de numerosos estudos históricos sobre os períodos de prosperidade e de recessão nos Estados Unidos, relacionando-os ao comportamento do estoque de moeda (Dornbusch; Fisher, 1982, p. 491). Desses estudos, o principal, *A monetary history of the United States, 1867-1950*, escrito em coautoria com Anna J. Schwartz, publicado em 1963, é de Friedman onde extrai, de forma mais completa, os principais elementos de que o crescimento do estoque de moeda, no longo prazo, afeta apenas o produto nominal, por meio da elevação dos preços, embora, no curto prazo, possa impactar as variáveis reais da economia e o produto nacional. O ganho com as políticas expansivas tenderia a se desfazer, dando lugar a um cenário de instabilidade, razão pela qual o Estado deveria renunciar a esse tipo de intervenção.

Os estudos de Friedman sobre a relevância da política monetária passaram a ter maior receptividade nos últimos anos da década de 1960 diante da aceleração de preços e da minirrecessão registrada nos Estados Unidos, decorrente da política de aperto monetário visando combater a inflação em 1967.

A aceleração inflacionária dos EUA refletiu um conjunto de causas: i) os déficits orçamentários norte-americanos da década de 1960 resultantes dos programas sociais do Governo Lyndon Johnson e dos gastos da Guerra do Vietnã, financiados, em parte, pela emissão de moeda; ii) a exaustão do sistema de Breton Woods, um sistema congenitamente fraco (Triffin, 1972), ancorado em taxas cambiais fixas e controles dos fluxos internacionais de capitais, colocados em xeque pelo aumento progressivo da instabilidade do sistema, graças aos elevados déficits do balanço de pagamentos americano; iii) a criação do mercado do eurodólar, que provocava a expansão da liquidez mundial, independente das políticas monetárias restritivas adotadas nos EUA.

Os vários elementos que explicam a situação econômica americana não foram levados em consideração por Friedman. A sua análise, contrariando a proposta da Curva de Phillips, baseou-se no uso de *expectativas adaptativas* e na formulação do conceito de *taxa natural de desemprego* (chamada NAIRU), a qual, de acordo com seus argumentos, é necessária para manter a *neutralidade da moeda* e a estabilidade do nível de preços no longo prazo. De acordo com essa interpretação, as políticas expansionistas do governo, financiadas pelo menos em parte por aumento da oferta de moeda, pressionariam o mercado de trabalho, reduziriam o desemprego abaixo da taxa natural, aumentariam os salários e, conseqüentemente, a demanda agregada e o produto no curto prazo, que, no entanto, logo seria revertido com a revisão das expectativas dos agentes e a redução da oferta de trabalho, restando apenas o aumento de inflação².

² Na interpretação de Friedman, supondo uma NAIRU de 4% e uma expectativa de inflação de 3%, os salários serão corrigidos em 3% para se sustentar em termos reais. Nessas condições, mantido o nível natural de desemprego, o sistema se reproduzirá sem problemas. Caso o governo, no entanto, implemente políticas expansionistas para reduzir a taxa de desemprego, o objetivo defendido por Keynes, ocorrerá uma pressão no mercado de trabalho e os salários subirão, expandindo a demanda agregada. Com o aumento da demanda, os empresários obterão, inicialmente, maiores lucros, sentindo-se motivados a aumentar a produção, assim como a taxa de desemprego cairá abaixo de seu nível natural para 2%, por exemplo. Contudo, como o aumento dos salários, o mais importante componente dos custos de produção, aumentará estes, com sua transmissão para os preços a inflação pode ir a 6%, reduzindo os salários reais, fazendo com que os trabalhadores que não se dispõem a trabalhar por um salário menor se retirem do mercado de trabalho, retornando-se à situação anterior de equilíbrio. No final deste processo, como essa inflação maior guiará as negociações futuras sobre os reajustes dos salários, para corrigir os erros em que os trabalhadores incorreram em sua avaliação, a

A posição de Friedman de que a demanda agregada só pode ser afetada como consequência de *variações na quantidade de moeda*, nega a importância da política fiscal, cujos efeitos dependeriam de ser sancionados pela política monetária, e aponta que as autoridades governamentais devem sustentar *rigoroso controle sobre a oferta de moeda* a fim de manter o sistema em seu *equilíbrio natural*, além de abdicar de fazer aventuras no campo fiscal pela inocuidade de seus resultados, no longo prazo, na criação de emprego e expansão da renda. Isso porque, mesmo que, no curto prazo, as variáveis reais da economia possam ser impactadas, aumentando a renda e o emprego, esses efeitos se desvanecerão no longo prazo, restando um cenário de instabilidade e de maiores dificuldades para a economia.

5 A formação, as bases e as políticas econômicas do pensamento neoliberal

Apesar do sucesso da teoria monetarista de Friedman, à época, principal fonte de inspiração das políticas econômicas, sua vida não foi longa. A teoria tornou-se motivo de críticas por, pelo menos, dois motivos: i) não rompeu radicalmente com os nekeynesianos, à medida que considerava que, no curto prazo, as variáveis reais da economia poderiam ser afetadas pelas políticas do Estado, ainda que no longo prazo essas se mostrassem inócuas; ii) ao atribuir o comportamento da inflação ao aumento de salários e desconsiderar fatores de outra natureza – choque dos preços das matérias primas, choque do petróleo e a desestruturação do sistema de Breton Woods, que, ao abandonar a conversibilidade do dólar em 1971, tornou altamente instáveis os preços do câmbio e dos juros – que visivelmente exerciam pressões altistas sobre os preços.

Além disso, a ciência econômica, com a visão monetarista, deixou de lado a preocupação de encontrar a fórmula para garantir o pleno emprego, um dos objetivos da teoria keynesiana, por considerar este fenômeno como fonte de instabilidade do sistema, enfraquecendo a equação da prosperidade, predominante desde a escola clássica. Mais que isso, o monetarismo inaugurou uma era em que a busca do crescimento econômico e do emprego se tornou secundária e passível de serem sacrificados, se necessário, para salvar a moeda e proteger a riqueza dos efeitos corrosivos da inflação, posição diferente do que pretendiam os economistas clássicos e keynesianos.

Os desdobramentos teóricos, críticos às posições monetaristas, levaram ainda mais longe a discussão a respeito da inocuidade da política fiscal e do papel negativo do Estado na dinâmica econômica.

Os adeptos da visão novo-clássica, surgidos ainda na década de 70, tinham origem no monetarismo e tornaram-se críticos ao introduzirem nos seus pressupostos o conceito de *expectativas racionais*, contestando parte dos efeitos defendidos por Friedman, com base no conceito de *expectativas adaptativas*, no uso dos instrumentos da política macroeconômica.

mesma será transmitida para frente, ou seja, a inflação será maior do que no período anterior, ter-se-á apenas mais inflação, sem que tenha ocorrido expansão do emprego e do produto, enquanto os empresários que foram levados em investir na expansão da capacidade se verão em dificuldades, já que não haverá demanda para sua produção adicional.

A adoção das expectativas racionais, apesar das críticas de que as suas hipóteses estavam desconectadas do mundo real dos fatos³, encantou os economistas da ciência oficial e passou a ser incorporada em todos os seus modelos de interpretação dos fenômenos econômicos, tornando-se mesmo uma *pièce de résistance* do pensamento neoliberal que começava a desabrochar a partir dessa época.

O uso das expectativas racionais, que teve em Roberto Lucas, líder da escola novo-clássica, um dos seus principais divulgadores, apoia-se na questionável hipótese da racionalidade ilimitada do agente econômico que não se deixa enganar pelas políticas expansionistas do governo, antecipa-se aos seus efeitos e as neutraliza, impedindo assim que, mesmo no curto prazo, as variáveis reais da economia sejam afetadas. A ação voltada para expandir o emprego e a renda seria, dessa forma, completamente inútil, já que os agentes econômicos reajustariam seus preços para se defenderem, descortinando-se um cenário de mais inflação e instabilidade, dados seus impactos sobre as variáveis centrais da economia notadamente sobre os juros e o câmbio.

Sargent e Wallace (1981), próceres da escola novo-clássica, usando um modelo com expectativas racionais, defendem que apenas o controle da oferta de moeda proposto por Friedman não seria suficiente para evitar inflação caso as ações do Estado insistissem em promover políticas expansionistas e gerar déficits públicos, se os juros sobre a dívida pública superassem a taxa de crescimento da economia. Isso porque, caso o governo oriente suas políticas para este objetivo e predomine um cenário de *dominância fiscal*, em que as autoridades monetárias não têm controle absoluto sobre a oferta de moeda, não haveria como, em determinado momento, o banco central deixar de sancionar os gastos excessivos do governo bancados pelo Tesouro. Para evitar essa situação, seria necessário atribuir à autoridade monetária, ou ao banco central, independência plena na gestão da moeda e impor o ajuste fiscal a fim de proteger a economia das ondas de instabilidade provocadas pela ação insensata dos governos.

Recupera-se, nessa teoria, a visão sobre a racionalidade ilimitada do agente econômico, peça nuclear do pensamento neoclássico, e de que se devem às informações imperfeitas que lhe são transmitidas pelo governo, as causas dos erros de avaliação, logo corrigidas à medida que percebidas. No modelo, o *conhecimento* perfeito do agente econômico que figura no modelo neoclássico é substituído pela *informação perfeita* que deve ser fornecida pelo Estado sobre suas políticas, daí a importância de as medidas anunciadas não incorrerem em problemas de inconsistência intertemporal (Kydland; Prescott, 1994), já que eventuais descontinuidades podem comprometer os resultados esperados e gerar instabilidades. Assim, torna-se extremamente relevante que o governo esteja comprometido com a política adotada e desfrute de *reputação e credibilidade*, além de as agências e órgãos oficiais terem *independência* para não se deixarem contaminar por interesses políticos e eleitorais.

A falta de consenso no campo da visão convencional deu espaço ao surgimento de outras teorias que contribuíram para sustentar o pensamento neoliberal e questionar o papel do Estado. Entre essas, a *teoria da economia pelo lado da oferta (supply side economics)* que, negando qualquer importância à demanda agregada, reintroduziu a Lei de Say no sistema pela porta dos fundos, ao

³ George Soros (2008, p. 82) a considerou uma grande bobagem, razão pela qual não se dispôs nem a estudá-la com maior profundidade.

resgatar o antigo axioma neoclássico de que, por ser a oferta (a produção) a mola propulsora da dinâmica econômica, era necessário proteger o capital, as empresas e os que dispõem de riqueza para a realização dos investimentos, cobrando menos impostos destes setores e atores.

A *supply side economics* nasceu de um desenho feito em um guardanapo de papel, por Arthur Laffer, para ilustrar seu pensamento a respeito dos efeitos deletérios provocados pelos impostos, que ele considerava excessivos e acreditava estar matando a produção (a oferta). A tese de Laffer, exposta na forma de uma curva de sino (a *Curva de Laffer*) era a de que existia um limite para a cobrança de impostos, com estes tendendo a crescer até o ponto em que se atingiria o máximo da carga tributária suportado pelo sistema. Se o governo continuasse insistindo em aumentá-los, eles, ao contrário, tenderiam a diminuir, já que os investimentos e a produção seriam desestimulados, acarretando perdas de arrecadação para o próprio governo.

Laffer não distinguiu entre os impostos, se progressivos ou regressivos, constatou apenas que, se cobrados além de certo limite, não determinado por ele, a produção se enfraqueceria, além de considerar, como os economistas clássicos e neoclássicos, os gastos estatais improdutivo, sem poder de injetar oxigênio na atividade produtiva, apenas drenando as forças do sistema.

Centrada na questão da oferta, ignorando, portando, a influência da demanda na dinâmica econômica, sem fazer a distinção entre os impostos e apegada à tese da improdutividade dos gastos públicos, a recomendação da *supply side economics* não poderia ser outra: conter o Estado dentro de limites mínimos, isentar de impostos ou reduzi-los para o capital, as empresas e as camadas mais ricas da sociedade, agentes responsáveis por garantirem os investimentos e sustentarem a expansão da oferta, capaz, por si só, de criar a própria demanda e gerar o emprego para os trabalhadores. Na visão de Laffer, “quando se reduzem os impostos dos contribuintes de mais alta renda, o governo consegue tirar mais dinheiro deles”, e “se o governo fomenta o investimento dos ricos, toda a sociedade se beneficia” (Laffer apud Vilarreal, 1984, p. 127), por meio do aumento da produção e do emprego capitaneados por esses agentes.

O sucesso alcançado pela *supply side economics* junto aos economistas conservadores colidiu com várias críticas a ela endereçadas⁴, sem, contudo, arrefecer o entusiasmo dos conservadores por teorias que, nessa época alimentavam os alicerces do edifício do pensamento neoliberal.

Não é possível entender o sucesso alcançado por essas teorias, que passaram a balizar a política econômica em geral no mundo capitalista, sem conhecer a situação do sistema econômico na época e a gravidade que este quadro representava para a reprodução do capital e para a proteção da riqueza, especialmente da riqueza financeira.

A crescente instabilidade que rondava a economia mundial, culminando com a crise do petróleo em 1973, terminou resultando novamente em recessão e em aumento da inflação. Nesta situação, não surpreende que os lucros corporativos tenham começado a desabar. Segundo Brenner

⁴ Na visão de Villarreal (1984, p. 124): “[...] a doutrina da oferta [não passa] de um monetarismo bastardo, por que leva ao extremo as recomendações da política e da ideologia até convertê-las em um monetarismo espúrio.” Para Batra (2006, p. 113), a teoria “[...] beira à fraude. Suas ideias desafiam o bom senso e não é de surpreender que todas as suas previsões têm repetidamente provado estarem erradas.” Até mesmo o presidente dos Estados Unidos (2001-2004), George Bush ridicularizou-a, taxando-a de “economia vodu” (Batra, 2006, p. 102).

(2003, p. 37-38), a taxa de lucro do setor manufatureiro dos Estados Unidos foi de 24,3% no período de 1950-1970, um nível que pode ser considerado elevado para qualquer época e que explica muito o crescimento registrado neste período por atuar como estímulo à expansão dos investimentos. Estes investimentos, no entanto, teriam se revelado excessivos quando, concluído o processo de reconstrução da Europa e do Japão, a demanda externa direcionada às empresas americanas diminuiu. E, mais grave, neste quadro, com as empresas daqueles países operando com técnicas mais avançadas e menores custos de produção e, portanto, com preços mais baixos dos produtos comerciáveis, o mercado estreitou-se para as primeiras.

Ora, tendo perdido a competitividade de suas empresas na concorrência internacional e operando com níveis elevados de capacidade ociosa, a queda da lucratividade foi inevitável, com redução de 43,5% entre 1965-1973, com a taxa de lucros desabando para 14%. Ao mesmo tempo, os Estados Unidos começaram a enfrentar dificuldades tanto na balança comercial como na de transações correntes, agravando o problema do dólar e a pressão sobre a moeda americana, enquanto o investimento declinava pelo excesso de capacidade, indicadores de que não havia como escapar da crise anunciada que, como colocou Brenner (*idem*, p. 63-64), nada tinha a ver com aumentos salariais, argumento dos monetaristas, à medida que estes foram corrigidos abaixo do aumento da produtividade e da inflação.

O fato é que, nessa situação, os espaços para o capital continuar em sua jornada de valorização no *campo produtivo* haviam se estreitado consideravelmente, mesmo porque a recuperação da economia no segundo semestre da década de 1970 ocorreria de forma lenta e morna, com o dólar derretendo no mercado financeiro internacional, diante dos problemas que os Estados Unidos passaram a enfrentar no *front* externo com o enfraquecimento de sua economia.

A necessidade de abrir novos espaços de valorização do capital impulsionou um movimento pró-mercado, visando derrubar as barreiras que impediam o capital financeiro de circular livremente pelo mundo em busca de rentabilidade, proibição que, vigente desde a década de 1930, conseguira proteger a economia de fortes ondas de instabilidade. Seus defensores, apoiados na crença do *monetarismo e da teoria das expectativas racionais*, de que o lado real da economia não é afetado por movimentações no campo financeiro, a velha tese da *neutralidade da moeda*, reuniram argumentos para dar início à aprovação, nessa época, de medidas para derrubar essas barreiras e abrir caminhos para o capital continuar sua sina de se autovalorizar, independentemente da forma que assume – produtivo, financeiro, comercial etc.

O baixo crescimento da segunda metade da década de 1970 e a continuidade da derrocada do dólar no mercado internacional foram interrompidos ao final da década por dois acontecimentos que empurraram novamente a economia mundial à recessão: i) o choque dos juros desfechado por Paul Volker, presidente do banco Central norte-americano, o FED, com o objetivo de recuperar a hegemonia do dólar no mundo capitalista; ii) o segundo choque do petróleo ocorrido em 1979 que, tal como o primeiro de 1973, aumentaria expressivamente seus preços, impulsionando a inflação e empobrecendo os países importadores deste produto, derrubando a lenta e morna recuperação que ocorria neste período.

Essa situação criou as condições para o avanço das propostas neoliberais visando reverter este quadro, que, de acordo com a *teoria novo-clássica* e a *teoria do lado da oferta* (a *supply side*

economics), estava diretamente relacionado à presença do Estado e ao excesso de impostos por ele cobrados.

Embora a proposta neoliberal tenha sido previamente testada no Chile do ditador Augusto Pinochet na década de 1970, as duas experiências mais importantes que passariam a balizar as políticas econômicas no mundo capitalista seriam feitas na década de 1980 nos Estados Unidos, no governo de Ronald Reagan, e na Inglaterra, sob o comando de Margaret Thatcher.

Estes governos adotaram políticas que, com pequenas diferenças, trataram o Estado como inimigo da economia e da sociedade, assim como os movimentos políticos e sociais que questionavam o sistema, e procuraram adotar medidas para desidrata-los o máximo possível. A redução do tamanho do Estado a uma condição mínima, tal como defendido pela *Teoria da Escolha Pública (Public Choice)*, passou a receber atenção. Avançou-se, com este propósito, na privatização das empresas estatais e no desmonte do sistema tributário padrão de décadas anteriores. O abandono de qualquer preocupação com a questão da desigualdade da renda levou à redução dos impostos sobre o capital e as camadas mais ricas, na crença de que isso levaria ao aumento da poupança e, conseqüentemente, dos investimentos. O ataque aos movimentos sociais também se fez presente. À ofensiva sobre o Estado do bem-estar, somou-se a tentativa de quebrar a resistência dos trabalhadores. A contenção dos seus salários, impedidos de serem corrigidos acima do aumento da produtividade, e o estabelecimento de regras mais rígidas de controle do funcionamento dos sindicatos trabalhistas contribuíram para frear a tendência de melhoria da distribuição de renda e deram lugar a um movimento de crescente desigualdade.

Além disso, os atos de liberalização financeira ganharam força. A abertura da conta de capital e o fim das barreiras que cerceavam o trânsito mais livre do fluxo financeiro pelo mundo fomentaram a instabilidade, característica típica do sistema capitalista, à medida que esse movimento passou a pressionar preços-chave da economia: o câmbio e os juros.

Não se pode dizer, pelos resultados alcançados, que tais experiências tenham tido sucesso, nem em termos de desempenho econômico, nem de combate à inflação e nem na desmontagem do Estado do bem-estar, principalmente nos países europeus, onde este já se encontrava mais desenvolvido e consolidado. No entanto, esse conjunto de ideias adotado pelas instituições financeiras situadas em Washington – denominadas pelo economista John Williamson, em 1989, de *Consenso de Washington* – serviu de guia à busca de soluções dos problemas econômicos em diferentes partes do mundo.

A adesão de vários países na década de 1990 ao receituário do Consenso de Washington (Argentina, México, Brasil, países asiáticos, entre outros), com medidas de liberalização comercial e financeira e a adoção de regimes de câmbio fixo (*currency board*), acabou por provocar ondas especulativas contra os países com dificuldade de sustentar a paridade cambial. As crises do México (1994), países asiáticos (1996-1997), Rússia (1998), Brasil (1999) e Argentina (2000) mantiveram o mundo econômico em permanente estado de atenção e preocupado com o risco de se alastrar o efeito-contágio.

As novas teorias surgidas na década de 1970 não alcançaram, de imediato, consenso sobre qual o caminho a seguir. Os teóricos da escola novo-clássica passaram a enfrentar críticas de economistas que, a partir da revisão dos fundamentos da escola da *Síntese neoclássica* (Greenwald;

Stiglitz, 1993), reuniram-se em nova linhagem de pensamento e se autodenominaram de “*novos keynesianos*”. Esta visão seguiu a estrutura metodológica ortodoxa, com a aceitação das expectativas racionais e a otimização dos agentes individuais, mas, ao contrário dos novo-clássicos, os membros dessa nova escola não aceitaram a ideia de que não existem barreiras à retomada plena do equilíbrio do mercado (*marketing clearing*). Os novos keynesianos, embora defendam a relevância das condições de oferta na determinação do produto, acreditam que a existência de imperfeições de mercado faz com que as flutuações em variáveis nominais afetem o produto e o emprego no curto prazo. Ou seja, esta proposta teórica recoloca o papel da política econômica de administração da demanda agregada e sustenta que as intervenções têm efeitos reais no curto prazo, devendo ser acionadas quando a economia estiver fora da trajetória compatível com o seu produto potencial.

O debate resultou na formação de um consenso (Woodford, 2009) entre essas escolas na interpretação dos fenômenos econômicos, bem como sobre as políticas recomendadas no enfrentamento dos problemas da década de 1990, constituindo o que veio a ser chamada de a *Nova Síntese neoclássica* (NSN). Esta se tornou a visão teórica dominante, deixando para trás as experiências dos anos 1990 de política econômica baseadas no regime de câmbio fixo, em razão das inevitáveis tensões provocadas no balanço de pagamentos decorrentes da supervalorização da moeda, responsáveis pela geração de déficits externos elevados e pela incapacidade de o país defender sua paridade, tornando-se presa fácil dos movimentos especulativos.

O consenso entre essas escolas ergueu um novo edifício teórico, no qual a *taxa de juros* ganhou posição central em busca do objetivo de garantir a estabilidade macroeconômica. O modelo que brotou deste novo consenso reuniu os elementos essenciais dessas teorias – monetarista, novo-clássica, novo-keynesiano – conciliando suas diferenças para orientar as políticas de crescimento e estabilização da economia. Seu instrumental básico, com economia fechada, é um modelo estocástico de equilíbrio geral dinâmico (DSGE), composto de três equações. A primeira representa uma curva do tipo IS que descreve a dinâmica do produto, dependente da taxa de juros real. A segunda é uma Curva de Phillips que relaciona a taxa de inflação ao hiato de produto, mas não aceita o *trade-off* entre inflação e desemprego no longo prazo, reiterando a hipótese da neutralidade da moeda. E, finalmente, a terceira equação, com base na regra de Taylor (1993), relaciona a taxa de juros monetária, ao produto, ao desvio da taxa de inflação em relação à meta fixada pelo Banco Central e à inflação esperada.

A regra de Taylor é o elemento essencial de determinação do produto. O BC estabelece uma meta para a taxa básica de juros, que, ao contrário do que prevalecia na curva LM da velha síntese neoclássica e na visão monetarista, não está relacionada à oferta monetária, isto é, nesta perspectiva a moeda é endógena.

A solução do modelo depende da fixação de uma taxa de juros capaz de sustentar uma trajetória de equilíbrio entre o produto potencial, definido, seguindo os termos dos modelos novo-clássicos de ciclo econômico real, pelas condições de oferta e o produto efetivo, a curva de demanda (IS). Cabe ao BC alterar a taxa de juros quando há desvios em relação à meta de inflação programada, em busca de igualar o ritmo de expansão da produção ao produto potencial. A ação do BC afeta no curto prazo a curva IS (a hipótese da síntese neoclássica) e a taxa de inflação (Curva de Phillips), levando a economia à estabilidade do produto e dos preços, à medida que a inflação alcança a meta

programada e o hiato do produto é zerado. Em outras palavras, o *manejo da taxa de juros* para coibir ou estimular o consumo e o investimento, em caso de crescimento da demanda com consequente aceleração da inflação ou de uma eventual retração da atividade econômica, passou a ocupar o lugar de honra no modelo para garantir a estabilidade macroeconômica.

A meta de inflação de longo prazo atuaria como uma âncora nominal para manter a economia em sua trajetória de equilíbrio e teria de ser crível para os agentes econômicos, visando coordenar as suas expectativas, daí a relevância de a autoridade monetária ser independente para alcançar o objetivo de manter a inflação na meta estabelecida e conquistar a *confiança e credibilidade* dos agentes. Já o papel da política fiscal, como instrumento de estabilização, é deixado de lado. Em princípio, não há nada nessa construção teórica que não permita alterar a curva IS com o objetivo de ampliar a relevância da política fiscal, uma vez que a visão dominante aceita que mudanças fiscais têm implicações na demanda no caso de afetar as expectativas dos agentes quanto ao valor da renda futura e da riqueza.

Não obstante, a visão convencional apela a uma série de argumentos para condenar e impedir que se mova nessa direção, restringindo o papel do Estado e da política fiscal ao compromisso com garantia de sustentabilidade temporal da dívida pública como meio de garantir a eficiência da política monetária. Entre estes argumentos, destacam-se a ideia de dominância fiscal (Sargent; Wallace, 1981), a Teoria da Equivalência Ricardiana (Barro, 1974), as velhas questões aventadas por Friedman, como a presença de *lags* e de *crowding out* dos gastos privados, além de problemas de ordem política e incertezas legislativas, custos elevados e expansão da dívida pública, que, nessa perspectiva, teriam o efeito de acirrar mais do que o de estabilizar o ciclo. Ou seja, à política fiscal caberia o papel de *fiadora da estabilização* no sentido de garantir que as finanças do Estado serão administradas com equilíbrio e de forma temporalmente sustentável para não despertar suspeitas dos agentes econômicos e não desestabilizar o sistema por meio de alterações das variáveis câmbio e juros.

A ação da política fiscal é aceita unicamente como resposta em situações de crise. Isto ocorre não por meio de medidas discricionárias, condenadas por serem inconsistentes intertemporalmente e consideradas não efetivas diante da percepção dos agentes racionais, mas com base no uso de estabilizadores automáticos. Nos momentos de alta do desemprego estes mecanismos, limitados e previstos institucionalmente, entram em cena e amenizam o ciclo. Os eventuais déficits, esperados em situações como esta, são revertidos com a recuperação econômica, preservando o equilíbrio orçamentário no decorrer do ciclo e a credibilidade da política monetária (Taylor, 2000).

Assim, ganham lugar as fórmulas para garantir a sustentabilidade temporal da dívida pública, com a definição de limites para a mesma em relação ao produto nacional (PIB) e o uso de regras fiscais, como meio de controlar os resultados orçamentários, independente da força política no poder, e de impor exigências aos governos desenquadrados dos limites estabelecidos para conter seus gastos, gerar superávits fiscais e reequilibrar as contas para evitar os reflexos no mercado, com aumento dos riscos e dos prêmios (juros) de seus empréstimos. Enfim, a questão da disciplina e austeridade fiscal adquiriu centralidade na condução da política fiscal, subordinando-se à política monetária para garantir a estabilidade macroeconômica, que se tornara prioridade central da política econômica.

O apelo a esse cardápio levou os adeptos do *mainstream* a repetirem, como mantra, a mesma receita para todas as crises independente de sua natureza. O diagnóstico é quase sempre o mesmo: a crise geralmente brota do Estado, por meio da geração de déficits públicos e dívida elevados que aumentam os riscos inflacionários, minam a confiança do investidor e afugentam o capital do país. Por isso, o país nessa situação deve, necessariamente, realizar reformas do Estado com o objetivo de resolver os desequilíbrios financeiros para poder contar com novos investimentos e, com isso, garantir seu ingresso no paraíso do crescimento econômico. A fórmula, transformada em credo, passou a ser defendida pelo mercado financeiro e endossada e divulgada pela mídia, em geral, sem o menor questionamento, contribuindo para manter muito países prisioneiros dessa armadilha.

Com as políticas de gestão da demanda, por meio da política fiscal, descartadas por essa forma de encarar o objeto da ciência econômica, restrito a assegurar a questão da estabilidade macroeconômica, diferentemente dos economistas do passado que procuraram conciliá-la com o crescimento da riqueza e a geração de emprego, as transformações conhecidas pelo capitalismo com a Terceira e Quarta Revolução Industrial e com o avanço do processo de globalização da economia, provocaram mudanças substanciais também na estrutura de impostos cobrados pelo Estado.

Geralmente apoiados no *princípio da competitividade*, que se tornou norma superior da tributação nessa etapa de desenvolvimento do sistema capitalista, passaram a vingar as propostas de que deveriam ser isentos de impostos ou apenas suavemente taxados os fatores de maior mobilidade espacial, como os que dizem respeito ao capital financeiro, aos investimentos produtivos, à mão de obra qualificada, às exportações, para garantir maior poder de concorrência para as empresas e evitar sua fuga para outros países com tratamento tributário mais favorável. Neste caso, deveria ser priorizada a cobrança de impostos sobre os fatores de menor mobilidade espacial, como o consumo, as propriedades imobiliárias, a mão de obra não qualificada, recomendações que passaram a integrar as agendas de reforma tributária realizadas no mundo capitalista.

O fruto de todas essas mudanças tem sido a existência de um crescimento econômico anêmico, com pouca capacidade de geração de emprego, e sujeito a fortes e recorrentes ondas de instabilidade, além de colocar em marcha um processo de aceleração do aumento da desigualdade, com riscos crescentes para a própria reprodução do sistema. Com a política fiscal descartada como mola propulsora da criação de emprego e de redução da desigualdade, esvaíram-se as forças do sistema para manter uma demanda mais robusta, ao mesmo tempo em que a política monetária se tornou prisioneira do objetivo de manter sob controle a taxa de inflação, com aumento da taxa de juros sempre que ocorrem desvios em relação à meta estabelecida. Com este arranjo, a ciência econômica abdicou do objetivo de encontrar fórmulas para garantir o emprego e o crescimento para, contrariamente, dedicar-se à moldagem de instrumentos para abortá-los sempre e quando seu avanço coloque riscos para a estabilidade e, como decorrência, perdas para a riqueza pelos efeitos corrosivos da inflação. Ao trilhar este caminho, tornou o sistema mais instável e sujeito a crises recorrentes. Explica-se a razão.

Ao deixar de ser em parte fruto de bases reais – emprego, consumo, investimentos – o crescimento passou a depender da formação de “bolhas” especulativas, tornando-se, por essas

características, altamente instável. Isso porque, com a remoção das restrições à circulação do capital, a riqueza financeira cresceu consideravelmente, derramando crescente liquidez no mercado mundial e expandindo o nível de endividamento das empresas, famílias e governo, muitas vezes com taxas de juros convidativas, responsáveis por gerar um movimento de aceleração dos preços dos ativos, movimento que termina tendo de ser abortado, conduzindo a economia para quadros, às vezes, prolongados de recessão.

Foi assim na década de 1990, quando a economia mundial ainda se recuperava lentamente dos estragos provocados pelas políticas neoliberais de Reagan e Thatcher da década de 1980, e se viu impulsionada por movimentos especulativos na bolsa de valores provocados pela euforia despertada pelas empresas das novas tecnologias de ponta, chamadas de *dot.com*, que gerou, de um lado, um efeito-riqueza colossal, e, de outro, um nível de endividamento – público e privado -, o qual, sem condições de ser quitado quando essa “bolha” estourou no final da década, conduziu a economia à grande crise de 2000-2002. O mesmo aconteceu com a crise do *subprime* de 2007-2009, quando, depois de um crescimento médio espetacular de 5% ao ano da economia mundial, apoiado no crédito farto e barato do mercado imobiliário nos Estados Unidos, a “bolha” se desfez e provocou a Grande Recessão mundial, posteriormente agravada pela crise da dívida soberana europeia em 2010, cujos efeitos combinados continuam presentes até hoje.

A amplitude da crise do *subprime*, responsável por causar uma grande recessão mundial, indicou, no início, contar com potencial para ter dimensão superior à da década de 1930. Isso só não se concretizou devido à forte intervenção dos governos, em geral, com a aprovação de bilionários pacotes de salvação de diferentes segmentos da economia, por meio da compra de títulos no mercado e suporte financeiro aos sistemas bancário, comercial e industrial, capazes de evitar a forte deflação de ativos e a quebra generalizada de instituições financeiras e de empresas do setor produtivo.

Ante essa realidade, a política econômica de combate à crise abandonou as normas estabelecidas pelo Novo Consenso Macroeconômico e adotou medidas de cunho não convencional, pautadas pelo uso do *Quantitative Easing (QE)*, que promoveu a ampliação inusitada da oferta monetária, sem qualquer efeito inflacionário, e colocou a taxa de juros próxima a zero, ao mesmo tempo em que recorreu a uma política fiscal ativa, com forte expansão dos gastos públicos e crescimento singular da dívida pública. Ou seja, com o Estado e a política fiscal tendo de caminhar em sentido contrário ao que preconizava o pensamento dominante para evitar o colapso do sistema.

A crise teve o condão de projetar alguma luz no mundo mítico do modelo teórico dominante e chamar a atenção para a necessidade de revisão de conceitos. As mudanças na economia mundial provocadas pela Grande Recessão evidenciaram a obrigação de modificar a estrutura teórica dos modelos vigentes, a fim de torná-los aceitáveis diante da realidade visível. O caminho, no entanto, não se mostrou fácil, com o embate envolvendo o desejo de preservar os mesmos princípios e hipóteses que balizaram a sua construção, aliado ao reconhecimento de que a nova realidade colocava o apelo inevitável de mudanças. A incorporação no modelo básico de fricções financeiras nos ciclos dos negócios e o reconhecimento de que a economia pode ser afetada pelas tempestades do mundo financeiro apontaram sinais de inquietude no campo teórico e a possibilidade de revisão do pensamento do *mainstream* em resposta à realidade presente.

6 As mudanças pós-crise do subprime: revendo conceitos e reorientando a política econômica

A crise de 2008 colocou em xeque o modelo padrão (DSGE) da teoria macroeconômica dominante, ao constatar sua falha em não explicar a ocorrência da crise e a razão de a economia não retomar rapidamente as condições de equilíbrio, nem indicar políticas consistentes de combate à deterioração da atividade econômica. As bases sólidas em que o mesmo se apoiava revelaram-se incapazes de dar conta deste quadro.

A situação causou crescente desconforto. Analistas como Stiglitz (2018) e Blanchard (2018) reconheceram várias falhas do modelo e questionaram a ideia de tendência da economia de se autoestabilizar depois de um choque. Isso porque, na visão destes autores, o modelo DSGE fez escolhas erradas, residindo o cerne dos problemas na forma equivocada com que os fundamentos microeconômicos incorporaram aspectos-chaves do comportamento econômico. Para eles, a obrigação de dar uma resposta melhor à realidade requer a construção de uma modelagem alternativa, capaz de rever as bases teóricas implícitas nas hipóteses adotadas e criar um edifício teórico com novos alicerces, em que se introduza, entre outros aspectos, a questão financeira no coração do modelo, o uso de agentes heterogêneos e novas especificações de comportamento⁵.

Os avanços dados nessa direção até o momento não chegaram, no entanto, a bom termo. Apesar das várias críticas, sugestões e propostas, permanecem resistências em romper com pressupostos estabelecidos e conceitos arraigados. A discussão em torno desses pontos avançou, mas não se colocou, até o momento, uma mudança mais profunda no campo da teoria macroeconômica convencional.

A explicação para esse fato não é simples. Krugman (2018), de forma polêmica, sugeriu que a busca por alternativas teóricas acabou sendo prejudicada em razão de ter-se lançado mão de um instrumental já disponível. A obrigação de responder às demandas da crise levou vários analistas a buscarem um modelo capaz de oferecer conselhos práticos sobre qual tipo de política deveria ser adotada em diferentes circunstâncias. Entre esses, um grupo relevante de economistas novo-keynesianos, majoritariamente com formação no MIT e Harvard, recorreram teoricamente ao modelo IS-LM, base da velha síntese neoclássica, e reafirmaram a crença na efetividade da política ativa em lidar com as flutuações econômicas de curto prazo.

O sucesso do velho modelo IS-LM em responder aos problemas colocados pela crise acabou por ser, em grande medida, responsável por frear o impulso de promover alterações na teoria

⁵ De acordo com Stiglitz (2018; p. 76): “I believe that most of the core constituents of the DSGE model are flawed sufficiently badly flawed that they do not provide even a good starting point for constructing a good macroeconomic model. These include (a) the theory of consumption; (b) the theory of expectations—rational expectations and common knowledge; (c) the theory of investment; (d) the use of the representative agent model (and the simple extensions to incorporate heterogeneity that so far have found favor in the literature): distribution matters; (e) the theory of financial markets and money; (f) aggregation—excessive aggregation hides much that is of first order macroeconomic significance; (g) shocks—the sources of perturbation to the economy; and (h) the theory of adjustment to shocks—including hypotheses about the speed of and mechanism for adjustment to equilibrium or about out-of-equilibrium behavior.”. Segundo Blanchard (2018; 45): “Go back to the benchmark New Keynesian model, from which DSGEs derive their bone structure. The model is composed of three equations: an equation describing aggregate demand; an equation describing price adjustment; and an equation describing the monetary policy rule. At least the first two are badly flawed descriptions of reality.”

macroeconômica em resposta à crise, ao contrário do que se pôde observar nos anos 1930 e na estagflação dos anos 1970 (Vines; Wills, 2018).

O modelo tradicional keynesiano revelou-se bastante útil, por apontar a necessidade de intervenção e a forma apropriada de estimular a economia (Stiglitz, 2018)⁶. A crise de 2008 trouxe algumas lições, como a aceitação da centralidade das finanças e o questionamento da crença de a economia voltar à estabilidade por si própria depois de algum choque. Houve o reconhecimento de que as crises financeiras podem gerar uma situação de queda prolongada do produto e de que o quadro atual, de taxa de juros próxima à zero, tende a permanecer por um período previsível relativamente longo, com a economia sujeita à armadilha de liquidez.

Com a aceitação de que a economia se encontra em um quadro de armadilha da liquidez, ganharam relevo as políticas sugeridas pelas três hipóteses do modelo, podendo-se esperar nessa situação que: i) o aumento do déficit público não terá o efeito esperado de elevar as taxas de juros; ii) a expansão da base monetária não provoca aumento da inflação e iii) o multiplicador, nesse quadro, é significativamente superior a 1 (Krugman, 2018).

As colocações, certamente, não tiveram aceitação unânime e desencadearam uma disputa entre aqueles que tinham algum tipo de suporte teórico keynesiano e outros que se apegaram à visão de austeridade, com o pressuposto de que este tipo de ação levaria a um aumento de confiança e, de acordo com a tese da contração fiscal expansionista, provocaria a expansão dos gastos e a retomada do crescimento (Alesina; Ardagna 2010; 2012).

Embora a tese central de Alesina e Ardagna (2010; 2012), de existir uma relação direta entre o corte de gastos e a retomada do crescimento econômico, a chamada “contração fiscal expansionista”, tenha provocado frisson entre os economistas da ortodoxia e iludido as autoridades governamentais que nela viram argumentos para reduzir o tamanho do Estado, suas deficiências econométricas e empíricas, que levaram a conclusões equivocadas, se encarregaram de desmontar seus argumentos em favor das políticas de austeridade.

Isso, no entanto, não esmoreceu sua batalha na defesa dessas políticas. Em 2019, juntamente com os economistas Carlo Favero e Francesco Giavazzi, Alesina publicou o livro *Austeridade: quando dá certo e quando não dá*, no qual fazem um levantamento de várias experiências de ajuste fiscal e reveem a metodologia para analisar o tema. Sua principal conclusão é a de que os ajustes podem ser, de fato, contracionistas, mas que o ajuste pelo lado dos gastos gera menos efeitos perversos que o ajuste pelo lado das receitas, sendo preferível, portanto, a primeira opção, caso seja necessária sua realização. Uma tese distinta da que emergiu da revisão feita pelos autores nekeynesianos e que se somou ao cardápio oferecido pelo saber convencional para a superação da crise.

Os resultados empíricos alcançados pelo aumento dos gastos públicos confirmaram as hipóteses das ações com lastro keynesiano e o sucesso do velho modelo evitou o aprofundamento da crise e deu lugar a outro entendimento sobre a condução da política de estabilização. A lição a

⁶ Blanchard (2018, p. 48), concordando com essa posição, afirma que: “I strongly believe that ad hoc macro models, from various versions of the IS–LM to the Mundell–Fleming model, have an important role to play in relation to DSGE models. They can be useful upstream, before DSGE modelling, as a first cut to think about the effects of a particular distortion or a particular policy.”

se retirar da grande crise (2008), segundo Blanchard e Summers (2017), é semelhante à da crise de 1930. O ambiente diferente que se estabeleceu em razão de a economia não se reestabilizar depois de receber um grande choque ofereceu a oportunidade de se retomar práticas já utilizadas em outros tempos e adotar uma combinação de instrumentos de política econômica com o objetivo de reduzir a ameaça de deterioração profunda da economia e de reagir aos choques adversos por meio de uma política monetária agressiva e o uso intensivo da política fiscal como instrumento de estabilização, associada a um conjunto de medidas de regulação para conter os riscos financeiros e reduzir a ameaça de novas crises.

Nessa nova perspectiva, o papel da política monetária, mesmo com taxa de juros próximo de zero, não pode ser descartado porque essa ainda dispõe de instrumentos poderosos de atuação, como as diferentes formas de QE, continuando a ser importante na defesa da estabilidade. Não obstante, diante da visão convencional praticamente unânime de que a manipulação da taxa de juros é suficiente para lutar contra a existência de bolhas de ativos, garantir a estabilidade financeira e administrar a demanda agregada, a fim de sustentar a economia próxima ao produto potencial e a inflação na meta estabelecida, a crença nesse instrumento como peça da política de estabilização perdeu força e criou as condições de se repensar a política fiscal.

Contudo, a volta da política fiscal requer a revisão da política de dívida pública e do papel que ocupa como instrumento de estabilização. No que se refere à dívida pública, embora se reconheça que se encontra em patamar elevado, a situação atual é diferente daquela existente em momentos anteriores, em que se defendia, de forma intransigente, a política de consolidação fiscal. A baixa taxa de juros e a expectativa de que continue por longo tempo indicam que o serviço da dívida se encontra em nível historicamente baixo, havendo espaço para se ampliar a colocação de títulos, de modo que a expansão fiscal pode elevar o produto a uma taxa superior à da dívida pública, contribuir para reduzir a relação dívida/PIB e melhorar as condições que garantam sua sustentabilidade. Este argumento, no entanto, não significa aproximação com o pensamento da *Modern Monetary Theory*, que não vê problema no crescimento da dívida em moeda nacional se a economia se encontrar abaixo de seu produto potencial, nem defesa do uso da dívida indiferente à circunstância do momento. Trata-se mais de uma avaliação *ad hoc* da dinâmica da dívida em condições de juros baixos e possibilidade de maior expansão do PIB.

A possibilidade de alcançar taxas de crescimento do produto superiores ao custo do serviço da dívida, em prazo previsível, afasta a ameaça de a dívida se tornar explosiva, mesmo com a vigência de déficits públicos, e coloca a oportunidade de intensificar o uso do instrumental fiscal, com políticas discricionárias abrangendo projetos de investimento público e outras medidas de atendimento à população, como a expansão de estabilizadores automáticos contra o aumento do desemprego. É certo que o risco de elevação da taxa de juros, com o conseqüente impacto na dívida pública, não pode ser afastado e ameaçar a retomada da política fiscal, o que daria espaço para os paladinos da política de austeridade e da política de corte de gastos ganharem credibilidade e imporem os seus objetivos. Esta ameaça pode ser mitigada se houver um olhar alternativo sobre a política de relacionamento entre o Tesouro e o Banco Central e sobre a política de colocação de títulos da dívida pública pelo Tesouro, além de ser possível rever, sobretudo, a política convencional da autoridade monetária de fixação de taxa de juros básica da economia.

A poltica fiscal retoma assim lugar de destaque, ao servir de instrumento de poltica anticclica, em complemento a poltica monetria, e at mesmo para garantir uma expanso fiscal sustentada, j que a sua ao pode ser relevante para manter a demanda, bem como a expanso da produtividade e da oferta agregada, com repercusses positivas no produto potencial e na situao global (Furman, 2016).

Alm disso, a situao atual abre um leque de oportunidades para se ampliar a discusso, como j ocorreu nos tempos em que a referncia proeminente era Keynes, e rever outras questes que foram teis ou serviram de elementos de sustentao da NSN. Desde logo, preciso pensar na reviso do sistema tributrio adotado desde os anos 1980, em que prevaleceu o corte dos tributos das empresas e dos extratos mais altos de renda, fator crucial na busca de uma sociedade menos desigual. O questionamento do ajuste fiscal a qualquer custo (Resende, 2021) alia-se a outras preocupaes, como a necessidade de ampla reavaliacao dos indicadores atualmente usados para retratar a situao fiscal do pas, a comear da relao dvida / PIB, base da mtrica mais comum de sustentabilidade da dvida, que relaciona uma medida de estoque (dvida) com outra de fluxo (PIB) (Furman; Summers, 2020). O novo olhar sobre a poltica fiscal coloca tambm em discusso o uso de regras fiscais rgidas, associado a viso anterior, que, no quadro atual, se torna figura anacrnica e precisa ser revista diante do maior espao das polticas discricionrias (BLANCHARD, 2020).

Consideraes finais

A crise de 2008 abalou a convicao de economistas convencionais de que a situao da teoria macroeconmica era boa (Blanchard, 2008)⁷ e o modelo padro (DSGE) comumente usado nas anlises econmicas constituia uma aproximao satisfatria da realidade.

A segurana com que lidavam com o aparato terico ento vigente deu lugar a dvidas, marcadas pela certeza da necessidade de mudanas, mas sem se saber exatamente como, onde e em qual direao⁸.

Inaugurou-se um perodo de transio. O modelo terico passou a enfrentar uma srie de crticas. O regime de poltica macroeconmica dominado pela poltica monetria, por meio da manipulao da taxa de juros baseada na regra de Taylor, e o literal abandono da poltica fiscal discricionria, com crticas aos eventuais movimentos do Estado, perdeu sustentao em um mundo com tendncia de taxas de juros prximas de zero e de dependncia de diferentes segmentos do apoio estatal para garantir a sobrevivncia.

A crise, graas a forte atuao do poder pblico, no teve a dimenso imaginada inicialmente e serviu de laboratrio de anlise das terapias empregadas. A poltica monetria perdeu o lugar de instrumento quase nico da poltica de estabilizao e, apesar do reconhecimento de que tem papel relevante a desempenhar, mesmo em condies de taxa de juros prxima de zero, passou a ter de dividir o espao com a poltica fiscal.

⁷ Blanchard (2008, p. 2) escreveu: "*The state of macro is good*".

⁸ Vines; Wills (2018, p. 2) ao falar do impacto no pensamento convencional que se abriu com a crise de 2008 e a necessidade de mudanas colocou as seguintes questes: "*What new ideas are needed? What needs to be thrown away? What might a new benchmark model look like? Will there be a 'paradigm shift'?*"

O Estado e a política fiscal discricionária, bem como o trabalho conjunto do Banco Central e do Tesouro, ganharam alento. Na falta de alternativa teórica, cresceu a defesa de velhas ideias. Os ensinamentos da velha síntese neoclássica, com a defesa da união das políticas monetária e fiscal, ocuparam os espaços e passaram a ditar a orientação de relevantes economistas em busca de novos caminhos.

As mudanças, até o momento, não provocaram alterações profundas como as que aconteceram nas crises de 1930 e dos anos 1970. Nos dois momentos, a incapacidade da visão dominante de explicar os acontecimentos levou ao surgimento de paradigmas teóricos alternativos, que romperam com o anterior e desencadearam modificações na operacionalidade dos instrumentos de política econômica e na institucionalidade então existentes.

A situação atual não seguiu movimento semelhante. O reconhecimento de que o modelo padrão, o DSGE, precisa ser alterado provocou críticas e propostas de alterações, com a maioria defendendo adaptações, sem provocar rupturas teóricas. Por outro lado, a questão prática de como enfrentar a crise e com quais instrumentos de política econômica se poderia contar levou a soluções *ad hoc*. Como colocaram Blanchard e Summers (2017), o futuro depende da volta ao passado (*back to the future*), em busca dos ensinamentos da crise de 1930, de que a economia, depois de um choque, não tende a se estabilizar automaticamente e necessita da ação do Estado.

O sucesso da intervenção pública jogou luz sobre o velho modelo IS-LM, com a política de estabilização baseada no mix de política monetária e fiscal. A política fiscal, ao menos temporariamente, voltou a ocupar posição de relevo, como uma resposta empírica à determinada situação específica, onde prevalecem juros próximos a zero e a incapacidade de a política monetária cumprir sozinha a tarefa de recuperar a economia.

O movimento, apesar de seu caráter *ad hoc*, deve ser bem avaliado, pois várias questões são submetidas a escrutínios, outras perdem força ou podem se tornar anacrônicas, colocando em xeque a visão teórica e parte da institucionalidade criada como meio de sustentar esse tipo de abordagem. O debate em torno da dívida pública colocou em dúvida a métrica da sustentabilidade da dívida com a qual se trabalhou nas últimas décadas, assim como recebeu outro olhar a possibilidade de o país incorrer em déficit público. O uso de políticas fiscais discricionárias requer revisitar a base teórica propondo a exigência de regras fiscais rígidas. O modelo que defendia a quase completa separação entre as ações do Tesouro e do Banco Central, presente desde os anos 1980 até a crise, também merece atenção porque a possibilidade de interação de suas ações, negada durante anos, voltou a ser considerada no combate à crise.

Além disso, a situação econômica, agravada com a pandemia da covid, escancarou o problema da desigualdade social e trouxe a obrigatoriedade de a sociedade enfrentar esse problema. A questão não é simples e requer ampliar o debate sobre o modelo atual de sistema tributário, o alcance das políticas sociais e as formas de combater o desemprego e a miséria.

Certamente, não parece razoável esperar uma reviravolta teórica nem avanços radicais no campo da política social e econômica. Os progressistas não podem se iludir. Não obstante, o simples sinal de que o campo das ideias está em movimento e a visão convencional deixou de *ter aquela velha opinião formada sobre tudo*, com diria Raul Seixas, é alvissareiro, como explicitaram as

políticas do Presidente Biden de combate à pandemia e de reestruturação econômica. Vimos a fumaça, falta encontrar o fogo.

Referências bibliográficas

ALESINA, A.; ARDAGNA, S. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. In: BROWN, Jeffrey R. (Ed.). *Tax policy and the economy*, v. 24 Chicago: University of Chicago Press, 2010.

ALESINA, A.; ARDAGNA, S. *The design of fiscal adjustments*. National Bureau of Economic Research, Sept. 2012. (NBER Working Paper, 18423).

ALESINA, Alberto; FAVERO, Carlo; GIAVAZZI, Francesco. *Austerity: when it works and when it doesn't*. New Jersey: Princeton University Press, 2019.

BARBER, William J. *Uma história do pensamento econômico*. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1971.

BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, p. 1095-1118, Nov./Dec. 1974.

BATRA, Ravi. *Greenspan, a fraude*. Ribeirão Preto, SP: Novo Conceito Editora, 2006.

BLANCHARD, O. On the future of macroeconomic models. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 34, n. 1-2, p. 43-54, 2018.

BLANCHARD, O. *Redesigning EU fiscal rules: from rules to standards*. PIIE Peterson Institute for International Economics, Feb. 2021. (Working Paper).

BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. *Rethinking stabilization policy*. Back to the future. Peterson Institute for International Economics, Oct. 8, 2017.

BLANCHARD, O. *The State of macro*. Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, Aug. 12, 2008. (Working Paper, 08-17).

BUCHANAN, J. M.; TULLOCK G. *The calculus of consent logical foundation of constitutional democracy*. Ann Arbor, Mich., University of Michigan Press, 1962.

BUCHANAN, J. M.; WAGNER, R. E. Democracy in deficit: the political legacy of Lord Keynes. In: THE COLLECTED works of James M. Buchanan, Foreword by Robert D. Tollison, 20v. (Indianapolis: Liberty Fund, 1999-2002). Vol. 8.

FRIEDMAN, M. *A theory of the consumption function*. Princeton: Princeton University Press, 1957.

FRIEDMAN, M. *Capitalism & Freedom*. The University of Chicago. 1962. Chapter V.

FRIEDMAN, M. The quantity theory of money, a restatement. In: FRIEDMAN, M. (Ed.). *Studies in the quantity theory of money*. Chicago, University of Chicago Press, 1956.

FURMAN, Jason. *The New View of Fiscal Policy and Its Application*. Remarks at Global Implications of Europe's Redesign Conference. New York, Oct. 5, 2016.

TRIFFIN, Robert. *O sistema monetário internacional, ontem, hoje e amanhã*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.

GREEWALD, B.; STIGLITZ, J. New and old Keynesians. *Journal of Economic Perspectives*, v. 7, n. 1, p. 23-44, Winter 1993.

HAYEK, F. A. *The road to Serfdom*. University of Chicago Press, 1944.

HUME, David [1752]. Of Money. In: MILLER, E. F. (Ed.). *Essays, moral, political and literary*. Indianapolis: Liberty Classics, 1952.

KALECKI, Michal [1954]. *Teoria da dinâmica econômica*. SP: Editora Nova Cultural, 1977.

KEYNES, John Maynard. [1919]. *As consequências econômicas da paz*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado; Brasília: Universidade de Brasília, 2012 (Clássicos IPRI).

KEYNES, John Maynard [1924]. O fim do “laissez-faire”. In: SZMRECSÁNYI, Tamás (Org.). *John Maynard Keynes*. São Paulo: Ática, 1978. p. 106-126.

KEYNES, John Maynard [1925]. ¿Soy un liberal? In: KEYNES, John M. *Ensayos de persuasión*. Barcelona: Editorial Crítica, 1988.

KEYNES, John Maynard [1936]. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

KRUGMAN, P. Good enough for government work? Macroeconomics since the crisis. *Review of Economic Policy*, Oxford, v. 34, n. 1-2, p. 156-168, 2018.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. In: PERSSON, T.; TABELLNI, G. *Monetary and fiscal policy*. The MIT Press, 1994. v. 1: Credibility.

MACLEAN, N. *Democracy in chains: the deep history of the radical right's stealth plan for America*. Penguin Random House LLC, 2017.

MARX, Karl. [1883]. *O Capital (Crítica da Economia Política)*; o processo de circulação do capital. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1970 (Livro II).

MILL, John Stuart. [1848]. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações à filosofia social*. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (Os Economistas).

MUSGRAVE, R. *The theory of public finance*. McGraw-Hill, 1959.

RESENDE, André L. Vale tudo pelo equilíbrio fiscal? *Valor Econômico*. Fim de Semana, 29 jan. 2021.

RICARDO, David [1817]. *Princípios da economia política e da tributação*. São Paulo: Abril Cultural, 1982 (Os Economistas).

SAMUELSON, P. A.; SOLOW, R. (1960) Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy. *The American Economic Review*, v. 50, n. 2, May. Reimpresso em: STIGLITZ, J. (Ed.). *The Collected Scientific Papers of Paul A. Samuelson*, MIT Press, v. II. p. 1336-1353.

SAY, Jean-Baptiste [1803]. *Tratado de Economia Política*. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (Os Economistas).

SISMONDI, J. C-L Sismonde de. *Novos princípios de economia política (1819-1827)*. Curitiba: Segesta Editora, 2009 (Raízes do Pensamento Econômico, v. 9).

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1981. Reimpresso em: MILLER, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994.

SMITH, Adam [1776]. *A Riqueza das Nações; investigação sobre sua natureza e suas causas*. São Paulo: Abril Cultural, 1983 (Os Economistas).

SOROS, George. *O novo paradigma para os mercados financeiros; a crise atual e o que ela representa*. Rio de Janeiro: Agir, 2008.

STIGLITZ, J. E. Where modern macroeconomics went wrong. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 34, n. 1-2, p. 70-106, 2018.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39, n. 1, p. 195-214, 1993.

TAYLOR, J. Reassessing discretionary fiscal policy. *Journal of Economic Perspectives*, v. 14, n. 3, Summer 2000.

TRIFFIN, Robert. *O sistema monetário internacional, ontem, hoje e amanhã*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.

VILLARREAL, René. *A contrarrevolução monetarista*. Rio de Janeiro: Editora Record, 1984.

VINES, D.; WILLS, S. The rebuilding macroeconomic theory project: an analytical assessment. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 34, n. 1-2, p. 1-42, 2018.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279, 2009.

PARTE II
POLÍTICA FISCAL DO BRASIL

Introdução

A análise da política fiscal recente precisa levar em conta as mudanças ocorridas no cenário econômico brasileiro a partir dos anos 1990. A crise do projeto nacional-desenvolvimentista na década de 1980 colocou em xeque o regime de política macroeconômica anterior e deixou enorme vácuo. Os responsáveis pela política econômica sabiam bem o que não queriam, mas não havia consenso sobre os passos a serem seguidos diante da aceleração inflacionária e do fracasso das tentativas heterodoxas de estabilização.

O desencontro na definição da política macroeconômica foi reforçado, de um lado, pela incapacidade do paradigma teórico dominante de explicar o processo de estagflação dos anos 1970, dando início ao surgimento de visões alternativas e de questionamentos das políticas discricionárias típicas do passado. E, de outro, pela mudança do cenário econômica mundial, decorrente da maior integração mundial, da ampliação do movimento de capitais e da incorporação dos países emergentes ao circuito de valorização do capital internacional nos anos 1990.

As novidades anunciavam alterações na gestão da política econômica e na ordem institucional então vigentes, procurando atender às condições definidas após a mudança da forma de integração do país na economia mundial. A lógica dominante nessa fase do capitalismo, calcada na valorização dos *estoques* de riqueza financeira, colocou fim ao isolamento das políticas domésticas e cobrou dos gestores da política macroeconômica estabilidade e o comprometimento com as medidas previamente anunciadas, bem como a defesa dos interesses dos investidores no retorno das aplicações financeiras.

Coube à política econômica a tarefa de criar as condições de implementação do novo modelo de desenvolvimento baseado na integração financeira e comercial com a economia mundial. Isto pressupunha outro padrão de intervenção do Estado e a construção de um regime de política econômica capaz de dar aos investidores a possibilidade de traçarem cenários e avaliarem os riscos na escolha da composição dos seus portfólios. A prática anterior de ações discricionárias passou a ser questionada e cresceu a cobrança por políticas previsíveis e contínuas temporalmente. As mudanças institucionais, direcionadas à redução do poder de intervenção estatal e à definição de regras fiscais e monetárias, ganharam espaço e abriram o caminho à implementação da estratégia de ampliar a integração da economia brasileira ao movimento da economia globalizada.

A política fiscal, nessa perspectiva, incorporou o papel de fiadora do espaço de valorização do capital e de responsável por afastar o risco de *default* da dívida pública. O clamor favorável à consolidação fiscal virou lugar comum e mostrou-se parte inescapável da busca por credibilidade da política econômica. A mudança colocou em segundo plano o resultado fiscal tradicional

¹ Publicado originalmente em: A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula / Ricardo Carneiro (Org.) ... [et.al.]. São Paulo: Editora Unesp, 2006. p. 207-229. O texto contou com a colaboração dos bolsistas do PIBIC-CNPQ Thiago de Moraes Moreira e Flávio Arantes dos Santos

(Necessidade de Financiamento do Setor Público – NFSP) e alçou ao lugar de principal indicador a visão de sustentabilidade da dívida. A relação dívida/PIB tornou-se a base das expectativas sobre o comportamento futuro da situação fiscal e a queda desse indicador aclamada como condição prévia da redução dos juros e da retomada do crescimento. Na fase das finanças globalizadas não era suficiente se ater à ideia de redução dos déficits públicos, mas ir à frente, pensando no tempo de valorização da riqueza financeira; o que exigia estar atento ao movimento intertemporal das contas públicas, pois, as alterações aí existentes influenciam as expectativas de ganho e as decisões de alocação das aplicações financeiras. A evolução da relação dívida/PIB, por sinalizar, com antecedência, o comportamento fiscal e as condições de financiamento público, transformou-se no parâmetro usado na definição da programação financeira e das ações na área fiscal.

Tal estratégia de orientação da política fiscal ganhou corpo no Brasil e, ao lado da preocupação com o fechamento das possíveis brechas de expansão monetária, passou a fazer parte da concepção do Plano Real. Mas, não se completou de imediato. As condições favoráveis na implementação do processo de estabilização permitiram uma atuação gradualista, caracterizando o que pode ser visto como um período de transição. Este momento foi superado a partir da crise cambial de 1999. A assinatura do acordo com o FMI, diante da fragilidade do balanço de pagamentos e das contas públicas, deu impulso à lógica de condução da política fiscal esboçada no momento anterior. A obrigação de garantir a sustentabilidade da dívida, independentemente dos valores de juros e de câmbio, norteou as ações da política fiscal e se impôs como um dos fundamentos de consolidação da nova estratégia de desenvolvimento.

Os passos do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, controlados pelo FMI, foram coerentes com a proposta adotada e garantiram a implantação do novo regime fiscal. Entretanto, as alterações na área fiscal consagraram o que tinham o propósito de combater, isto é, a instabilidade das contas públicas, sempre sujeita às variações do câmbio e dos juros, definidas, em grande medida, pelas condições de integração da economia brasileira à globalização. O governo Lula pouco alterou o quadro já existente. A decisão de aceitar como estratégia de desenvolvimento o modelo de integração da economia brasileira à economia globalizada comandado pelo mercado condicionou o raio de ação da política fiscal e determinou a continuidade como seu traço mais marcante e, apesar de tênues avanços, não conseguiu superar o balanço instável das contas públicas.

O objetivo do texto é apresentar a estratégia da política fiscal implementada a partir do Plano Real, destacando que aí tem início a construção de um novo regime fiscal, cujo propósito central é moldar a atuação da política fiscal às condições determinadas pelas mudanças na forma de integração da economia brasileira com a economia globalizada. As alterações na trajetória de desenvolvimento da economia brasileira encaminhadas com o Plano Real condicionaram as ações na área fiscal e delimitaram o seu campo de sua atuação. A ideia é investigar as linhas gerais de definição do novo regime fiscal e os sinais de continuidade e de ruptura que marcaram os momentos recentes de sua evolução, procurando mostrar que, apesar do sucesso na implementação do projeto fiscal, o objetivo inicial de consolidação das contas públicas não foi atingido.

1 O Plano Real: os determinantes da política fiscal

O ponto central da análise a ser desenvolvida é a proposição de que o Plano Real marcou o momento de inflexão do modo de pensar a política fiscal brasileira. A afirmação é certamente polêmica. Não se trata aqui de simplesmente comparar os dados fiscais básicos entre a fase anterior e posterior ao plano de estabilização, mas o de chamar a atenção para a mudança na forma de, teoricamente, encarar a política fiscal e o papel que dela se espera na estratégia de desenvolvimento. A mudança de lógica da política fiscal mostrou-se presente desde o início do plano de estabilização, mas a alteração do regime fiscal não se completou nos primeiros anos, ficando de lado a definição prévia de metas de superávits primários e o comprometimento explícito com a trajetória de sustentabilidade da dívida pública.

O momento marcou o início de uma fase de transição, na qual estavam presentes os sinais do que deveria ser o futuro sem que a atuação característica da fase anterior fosse totalmente abandonada. A proposta não se resumiu a cortar déficits e fechar os possíveis canais de descontrole monetário na tentativa de controlar a inflação; mas defendeu a adoção de uma política fiscal consistente com o movimento de globalização financeira. As bases do que poderia ser chamado de um novo regime fiscal foram delineadas, sem que, no entanto, se consolidassem de imediato. O processo só irá ganhar forma acabada quando a tentativa dos primeiros anos do governo FHC de alterar a lógica sem aprofundar a restrição fiscal foi colocada em xeque, graças ao comprometimento das condições de financiamento externo decorrente das crises da Ásia e da Rússia. A alternativa foi, mantida a visão inicial de alterar o regime fiscal, avançar a proposição de metas de superávits primários consistentes com as condições de sustentabilidade da dívida pública e definir o perfil mais acabado do novo regime fiscal.

A partir dessa perspectiva de análise, o ponto inicial é investigar os fatores determinantes da alteração do regime fiscal nos primeiros momentos do governo FHC. O elemento principal no delineamento das linhas gerais da política fiscal é o caráter da estratégia de desenvolvimento pensada no programa de estabilização. A proposta de ampliar o processo de integração da economia brasileira ao mercado financeiro internacional preocupou-se em acelerar a liberalização financeira e a abertura comercial. O objetivo foi atrair empresas e elevar o montante dos investimentos, a concorrência e a produtividade, considerados elementos básicos na promoção do crescimento, bem como as instituições financeiras e os fluxos de capitais exigidos no financiamento do balanço de pagamentos e no oferecimento do crédito interno nessa nova etapa de desenvolvimento.

O modelo de integração com a economia mundial comandado pelo mercado e a possibilidade de inclusão do Brasil como espaço alternativo de valorização do capital financeiro internacional mudaram a perspectiva de atuação da política fiscal. Ela foi alçada ao posto de guardiã das expectativas de rentabilidade dos capitais externos e a dívida pública passou a fazer parte do rol de ativos oferecidos no esforço de atrair o interesse do capital externo.

A principal tarefa da política fiscal nesse modelo foi incutir confiança nos investidores estrangeiros de que as expectativas de rentabilidade se cumpririam e de que era baixo o risco de apostar no mercado brasileiro. Isto exigia condições favoráveis de sustentabilidade da dívida e de comprometimento das autoridades econômicas com a evolução das contas públicas. Os problemas oriundos da crise fiscal dos anos 1980 teriam de ser enfrentados. Não poderiam permanecer como

fator negativo na avaliação dos investidores e comprometer a trajetória da estratégia de desenvolvimento.

A visão liberal de integração com a economia mundial, mesmo servindo de pano de fundo na orientação da política fiscal, certamente, não é o determinante único que dita o caminho seguido. As especificidades da situação econômica e política brasileira demarcaram os alvos e, ao mesmo tempo, delimitaram o campo possível das ações. As alterações propostas precisavam vencer ou se compor com as resistências interpostas pelo pacto de poder e pelos interesses já consolidados, peças basilares do jogo político que está por trás de todas as alterações envolvendo as finanças públicas. Assim, no plano interno mais específico, o programa de estabilização determinou os passos na revisão do regime fiscal. A queda da inflação e as altas taxas de juros praticadas colocaram a nu as dificuldades fiscais dos governos subnacionais e tornaram inadiável o enfrentamento de questões que se arrastavam desde longa data. Por outro lado, a fragilidade financeira dos estados e dos principais municípios brasileiros e os ganhos oriundos do sucesso do plano de estabilização trouxeram mudanças na correlação do poder político entre as esferas de governo e ampliaram os espaços de atuação do governo central, que pôde avançar o seu projeto enfrentando menos resistências do que se poderia supor considerando a situação de anos anteriores².

O novo quadro político e econômico levou ao desenho de alterações institucionais ajustadas ao projeto de integração à economia mundial e ao desafio herdado do momento anterior de restringir a autonomia dos governos estaduais na definição dos limites de endividamento e de gastos. É importante destacar que, embora seja possível encontrar elementos de continuidade em relação ao processo de reformas institucionais na área fiscal desencadeadas desde o fim da contagem do Banco do Brasil em 1985 e da criação da STN no ano seguinte, não se pode pensar este momento como mero desdobramento da fase anterior. A avaliação como simples continuidade do momento anterior esconde o que há de específico e de ruptura nesta fase, ou seja, a construção da base institucional coerente com a estratégia de desenvolvimento articulada com a economia globalizada e com o papel que nela se atribui à política fiscal³.

A ampliação da reforma do padrão de intervenção do Estado na economia definiu o ponto de partida. O movimento de privatização das empresas públicas e de reformulação do setor público alterou o campo de atuação da política fiscal e eliminou boa parte da atribuição que tinha na fase do nacional-desenvolvimento de impulsionar a demanda agregada e suprir a oferta de bens ou serviço em diferentes áreas. Por outro lado, o fim das articulações das empresas federais com os interesses e as empresas estaduais, um dos pilares do pacto federativo montado nos anos 1960, redefiniu a política de gasto e limitou o poder de intervenção federal na formulação de uma proposta de desenvolvimento regional.

Além disso, a renegociação das dívidas estaduais⁴ desestruturou parte importante dos elementos usados pelos estados e parte dos municípios no esforço de sustentarem uma política de gastos públicos. O processo eliminou o arranjo fiscal desenhado desde as Reformas de 1964 em que

² Cf. Lopreato, F. L.C. *O colapso das finanças estaduais e a crise da federação*. São Paulo: Editora Unesp, 2002.

³ Ver Tavares, M. Vinte anos de política fiscal no Brasil: dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. *Revista de Economia & Relações Internacionais*, v. 4, n. 7, jul. 2005.

⁴ Cf. Lei n. 9.496 de 1997.

os estados usavam, de um lado, a articulação entre os tesouros, empresas e bancos estaduais e, de outro, as relações com as empresas e bancos federais, ao lado dos repasses do governo central, como instrumentos de alavancagem de recursos financeiros e de ampliação do poder de atuação dos órgãos públicos.

A renegociação das dívidas restringiu o acesso dos estados e municípios a novos créditos e os obrigou a gerar os superávits primários e operacionais usados no pagamento dos juros e de parte da dívida, conforme a regra estabelecida nos acordos de manter a trajetória decrescente na relação dívida/PIB. Essa proposta cortou o acesso a recursos novos e comprometeu parte dos orçamentos com o pagamento dos encargos financeiros, alterando a prática de anos anteriores de manutenção da política de gastos. Afora isto, definiu outro caminho de controle do endividamento, mais rigoroso do que aquele prescrito pelas normas do Senado Federal, reforçando a capacidade de supervisão da STN e criando a possibilidade de retenção das transferências federais em caso de inadimplência no pagamento das obrigações financeiras.

O processo de renegociação da dívida, no entanto, não se limitou a promover o ajuste da relação entre fluxo e estoque das dívidas com a capacidade de pagamento estadual. O outro eixo do programa vinculou ajuste fiscal e reforma patrimonial, assumindo o caráter de indutor de transformação do papel do *Estado* e das formas de articulação inter e intragovernamentais, através da privatização das empresas e dos bancos estaduais. Essas alterações na estrutura do setor público, aliada ao corte dos repasses fiscais e do crédito das agências oficiais federais, restringiram as formas de cooperação entre as esferas de governo e retiraram dos governadores o domínio de fontes potenciais de financiamento e de gastos, isto é, eliminou os possíveis focos de expansão e de descontrole das contas públicas e deixou os estados presos à potencialidade do orçamento fiscal⁵.

O avanço das privatizações e a definição do programa de ajuste das finanças públicas estaduais representaram alterações importantes e deram maior poder ao governo federal de controlar as contas públicas e de fechar as brechas usadas por estados e municípios na ampliação dos gastos, sinalizando ao investidor estrangeiro que as reformas cobradas na área fiscal estavam em andamento. A avaliação positiva do mercado sobre o comportamento futuro da situação fiscal pode se valer ainda de outros elementos. A boa performance do PIB brasileiro e a redução da taxa de juros após a crise mexicana de 1995, ao lado do encaminhamento das propostas de reforma tributária e da previdência social, apontavam no sentido de queda do risco-país e de expectativas favoráveis no médio prazo, reforçando a confiança na solvência da dívida pública.

Além disso, a alta liquidez do mercado internacional e a oferta de um rol de ativos de rentabilidade elevada e de prêmios de risco em suas taxas de retorno compatíveis com a expectativa de remuneração do capital privado, não deixavam dúvidas quanto ao financiamento do crescente déficit em transações correntes.

A conjugação de fatores positivos abriu espaço ao relaxamento da contração fiscal observada em 1994 sem colocar em xeque a sustentabilidade intertemporal das contas públicas e a

⁵ Cf. Lopreato, F. L. C. O endividamento dos governos estaduais nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, dez. 2000 e Silva, M. M. *Federalismo e dívida estadual no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA, 2002. (Texto para Discussão, n. 866).

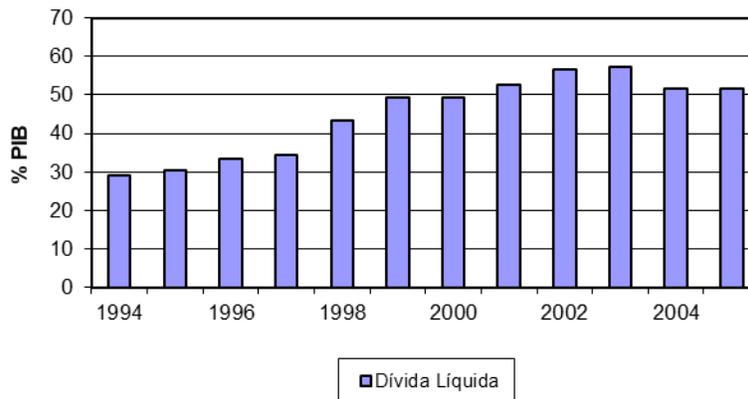
manutenção do preço (câmbio) usado como âncora do programa de estabilização.⁶ O declínio do superávit primário (Tabela 1) e o aumento já observado na relação dívida/PIB (Gráfico 1) não se apresentaram, de imediato, como problemas e não foram suficientes para reverter a expectativa de ganho dos investidores internacionais, diante do baixo valor da dívida pública herdada do Governo Collor e das boas condições econômicas de 1995 e 1996.

Tabela 1
Necessidade de Financiamento do Setor Público
1994- 2005 (% do PIB)

Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nominal	26,97	7,27	5,86	6,07	7,47	5,82
Juros nominais	32,18	7,54	5,77	5,1	7,49	9,05
Primário	-5,21	-0,27	0,09	0,97	-0,02	-3,23
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nominal	3,61	3,57	4,58	5,08	2,67	3,29
Juros nominais	7,08	7,20	8,47	9,33	7,26	8,13
Primário	-3,46	-3,64	-3,89	-4,25	4,59	-4,84

Fonte: Bacen – Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal.

Gráfico 1
Evolução da dívida Líquida



Fonte: Bacen.

A situação alterou-se a partir da crise da Ásia. A estratégia da política econômica seguida até aquele momento entrou em crise, com a reversão do ciclo de liquidez internacional e a dificuldade de manter o financiamento do balanço de pagamentos. O súbito aumento da Selic provocou a explosão dos gastos financeiros e o crescimento da dívida pública de 33,3% em 1997 para 43,3% do PIB em 1998. O peso dos juros, a medíocre performance do PIB e a inexistência de superávits primários indicavam que a situação fiscal não era sustentável. O ritmo de expansão da

⁶ Ver Guardia, E. R. As razões do ajuste fiscal. In: Giambiagi, F.; Reis, F.; Urani, R. *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 2004; Goldfajn, I.; Guardia, E. R. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 39, 2003.

dívida pública colocou em dúvida o seu papel como espaço de valorização da riqueza financeira e âncora das expectativas de mercado, elevando a aversão ao risco dos agentes privados.

A visão negativa sobre a situação fiscal e o crescimento das necessidades de financiamento externo mexeram com a avaliação do mercado e ampliaram a aversão ao risco nessa fase de reversão do ciclo de liquidez, colocando em xeque a sustentação da âncora cambial. O regime de política econômica deixou de ser viável e as mudanças tornaram-se inevitáveis.

2 A consagração do novo regime fiscal

A crise cambial de 1999 provocou o colapso do arranjo macroeconômico adotado desde a implantação do Plano Real; mas, é importante frisar, não alterou a proposta básica de integração com a economia mundial. Tratava-se de alterar o regime de política econômica e adaptá-lo às condições exigidas pelo momento de crise, reafirmando o caminho já trilhado e recuperando a confiança arranhada com o colapso cambial. A mudança do regime cambial mexeu nas relações com o lado fiscal e no modo de controlar a inflação. O Banco Central adotou a política monetária baseada no regime de metas de inflação, com a taxa de juros tornando-se o elemento mais importante à disposição das autoridades monetárias no combate às pressões inflacionárias. Por outro lado, a política fiscal teria de cumprir uma tarefa dupla: contribuir no esforço de conter a expansão da demanda agregada dentro dos parâmetros de produto potencial definidos no Banco Central e manter o compromisso com a evolução da dívida pública, evitando que alterações na expectativa dos agentes em relação à situação fiscal pudessem provocar turbulências no mercado de câmbio e gerar surtos inflacionários decorrentes do mecanismo de transmissão das desvalorizações cambiais aos preços.

A proposta de enrijecimento da política fiscal teve como objetivo imediato resgatar as contas públicas da difícil situação criada com a alta das taxas de juros após as crises da Ásia e da Rússia e anunciar ao mercado o comprometimento com a trajetória da dívida pública. O tratamento gradualista, apoiado nas expectativas favoráveis de crescimento da economia e do sucesso das propostas iniciais de alteração do regime fiscal, foi abandonado e se passou a adotar medidas mais duras, dando fim à fase de transição característica do primeiro governo FHC. A decisão de aprofundar o ajuste e manter a lógica de implantação do regime fiscal levou à definição de superávits primários próximos a 3,5% do PIB a partir de 1999 (Tabela 1). Isto é, o novo momento não marcou a ruptura da *lógica* de concepção da política fiscal definida anteriormente, mas uma descontinuidade – e é nesse ponto que reside a sua especificidade – quanto ao aprofundamento do esforço fiscal e às mudanças institucionais exigidas para que fosse possível atingir as metas programadas.

A proposta apresentada não se limitou ao ajuste simples dos fluxos das receitas e despesas do governo central em busca de superávits primários e da desmontagem das expectativas de colapso das contas públicas. A estratégia revelou-se mais ampla: representou o avanço do processo delineado no primeiro mandato de circunscrever o trato das finanças públicas ao arcabouço teórico alicerçado em três pilares básicos: a ideia de sustentabilidade da dívida, a criação de regras fiscais capazes de dar previsibilidade à evolução das contas públicas e a defesa da credibilidade das autoridades fiscais.

A estratégia ganhou consistência e maior rigidez. As linhas gerais foram definidas no Programa de Estabilidade Fiscal, apresentado no final de 1998, no bojo das negociações acertadas com o FMI. A mudança de postura ocorrida nas negociações com o órgão no final dos anos 1990 merece destaque. O FMI abandonou a posição, sustentada até a década anterior, de definir apenas as metas fiscais nos programas de assistência financeira acertados com os países e passou a interferir nos *caminhos* do ajuste fiscal. A assinatura dos acordos ficou na dependência da aceitação das condicionalidades específicas (*micro-condicionality*) envolvendo a introdução de normas na definição da política tributária e orçamentária. Tal postura reforçou a atuação do órgão no redesenho da política fiscal e na defesa da adoção de regras fiscais, o que, na visão da instituição, inibiria a ação discricionária das autoridades econômicas e favoreceria o ajuste intertemporal das contas públicas independentemente do governo no poder⁷.

A introdução de regras fiscais e a definição de normas rígidas na condução das contas públicas alteraram características importantes do modelo anterior e consagraram o novo regime fiscal. A alteração de maior visibilidade foi a determinação legal obrigando o governo a definir, na Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO), a meta de superávit primário do ano seguinte e uma referência para os próximos dois anos, ou seja, tornou-se explícito o objetivo central da política fiscal e o comprometimento com determinada trajetória da dívida pública.

A fixação prévia do valor do superávit primário esperado provocou mudanças na elaboração e nos procedimentos da execução orçamentária. A possibilidade de que a estimativa de receita não se concretize faz com que ocorra o contingenciamento dos gastos fixados na lei orçamentária anual e a liberação dos recursos só se dê quando há segurança de que a meta de resultado primário será alcançada⁸. O superávit primário ganhou, assim, um caráter compulsório e, principalmente, as despesas discricionárias que compõem o orçamento de custeio e capital (OCC) passaram a atuar como um *resíduo*, isto é, devem se ajustar sempre que as condições de receita não se concretizem ou o valor do superávit primário ficar abaixo do fixado originalmente. Assim, o montante total das despesas depende da performance da arrecadação e do comportamento de outras variáveis que influenciam as contas públicas, como juros e câmbio. As mudanças não esperadas em seus valores podem afetar a trajetória da dívida pública e levar à decisão de ampliar o superávit primário, adotando, com esse objetivo, controle mais rígido das despesas discricionárias.

O compromisso com o superávit primário refletiu a preocupação de atender as expectativas de mercado de solvência da dívida e de manter a lógica atribuída à política fiscal de âncora do regime macroeconômico. O modelo de integração com o mercado internacional parte da premissa de que os investidores têm que estar convencidos de que não há riscos nas aplicações realizadas em moeda nacional e acreditar na disposição das autoridades econômicas em elevar o superávit primário sempre que a trajetória da relação dívida/PIB, o principal indicador da área fiscal, se coloque como ameaça aos seus interesses.

Além disso, está implícito no regime fiscal adotado o cuidado em evitar o que é, teoricamente, denominado de dominância fiscal. A preocupação dos que aceitam essa visão é

⁷ Cf. Lopreato, F.L.C. Novos tempos: política fiscal e condicionalidades pós 80. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 8, n. 1, jan./jun. 2004.

⁸ Os textos citados de Guardia, (2004); Goldfajn e Guardia (2003) e de Tavares (2005) apresentam esse ponto.

assegurar a independência do Banco Central na formulação da política monetária, de modo que a ação firme da autoridade monetária leve à adoção de uma política fiscal consistente com os objetivos de controle do processo inflacionário. A atuação da política fiscal tem de compensar os avanços da taxa de juros e os efeitos do câmbio sobre as contas públicas, evitando, assim, que os agentes, acreditando em expansão monetária futura, decidam elevar os preços, comprometendo o esforço do programa de estabilização. Nesta perspectiva, a gestão da política fiscal tem o papel de *acomodar* a política monetária e de evitar o aumento dos preços, que está associado não apenas à rigidez da política monetária, mas ao poder da política fiscal de sustentar a solvência da dívida⁹.

Outro ponto importante no desenho do novo regime fiscal foi a definição das regras fiscais no trato das finanças dos governos subnacionais. A aprovação da Lei de Responsável Fiscal (LRF) em 2001 consolidou o processo de renegociação da dívida e o controle das contas de estados e municípios. A privatização de empresas e bancos estaduais desmontou a lógica de financiamento anterior, responsável pela alavancagem dos gastos públicos subnacionais, e restringiu ao âmbito dos orçamentos fiscais a potencialidade de expansão das despesas. A LRF, por outro lado, teve a preocupação de definir regras de comportamento orçamentário limitando o montante dos déficits públicos e a expansão do endividamento. A condução das finanças públicas é obrigada a obedecer a limites legais do montante da dívida consolidada; as normas de contratação de operações de crédito; os limites e o controle de despesas e critérios de eliminação do excesso de endividamento. A legislação fixou regras de *conduta permanente*, visando forçar o ajuste fiscal e o enquadramento da dívida estadual no teto definido nas Resoluções do Senado Federal dentro dos prazos exigidos para a eliminação do excesso de endividamento. Além disso, criou regras de *uso temporário* que devem vigorar no caso dos Estados não respeitarem os limites de gastos e de endividamento. O propósito foi obrigar as administrações dos governos subnacionais a retornarem, em curto espaço de tempo, ao nível de gastos e de endividamento definidos na legislação, impedindo os eventuais excessos e o descontrole das finanças públicas.

A LRF alterou a lógica de conduta orçamentária de estado e municípios. As mudanças, ao lado dos elevados compromissos com o pagamento dos encargos financeiros, restringiram o montante das despesas aos recursos fiscais disponíveis, bem como definiram regras duras de comportamento condizentes com o propósito de gerar superávits primários e garantir as condições de sustentabilidade da dívida pública.

A consagração da lógica do novo regime fiscal deixou para trás a política gradualista do primeiro governo FHC. Entretanto, contrariando a lógica do desenho fiscal em implantação, manteve a convivência com medidas de ampliação das vinculações e das despesas legalmente obrigatórias criadas no bojo da Constituição de 1988 e ampliadas nos anos seguintes. É interessante notar que depois de aprovar o Fundo Social de Emergência (FEF), na tentativa de recuperar espaços na definição dos gastos orçamentários, o governo aceitou ampliar as vinculações e as despesas

⁹ Ver Sargent, T. J.; Wallace, N. *Some unpleasante monetarist arithmetic*. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quaterly Review*, Fall, 1981. Reimpresso em: Miller, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994. Os defensores da FTPL (Fiscal Theory of Price Level), partindo da visão de Sargent e Wallace, chegam a posição diferente, mas defendem a importância fundamental da política fiscal.

obrigatórias com a criação da Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira (CPMF)¹⁰ em 1996 e da Complementação do Fundef (EC nº 14/1996). A preocupação do segundo mandato de FHC de mexer no regime fiscal não alterou esse procedimento e deu lugar a um duplo movimento: cresceram tanto os superávits primários como a rigidez orçamentária. As vinculações aumentaram com a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE)¹¹ em 2001 e a determinação da LRF de obrigar o uso das receitas vinculadas no atendimento dos gastos a que estão destinadas, mesmo que em exercício financeiro posterior à ocorrência da arrecadação. Por outro lado, os estados e municípios passaram a receber parte da CIDE e deixaram de sofrer a redução no valor das transferências constitucionais com a aprovação, em 2000, da Desvinculação da Receita da União (DRU). Além disso, houve o aumento do peso das despesas obrigatórias na despesa total com a fixação do gasto mínimo em saúde (EC n. 29/2000), o Bolsa-Escola (Lei 10.219/2001) e o Fundo de Combate a Pobreza (EC n. 31/2001), que, sem dúvida, elevaram o peso das despesas obrigatórias na despesa total (Tabela 2).

Tabela 2
Participação das despesas obrigatórias e discricionárias na despesa total (Em %)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Obrigatória / despesa total	87,50	88,90	88,50	87,00	88,80	91,60	90,10
Discricionária/despesa total	12,50	11,10	11,50	13,00	11,20	8,40	9,90

Fonte: Brasil. Ministério do Planejamento.

A forma ambivalente de condução do processo orçamentário constitui-se em traço característico da construção do regime fiscal recente. A defesa de uma política fiscal consistente com o que o pensamento convencional espera de uma economia aberta e financeiramente integrada à economia mundial não evitou a adoção de medidas de direcionamento das despesas públicas. As medidas aprovadas, na contramão do modelo adotado, retiraram graus de liberdade das autoridades na decisão de alocar os recursos, mas, é importante destacar, não são fortuitas, pelo contrário, espelham a vontade revelada na correlação de forças sociais e o resultado de decisões políticas, isto é, indicam a presença de interesses divergentes e a preocupação no atendimento de certas despesas, mostrando as dificuldades de se levar adiante as decisões de ampliar o controle fiscal desconsiderando as heterogeneidades socioeconômica e regionais presentes no país.

A definição do regime fiscal e a decisão de contemplar certas demandas sociais trouxeram maior rigidez à política de gastos. O comportamento não é novo e simplesmente reproduziu a forma sempre usada no atendimento de setores considerados prioritários. A diferença é que antes o crescimento econômico, a inflação e o déficit criavam espaços de acomodação do montante das receitas vinculadas e dos gastos obrigatórios. E agora, a obrigação de gerar superávits primários e o

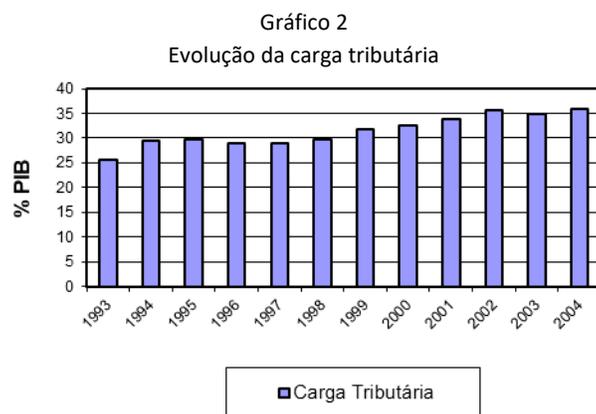
¹⁰ A CPMF foi destinada, inicialmente, à Saúde e, no momento, tem os recursos vinculados também à Previdência Social e ao Fundo de Erradicação e combate à Pobreza.

¹¹ A CIDE é destinada ao custeio de programas de infraestrutura de transporte, além de pagamentos de subsídios aos preços ou transporte de combustíveis e ao financiamento de projetos ambientais relacionados à indústria de petróleo e de gás.

baixo ritmo de crescimento, ao lado do elevado gasto com o pagamento de juros, colocaram limites ao atendimento simultâneo de todas as demandas que recaem sobre o orçamento.

A possibilidade de conciliar altos superávits primários e aumento das despesas de custeio e investimentos dependeu da existência de situações particulares, quando, simultaneamente, ocorreram o crescimento da receita tributária e a queda dos juros. Nos momentos de tensão no mercado monetário e de câmbio, com reflexo na evolução da dívida pública, a lógica do regime fiscal requereu das autoridades a reiteração do compromisso com as metas fiscais e a sustentação do discurso da credibilidade da política econômica. A saída encontrada foi a expansão sistemática da carga tributária (Gráfico 2), combinada com a contenção dos gastos discricionários, sobretudo, dos investimentos e do rigor com os gastos de pessoal (Tabela 3).

As dificuldades enfrentadas no final do segundo governo FHC, mesmo com a consolidação do novo regime fiscal nos termos idealizados pelas autoridades econômicas, com a tutela do FMI, trouxeram percalços à dinâmica de ajuste da política fiscal. Os sinais de instabilidade não foram afastados e a defesa das condições de sustentabilidade da dívida aprisionou a política fiscal. A volatilidade das expectativas que regem o principal indicador fiscal e a visão prospectiva dos agentes alteram, com rapidez, os cenários construídos às duras penas e as autoridades, diante da necessidade de manter a lógica da política fiscal, é forçada a fazer um pouco mais do mesmo.



Fonte: Bacen.

A instabilidade das variáveis câmbio e juros, decorrentes da estratégia de integração internacional, explicitou o nó em que se encontra a gestão da política fiscal: como conciliar os altos superávits primários, os gastos com juros elevados, a rigidez no tratamento das despesas e o aumento dos investimentos? O *imbróglio* é que o sucesso na construção do regime fiscal, não evitou os percalços nem as dificuldades de alcançar os objetivos iniciais do programa. A estabilidade do quadro fiscal ainda é uma promessa e alguns problemas ganharam dimensão, ou seja, a construção do regime fiscal, apesar do ajuste patrimonial, trouxe consigo a elevação da carga tributária e da dívida pública, associada ao aumento dos gastos financeiro em torno de 3 p.p. do PIB em relação aos anos anteriores ao Plano Real.

Tabela 3
Despesa da União por grupo de despesas

Grupo de despesa	Orçamento fiscal e da seguridade social				% PIB		
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Despesas Correntes Primárias	18,79	19,17	20,09	21,08	20,45	20,68	22,12
Pessoal e Encargos Sociais	5,30	5,29	5,46	5,57	5,07	5,06	4,85
Outras Despesas Correntes	13,49	13,89	14,64	15,51	15,37	15,62	17,27
Transferências a Estados, DF e Municípios	4,30	4,68	4,99	5,47	5,15	5,23	6,07
Benefícios Previdenciários ²	5,97	5,88	6,24	6,51	6,97	6,96	7,35
Demais Despesas Correntes	3,22	3,33	3,40	3,54	3,25	3,43	3,84
Juros e Encargos da Dívida	4,66	3,53	4,41	4,11	4,22	4,78	4,64
Despesas de Capital	9,34	5,94	7,48	7,43	7,03	5,89	4,56
Investimentos	0,71	0,92	1,22	0,75	0,41	0,62	0,89
Inversões Financeiras	5,83	1,04	1,71	1,56	1,51	1,22	1,13
Amortização da Dívida ²	2,79	3,99	4,56	5,12	5,11	4,05	2,54
Subtotal	32,79	28,64	31,98	32,62	31,70	30,78	31,32
Amortização da Dívida – Refinanciamento	27,65	27,33	18,36	17,52	24,36	20,63	25,80
Refinanciamento da Dívida Mobiliária	27,05	26,71	17,57	17,01	23,80	20,20	25,58
Refinanciamento da Dívida Contratual	0,60	0,62	0,78	0,51	0,56	0,43	0,22
Total	60,43	55,97	50,34	50,14	56,06	51,41	57,12

Fonte: Brasil. Ministério do Planejamento.

A crise internacional de 2001 e a tensão do processo eleitoral de 2002 colocaram em xeque a política fiscal. A elevação da taxa de juros reais e a forte desvalorização do câmbio provocaram novo salto da relação dívida/PIB, revivendo o cenário presente no momento de quebra do regime de câmbio e reacendendo o clamor, em nome da solvência da dívida, pela ampliação do superávit primário. A situação mostrou que a questão fiscal, mesmo depois da consagração do novo regime fiscal, continuou em aberto, refletindo a estreita articulação com os juros e o câmbio nos momentos em que os problemas de balanço de pagamentos ganham força em decorrência da queda na liquidez internacional e da maior aversão ao risco. Por outro lado, a instabilidade afetou ainda as finanças estaduais. O aumento da inflação atingiu o índice de preços (IGP-DI) usado na atualização dos valores das dívidas negociada e trouxe dificuldades para se honrar os compromissos financeiros. A elevação dos encargos financeiros fez com que o índice entre o valor da dívida consolidada e a receita líquida estadual ficasse acima dos valores fixados na LRF, obrigando, de acordo com as regras existentes, a definição de um esforço fiscal maior capaz de permitir o retorno à situação anterior. Os estados, pressionados, reivindicaram aumento das transferências correntes e condições mais favoráveis de rolagem da dívida.

A política fiscal voltou ao centro do debate. O encaminhamento dos problemas dependia da estratégia da nova equipe econômica no enfrentamento da instabilidade macroeconômica e dos efeitos da articulação entre câmbio e juros, levando em conta o legado do governo FHC: a elevada carga tributária, os altos níveis da relação dívida/PIB e o valor dos gastos existentes com o pagamento de juros.

3 Governo Lula: a agenda conservadora inconclusa

O governo Lula tomou posse em meio à crise econômica e teve de enfrentar de imediato os desafios colocados com a desvalorização cambial, a aceleração inflacionária e o crescimento da dívida pública. O pequeno raio de manobra limitou as alterações dos rumos da política econômica e a visão inicial, de que a conservação da lógica anterior era opção tática, logo foi superada, dando margem à certeza de que não haveria mudança de rota na definição dos marcos gerais da política econômica e da estratégia de desenvolvimento.

A tese das autoridades era que o “Brasil, para que possa retomar o crescimento econômico em bases sustentáveis, tem que sair da armadilha constituída pelo alto valor da dívida e outros passivos públicos ...o primeiro compromisso da política econômica do novo governo é a resolução dos graves problemas fiscais que caracterizam nossa história econômica, ou seja, a promoção de um ajuste definitivo das contas públicas... para isso, são necessárias medidas que produzam superávits primários, neste e nos próximos exercícios, suficientes para reduzir a relação dívida/PIB e, portanto, os gastos futuros com o serviço da dívida.”¹² Essa *démarche* já estava dada no governo anterior. A estratégia não sofreu reparos e não deu atenção aos desequilíbrios provocados pelas relações com juros e câmbio. A continuidade da proposta não deixou alternativa senão elevar o superávit primário e reafirmar o comprometimento da solvência da dívida como “a essência do paciente e cuidadoso trabalho de construção da confiança neste período de transição.”¹³

A manutenção da estratégia restringiu os espaços do governo Lula de definir traços característicos, diferenciados, na trajetória da política fiscal. À primeira vista é possível pensar que a especificidade do período está na aceitação das regras e normas orçamentárias, no forte controle dos gastos de 2003 ou no aumento da meta de superávits primários para 4,25% do PIB. Entretanto, é preciso lembrar que todos esses pontos apenas reafirmam a lógica do regime fiscal do governo anterior de comprometimento com a sustentabilidade da dívida pública. Nesse sentido, a decisão de elevar o superávit primário não surpreende porque está diretamente atrelada ao cálculo de solvência da dívida e era previsto em caso de problemas na trajetória da relação dívida/PIB¹⁴. Além disso, outros aspectos da evolução fiscal recente, como a expansão da carga tributária, o modesto avanço dos investimentos públicos e a retomada do patamar de gastos depois da forte contração de 2003, realçam a semelhança em relação àqueles que nortearam o governo FHC, enquanto que a maior ênfase em gastos sociais, sobretudo, o Bolsa-Família, delinea a diferença mais palpável¹⁵.

A especificidade da política fiscal do governo Lula talvez se encontre em outro lugar. Um ponto interessante, mas de difícil avaliação, é entender o papel das autoridades econômicas na construção do ambiente favorável à consolidação da ideia de que a política fiscal é a grande vilã dos males da economia brasileira e de que o controle fiscal é condição necessária à queda da taxa de

¹² Cf. Brasil. Ministério da Fazenda. *Política: Econômica e Reformas Estruturais*, 2003. p. 8. Disponível em: www.fazenda.governo.br.

¹³ Idem, p. 9.

¹⁴ Um exercício nesse sentido foi realizado em Goldfajn, I. Há razões para duvidar que a dívida pública é sustentável? *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 25, jul. 2002.

¹⁵ O texto de Giambiagi, F. *A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?* Rio de Janeiro: IPEA, 2005. (Texto para Discussão, n. 1169), discute esses pontos da política fiscal do governo Lula.

juros e à retomada do crescimento. A visão de que o ajuste fiscal definitivo, seja lá o que isto signifique, é um pressuposto e *prévio* à redução da taxa de juros e do risco-país foi aceito amplamente no discurso do governo Lula e incorporado aos documentos oficiais¹⁶.

Além disso, ganharam força os adeptos da ideia de contração fiscal expansionista. A proposta original de Giavazzi e Pagano (1990)¹⁷ passou a povoar a fala dos membros da equipe econômica e recebeu aplausos quando serviu de base teórica da proposta de Delfim Netto de déficit nominal zero. Essa interpretação parte da hipótese acerca dos efeitos não keynesianos do ajuste fiscal, que, ao invés de captar o resultado direto do corte de demanda sobre o setor privado, privilegia a *expectativa* e a *confiança* dos agentes nas mudanças futuras.

Os efeitos *não-keynesianos* da política fiscal são explicados pelo papel da política corrente em *moldar* as expectativas de mudanças nas políticas a serem realizadas no futuro ou, como coloca Bertola e Drazen (1993, p. 12), “*the key characteristic of the expectations view of fiscal policy is that nonstandard effects of fiscal policy are explained by the role of current policy in shaping expectations of future policy changes*”¹⁸. A perspectiva de a consolidação fiscal ganhar credibilidade e alcançar a magnitude necessária, levaria os investidores a anteciparem os gastos e, até mesmo, a eliminarem os efeitos negativos de curto prazo, prevalecendo os efeitos expansionistas. Essa visão, embora bastante em voga, não apresenta base empírica confortável¹⁹. Nos poucos casos citados na bibliografia como exemplos de ajustes expansionistas, é controversa a análise de que o controle fiscal seja o fator determinante da queda dos juros e/ou da retomada do crescimento. A razão principal parece estar mais ligada à articulação, em determinado momento, entre a política fiscal, a monetária e a cambial, do que propriamente à situação específica da contração fiscal.

O conservadorismo do debate no interior da equipe econômica transformou a questão fiscal em dogma e empobreceu o ambiente de discussão. A focalização do debate no ajuste fiscal, na presunção de que é preciso combater a dominância fiscal, não deu espaço à análise de outras possibilidades. A dimensão da política fiscal como produto dos desequilíbrios provocados pelo combate à inflação e pela subordinação da economia brasileira às finanças globais, deixou de merecer atenção. O manejo das políticas de câmbio e de juros ganhou autonomia, deixando a política fiscal como caudatária de decisões fora do seu alcance, acentuando o papel subordinado que ocupa no regime de política macroeconômica, apesar da centralidade que lhe atribuem na determinação da taxa de juros, do risco-país e das condições de retomada do crescimento.²⁰

¹⁶ Cf. Brasil. Ministério da Fazenda (2003).

¹⁷ Giavazzi, F.; Pagano, M. Can severe fiscal contraction be expansionary? In: Blanchard, O.; Fischer, S. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual 1990*. 1990.

¹⁸ Cf. G. Bertola, G.; Drazen, A. Trigger points and budgeted cuts: explaining the effects of fiscal austerity. *American Economic Review*, v. 83, n. 1, Mar. 1993.

¹⁹ Ver Briotti, M. G. *Economic reaction consolidation: a survey of the literature*. European Central Bank, Oct. 2005. (Occasional Paper Series, n. 38); Braga, J.; Serrano, F. O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o Governo Clinton. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 10, Campinas, 24 a 27 de maio 2005. São Paulo: Sociedade Brasileira de Economia Política – SEP, 2005.

²⁰ Cf. Lopreato, F. L. C. *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2006. (Texto para Discussão, n. 119).

O caráter conservador da visão econômica do governo Lula não colocou em questão o porquê da taxa de juros ser tão elevada. A apreciação das condições da política monetária poderia descortinar novos horizontes à ação das autoridades econômicas e abrir espaço à revisão do atual regime de política macroeconômica. Não se trata de desconsiderar a preocupação com o ajuste fiscal. O fundamental é chamar a atenção ao fato de que a blindagem da política monetária, marcada pela intolerância em rever o modelo de metas de inflação e em discutir os limites atribuídos ao produto potencial brasileiro, bem como o pensamento único em defesa da ideia de que o controle fiscal é condição necessária e prévia à redução dos juros e à retomada do crescimento inibiram a discussão de alternativas de política econômica.

A discussão de um novo arranjo do regime de política macroeconômica colocaria em debate a política fiscal e, até mesmo, a possibilidade de eliminar o déficit nominal, mas em outro contexto, com maior crescimento da economia e sem a obrigação de atropelar as questões envolvendo os compromissos sociais e o arranjo federativo. Entretanto, o conservadorismo da visão adotada não deixou alternativa senão requestrar a pauta favorável aos cortes e reafirmar o padrão anterior de ajuste fiscal. A atenção concentrou-se na luta a favor da redução das despesas obrigatórias, principalmente da previdência, e das vinculações das receitas. A ideia de que *sem flexibilização do gasto não há sustentabilidade fiscal*²¹ atropela os ganhos de camadas mais pobres e desconsidera o pacto político que deu sustentação às decisões em favor do atendimento de interesses específicos. Além disso, a agenda oficial circunscreveu o debate sobre a evolução das transferências a estados e municípios, dos benefícios assistenciais e dos gastos primários do governo apenas à necessidade de ampliação do superávit primário. Deixou de lado a análise mais ampla das questões políticas, da correlação de forças que envolvem as mudanças da estrutura de gastos fiscais e o jogo federativo em que a força dos governadores não pode ser desconsiderada, sobretudo no momento em que o quadro político é instável e os estados não estão mais na situação crítica vivida na fase de implantação do Plano Real.

O delineamento da agenda conservadora mostrou ser mais fácil do que a efetivação das medidas de enfrentamento. A resistência contrária às alterações revelou-se difícil de ser transposta. A política de conciliação, característica da sociedade brasileira, coloca em primeiro plano o atendimento de certos interesses em resposta à enorme heterogeneidade regional e socioeconômica existente no País, delineando os traços gerais da condução ambivalente da política fiscal. O governo Lula, mesmo acatando as ideias conservadoras, não conseguiu avançar na desvinculação de receitas nem aprovar medidas de flexibilização de gastos, mantendo, com exceção de alguns cortes nos benefícios da previdência social, os interesses previamente estabelecidos. A própria preocupação do Presidente Lula em deixar como marca de governo o atendimento às populações de baixa renda introduziu outra cunha na política conservadora de gastos, com a expansão das despesas sociais com o LOAS, a renda mínima vitalícia e a Bolsa Família, que passou a conviver lado a lado com o discurso de austeridade das autoridades econômicas. No momento em que o pêndulo avançou muito em favor da restrição fiscal, o grito contra o aumento do superávit primário, como o episódio patrocinado pela Ministra Dilma Rousseff, relembrou os limites da agenda conservadora de cortes fiscais.

²¹ Este é o título do trabalho de Raul Velloso apresentado no XIV Fórum Nacional, Rio de Janeiro, maio de 2002.

Além disso, a disputa por recursos entre as esferas de governo agregou outro elemento de restrição às alterações na estrutura de gastos. A esfera federal, presa ao compromisso com a estabilidade da relação dívida/PIB, não aceita abrir mão de receitas enquanto que as esferas subnacionais lutam por mais verbas e melhores condições de pagamento da dívida. O governo, pressionado, aceitou negociar e concedeu aos estados e municípios, mesmo sem abrir mão das regras fixadas na LRF, um prazo adicional para que se enquadrassem nos limites de endividamento estipulados na legislação²². Este fato, ao lado das condições mais favoráveis das transferências federais e da recuperação do ICMS, permitiu que as unidades recuperassem parte do fôlego financeiro e sustentassem superávits primários crescentes.

A dificuldade de implantar a agenda conservadora, realizando maiores cortes nas contas da previdência social, nas transferências a estados e municípios e nas receitas vinculadas, restringiu as ações nas áreas fiscal e orçamentária e deixou como alternativa fazer mais do mesmo, isto é, adotar os meios usuais do padrão de controle fiscal recente: a defesa dos ganhos de arrecadação, provocando a continuidade do processo de elevação da carga tributária iniciado no governo anterior; o uso da política de contingenciamento dos gastos públicos, com cortes das despesas discricionárias, principalmente dos investimentos; e o aumento dos valores de superávits primários, fixados de acordo com os objetivos definidos na trajetória da dívida pública.

O não questionamento do regime de política macroeconômica, com a inflexibilidade exacerbada da política monetária, impôs restrições à política fiscal. Tornou-se patente que não basta garantir os superávits primários nem desafiar velhas tradições políticas e sociais brasileiras. O enrijecimento da política de juros colocou sob suspeita todo o esforço já realizado e requereu a adoção de medidas restritivas adicionais, elevando o montante dos superávits primários acima das metas fixadas, pois, afinal, o mercado não abre mão do controle sobre a trajetória da dívida pública.

O governo Lula, prisioneiro da miopia da política monetária e incapaz de colocar a discussão da política em novos termos, cumpriu com o dever de casa. A opção de manter altos superávits primários foi bem sucedida e permitiu alcançar nos dois últimos anos os menores valores de déficit nominal desde 1994 (Tabela 1). Porém, o esforço de redução do déficit nominal não foi além porque esbarrou no gasto com juros. A média de comprometimento de recursos fiscais com o pagamento de juros de 2003 a 2005 alcançou 8,24% do PIB, sendo que só em 2005 o montante foi de R\$ 157,1 bilhões, com o Governo Federal respondendo por R\$ 130,2 bilhões desse total.

A pior situação ocorreu em 2003 quando a instabilidade vivida no momento de transição do governo levou ao aumento da SELIC e a despesa com juros atingiu 9,33% do PIB. A redução dos juros no ano seguinte permitiu a queda substancial do déficit nominal, apesar do pequeno crescimento do superávit primário. A dura política monetária adotada após setembro de 2004, entretanto, reacendeu a preocupação com o custo da dívida pública e elevou o valor do déficit nominal, mesmo com o superávit primário maior do que o do ano anterior.

²² Cf. Resolução do Senado Federal n. 20 de 2003 que suspendeu, durante o período de 1º de janeiro de 2003 a 30 de abril de 2005, a obrigatoriedade de cumprimento dos limites e das regras de enquadramento da dívida definidas na legislação. Porém, determina que as unidades terão de estar ajustadas aos limites de endividamento ou à trajetória de redução da dívida, conforme o que estabelece a Resolução 40 do Senado Federal, em primeiro de maio de 2005.

É interessante chamar a atenção para o fato de que o gasto médio com os juros nominais no triênio do governo Lula (8,24%) superou o do período 1995/1998 (6,48%) e também o de 1999 a 2002 (7,95%), quando havia um quadro de deterioração da economia mundial e de restrição da liquidez internacional. Isto permite realçar o efeito perverso provocado pela forma de condução do regime de metas de inflação: o aumento do superávit primário no último triênio, praticamente, só compensou o maior gasto com juros no período. Embora não haja, necessariamente, incompatibilidade entre o regime de metas de inflação e o equilíbrio fiscal, a rigidez com que é usado, desconsiderando os choques de oferta e a importância dos preços administrados na variação dos preços, trouxe problemas. Como lembrou Blanchard, a fixação de taxa de juros nominais e reais elevadas pode ampliar a percepção de risco de *default* da dívida e exigir níveis mais elevados de rentabilidade dos títulos, adicionando outro fator de resistência à queda dos juros²³.

O aumento do superávit primário, apesar do elevado gasto com juros, provocou a queda da relação dívida/PIB em 2004 e 2005 e permitiu reverter a tendência de crescimento da dívida do final do governo FHC (Gráfico 1). Tal movimento deveu-se à perda de participação da dívida externa no valor total da dívida líquida, provocada, basicamente, por três fatores. O primeiro foi o processo de valorização da taxa de câmbio. A enorme liquidez do mercado financeiro internacional e a rentabilidade das aplicações em reais garantida pela taxa de juros vigentes, ao lado dos saldos positivos do balanço comercial, provocaram a valorização do câmbio a partir de 2004 e a redução do custo da dívida externa em reais. O segundo fator responsável pela queda da dívida externa foi o resgate dos bônus de renegociação (*bradies*) e a amortização de obrigações junto a organismos multilaterais, realizado, em boa medida, com a compra de dólares no mercado. E, finalmente, o terceiro foi o aumento das reservas internacionais. A conjugação desses elementos permitiu a queda da dívida externa em termos absolutos e de sua participação no montante da dívida líquida do setor público. No final de 2005 a dívida externa líquida respondeu por apenas 2,6% do PIB e manteve a tendência de queda no início de 2006 com a compra de mais títulos *bradies* e a continuidade do processo de valorização cambial (Tabela 4).

Tabela 4
Dívida Líquida do Setor Público – % do PIB

Anos	Total Líquida	Interna Líquida	Externa Líquida
2003	57,2	45,5	11,7
2004	51,7	44,2	7,5
2005	51,6	49,0	2,6
Mar. 2006	51,7	50,6	1,1

Fonte: BCB – Política Fiscal – Nota para a Imprensa.

A situação da dívida interna, por outro lado, embora não apresente risco previsível de *default*, é bem mais complicada. Após apresentar ligeira queda em 2004, em termos de participação no PIB, voltou a crescer com força em 2005 em razão do endurecimento da política monetária e se mantém como óbice à condução da política econômica. O efeito da política monetária evidencia-se

²³ Cf. Blanchard, O. *Fiscal dominance and inflation targeting*. Lessons from Brazil. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, Mar. 2004. (NBER Working Paper, n. 10.389). Disponível em: www.nber.org.

quando se olham os fatores condicionantes da evolução da dívida pública (Tabela 5). O peso dos juros nominais é o fator determinante do crescimento da dívida, mais do que compensando os efeitos favoráveis decorrentes do superávit primário e do ajuste cambial. Além disso, os juros afetaram o PIB e inibiram o efeito positivo que tem na trajetória da dívida pública.

O ambiente internacional altamente favorável durante a gestão do Governo Lula permitiu reduzir a participação da dívida externa e o peso dos títulos da dívida interna indexados ao dólar. Entretanto, o elevado montante dos títulos atrelados à Selic (Tabela 6) manteve-se expressivo, apesar da maior relevância dos títulos prefixados e dos indexados a índices de preços. Além disso, não houve alteração relevante no prazo médio da dívida pública, pelo contrário, caiu o prazo médio de vencimento, com exceção dos títulos prefixados e indexados ao câmbio (Tabela 7). O curto prazo do vencimento da dívida são problemas recorrentes na administração da dívida pública e têm implicações na rolagem da dívida. A falta de separação entre o mercado de títulos públicos e o mercado monetário faz com que as decisões do Banco Central no manejo da política monetária interfiram diretamente no custo da dívida²⁴. Além disso, o curto prazo no vencimento dos títulos dá aos investidores a oportunidade de reverem a composição de suas carteiras e escolherem, de acordo com o momento, o arranjo de maior rentabilidade. A opção por títulos pré-fixados é feita basicamente quando os agentes esperam a queda da taxa de juros ou quando os juros oferecidos são altamente compensadores diante da expectativa de evolução da taxa Selic. A rapidez com que os investidores alteram a composição das carteiras deixa em dúvida o efetivo poder do governo de comandar a administração da dívida pública, pois, os ganhos alcançados em determinado momento, como em 2005, podem ser revertidos tão logo mudem as condições de mercado.

Tabela 5
Evolução da dívida líquida – Fatores condicionantes

Fluxos acumulados no ano – % PIB				
	2002	2003	2004	2005
Dívida líquida total – saldo	55,5	57,2	51,7	51,6
Dívida líquida – var. ac. Ano	2,9	1,7	-5,5	-0,1
Fatores condicionantes:	13,9	2,0	2,4	2,3
NFSP	3,9	4,9	2,5	3,3
Primário	-3,3	-4,1	-4,4	-4,8
Juros nominais	7,2	9,1	6,9	8,1
Ajuste cambial	9,3	-4,0	-0,9	-0,9
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	4,8	-1,4	-0,2	-0,2
Dívida externa – metodológico	4,4	-2,6	-0,7	-0,7
Dívida externa – outros ajustes	0,0	1,0	0,4	-0,1
Reconhecimento de dívidas	0,9	0,0	0,4	0,2
Privatizações	-0,2	0,0	0,0	0,0
Efeito crescimento PIB – dívida	-11,0	-0,3	-7,9	-2,4

Fonte: BCB- Nota para a Imprensa – Política Fiscal.

²⁴ Cf. Nakano, Y. Não basta déficit zero para reduzir a taxa de juros. *Valor Econômico*, São Paulo, 2 ago. 2005. 1º. Caderno.

Tabela 6
Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade – após swaps

	Pref.	Selic	I. Preço	Câmbio	Outros	Total
Dez. 02	2,19	46,21	12,54	37,00	2,06	100,00
Dez. 03	12,51	50,08	13,55	22,06	1,80	100,00
Dez. 04	20,09	52,41	14,90	9,88	2,72	100,00
Abr. 05	20,25	58,50	14,10	4,62	2,53	100,00
Ago. 05	23,87	55,85	13,71	4,11	2,46	100,00
Dez. 05	27,86	53,30	15,33	1,16	2,35	100,00
Mar. 06	28,75	49,55	21,23	1,59	2,06	100,00

Fonte: Nota para a Imprensa – Dívida Pública mobiliária.

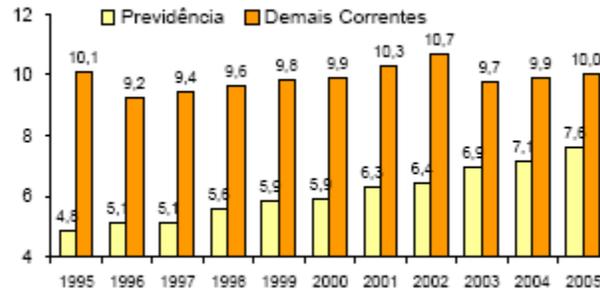
Tabela 7
Prazo Médio da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade – após swaps

	Pref.	Selic	I. Preço	Câmbio	Total
Dez. 02	3,06	21,83	79,18	34,47	33,24
Dez. 03	6,50	22,74	77,88	40,51	31,34
Dez. 04	5,63	17,49	76,74	58,03	28,13
Mai 05	7,59	18,28	76,09	63,99	27,46
Ago. 05	9,19	18,72	75,07	60,80	27,39
Dez. 05	10,37	19,05	69,70	71,57	27,37
Mar. 06	11,01	18,61	66,90	71,86	29,31

Fonte: Nota para a Imprensa – Dívida Pública mobiliária.

Apesar de alguns ganhos alcançados no último triênio, é evidente que há barreiras à continuidade da estratégia nos termos em que tem se colocado até o momento. As reformas realizadas trouxeram custos elevados e definiram limites às próximas mudanças. A implantação do novo regime fiscal já está praticamente concluída e não se pode esperar ganhos expressivos com outras alterações institucionais. Não há dúvida que, por exemplo, é viável buscar reformas ainda mais incisivas na previdência social, porém, o alcance esperado não deve ser o mesmo do que já foi obtido anteriormente. Assim, parece que os caminhos usados na estratégia de ajuste fiscal perderam força sem conseguir alcançar os objetivos a que se propuseram. O crescimento da carga tributária, que foi utilizado como válvula de escape para conciliar os maiores gastos com juros e os outros gastos públicos, chegou próximo ao limite e a expansão futura, se houver, deverá ser marginal. O corte de investimentos é cada vez mais difícil, uma vez que o volume de gastos é baixo e os efeitos negativos sobre a infraestrutura do País são notórios. Os ganhos com o controle dos gastos de pessoal enfrentam restrições: algumas carreiras profissionais clamam por reestruturação e outras contratações são necessárias para repor as perdas ocorridas durante os últimos anos, como é o caso das universidades públicas, onde o Mec reconhecia ainda no governo FHC haver mais de 6000 vagas a serem preenchidas. Além disso, o baixo crescimento e o efeito deletério da elevada carga tributária reacenderam as demandas por políticas de desenvolvimento apoiadas em benefícios fiscais.

Gráfico 3
Despesas correntes do Governo Central
(% do PIB)



Fonte: MPOG/SOF. Elaboração MF/SPE.

O conjunto das questões mostra que a continuidade da estratégia anterior defronta-se com barreiras e irá acirrar o debate em torno da agenda fiscal conservadora. A alegação de que o problema resume-se ao simples descontrole dos gastos correntes tem que ser mais bem qualificada. As informações disponíveis (Gráfico 3) mostram que as despesas correntes do Governo Central, fora a previdência, estão controladas. A questão em aberto é saber se o ambiente favorável aos cortes fiscais irá conseguir avançar ou se o debate calcado na ideia de que o desequilíbrio fiscal é provocado, fundamentalmente, pelas relações estabelecidas com juros e câmbio irá ganhar ressonância e mexer com os rumos da política macroeconômica, permitindo o crescimento do PIB e a redução dos gastos com juros.²⁵ As alterações gerariam outro ambiente de discussão do ajuste fiscal e a análise da restrição ao crescimento dos gastos correntes seria pensada como parte de uma problemática mais geral, envolvendo a estrutura de gastos públicos.

Considerações finais

A política fiscal brasileira sofreu sensíveis alterações na última década em decorrência da necessidade de adaptar a condução da política macroeconômica à estratégia de desenvolvimento atrelado ao movimento de globalização. O processo de privatização e o uso da política fiscal como fiadora das condições de valorização do capital privado levaram à decisão de reformar as normas e procedimentos herdados do momento anterior, ou seja, empreendeu-se a tarefa de construir um novo regime fiscal comprometido com a solvência da dívida pública.

O movimento teve início na implantação do Plano Real e ganhou impulso após a crise cambial de 1999 quando a perspectiva de insolvência da dívida pública colocou em xeque a política fiscal dos primeiros anos de estabilização, acelerando, sob a tutela do FMI as mudanças da ordem fiscal. O compromisso com a evolução da dívida pública alterou a condução do processo orçamentário e o valor do superávit primário ganhou o status de despesa obrigatória, enquanto as

²⁵ Ver Oreiro, J. L. et al. Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para o crescimento auto-sustentado da economia brasileira. In: AGENDA Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços / Organizado por Sicsú, J.; Oreiro, J. L.; Paula, L. F. São Paulo: Editora Manole e Konrad Adenauer, 2004.

despesas discricionárias tornaram-se resíduo, isto é, só se realizariam depois de assegurada a meta fiscal definida previamente.

A consagração do novo regime fiscal foi, sem dúvida, alcançada. O cumprimento das metas fiscais deixou de ser uma promessa e transformou-se em comprometimento oficial independentemente, diante da experiência do Governo Lula, de quem estiver no comando da economia. Entretanto, não se pode perder de vista que as alterações do regime fiscal foram acompanhadas de entraves importantes à plena consecução dos objetivos propostos. O aumento da carga tributária, a elevação da dívida pública e a rigidez na manipulação da peça orçamentária apontam o esgotamento da estratégia da política fiscal, sobretudo, no atual regime de política macroeconômica, em que o câmbio e os juros valem-se da política fiscal como âncora do sistema.

O compromisso com as metas fiscais definiu o montante do superávit primário a ser alcançado, mas esse valor acabou, em última instância, atrelado aos movimentos dos juros e do câmbio, que, por sua vez, estão fortemente presos à forma subordinada de inserção da economia brasileira ao mundo globalizado. O debate recente, no entanto, desconsiderou as questões envolvendo os aspectos que definem a política de juros e de câmbio e centrou o foco das atenções no desempenho da política fiscal como se o resultado alcançado fosse tão somente o produto do descontrole no trato dos gastos públicos. É verdade que não se pode fugir da discussão da atual estrutura de gastos públicos, do elevado grau de rigidez na política orçamentária e das condições da previdência social, mas não se pode jogar sobre a política fiscal a culpa dos males da economia e muito menos o ônus de ser a principal responsável pelo atual nível de taxa de juros. Não é possível deixar de lado a análise do regime de metas de inflação e de sua articulação com o câmbio, nem definir o aprofundamento do ajuste fiscal como condição necessária e prévia à retomada do crescimento.

As visões divergentes sobre como pensar a questão fiscal colocar-se-á, certamente, no centro do debate no desenrolar do quadro econômico e político do futuro próximo. De um lado, estão os que defendem o atual regime de política macroeconômica e a independência do Banco Central, aceitando a política monetária restritiva e o efeito que tem sobre o câmbio como males necessários, e delegando à política fiscal o papel de manter a solvência da dívida. De outro, estão os que não aceitam o atual regime de política macroeconômica e os desdobramentos decorrentes da alta taxa de juros e da valorização cambial. A evolução da política fiscal é outro foco de crítica. A estratégia de implantação do novo regime fiscal avançou, mas, mesmo com expressivo aumento da carga tributária e forte ajuste patrimonial, não resolveu o problema básico a que se propôs, isto é, a evolução da dívida pública manteve-se elevada, constituindo-se em fonte constante de constrangimento da política econômica.

A decisão sobre qual o caminho a seguir na condução da política fiscal acirrou o debate. Há os que cobram a manutenção da estratégia, com o aprofundamento da atual agenda fiscal. Isso implicaria em adotar medidas importantes, como: a desvinculação das receitas tributárias, o corte das despesas obrigatórias, passando, até mesmo, pela discussão das transferências constitucionais e a revisão da política de gastos sociais, definida, principalmente, por outra reforma da previdência. Nessa perspectiva, o avanço da agenda é inelutável porque há restrições em seguir adiante com o aumento da carga tributária e o corte de investimentos. Não restaria então outro caminho senão ampliar os cortes fiscais e os graus de liberdade no trato da política orçamentária, utilizando os

recursos com o objetivo de reduzir a dívida pública. O ajuste rigoroso das contas públicas daria confiança aos agentes privados e promoveria a baixa consistente da taxa de juros, bem como a retomada dos investimentos. Uma posição crítica está assentada na defesa da tese de que é preciso, sem deixar de estar atentos à evolução da dívida pública e dos gastos correntes, levar em conta a articulação das políticas de juros e câmbio e os reflexos sobre a política fiscal. O foco de preocupação é a determinação da taxa de juros e as condições de volatilidade do câmbio numa economia aberta e atrelada aos humores das finanças globais.

A revisão do atual modelo de metas de inflação abriria espaço à redução da taxa de juros e à discussão dos limites definidos pela política atual do Banco Central de produto potencial. A queda da taxa de juros e o maior crescimento do PIB afetariam positivamente o desempenho das contas públicas, permitindo, assim, repensar a agenda fiscal e definir níveis mais favoráveis de investimentos, sem recorrer à elevação da carga tributária.

O encaminhamento do debate é importante. A janela de oportunidade aberta com o cenário mundial altamente favorável não é eterna e a mudança das condições em vigor no mercado internacional trará como efeito alterações no câmbio e nos juros, exigindo da política fiscal outra rodada de aperto que dificilmente poderá ser atendida sem traumas importantes diante do atual patamar da carga tributária e do superávit primário.

1 Introdução

O objetivo do texto é analisar a política fiscal brasileira recente e as restrições para levar adiante os projetos de investimentos e de infraestrutura, sem comprometer a situação financeira do setor público. O modelo de política fiscal centrado na geração de superávits primários e na expansão da carga tributária chegou ao limite e precisa ser repensado. O debate das usuais teses de corte dos gastos e de desvinculação de receitas não é suficiente. É preciso rever o espaço da política fiscal, as suas relações com as políticas monetária e cambial, enfrentar os problemas tributários, as relações federativas, bem como controlar os gastos públicos e a dívida. Porém, a análise dessas questões ganha sentido se a agenda fiscal não ficar restrita à política de estabilização e voltar a ser vista como instrumento na estratégia de crescimento.

O texto relembra a construção do novo regime fiscal a partir da implantação do Plano Real realçando o caráter do papel do Estado ou, mais particularmente, da política fiscal na estratégia recente de desenvolvimento. O antigo ideal de construir as bases de atuação e de colocar o Estado como indutor do projeto de desenvolvimento foi abandonado e a política fiscal passou a ser vista como âncora das expectativas dos agentes econômicos, avalista do processo de valorização do capital privado e responsável pela sustentabilidade da dívida.

A credibilidade da política fiscal ganhou ares de ferramenta imprescindível na formação das expectativas dos agentes, na avaliação do risco-país e no comportamento dos juros e do câmbio. Em razão disso, o esforço de reconstrução da institucionalidade fiscal nos 90 buscou assegurar a sustentabilidade intertemporal das contas públicas e não garantir ao Estado o papel ativo de indutor do desenvolvimento. Não se trata aqui de recolocar o velho ideal do desenvolvimentismo, mas de reconhecer que a presença do setor público ainda é necessária, sobretudo, no espaço de uma economia atrelada aos humores do ciclo de liquidez internacional.

A atual perspectiva de atuação da política fiscal desmontou antigos instrumentos e construiu novo *modus operandis*, baseado na geração de superávits primários, na definição de regras fiscais e no trato das finanças dos governos subnacionais fundamentadas no ideal de *hard budget constrain*². O desenho da política fiscal preocupou-se apenas em apontar o caminho a ser percorrido no caso de o risco-país e a volatilidade do câmbio e dos juros ameaçarem a situação prospectiva das contas públicas. As privatizações e o aumento da carga tributária atenuaram as possíveis tensões e viabilizaram a expansão simultânea dos gastos correntes e dos superávits primários, à custa, no entanto, do constrangimento dos investimentos.

¹ Publicado originalmente como Texto para Discussão. IE/Unicamp, n. 131 ago. 2007, com informações até o final de 2006.

² Ver, entre outros, Rodden; Eskland; Litvack (Ed.) (2002) sobre a discussão teórica dessa questão e a análise do caso brasileiro em Vargas (2006).

A política fiscal, presa à continuidade desse arranjo, viu o seu alcance limitado e se cristalizar os gargalos à ação do setor público. O impasse no plano federal é notório. Os elevados superávits primários, as crescentes vinculações das receitas e o aumento dos gastos sociais restringiram os graus de liberdade da gestão das contas públicas, deixando o montante dos investimentos refém da conjugação favorável de arrecadação e de queda da taxa de juros. Por outro lado, tornou-se visível o esvaziamento do poder de atuação dos governos estaduais, os grandes perdedores na evolução recente da federação brasileira. A renegociação das dívidas estaduais retirou espaço de manobra dos governadores e dificultou conciliar o serviço da dívida e maior volume de investimentos. Além disso, as articulações entre as esferas de governo, presentes no modelo anterior, deixaram de existir e nada foi colocado no lugar, com as exceções notórias do SUS e do Fundef, deixando enorme vazio, que as propostas de PPPs não parecem ter potencial de ocupar.

A questão com a qual o governo se defronta atualmente é saber como superar as barreiras à ação do setor público e apoiar a retomada do crescimento, sem colocar em risco a estabilidade das contas públicas. Os analistas concordam em relação a esse ponto, mas não se deduz daí que haja um entendimento comum sobre propostas concretas de como encaminhar o problema. A visão convencional vê as medidas de cortes dos gastos e de desvinculações das receitas como imprescindíveis na definição dos novos rumos da política fiscal, por ampliarem os espaços de manipulação dos gastos e permitirem a queda acelerada da dívida pública. Esta visão pautou grande parte das discussões recentes, mas as mudanças não avançaram. Os analistas contrários aos cortes na área social e os críticos da política macroeconômica defendem o debate em torno de uma agenda fiscal mais ampla que não tenha o foco analítico centrado na política de cortes, ao lado da revisão do arranjo macroeconômico e da construção de políticas a favor do crescimento, como caminho para se obter ganhos na situação fiscal.

O objetivo do texto é contribuir no sentido de apontar os entraves da política fiscal e as dificuldades de o setor público contribuir na retomada do crescimento.

2 A estabilidade e as agendas fiscais em conflito

A política fiscal ocupa papel central no modelo convencional de avaliação da política econômica e várias vozes clamam por ajustes considerados necessários à retomada do crescimento. O debate focado na política fiscal é complexo porque esconde agendas de difícil conciliação³. É preciso reconhecer, inicialmente, que a agenda fiscal não é única, variando no tempo segundo o papel que ocupa no regime de política econômica e na estratégia de desenvolvimento. Além disso, as agendas se sobrepõem e são implementadas de forma simultânea, provocando movimentos ambivalentes, decorrentes da obrigação de contemplar objetivos e interesses diferenciados. A dificuldade em superar os conflitos acaba exigindo a definição, a cada momento, de certa combinação das diferentes agendas, alterando a ênfase a ser dada a cada uma delas de acordo com a necessidade da política econômica e dos interesses em disputa.

O Brasil dos anos 90 lidou com agendas fiscais múltiplas, mas a defesa da estabilização monetária e das exigências da nova estratégia de desenvolvimento prevaleceu sobre as demais. A

³ Essa questão é proposta por Werneck (2005)

reinscrição da economia brasileira no mundo globalizado abriu a possibilidade de controlar a inflação e acirrou o debate em torno do papel da política fiscal. As mudanças definidas na globalização colocaram os países emergentes reféns dos ciclos de liquidez internacional e, conseqüentemente, da gestação das condições necessárias para o País tornar-se atrativo aos capitais. A visão teórica convencional definiu a política fiscal como instrumento central desse processo e colocou a ideia de sustentabilidade da dívida como indicador básico das contas públicas, que passou a desempenhar a tarefa de espaço de valorização dos capitais privados e de pilar da credibilidade das políticas monetária e cambial (Lopreato, 2006a).

A política fiscal ganhou lugar destacado na condução da política macroeconômica e na estratégia de desenvolvimento. A integração subordinada aos mercados, associada à abertura comercial e financeira e à retirada do Estado como agente condutor do crescimento, exigiram a adaptação do regime fiscal às alterações da proposta de desenvolvimento e das formas de integração à economia mundial.

A revisão mostrou-se ainda mais urgente em função da crise fiscal que se arrastava desde os anos 80, quando a crise da dívida externa colocou a nu os problemas de financiamento público e pôs em xeque a institucionalidade então vigente. A reforma na área fiscal, embora iniciada na década de 80, ganhou outro caráter no Plano Real. A estabilização e a integração ao mercado internacional colocaram questões de natureza diversa e levaram à construção de um novo regime fiscal, marcado, no primeiro momento, pela renegociação das dívidas estaduais, a reforma da previdência e as privatizações.

O processo avançou na crise de 1999, quando foi preciso alterar o regime de política econômica com o objetivo de recuperar a confiança arranhada pelo colapso do regime cambial. O enrijecimento da política fiscal teve como meta resgatar as contas públicas e demonstrar o comprometimento com a sustentabilidade da dívida pública⁴. A *lógica* de concepção da política fiscal manteve-se a mesma definida no início do Plano Real, mas são inequívocos os sinais de descontinuidade, delineando a especificidade dessa nova fase.

A condução da política fiscal atrelou-se a regras e normas rígidas de cumprimento das metas programadas. Tornou-se obrigatório definir na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) a meta de superávit primário do próximo ano e a indicação para os dois anos seguintes. A explicitação do compromisso com a trajetória da dívida pública entronizou na execução orçamentária a prática do contingenciamento dos gastos públicos no montante exigido para que a meta de superávit primário fosse alcançada. O superávit primário ganhou o caráter de despesa obrigatória e as despesas discricionárias assumiram o papel de *resíduo*, sempre passível de ser ajustado em nome do cumprimento da meta fiscal. Além disso, a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em 2001 reforçou o controle das contas de estados e municípios, definindo limites legais de dívida consolidada e de despesas específicas, normas de contratação de operações de crédito e critérios de eliminação de eventual excesso de endividamento.

A concepção do novo regime fiscal deu atenção à defesa da estabilidade e à minimização dos riscos de se aplicar em moeda nacional, incutindo no mercado a certeza de que os movimentos inesperados de juros e câmbio seriam compensados com o aumento do superávit primário capaz de

⁴ Ver Lopreato (2006b); Tavares (2005); Guardia (2004); Goldfajn e Guardia (2003).

garantir o ajuste intertemporal das contas públicas. As outras agendas subordinaram-se a esse objetivo maior e o uso de instrumentos fiscais em defesa de políticas de crescimento foi praticamente abandonado, não dando margem às propostas de apoio a áreas ou setores específicos. Essa prática seguiu a ordem teórica dominante depois da derrocada da visão keynesiana de defesa do pleno emprego e das alterações da dinâmica capitalista na fase da globalização e ganhou corpo a partir da crise da Ásia, quando o programa de ajuste acompanhou as diretrizes impostas pelo FMI.

O enfoque teórico e as diretrizes da política fiscal foram semelhantes em um número elevado de países, mas, em cada um deles, as especificidades se delinearam a partir da realidade concreta. O caso da Coreia é exemplar. O país asiático adotou as diretrizes do FMI e promoveu reformas pró-mercado: privatizou várias empresas, cortou o número de funcionários públicos, ampliou a transparência das contas públicas e reduziu o volume de gastos não convencionais, como os fundos extra-orçamentários e as denominadas *special accounts*. As ações reduziram o peso do setor público, centralizaram a estrutura orçamentária e sustentaram contas públicas superávitas, sem retirar o poder discricionário da política do Estado nem o de atender os setores prioritários.

Os ministérios mantêm a capacidade de manipular livremente os recursos dos fundos em favor de áreas específicas; o volume de incentivos e benefícios fiscais é elevado; os empréstimos governamentais a favor de áreas problemáticas cumpriram papel de destaque na última crise e o número de *special accounts* (23 no orçamento de 2005) é alto, a indicar a permanência dos interesses estratégicos de desenvolvimento. Ou seja, a política fiscal conservou características de defesa do crescimento, apesar dos avanços inegáveis das reformas pró-mercado⁵.

O caso brasileiro revelou ser de outra natureza. A crise fiscal presente desde os anos 80 favoreceu a adoção de uma postura mais conservadora. A proposta de consolidação fiscal deixou de lado outras demandas e priorizou o corte dos espaços de atuação do setor público e das políticas de defesa do desenvolvimento. Essas medidas em nada lembraram a orientação da reforma anterior do setor público sob a égide do PAEG, de inspiração conservadora, que procurou conciliar o resgate das contas públicas e o papel do Estado no projeto de desenvolvimento. O financiamento de áreas específicas, as formas de coordenação intergovernamentais e a ação das empresas estatais deram sustentação ao movimento do setor privado e criaram o ambiente favorável à retomada do crescimento.

A reforma dos anos 90 concentrou-se na restauração das contas públicas e na reestruturação patrimonial do setor público, com o propósito de abrir espaços ao setor privado. A privatização de empresas e bancos públicos, o esvaziamento dos fundos públicos e dos instrumentos de fomento ao capital privado, a restrição de acesso do setor público às operações de crédito e o controle dos gastos usados na formação do superávit primário empobreceram a atuação do Estado. É certo que as transformações do mundo mudaram o que se requer atualmente do Estado. Não obstante, é, no mínimo, duvidoso restringir a ação pública em favor do crescimento à manutenção da sustentabilidade da dívida, como se o sucesso em alcançar esse objetivo, mesmo atendendo os interesses financeiros privados, fosse, por si só, criar o ambiente favorável ao

⁵ Cf. Kim (2000); Kim (2003); Há (2004); Lee et al. (2006); Koh (2005).

crescimento e desencadear ondas de investimentos. Além disso, é difícil de afirmar que a estratégia adotada se mostrou a mais eficiente em garantir o objetivo desejado de solvência do setor público.

O movimento recente das contas públicas já superou a fase que, seguindo Fernando Holanda Barbosa, pode ser chamada de ajuste fiscal de primeira geração⁶. As condições de sustentabilidade da dívida são satisfatórias e não há risco previsível de descontrole fiscal. O que resta agora é avançar na busca do que seria o ajuste de segunda geração, que, por sua própria natureza, não pode se restringir à política de corte de gastos, mas dar ênfase a outros pontos essenciais da agenda fiscal. Não se questiona o fato de que as despesas correntes não podem crescer no mesmo ritmo dos últimos anos, no entanto, o consenso em torno deste ponto não basta para desatar o nó da política fiscal e elevar o peso do setor público a favor do crescimento.

O questionamento da ideia de que a saída do impasse deve focar o aprofundamento da política de corte dos gastos é essencial ao propósito de recolocar outras questões que, embora integrantes da agenda fiscal, foram deixadas para trás em nome da estabilização, tais como a reforma tributária, o pacto federativo, a recuperação da capacidade de gastos dos estados e municípios e a revisão da dívida pública.

A reforma tributária, que, no passado recente, era vista como estratégica na política de desenvolvimento foi deixada de lado e a obrigação de gerar os superávits primários acabou definindo o tratamento dado à política tributária. O compromisso de alterar o sistema tributário ficou esquecido, prevalecendo a tarefa de criar um colchão fiscal, mesmo que à custa da deterioração do sistema e do comprometimento do pacto federativo.

A questão federativa foi, praticamente, abandonada no debate fiscal recente. A crise de estados e municípios atingiu ponto culminante no Plano Real com a elevação da taxa de juros e o fim do processo inflacionário. A aceleração do endividamento, simultaneamente à perda do raio de manobra proporcionado pela inflação, tornou insustentável o esquema anterior de empurrar a crise para frente e de se valer do socorro federal nos momentos em que o cumprimento dos compromissos financeiros era inviável. A solução de renegociar o valor total das dívidas estaduais se impôs diante do risco geral de inadimplência e ingovernabilidade. O programa de ajustamento buscou modificar o arranjo fiscal até então prevalecente e não se restringiu à tentativa de encaminhar os graves desequilíbrios das contas públicas. As medidas propostas foram além do âmbito estritamente fiscal e promoveram alterações profundas, forçando a privatização de empresas e bancos estaduais e a geração de superávits primários a serem usados no abatimento da dívida pública. A conversão do serviço da dívida em despesa obrigatória e a restrição imposta a novas operações de crédito ampliaram a rigidez orçamentária e deixaram os gastos dentro de limites estritos definidos pelo comportamento da base tributária e do serviço da dívida, reduzindo o campo de novos investimentos.

O compromisso quase único com o ajuste fiscal não deixou margem para se pensar as formas de cooperação intergovernamentais e o pacto federativo. A distribuição dos recursos entre as esferas de governo, as questões de ordem regional e o apoio às áreas de habitação, saneamento, transporte e outras, dependentes de ações conjuntas entre as esferas de governo, estiveram

⁶ Cf. Comunicação na ANPEC de 2006.

subordinados à agenda fiscal prioritária, calcada na obtenção dos superávits primários, deixando à própria sorte os problemas de ordem federativa.

A agenda fiscal relacionada aos programas sociais recebeu tratamento diferenciado e avançou, apesar de contrariar as propostas de endurecimento da política fiscal. A visão convencional de que os gastos sociais comprometem a manutenção de metas fiscais consistentes, não evitou o atendimento de várias demandas, revelando a força das demandas postas pela má distribuição de renda e elevada heterogeneidade da sociedade brasileira.

A ampliação das receitas vinculadas e das despesas obrigatórias ocorreu mesmo durante a fase de contenção de despesas do segundo mandato de FHC, com o objetivo de atender os gastos sociais e outras pendências. Com destaque para a criação da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE)⁷ em 2001; a determinação da LRF de obrigar o uso das receitas vinculadas no atendimento dos gastos a que se destinam, mesmo que em exercício financeiro posterior à ocorrência da arrecadação; a fixação do gasto mínimo em saúde (EC n. 29/2000); o Bolsa-Escola (Lei 10.219/2001) e o Fundo de Combate a Pobreza (EC n. 31/2001). O conjunto dessas medidas, sem dúvida, elevou o peso das despesas obrigatórias na despesa total e colidiu com a proposta de consolidação fiscal, acirrando o debate sobre o risco de os gastos sociais comprometerem o ajuste fiscal.

A conciliação de agendas conflitantes viabilizou-se com o aumento da carga e a deterioração do sistema tributário. Não se questionou as implicações da política monetária sobre a política fiscal nem a possibilidade de avançar com a revisão da administração da dívida pública e do relacionamento entre as esferas de governo, além da adoção de políticas de desenvolvimento. O movimento respaldou o foco central da política fiscal e manteve as linhas gerais do regime de política macroeconômica, sem incorporar o desafio de propor metas de crescimento como objetivo de governo. Não se pode perder de vista que a defesa do crescimento não é apenas da alçada da política fiscal e depende, em grande medida, da articulação de outras políticas, entre elas, juros, câmbio e crédito, de domínio do Banco Central, bem como de medidas de cunho setorial. Neste esforço conjunto de destravar o crescimento é importante a forma de lidar com as questões fiscais e de conciliar agendas conflituosas, além de propor mudanças da política macroeconômica.

Os entraves ao crescimento, colocados no plano federal e estadual, devem ser levados ao centro do debate e as dificuldades de realizar reformas fiscais de vulto não podem paralisar as ações. A explicitação das múltiplas agendas escancara as barreiras existentes, os caminhos a serem percorridos e as possíveis brechas capazes de levar à ação mais efetiva da política fiscal. O desafio a ser enfrentado é aproveitar a situação econômica relativamente estável e ampliar o debate da agenda fiscal, incorporando temas que foram deixados de lado durante a fase em que a defesa da estabilidade prevaleceu absoluta.

⁷ A CIDE é destinada ao custeio de programas de infraestrutura de transporte, além de pagamentos de subsídios aos preços ou transporte de combustíveis e ao financiamento de projetos ambientais relacionados à indústria de petróleo e de gás.

3 As restrições para avançar: a carga tributária

A análise da carga tributária é central no atual *imbróglío* das contas públicas brasileiras por ser o resultado mais visível da forma como se conduziu o ajuste fiscal no período recente. O crescimento da carga tributária permitiu conciliar o aumento dos superávits primários e dos gastos correntes, mas acentuou o processo de deterioração do sistema tributário presente desde os anos 80.

A carga tributária já havia experimentado o primeiro movimento de alta na implantação do Plano Real, alcançando 29,76% do PIB em 1995, depois de manter a média de 25,6% do PIB no triênio 1991/1993⁸. A adoção do Programa de Estabilidade Fiscal em 1998, alterando a política fiscal e definindo metas de superávits primários condizentes com a expectativa de solvência da dívida pública, ampliou o esforço de arrecadação tributária. A modernização da administração fazendária e a majoração das alíquotas dos impostos produziram altas constantes da carga tributária, que atingiu 37,37% do PIB em 2005 e valor ainda maior em 2006 (Gráfico 1)⁹. O aumento da carga tributária tornou-se peça nuclear do ajuste fiscal e a colocou em patamar superior a de outros países de nível semelhante de desenvolvimento e renda, afetando a competitividade dos produtos nacionais no mercado interno e internacional, além de criar distorções no setor produtivo, nas relações entre as esferas de governo e reforçar os problemas de distribuição de renda pessoal.

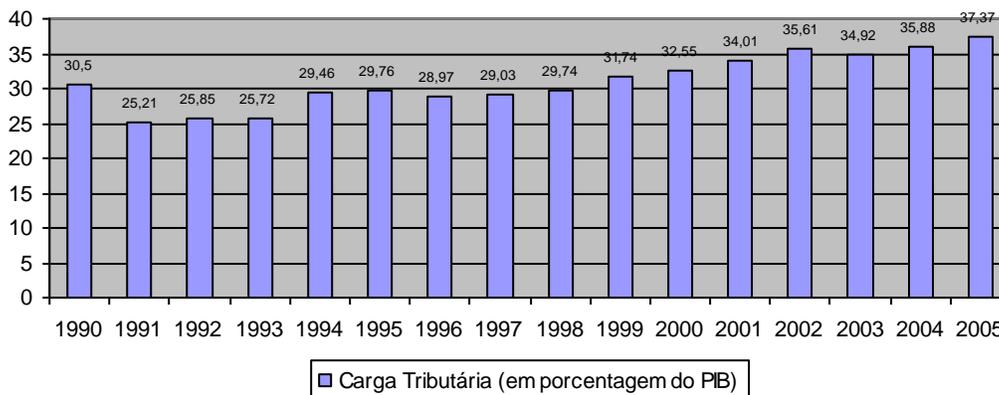
O esforço tributário não serviu à melhoria da oferta de serviços públicos e de infraestrutura e explicitou um impasse de difícil superação: apesar de se reconhecer a necessidade de ampla reforma tributária, pouco se avançou porque não é simples construir o consenso sobre qual o novo arranjo que se quer e os riscos de se mexer no pilar de sustentação do ajuste fiscal não são desprezíveis.

O papel da carga tributária no arranjo fiscal não permite o governo abrir mão de arrecadação, mas, ao mesmo tempo, todos concordam que a carga já é elevada e não pode crescer. O pequeno raio de manobra limita o espaço de adoção de uma reforma capaz de enfrentar os problemas acumulados nos últimos anos, uma vez que os entes federativos, mesmo reconhecendo os aspectos negativos do sistema tributário, não estão dispostos a correr os riscos de deterioração das contas públicas. As incertezas que cercam a reforma tributária e o receio de perder arrecadação dificultam o consenso, adiam a solução e alimentam o lado perverso do quadro tributário.

⁸ Os dados sobre a carga tributária referem-se aos estudos da Secretaria da Receita Federal.

⁹ Ver os trabalhos: Afonso, J. R. (2006) e Afonso, J. R. & Meirelles, B. (2006) para a discussão de vários aspectos da carga tributária. Esses estudos apresentam valores da carga tributária diferentes daqueles apresentados pela Receita Federal.

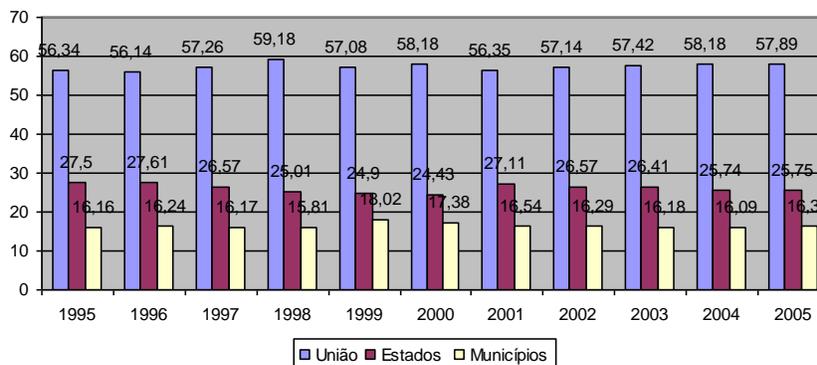
Gráfico 1
Evolução da carga tributária (em porcentagem do PIB)



Fonte: Receita Federal.

O crescimento desordenado da carga tributária tanto atingiu o sistema produtivo e os contribuintes como provocou distorções nas relações federativas. O movimento contrariou a proposta de descentralização da Constituição de 1988 e reconcentrou a receita na esfera federal. O movimento de expansão oscilou ao longo do tempo, refletindo a disputa por recursos, mas prevaleceu a tendência de ganho da esfera federal no valor da arrecadação própria e na distribuição final da carga tributária. A União avançou entre 2001 e 2005 de 56,35% para 57,89% do total da receita disponível; os governos estaduais perderam participação, caindo de 27,11% para 25,75%, acentuando a tendência de queda que se observa desde os anos 80. Os municípios, por sua vez, ganharam peso a partir dos anos 90, alcançando, em média, 16,29% da receita disponível total nos anos recentes (Gráfico 2).

Gráfico 2
Distribuição final da carga tributária (%)



Fonte: Receita Federal.

A disputa em torno da repartição dos recursos tributários acirrou o conflito federativo e tornou recorrente o debate sobre as transferências intergovernamentais, com os embates ocorrendo de forma *ad hoc* nos momentos de criação de novas figuras tributárias e de majoração de alíquotas ou mesmo na barganha por apoio em matérias de interesse da esfera federal.

A decisão de postergar o debate sobre os critérios de repartição encobre as distorções criadas pelo diferencial existente na distribuição da receita tributária per-capita e no potencial de gasto das unidades da federação. Como colocaram Prado (2003) e Prado et alii (2003), os critérios de repartição dos recursos intergovernamentais cumprem apenas em parte os seus objetivos: beneficiam as unidades de menor nível de renda, mas falham por contribuir pouco para evitar a elevada disparidade existente na renda final per-capita entre os estados brasileiros e não criar formas de conter as diferenciações de poder de gasto intra-regional e intra-estados.

Além disso, a elevada participação dos estados e municípios na receita do IR e do IPI levou a União a optar por elevar a carga tributária via contribuições sociais, fugindo da obrigação de compartilhar os recursos com as outras esferas de governo. Com isso, as contribuições sociais que representavam 8,34% do PIB no biênio 1991/1992, atingiram 14,50% em 2005 e o peso do orçamento da seguridade social saltou de 31,48% no biênio citado para 38,81% da receita total em 2005. O expediente reforçou o poder tributário federal e ampliou as distorções, definindo a cumulatividade como traço marcante do sistema tributário brasileiro, mesmo considerando a alteração recente da forma de cobrança do Cofins e do PIS para os grandes contribuintes.

O problema amplia a perda de competitividade da economia brasileira e dificulta o processo de harmonização com parceiros comerciais, além de criar um viés expansionista do gasto público, uma vez que a arrecadação é vinculada às áreas de assistência social e não pode ser desviada com o objetivo de atender outras demandas, resultando, no futuro, em pressão por novos aumentos da carga tributária.

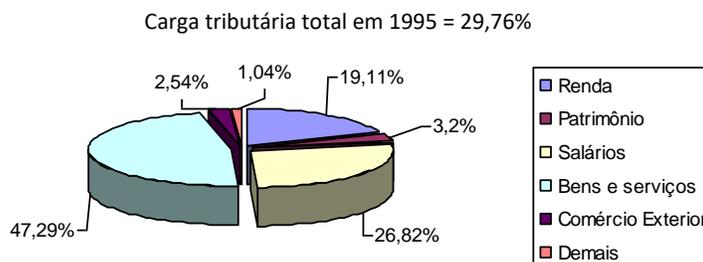
O valor dos impostos incidentes sobre o mercado interno de bens e serviços é outro problema da incidência tributária. A questão não é nova. A tributação indireta respondeu por 47,28% da carga tributária em 1995 e o montante arrecadado chegou a 14,07% do PIB.¹⁰ A novidade é que mesmo tendo ampliado pouco a participação na carga tributária, atingindo atualmente 48,5%, os tributos indiretos arrecadam o equivalente a 18,13% do PIB em 2005 e constituem fator decisivo na regressividade do sistema tributário brasileiro. Os mais penalizados são os extratos de renda mais baixos, que gastam parcela preponderante da renda em bens e serviços (Zochun et al. 2005). O problema reflete-se ainda na distribuição espacial de renda, uma vez que os moradores de cidades e regiões de menor renda são os mais penalizados porque concentram número maior de pessoas nas faixas de renda mais tributadas, o que acaba por ampliar a já desigual distribuição pessoal e regional de renda existente no País (Magalhães et al., 2001).

O aumento da carga tributária pouco fez no sentido de atenuar o caráter regressivo do sistema tributário brasileiro. A tributação sobre renda passou de 5,69% em 1995 para 8,08% do PIB em 2005; o que corresponde, em termos de peso relativo, a um pequeno aumento de 19,11% para 21,6% do valor da carga tributária. Os encargos sobre o patrimônio cresceram no período – de 0,95% do PIB em 1995 para 1,17% em 2005 – mas continuam respondendo por pequena parcela (3,2%) da carga tributária. A tributação sobre os salários também cresceu na última década – de 7,99% em 1995 para 9,08% do PIB em 2005 – mas, atualmente, respondem por uma parcela menor (24,29% contra 26,85% em 1995) do total da carga tributária (Gráfico 3).

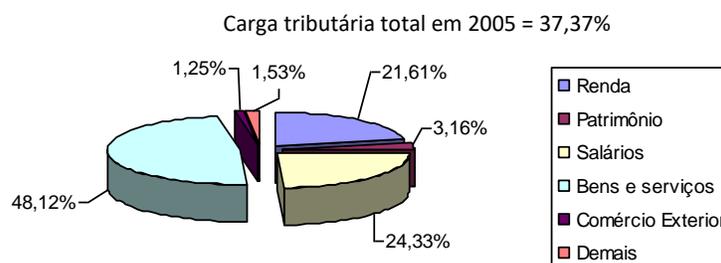
¹⁰ Os valores correspondem à carga tributária apresentada pela SRF englobando: IPI, COFINS, PIS/PASEP, ICMS, ISS, CIDE, IOF, CPMF e as taxas das três esferas de governo.

Os pequenos ganhos decorrentes da queda dos impostos sobre os salários e aumento da tributação da renda e patrimônio no total da carga tributária não são capazes de compensar o efeito negativo da ampliação da carga tributária sobre o conjunto da sociedade, concentrada fortemente nas camadas de renda mais baixa; assim, o efeito último é agravar a regressividade da distribuição da renda.

Gráfico 3
Distribuição da carga tributária por principais bases de incidência: 1995 e 2005



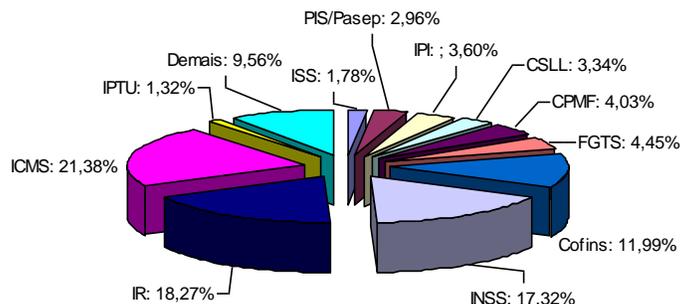
Fonte: Receita Federal.



Fonte: Receita Federal.

Outra forma de observar a carga tributária é a maneira pela qual se distribui entre os principais tributos. Apesar do número elevado de impostos, a arrecadação é concentrada, com o ICMS, IR, Previdência e COFINS respondendo por 24,9% do PIB e por 2/3 do valor da carga tributária total de 2005. O tributo de maior peso individualmente é o ICMS (7,99%) que, por pertencer aos estados, gera outro tipo de efeito negativo no sistema tributário, à medida que as alíquotas e as legislações se diferenciam entre as unidades e ampliam o custo operacional das empresas com operações comerciais em vários estados. Outro fator de deterioração do sistema é o fato de o ICMS afastar-se progressivamente do caráter de tributo amplo da cadeia de valor adicionado e concentrar a tributação nos insumos básicos – petróleo, combustíveis e lubrificantes; energia elétrica e comunicações respondem por mais de 40% do valor da arrecadação do ICMS – utilizados em todas as cadeias produtivas, o que acaba se tornando elemento a mais de perda de competitividade da produção interna (Gráfico 4).

Gráfico 4
Distribuição da carga tributária por principais tributos – 2005



Fonte: Receita Federal.

Além disso, a cobrança do ICMS nas operações interestaduais privilegiando as atividades localizadas nos estados de origem acirrou o conflito federativo. A inadequação dos fóruns de mediação dos conflitos e a falta de políticas de investimento e de desenvolvimento regional, ao lado da precariedade financeira dos estados, levaram à guerra fiscal. A busca de novos investimentos externos e internos fomentou a disputa entre os estados e delineou a crise da federação brasileira, com cada unidade procurando resolver, isoladamente, os problemas decorrentes da perda relativa na distribuição dos recursos tributários e do esvaziamento econômico.

Os problemas realçam o tamanho do desafio a ser enfrentado. A reforma tributária tem de responder a várias frentes: os efeitos da alta carga tributária e da cumulatividade na competitividade do setor produtivo; os conflitos vertical e horizontal da federação brasileira; a definição do critério de cobrança do ICMS; a revisão do sistema de transferências intergovernamentais e a regressividade do sistema tributário. As soluções são urgentes. Porém, a relevância da carga tributária no arranjo fiscal e o baixo crescimento da economia inibem as propostas de maior fôlego. A urgência de desencadear uma reforma tributária de envergadura, apesar de reconhecida como necessária, é vista com temor diante do alto grau de incerteza e de risco, dificultando a tomada de decisão e o consenso em torno dos pontos básicos.

O novo formato tributário teria de contemplar vários interesses envolvidos na disputa e ter forças em responder às demandas que recaem sobre as contas públicas. A dificuldade levou ao imobilismo. A ausência de consenso e o risco inerente de uma ampla reforma deixaram a opção de seguir o caminho de menor resistência via o crescimento da arrecadação e a realização de intervenções pontuais que, apesar de dar algum alento a áreas particulares, reforçam o emaranhado do sistema tributário, porque não se guiam por nenhuma proposta de reforma consistente de longo prazo. A adoção da reforma abrangente, certamente implementada em etapas, é parte crucial da estratégia de revisão geral da política fiscal. A solução da complexa rede de questões envolvendo o imbróglio da política fiscal requer o ataque simultâneo a vários pontos e, nesse sentido, a reforma tributária é central por ser a base sobre a qual repousa a política fiscal.

4 As restrições para avançar: o lado das despesas

O momento atual exige desatar o nó existente na condução da política fiscal. A solução a ser proposta depende da perspectiva analítica e da definição da agenda fiscal prioritária. Na visão convencional, o atual regime de política macroeconômica requer que a política fiscal tenha capacidade de sustentar as expectativas dos agentes sobre o comportamento futuro das variáveis econômicas por meio de medidas consistentes com a solvência da dívida pública. O espaço de políticas discricionárias nesse contexto é limitado e o aprofundamento do corte dos gastos públicos é visto como caminho inelutável diante da ameaça de que a fragilidade das contas públicas contamine a expectativa dos agentes e gere instabilidade no cenário econômico.

A política econômica do Governo Lula seguiu o receituário convencional e buscou ampliar o esforço fiscal com o objetivo de evitar que os movimentos das taxas de câmbio e de juros do segundo governo Fernando Henrique Cardoso colocassem em risco o resultado das contas públicas. O aumento do superávit primário e o bom comportamento da economia internacional a partir de 2003 ajudaram a conter a taxa de câmbio e os preços internos e afastar os sinais de dominância fiscal. Porém, o avanço obtido mostrou-se aquém do que poderia se esperar. A economia brasileira manteve os sintomas típicos de países emergentes sem moeda conversível e presa aos ciclos de crédito e aos choques de preços internacionais, com o agravante de crescer pouco em relação a esses países. A alta dos preços das *commodities* repercutiu sobre os índices de preços no mercado interno e provocou novo movimento de aceleração das taxas de juros a partir de fins de 2004, afetando as contas públicas em 2005 e 2006 (Tabela 1).

Tabela 1
Necessidade de financiamento do setor público

	1994- 2006 (% do PIB)												
Discriminação	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nominal	26,97	7,27	5,86	6,07	7,47	5,82	3,61	3,57	4,58	5,08	2,67	3,29	3,35
Juros nominais	32,18	7,54	5,77	5,1	7,49	9,05	7,08	7,20	8,47	9,33	7,26	8,13	7,66
Primário	-5,21	-0,27	0,09	0,97	-0,02	-3,23	-3,46	-3,64	-3,89	-4,25	-4,59	-4,84	-4,32

Fonte: Bacen. Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal.

A resposta, mais uma vez, foi ampliar o superávit primário, procurando manter a trajetória de queda da dívida pública e a credibilidade da política econômica. O caminho seguido até agora conseguiu preservar a estabilidade, mas não gerou crescimento apesar do momento altamente favorável da economia mundial. Além disso, a questão fiscal continuou sendo vista como a grande vilã da economia brasileira e são fortes os clamores em favor do aprofundamento do ajuste fiscal. Na análise convencional, o retorno do crescimento depende de uma solução aparentemente simples: o corte dos gastos correntes primários. O sucesso em levar adiante a redução dos gastos públicos, na visão dos adeptos da *contração fiscal expansionista* (Giavazzi; Pagano, 1990; 1995), abriria espaço à queda da taxa de juros e à expansão dos investimentos privados, permitindo a retomada do crescimento. Essa proposta parte do pressuposto de que é imprescindível reduzir as receitas vinculadas e o peso das despesas obrigatórias, elevando o poder aos condutores da política fiscal de alterar a estrutura de gastos públicos e de cortar gastos em áreas beneficiadas com as receitas vinculadas.

O debate colocado nestes termos dá pouca atenção à interação da política fiscal com as outras áreas da política econômica e desconsidera a multiplicidade da agenda fiscal. A recomposição dos salários de parte dos funcionários públicos; a defesa dos interesses de setores de baixa renda; os compromissos previdenciários; a preservação dos direitos conquistados nas áreas de saúde e educação; a proposta política de recuperar o valor do salário mínimo e o atendimento a setores produtivos específicos com benefícios fiscais, além da expansão dos investimentos, são faces diferentes da agenda fiscal, que, necessariamente, tem que ser compatibilizada com a política de estabilização.

A visão convencional concentra as atenções no ajuste das contas públicas e crê que a multiplicidade de questões poderá ser atendida criando espaços orçamentários com o corte de gastos. Não há dúvida sobre a necessidade de mexer na área fiscal, mas a superação do impasse a que chegou a política fiscal dificilmente se dará tendo esse como único foco de atenção. A estrutura dos gastos e a composição das despesas por função indicam a estreita possibilidade de promover cortes expressivos nas despesas, capazes de destravar o crescimento e de avançar na solução das várias pendências de ordem fiscal. Pelo contrário, o esforço centrado na ideia de corte de gastos reforça o atual impasse e esconde a complexa natureza do problema fiscal, que depende de alterações mais gerais que vão além dessa mera determinação. A contenção dos gastos públicos é uma das peças do imenso quebra-cabeça em que se transformou o esforço de retomar o crescimento da economia brasileira e constitui apenas parte do problema a ser discutido, cuja solução depende do encaminhamento de outros pontos essenciais na revisão das finanças públicas.

Tabela 2
Despesa da União por grupo de natureza % PIB

Grupo de despesa	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
DESPESAS CORRENTES PRIMÁRIAS	18,79	19,17	20,09	21,08	20,45	20,68	22,12
Pessoal e Encargos Sociais	5,3	5,29	5,46	5,57	5,07	5,06	4,85
Outras Despesas Correntes	13,49	13,89	14,64	15,51	15,37	15,62	17,27
Transf. a Estados, DF e Municípios	4,3	4,68	4,99	5,47	5,15	5,23	6,07
Benefícios Previdenciários ²	5,97	5,88	6,24	6,51	6,97	6,96	7,35
Demais Despesas Correntes	3,22	3,33	3,4	3,54	3,25	3,43	3,84
JUROS E ENCARGOS DA DÍVIDA	4,66	3,53	4,41	4,11	4,22	4,78	4,64
DESPESAS DE CAPITAL	9,34	5,94	7,48	7,43	7,03	5,89	4,56
Investimentos	0,71	0,92	1,22	0,75	0,41	0,62	0,89
Inversões Financeiras	5,83	1,04	1,71	1,56	1,51	1,22	1,13
Amortização da Dívida ²	2,79	3,99	4,56	5,12	5,11	4,05	2,54
SUBTOTAL	32,79	28,64	31,98	32,62	31,7	30,78	31,32
Amortização da Dívida - Refinanciamento	27,65	27,33	18,36	17,52	24,36	20,63	25,8
Refinanciamento da Dívida Mobiliária	27,05	26,71	17,57	17,01	23,8	20,2	25,58
Refinanciamento da Dívida Contratual	0,6	0,62	0,78	0,51	0,56	0,43	0,22
TOTAL	60,43	55,97	50,34	50,14	56,06	51,41	57,12

Fonte: Ministério do Planejamento.

4.1 A estrutura dos gastos públicos

O exame da estrutura e do comportamento dos gastos públicos ajuda a entender a multiplicidade das agendas fiscais e as barreiras em levar adiante a proposta de corte de gastos sem considerar os interesses e os aspectos legais vigentes. A análise da estrutura das despesas da União no período recente, conforme apresentado na Tabela 2, permite uma primeira aproximação ao problema. Não há dúvida que as despesas correntes primárias cresceram acima do PIB nos últimos anos e que esse movimento não é sustentável no tempo, exigindo medidas de controle dos gastos públicos, de modo a torná-lo compatível com a expansão do PIB. Apesar de existir relativo consenso neste ponto, são grandes as divergências quanto ao caminho a ser adotado. A ideia de proceder a cortes abruptos de gastos públicos ou de atropelar os preceitos legais não encontra eco na sociedade brasileira e não parece promissora, restando a tentativa de qualificar o gasto público e encontrar brechas que tornem possível compatibilizar o seu crescimento com a dinâmica do PIB nos próximos anos.

O comportamento das despesas de pessoal não tem apresentado tendência de expansão no decorrer do tempo, o que contraria o lugar comum, amplamente aceito, de que há inchaço no quadro de funcionários públicos e benevolência na concessão de reajustes. As despesas cresceram em 2001 e 2002, mas, no momento seguinte, o movimento refluíu e voltou a crescer em 2006; sem, no entanto, recuperar o patamar dos anos iniciais da década. A relação entre a despesa de pessoal e a receita corrente líquida aponta uma situação ainda mais confortável. O peso da despesa de pessoal caiu entre 1996 (45,8%) e 2005 (27,3%), indicando que o aumento da arrecadação não serviu à ampliação do gasto com o funcionalismo público (Tabela 1 do Anexo).

O movimento não se distribui de forma igual entre os três poderes. O Executivo perdeu participação no valor anual da despesa de pessoal entre 1996 (83,7%) e 2006 (78,7%), em todos os segmentos da área civil, com exceção do Ministério Público da União; enquanto os militares mantiveram peso relativamente constante. A queda do Executivo foi compensada pela expansão do Legislativo de 3,5% para 4,7% e, sobretudo, do Judiciário de 7,8% para 14,2%. O crescimento dessas despesas em termos reais concentrou-se no Judiciário, com expansão de 148% entre 1996 e 2006, e no Legislativo (81%), enquanto o Executivo apresentou índice bem inferior (23%) graças à queda dos gastos nas empresas públicas e a estabilidade mantida nas autarquias e fundações (Tabelas 2a e 2b do Anexo).

O quadro é semelhante quando se olha o número de funcionários públicos (Tabelas 3a e 3b do Anexo). O Executivo apresenta crescimento (5,0%) inferior ao total de servidores da União (5,9%) entre 1998 e 2005, em razão das reduções observadas nas autarquias, empresas públicas e sociedades de economia mista. Por outro lado, o Legislativo (40,2%) e o Judiciário (14%) são as áreas de maior expansão nos últimos anos, isto é, há um comportamento desigual, com o Executivo arcando com o ônus maior do ajuste.

O crescimento dos gastos públicos concentrou-se basicamente no item denominado de *outras despesas correntes*. Elas passaram de 13,49% em 1999 para 17,27% do PIB em 2005, com destaque para a expansão dos *benefícios previdenciários* de 5,97% para 7,35% e das *transferências aos governos subnacionais* de 4,30% para 6,07% do PIB no período. Já as *demais despesas correntes* apresentaram crescimento modesto, de 3,22% para 3,84% do PIB.

Um pouco mais de atenção a esses elementos de despesa ajudam a compreender o movimento dos gastos públicos. A expansão das transferências não deve ser olhada com preocupação porque ocorreu em razão do aumento da carga tributária e da maior participação federal na arrecadação tributária, o que provocou o crescimento, em termos do PIB, do repasse aos estados e municípios. Entretanto, isso não trouxe perda efetiva de controle de recursos por parte do governo federal, ao contrário, cresceu o seu peso no total dos recursos tributários disponíveis e o valor das transferências caiu em relação à arrecadação total, penalizando os governos subnacionais.

A questão das despesas com os benefícios previdenciários é de outra natureza. Não se duvida que os gastos previdenciários devam adaptar-se às alterações na dinâmica demográfica e na expectativa de vida da população. Além disso, sabe-se que o problema da Previdência Social é parte fundamental do arranjo das contas públicas. Porém, a dificuldade está em como lidar com as múltiplas faces do problema e encaminhar propostas viáveis capazes de atender os anseios da sociedade. As propostas existentes são variadas indo desde posições favoráveis à forte redução da previdência pública até ideias que não veem problemas maiores e não aceitam a existência de déficit.

A discussão em torno da existência ou não do déficit na previdência social remonta às deliberações da Constituição de 1988. Os constituintes defenderam, politicamente, a maior inclusão social e estavam conscientes da inviabilidade de sustentar o conceito idealizado de seguridade social apoiado apenas na tributação da folha de pagamento. A solução encontrada foi criar o Orçamento da Seguridade Social (OSS), com fontes de financiamento múltiplas, baseada na arrecadação sobre a folha salarial e nos recursos das contribuições sociais sobre o faturamento (COFINS) e sobre o lucro líquido (CSLL), sendo aprovada posteriormente (1993) nova fonte de financiamento com a criação da atual CPMF. O OSS deveria garantir o financiamento da saúde, assistência e previdência, componentes da seguridade, estabelecendo, desse modo, a ênfase na questão social e o resgate parcial da dívida social contraída durante a fase de crescimento acelerado da economia brasileira.

A ideia original não se implementou na totalidade e, desde então, tem sido objeto de intensa controvérsia. A indicação aceita, mas não unânime, é que o OSS é superavitário se for acatado o previsto na Constituição de 1988, mesmo quando se consideram as desvinculações da DRU (Tabela 4 do Anexo). A posição de que as contas da seguridade social são superavitárias, apesar de presente no debate, perdeu espaço e o foco da análise deslocou-se do ideal proposto na Constituição de 1988 para o Regime Geral da Previdência Social (RGPS) – ou o próprio INSS – e o Regime dos Servidores Públicos. A colocação do problema nesses termos realçou o valor do déficit, contabilizando, em cada um dos regimes, as contribuições líquidas e o montante dos benefícios pagos, sem levar em conta as especificidades das contas aí existentes (Tabela 3).

O enorme déficit que aparece a partir dessa perspectiva de análise deu força ao argumento daqueles favoráveis à ampla reforma da previdência como caminho de reestruturação das contas públicas (Tabela 5, Gráficos 1 e 2 do Anexo). O deslocamento do foco do debate da questão da existência ou não do déficit para o valor dos gastos e do seu peso em relação ao PIB teve o mérito de chamar a atenção sobre pontos que merecem maior reflexão.

A concordância em relação ao fato de que o descompasso entre a expansão dos gastos correntes e do PIB não é sustentável é quase tão grande quanto às divergências sobre as soluções a

serem propostas. A posição convencional centra a atenção na revisão dos preceitos legais estabelecidos na Constituição de 1988 e na contenção das despesas sociais (Almeida et al., 2006; Velloso, 2006). A perspectiva contrária aceita discutir o problema do gasto preservando os preceitos constitucionais e a agenda social, ou seja, o desafio a que se propõe é pensar a questão do gasto público sem ferir o princípio básico de manutenção da política social, olhando a política fiscal como parte de um todo, em que as agendas são múltiplas e as escolhas devem respeitar os interesses e a correlação de forças presentes na sociedade.

As propostas recentes de reforma da previdência estão pouco comprometidas com esse princípio e contestam elementos importantes do núcleo da ação social. A desvinculação dos benefícios do salário mínimo; a revisão do atendimento aos trabalhadores rurais; a privatização do regime previdenciário e o corte de gastos sociais, como o LOAS, a RMV e a Bolsa Família são medidas vistas como necessárias à redução dos gastos correntes e ampliação dos investimentos.¹¹ Essas ideias são contestadas por analistas defensores da política social e dos benefícios consagrados ao extrato mais baixo da população, mas isso não impede que se busque olhar com atenção o valor dos benefícios do RGPS e assistenciais, buscando caminhos de contenção desses gastos sem que a política social seja comprometida. Em outras palavras, é possível ter um olhar crítico sobre a evolução dos gastos sociais e buscar meios de ampliar o controle, preservando a essência do princípio que rege a política social¹².

Tabela 3
Fluxos de caixa do INSS (R\$ milhões)

DISCRIMINAÇÃO	2003	2004	2005
1. Saldo Inicial	4.456.488	3.324.492	5.354.274
2. Recebimento Total	122.229.227	160.000.554	172.719.638
Arrecadação Líquida ⁽²⁾	80.730.150	93.765.384	108.434.097
Demais Receitas	41.499.077	66.235.170	64.285.542
3. Pagamento Total	123.361.223	151.741.571	171.798.592
Benefícios do Regime Geral de Previdência Social - RGPS	107.134.805	125.750.764	146.010.130
EPU	614.781	665.920	746.395
LOAS e RMV	4.448.103	7.501.987	9.253.067
Transferências a Terceiros	5.857.075	7.360.458	7.521.471
Demais Pagamentos	5.306.458	10.462.442	8.267.530
4. Saldo Previdenciário (Arrec. Líquida - Benefícios do RGPS)	-26.404.655	-31.985.381	-37.576.033
5. Saldo Arrecadação Líquida - Total de Benefícios pagos	-31.467.540	-40.153.288	-47.575.495
6. Saldo Operacional (Recebimento Total - Pagamento Total)	-1.131.996	8.258.983	921.046
7. Saldo Final	3.324.492	11.583.478	6.275.320

Fonte: MPAS. Anuário Estatístico do INSS.

A pensão por morte é um dos elementos a serem considerados porque representa importante fonte de dispêndio previdenciário (média de 24,3% do total dos benefícios do RGPS emitidos no período 2003-2005) e se situa em patamar superior ao que se observa em outras

¹¹ Cf Giambiagi et al. (2004) e Giambiagi (2007).

¹² O texto se beneficiou aqui das colocações: Matijascic (mimeo, s.d.); Delgado e Castro (2003) e Delgado (2006)

experiências, sugerindo que a legislação brasileira é benevolente e permite ao segurado receber a pensão não como recurso necessário ao seu sustento, mas como meio de complementar a renda, uma vez que a legislação não considera a situação do cônjuge e dos filhos no momento de conceder o benefício, permitindo a pessoas de baixa idade, com renda e capacidade de trabalho, receber a pensão (Tabela 4). Outro elemento que merece atenção é a permissão dada aos inativos de continuar trabalhando e acumular dois rendimentos. É discutível ainda a concessão de aposentadorias por tempo de contribuição para pessoas com idade baixa e pleno vigor intelectual e físico. A implementação de idade mínima de aposentadoria para aqueles com tempo de contribuição é controversa, mas, diante da atual expectativa de vida dos brasileiros, este ponto precisa ser analisado e, provavelmente, alterado, aproximando o regime nacional da realidade internacional e da situação vigente dos servidores públicos. O patamar dos gastos com aposentadorias por invalidez (11,5% em 2005) e auxílio-doença (9,4%) é outro ponto a ser olhado com atenção, uma vez que é expressivo em relação ao tamanho da população contribuinte, indicando a possibilidade de fraude ou problemas de gestão.

Tabela 4
Valor dos benefícios emitidos do INSS

Valor de benefícios emitidos, por clientela, segundo os grupos de espécie, acumulado ano						
Grupos de espécies	valor de benefícios emitidos (R\$mil)					
	2003	%	2004	%	2005	%
BENEFÍCIOS DO RGPS	102.360.739	100,0%	119.057.516	100,0%	132.997.640	100,0%
Aposentadorias	68.704.277	67,1%	78.844.608	66,2%	87.187.192	65,6%
Tempo de Contribuição	36.518.265	35,7%	41.343.205	34,7%	44.051.040	33,1%
Idade	21.025.573	20,5%	24.296.314	20,4%	27.889.682	21,0%
Invalidez	11.160.439	10,9%	13.205.089	11,1%	15.246.470	11,5%
Pensão por Morte	25.054.226	24,5%	28.862.905	24,2%	31.861.926	24,0%
Auxílios Doença	7.022.602	6,9%	10.096.563	8,5%	12.548.851	9,4%
Salário-Maternidade	598.352	0,6%	135.935	0,1%	149.157	0,1%
Outros	981.284	1,0%	1.117.505	0,9%	1.250.514	0,9%

Fonte: Aeps (2005).

Além disso, é preciso considerar a convivência no RGPS de duas realidades distintas: os segurados urbanos baseados no valor da contribuição e os segurados rurais fortemente dependentes dos princípios da seguridade social. O problema de financiamento deste sub-segmento não é de ordem previdenciária, já que os trabalhadores rurais têm direitos assegurados independentemente da contribuição, mascarando a real dimensão das contas do RGPS. A clientela rural é responsável por parcela considerável do saldo negativo do RGPS (em média por 64,8% no período 2003-2005), mas se atribui o problema a todo o sistema, cobrando-se reformas gerais, sem se ater à realidade de cada segmento (Tabela 6 e Gráfico 3 do Anexo).

A aceitação do princípio constitucional de que cabe à sociedade bancar o ônus do atendimento ao trabalhador rural coloca em debate essa questão específica, desvinculada dos direitos da clientela urbana, permitindo melhor entendimento sobre a medida dos benefícios aos trabalhadores rurais e das formas de financiamento vigentes.

A preocupação de aprimorar o entendimento contábil da Previdência Social norteou o debate proposto pelo Ministro Nelson Machado de separar as despesas e receitas previdenciárias daquelas consideradas como subsídios ou transferências unilaterais. As aposentadorias rurais e os programas de atendimento aos idosos cabem no conceito de assistência social e não de previdência, o mesmo ocorre na concessão de subsídios às entidades ligadas à saúde, educação e pequenas e médias empresas definidos com base em políticas de Estado não subordinadas a critérios atuariais previdenciários. A separação adequada da classificação contábil, apesar de não alterar o resultado das contas públicas, ajuda a clarear o problema e a busca de soluções adequadas, diferenciando o que é previdência daquilo que é política social e, como tal, credora de outra forma de financiamento. Isto evitaria grande parte do atual emaranhado de conceitos e contas, responsáveis pela dificuldade de entender e definir os rumos da previdência pública brasileira.

O resultado a ser tirado da avaliação desses pontos é simples: a reforma constitucional não é o único caminho e, provavelmente, não o melhor na solução dos problemas previdenciários. A revisão da política de alguns gastos e a explicitação das contas são caminhos promissores, cabíveis de serem realizados com alterações de cunho administrativo e medidas infraconstitucionais, podendo trazer avanços significativos, enquanto se busca soluções para o baixo crescimento da economia, a elevada taxa de desemprego, a queda da renda média dos assalariados e o trabalho precário, questões que estão na base das dificuldades da Previdência Social.

Finalmente, o valor do item denominado *demais despesas correntes* (ver Tabela 2) complementam as despesas correntes primárias da União. Esses gastos podem ser visualizados a partir das despesas do Tesouro Nacional divulgadas pela STN, que incorporam: as despesas dos ministérios; FAT; subsídios e subvenções econômicas e benefícios assistenciais, equivalentes a 3,22% em 1998 e 3,84% do PIB em 2005 (Tabelas 2 e 5 e Tabela 7 do Anexo). Os dados da STN mostram que, descontados os benefícios assistenciais (0,48% do PIB), os gastos correntes dos ministérios, fora os salários, alcançaram, apenas, cerca de 3,36% do PIB em 2005, ou 2,22%, se forem deduzidos também os desembolsos do FAT (0,61%) e os subsídios e subvenções (0,53%).

Tabela 5
Despesas do Tesouro Nacional

BRASIL, JAN-DEZ (% do PIB)				
DISCRIMINAÇÃO	2003	2004	2005	2006
Pessoal e Encargos	5,02%	4,74%	4,76%	5,03%
Custeio e Capital	4,66%	5,16%	5,74%	6,11%
Despesas do FAT	0,55%	0,56%	0,61%	0,73%
Subsídios e Subvenções	0,39%	0,31%	0,53%	0,46%
LOAS/RMV	0,29%	0,42%	0,48%	0,56%
Outras	3,43%	3,86%	4,11%	4,36%
Transferência ao Bacen	0,03%	0,04%	0,03%	0,03%

Fonte: STN. Resultado do Tesouro Nacional.

O exame da estrutura de gastos da União realça a forte restrição em cortar os gastos primários correntes. A dificuldade de realizar cortes significativos no custeio levou o governo a limitar o valor dos investimentos, que, como mostra a tabela 2, se mantém baixo durante toda a década.

O entrave à realização de cortes pode ser mais bem visualizado examinando o valor (2005) das despesas discricionárias por órgão (Tabela 8 do Anexo). A baixa parcela destinada aos investimentos (0,59%) não dá espaço há restrições; o valor do custeio, por sua vez, alcançou 3,22% do PIB, concentrados em saúde (1,60%), educação (0,34%) e desenvolvimento social e combate à fome (0,32%), enquanto que a participação das outras áreas no valor da despesa total é pequena, não dando margem à adoção de medidas contundentes de cortes de gastos.

A colocação do problema nesses termos dá força ao argumento daqueles que creditam ao elevado valor das despesas obrigatórias (Gráfico 4 do Anexo) o entrave maior no controle dos gastos correntes e defendem que, diante da atual dinâmica das despesas públicas, não há como escapar do corte dos gastos sociais. Acreditam que a contínua expansão das despesas primárias só será revertida com a desvinculação das receitas e com alterações na política de gastos sociais, através de ampla reforma da previdência e com medidas de controle nos benefícios assistenciais, que *só pode ser feito por mudanças na legislação, no sentido de reduzir o número de pessoas que têm o direito ao benefício (por exemplo, aumento da idade mínima) ou reduzindo o seu valor* (Velloso, 2006, p. 230), desconsiderando que benefício atende a clientela limitada¹³ e não pode ser visto como tendência porque, em boa medida, é explicado por mudanças recentes na legislação¹⁴.

A proposta focada na política de cortes dos gastos públicos não deixa alternativa, a não ser rever a política social e romper preceitos constitucionais, isto é, desconsidera as forças políticas contrárias às mudanças e os interesses que elegeram o atual Presidente da República. A ideia de repensar a política macroeconômica e de questionar o alto peso dos juros na estrutura de gastos da União é descartada a priori, sem se colocar como objeto de discussão (Tabela 2). A política monetária virou dogma e não cabe contestar, porque, deste ponto de vista, o governo não pode adotar medidas monetárias vistas como *artificiais* pelo mercado, restando acatar o patamar de taxa de juros e o valor das despesas financeiras como consequência inescapável e defender a posição de que o contraponto entre despesa financeira *versus* outras despesas é uma falsa analogia (Giambiagi, 2006, p. 44). Assim, o raio de manobra se reduz a muito pouco: perseverar na política de corte de gastos públicos e nos ditames da política monetária, pois, lá adiante (quando?) o mercado, frente às condições saudáveis das contas públicas, irá aceitar taxa de juros mais baixas e viabilizar a redução das despesas financeiras.

¹³ O benefício do LOAS atende a uma clientela constituída de deficientes e idosos, com idade igual ou superior a 65 anos e renda familiar per-capita inferior a ¼ do salário mínimo

¹⁴ A Loas foi regulamentada na Constituição de 1988 em favor de pessoas com mais de 70 anos. A lei foi alterada em 1998, com a redução da idade mínima para 67. Em 2003, o Estatuto do Idoso reduziu a idade mínima para 65 anos.

Tabela 6
Gastos do Governo Central R\$ milhões

Anos	Juros Nominais	% PIB	LOAS/RMV	% PIB	Bolsa Família	% PIB	Gastos por Função*	% PIB
2003	100.896	6,59	6.403	0,41%	3.269	0,21%	25.855	1,66%
2004	79.419	4,50	7.684	0,43%	5.289	0,30%	29.215	1,65%
2005	129.025	6,66	9.253	0,48%	6.537	0,34%	38.253	1,97%
2006	125.827	6,03	11.639	0,56%	8.231	0,38%	42.300	1,98%

Fonte: Notas para a Imprensa-Política Fiscal e STN-Execução Orçamentária Resumida.

*Corresponde ao gasto agregado com as funções: cultura, direitos da cidadania, urbanismo, habitação, saneamento, desporto e lazer, gestão ambiental; ciência e tecnologia, comunicações, energia, transporte, segurança pública, relações exteriores, agricultura, organização agrária, indústria, comércio e serviço.

A insistência em contestar a política monetária e o valor da taxa de juros ganha sentido ao se comparar a situação do Brasil e de outros países emergentes. A explicação do porquê o patamar de taxa de juros mantém-se tão elevado no país, particularmente durante todo o primeiro mandato do Governo Lula, não é trivial. O custo da política monetária é expressivo e, mesmo reconhecendo a imprecisão em comparar gastos de caráter distintos, é ilustrativo observar a disparidade das despesas financeiras e o de outras rubricas (Tabela 6). A apresentação desses dados tem o objetivo simples de mostrar como a queda dos juros e dos gastos financeiros abre espaço ao aumento das aplicações em outras rubricas sem comprometer o superávit primário. Não se pode esquecer que, ao contrário de outros momentos quando ocorria a rolagem dos encargos financeiros, a mudança da política fiscal do final de 1998 e a definição de metas específicas de superávits primários tornaram esses gastos efetivos, restringindo o montante de outras despesas e atuando como fator de (des)ajuste das contas públicas. Entretanto, essas questões são desconsideradas e o debate sobre a política fiscal se mantém circunscrito à política de cortes de gastos, como se os pequenos ganhos nessa área fossem capazes de solucionar os problemas fiscais e, mais do que isso, seriam aplicados em investimentos e iriam alavancar a taxa de crescimento do País.

4.2 As despesas por função

A distribuição das despesas da União por função oferece outro ângulo de análise do impasse presente no debate recente da política fiscal. Não há dúvida a respeito da possibilidade de ganhos de eficiência no gasto público (Marcos, org., 2006), mas, como esses ganhos são pouco significativos, a proposta convencional não tem alternativa senão focar no corte dos gastos obrigatórios, o que recoloca o desafio de se buscar outro caminho além daquele focado no corte das despesas.

Os gastos da União por função estão fortemente concentrados nos encargos especiais (sobretudo dívida) e na área social. As outras áreas aparecem com dotações de recursos bem inferiores, em particular aquelas ligadas à infraestrutura e produção, fundamentais no esforço de ampliar o crescimento. Os gastos atrelados à Assistência Social, Previdência Social, Saúde, Trabalho e Educação concentram, sem considerar os encargos especiais, 77,2% do total das despesas de 2005. E, se for somado os gastos com as funções Legislativa, Judiciária e Defesa Nacional, o volume de despesas alcança o equivalente a 82,1% do total. Além disso, a parte referente aos encargos

especiais, que englobam principalmente os gastos financeiros, respondem por parcela expressiva (42,5% em 2005) da despesa total (Tabela 7).

Tabela 7
Gastos da União por função: participação relativa das áreas na despesa total

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Área Social	43,67%	41,16%	40,65%	41,77%	44,23%	45,18%	38,18%
Assistência Social	1,41%	1,38%	1,48%	1,71%	2,55%	2,60%	2,52%
Previdência Social	29,61%	28,05%	28,06%	29,49%	30,44%	31,06%	26,75%
Saúde	6,43%	6,16%	5,79%	5,51%	6,06%	6,01%	4,67%
Trabalho	1,98%	1,94%	1,93%	1,92%	1,97%	2,10%	2,05%
Educação	3,37%	3,04%	3,01%	2,88%	2,67%	2,67%	1,97%
Cultura	0,08%	0,07%	0,05%	0,05%	0,06%	0,08%	0,04%
Direitos da Cidadania	0,13%	0,15%	0,09%	0,08%	0,10%	0,14%	0,08%
Urbanismo	0,06%	0,13%	0,11%	0,07%	0,22%	0,35%	0,07%
Habituação	0,51%	0,09%	0,03%	0,02%	0,09%	0,09%	0,00%
Saneamento	0,05%	0,06%	0,02%	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%
Desportos e Lazer	0,06%	0,08%	0,06%	0,03%	0,05%	0,07%	0,02%
Outros*	0,88%	0,58%	0,37%	0,27%	0,53%	0,74%	0,22%
Infra- estrutura	2,09%	2,25%	3,71%	2,14%	1,53%	2,13%	0,80%
Gestão Ambiental	0,36%	0,50%	0,29%	0,19%	0,22%	0,33%	0,12%
Ciência e Tecnologia	0,39%	0,42%	0,34%	0,40%	0,48%	0,54%	0,30%
Comunicações	0,13%	0,12%	0,13%	0,13%	0,09%	0,08%	0,04%
Energia	0,17%	0,19%	1,78%	0,79%	0,07%	0,08%	0,04%
Transporte	1,04%	1,03%	1,17%	0,62%	0,67%	1,11%	0,30%
Administração	9,22%	8,44%	8,22%	7,15%	7,87%	7,56%	5,84%
Legislativa	0,56%	0,55%	0,56%	0,62%	0,65%	0,63%	0,53%
Judiciária	2,05%	1,75%	1,86%	1,69%	1,94%	1,76%	1,58%
Essencial à Justiça	0,22%	0,22%	0,24%	0,27%	0,39%	0,38%	0,33%
Administração	2,09%	1,90%	1,87%	1,49%	1,64%	1,50%	1,14%
Defesa Nacional	3,37%	3,10%	2,87%	2,35%	2,50%	2,54%	1,73%
Segurança Pública	0,69%	0,68%	0,50%	0,49%	0,51%	0,50%	0,38%
Relações Exteriores	0,24%	0,24%	0,30%	0,24%	0,24%	0,25%	0,14%
Produção	2,65%	2,63%	2,08%	2,12%	2,55%	2,68%	1,41%
Agricultura	1,61%	1,43%	1,25%	1,32%	1,40%	1,37%	0,90%
Organização Agrária	0,35%	0,35%	0,31%	0,29%	0,48%	0,59%	0,23%
Indústria	0,10%	0,12%	0,10%	0,09%	0,28%	0,25%	0,10%
Comércio e Serviços	0,59%	0,73%	0,42%	0,42%	0,38%	0,47%	0,19%
Encargos Especiais	42,36%	45,52%	45,34%	46,82%	43,82%	42,45%	53,77%

Fonte: SIAFI – STN/CCONT/GEINC.

A concentração dos gastos nessas áreas não deixa espaço às propostas de ampliar o corte dos gastos primários correntes. O esforço de contenção das despesas com o objetivo de atender as metas programadas de política fiscal ocorre no conjunto das outras funções não sujeitas às restrições legais, com baixa participação no valor da despesa total. A prática de contingenciar as despesas até o momento em que a arrecadação dê certeza de que a meta de superávit primário será alcançada, introduziu elementos de instabilidade nos programas dos ministérios e dificuldades de gestão, em razão de a verba só ser liberada para empenho às vésperas do encerramento do ano fiscal.

O compromisso com os superávits primários se refletiu no baixo crescimento real dos gastos da maioria das funções (Tabela 9 do Anexo). As áreas com índices mais expressivos de expansão foram: assistência social, previdência social e trabalho; enquanto que a função saúde manteve-se relativamente constante e o gasto com educação caiu em termos reais e como participação no PIB. O mesmo ocorreu em outros segmentos da área social, como habitação e saneamento. As áreas de produção e infraestrutura mostraram fraco desempenho no agregado, oscilando no período ao sabor da conjuntura, com alguns segmentos (ciência e tecnologia, organização agrária e indústria) mantendo tendência de expansão favorável, mas o montante de gasto é baixo, refletindo a incapacidade de atender áreas prioritárias na retomada do crescimento.

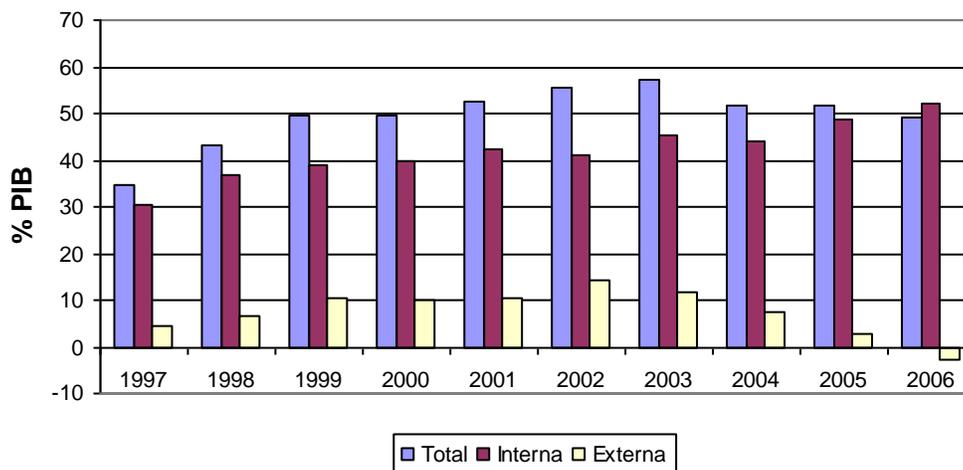
O exame das despesas por função reflete a rigidez presente na peça orçamentária. As áreas de infraestrutura e produção convivem com recursos de pouca monta e oscilante no tempo. As funções da área social – assistência social e previdência social – cresceram em relação ao PIB e ampliaram o peso no valor total das despesas por função, refletindo a própria dinâmica da arrecadação tributária. A concentração da expansão da carga tributária nas contribuições sociais direcionou a essas áreas, por disposição legal, parcela expressiva dos recursos arrecadados, reforçando a rigidez orçamentária que o aumento da arrecadação tinha por objetivo combater. Este mecanismo, no entanto, não sustentou a ampliação dos gastos em outras funções da área social, como educação e, principalmente, habitação e saneamento, que perderam recursos em termos reais e como participação no PIB.

5 O problema colocado com a dívida pública

Além das restrições do sistema tributário e da estrutura de gastos do setor público, a dívida líquida é outra questão a ser olhada com atenção ao ajuste do setor público (gráfico 5). A mudança da política fiscal no final de 1998 não evitou o crescimento da dívida líquida do setor público (DLSP) até 2003, como consequência das despesas financeiras e dos efeitos da turbulência internacional sobre a taxa de câmbio (Tabela 10 do Anexo). A volta do ciclo de liquidez internacional e a valorização do real a partir de 2004 conseguiram reverter essa tendência, mas o valor da dívida permaneceu elevado e o ritmo de queda nos últimos dois anos é lento, apesar do atual nível de superávit primário e das condições altamente favoráveis da economia mundial.

A DLSP continua a inspirar cuidado e ainda está sujeita a impactos significativos diante de alterações econômicas cujos reflexos atinjam, sobretudo, a taxa de juros. A dívida pública mobiliária é o símbolo da crônica instabilidade da economia brasileira e cumpriu papel fundamental nos anos 80. A garantia de valorização da riqueza financeira, por meio da plena indexação e da rolagem diária do total dos títulos públicos, evitou a caracterização da crise como de hiperinflação aberta, resguardando a economia e permitindo a travessia sem queima expressiva de capital.

Gráfico 5
Evolução da dívida líquida



Fonte: Bacen.

A estabilização trouxe ganhos no trato da dívida pública, o índice de indexação à taxa de juros diária é bem mais baixo e não há a obrigação de rolagem integral no *overnight*. Porém, os problemas persistem e a dívida pública ainda se coloca como entrave na busca de condições fiscais mais favoráveis e menores taxas de juros. A economia brasileira já percorreu longo caminho e está na hora de abrir a discussão sobre como é possível avançar na administração da dívida, reduzir os juros e eliminar os sinais de indexação característicos da época de alta inflação. Não houve até agora a separação nítida entre o mercado monetário e o mercado de títulos, de tal modo que mudanças na política monetária de curto prazo podem anular o esforço fiscal já realizado, a partir do impacto da taxa de juros de mercado em parte expressiva do estoque da dívida pública indexada à Selic e da capacidade dos investidores de alterar a composição e o perfil da dívida pública.

A evolução recente aponta os impasses e as dificuldades de reduzir com rapidez o estoque da dívida pública. A queda da DLSP a partir de 2004 é explicada pela perda de participação da dívida externa no total da dívida pública, com a valorização da taxa de câmbio ocorrida no governo Lula e a liquidação e reestruturação de parte da dívida (Tabela 11 do Anexo). A expansão da economia internacional e a abundância de liquidez facilitaram as operações de troca de títulos e de antecipação dos pagamentos, com queda na exposição cambial e melhor condições de enfrentar a instabilidade externa, responsável, em vários momentos, pela dinâmica da dívida pública.

A dívida externa deixou de ser crucial no trato da situação fiscal. O aumento das reservas internacionais e os resultados da estratégia de financiamento (STN, 2006) tornaram a dívida externa líquida negativa e o montante a vencer nos próximos dois anos baixo. Isto permite ao setor público não sofrer sobressaltos no financiamento externo, mesmo se o atual patamar de liquidez internacional não for mantido (Quadro 1 e Tabela 8). Além disso, a menor necessidade de financiamento externo e as boas condições de liquidez permitem continuar o programa de resgate antecipado dos títulos e manter emissões internacionais com o objetivo primordial de construir pontos de referência (*benchmark*) nos principais mercados emergentes e consolidar a curva de juros externa (STN, 2007).

Quadro 1
Principais eventos em relação à dívida externa

- **Julho/05:** Pagamento antecipado da Dívida com o FMI (USD 4,9 bi);
- **Agosto/05:** Troca do C-Bond pelo A-Bond (USD 4,5 bi);
- **Setembro/05:** Emissão em Reais -BRL 2016 (USD 1,5 bi);
- **Outubro/05:** Exercício da opção de *call* dos C-Bonds (USD 1,1 bi);
- **Dezembro/05:** Pagamento antecipado da Dívida com o FMI (USD 15,5 bi);
- **Janeiro/06:** Anúncio do pagamento antecipado do Clube de Paris (USD 1,7 bi);
- **Janeiro/06:** Início do Programa de Resgate Antecipado de títulos da DPMFe com vencimentos até 2010 e bônus *Bradies* (USD 5,1 bi até 16 de agosto de 2006);
- **Abril/06:** O Tesouro exerceu seu direito de resgate antecipado (*call*), ao par, dos bônus *Bradies* em mercado (USD 6,5 bi);
- **Junho/06:** Leilão de recompra de títulos da dívida externa -*Tender Offer*, resgatando USD 1,3 bi (valor de face);
- **Julho/06:** Operação de troca (*Exchange Offer*) dos Globais 2020, 2024, 2024B, 2027 e 2030 pelo Global 2037, no valor aproximado de USD 500 milhões.

Fonte: STN - Estratégia de Administração da Dívida Externa, Brasília (2006).

Tabela 8
Dívida pública externa – Necessidade de financiamento até 2008

Quadro Final Consolidado - US\$ milhões (em 16/08/2006)				
	2006*	2007	2008	Total
a) Dívida Mobiliária	2.230,16	8.371,44	6.270,27	16.871,87
1.Principal	828,89	3.760,82	2.041,32	6.631,03
2.Juros	1.401,27	4.610,62	4.228,95	10.240,84
b) Organismos Internacionais	574,47	2.755,06	2.751,86	6.081,38
1.Principal União	329,95	718,22	728,67	1.776,83
2.Juros União	244,52	585,93	596,87	1.427,32
3. Principal Estados e Municípios	0	916,76	925,76	1.842,52
4.Juros Estados e Municípios	0	534,16	500,56	1.034,71
c) Credores Privados	158,34	791,65	469,22	1.419,21
1.Principal	127,98	639,73	345,08	1.112,79
2.Juros	30,36	151,91	124,14	306,42
d) Compra Antecipada de Moedas **	2.962,97	-	-	2.962,97
e) Necessidade Bruta de Moedas (a + b + c - d)		11.918,15	9.491,35	21.409,49
f) Previsão de Entrada de Rec.Organismos (BID e BIR)	2.068,43	2.987,47	2.159,89	7.215,79
Projetos em Execução - União	622,11	909,08	90,09	1.621,28
Projetos em Execução - E&M e outros	590,78	819,81	511,66	1.922,24
Projetos a Contratar - CAS União	749,45	1.095,40	1.289,00	3.133,85
Projetos a Contratar - CAS (E&M) e outros	106,09	163,18	269,15	538,42
g) Necessidade Líquida de Moeda (e - f)	(2.068,43)	8.930,68	7.331,45	14.193,70

Fonte: STN- Estratégia de Administração da Dívida Externa Brasileira - Agosto 2006

* Valores de 2006 correspondentes ao período de agosto a dezembro.

** Não inclui os dólares já comprados referentes aos vencimentos de 2007.

A dívida interna, por outro lado, apesar de não ter risco de *default*, manteve a tendência de crescimento em relação ao PIB em razão do alto custo de rolagem dos títulos provocado pelo endurecimento da política monetária. Os juros nominais consolidam-se como o principal fator condicionante da expansão da dívida e reforça a conexão das políticas monetária e fiscal (Tabela 12 do Anexo). Este aspecto é central no trato da situação fiscal e merece ser questionado. Não há como desconsiderar nessa discussão as particularidades do mercado de títulos públicos que, mesmo com o sucesso da estabilização, mantém características do tempo de alta inflação: curto prazo de vencimento da dívida e elevado montante de títulos atrelados à Selic.

O curto prazo no vencimento dos títulos permite aos investidores reverem a composição de suas carteiras e escolherem o arranjo de maior rentabilidade¹⁵. Os momentos de (des)valorização cambial provocam mudanças na composição da DMFi com a compra (fuga) de posições indexados ao dólar. O mesmo ocorre nas alterações da política monetária, com o crescimento da opção por títulos prefixados nos períodos de queda da taxa de juros ou por títulos indexados à Selic quando se espera o crescimento dos juros, o que leva a alterações rápidas na composição da dívida mobiliária ao sabor da conjuntura (Tabela 13 do Anexo).

Além disso, a falta de separação entre o mercado de títulos públicos e o mercado monetário faz com que as decisões do Banco Central no manejo da política monetária repercutam, de imediato, no custo da dívida, sobretudo, quando o peso das LFTs na composição da dívida é elevado, refletindo a estreita vinculação entre os movimentos de curto prazo da política monetária e a evolução da política fiscal.

A maturidade desses títulos não interfere nas regras básicas do mercado porque o tempo necessário (*duration*) entre a mudança da política monetária e o efeito no custo da dívida manteve-se em zero. As LFTs cumprem ainda o papel de seguro contra os riscos assumidos pelos carregadores da dívida pública: nos momentos de alta dos juros, não há perda no valor do estoque da dívida e, nas fases de reversão da tendência, os investidores recorrem aos prefixados, menosprezando os riscos assumidos, certos de que eventuais problemas levarão o Tesouro a trocar os títulos diante da ameaça de turbulências no financiamento da dívida pública. Assim, esses títulos garantem o piso mínimo de juros, atrelado à paridade descoberta, sem estabelecer o teto para os ganhos. Esta prática serviu de instrumento para a superação da aguda instabilidade da segunda metade dos anos 80 e continuou a ser seguida porque favorece a condução da política monetária. Entretanto, os riscos de não rolagem da dívida hoje não se comparam com os existentes naquela época, o que deixa dúvida se ainda é razoável sustentar a elevada parcela da dívida em LFTs e bancar o risco dos investidores ou se não está na hora de alterar as regras do jogo e eliminar esse resquício do período de alta inflação (Carneiro, 2006).

A imbricação entre o mercado monetário e o mercado de dívida pública deixou a gestão a reboque do mercado, com os investidores definindo a composição e o perfil da dívida pública. A existência de carteiras com elevado peso desses títulos de duração zero e sem risco dificulta o alongamento da dívida e interfere na determinação dos juros de mercado. O alto patamar existente cria empecilhos à queda do custo de rolagem da dívida e à retomada do crescimento. Essas questões

¹⁵ O informe da dívida pública mostra que a estrutura de vencimento da DMFi continua altamente concentrada: em dezembro de 1999 78,2% venciam até 2 anos e em dezembro de 2006 esse valor ainda se mantém em 61,1%.

são pouco abordadas no debate da situação do setor público, mas, não há dúvida, de que são entraves no trato da situação fiscal e precisam ser enfrentadas no bojo de uma ampla reforma.

6 A questão dos governos estaduais

A situação dos estados e do pacto federativo é um ponto sensível na discussão da agenda fiscal voltada ao crescimento e não pode ficar de fora do debate. A proposta centrada na sustentabilidade da dívida pública deu atenção ao controle das contas públicas e deixou em segundo plano outros pontos na construção do projeto de crescimento. A estabilização pós Plano Real inviabilizou a política seguida há mais de uma década de fugir para frente e amplificou a crise dos estados, tornando inevitável a renegociação das dívidas no esforço de evitar o caos financeiro e enquadrar as finanças estaduais na lógica do modelo de desenvolvimento desenhado no governo FHC. Não eram aceitáveis os anteriores parâmetros de atuação e era urgente a definição de outros, condizentes com a estabilização e a integração ao mundo globalizado. O que pressupunha alterar o padrão de intervenção do Estado e enquadrar os governos estaduais nos ditames do regime de política econômica criado para tornar o país atraente ao capital externo e lugar seguro de investimentos.

Os estados foram chamados a fazer a sua parte e se adequarem à lógica da política fiscal fiadora do espaço de valorização do capital. O processo de renegociação da dívida atendeu a esse desiderato, exigindo dos estados o cumprimento de parâmetros de atuação compatíveis com a obrigatoriedade de pagar os encargos da dívida e a privatização de empresas e bancos estaduais. A aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) avançou no processo de consolidação fiscal e institucionalizou as regras de comportamento orçamentário, ao forçar a geração de superávits primários e o comprometimento com os compromissos financeiros, restringir o acesso a novos créditos e estabelecer limites de endividamento.

Os estados, sem raio de manobra, não tiveram como deixar de se submeter à lógica da política fiscal e de adotar medidas de restrição de gastos. O ajuste fiscal, embora necessário, não se mostrou capaz, até agora, de devolver aos governos estaduais o poder de cumprir os compromissos financeiros e de responder as demandas das diferentes áreas. O baixo crescimento do PIB, as restrições impostas pela LRF, a menor participação na distribuição dos recursos tributários, o comprometimento das formas de cooperação entre as esferas de governo e o fim da articulação financeira no interior das próprias unidades são elementos constitutivos do processo em curso de esvaziamento do poder estadual como ente federativo.

A questão ganha expressão quando se recorda que a volta da democracia descentralizou os encargos, retirou da esfera federal capacidade de gasto e poder de atuação em áreas importantes e colocou os estados e os municípios como responsáveis por parcela expressiva do total dos gastos públicos e interlocutores decisivos de qualquer projeto de retomada do crescimento. A União perdeu as condições do passado de determinar o ritmo dos investimentos estaduais através das transferências negociadas e do peso das estatais. O enfraquecimento dos estados esvazia o poder de articulação dos programas de investimentos e debilita a federação. O redesenho do projeto de desenvolvimento tem de colocar na ordem do dia a discussão do pacto federativo e das formas de cooperação entre as esferas de governo. Este debate, no entanto, não tem espaço se a agenda

continuar centrada na ideia da estabilização e do ajuste fiscal. Os esforços precisam ser canalizados no sentido de buscar alguma forma de coalizão em favor da discussão do pacto federativo, capaz de conter o antagonismo atual e ampliar a cooperação em defesa de mudanças da agenda fiscal e da devolução aos estados do espaço para investir.

Os indicadores fiscais da STN permitem avaliar os avanços e as restrições impostas aos governos estaduais, passados os momentos iniciais do programa de ajuste fiscal implementado com a renegociação da dívida pública em 1997. O objetivo do programa de conter os gastos públicos e a expansão das necessidades de financiamento certamente foi atingido, mas, até agora, depois de uma década da assinatura dos acordos, os estados, principalmente os de maior peso econômico, ainda convivem com dificuldades significativas de financiamento e não se consegue mapear com segurança a capacidade das unidades de pagarem o valor das dívidas negociadas no prazo estipulado nos contratos (Giambiagi; Mora, 2005).

A novidade do programa de ajuste, além da reforma patrimonial, foi a obrigação de gerar superávits primários e de comprometer parte da receita com o pagamento efetivo dos encargos da dívida, deixando de existir o procedimento usual de rolagem integral da dívida de anos anteriores. Isto forçou o ajuste das despesas primárias. Em alguns momentos, os cortes foram amenizados pelos recursos da privatização, sem, contudo, evitar a revisão da política de gastos e a decisão prioritária de gerar superávits primários.

Um dos caminhos do controle dos gastos correntes foi o corte das despesas de pessoal, a fim de cumprir os tetos estabelecidos nos programas de ajuste fiscal. Isto levou à tendência de queda da relação despesa de pessoal / receita corrente líquida (RCL) no período analisado. O indicador de despesa de pessoal do poder executivo divulgado na STN (Tabela 14 do Anexo) mostra que a maioria das unidades respeita o limite (49%) estabelecido na LRF. Porém, as informações do balanço orçamentário, divulgados no mesmo *site*, indicam que, em 5 unidades (RS, AL, BA, CE e PE), a despesa total de pessoal e encargos ultrapassa o limite de 60% da RCL e outras unidades estão bem próximas desse valor (Tabela 15 do Anexo). Entretanto, não há certeza de que o valor total das despesas com inativos está corretamente designado nessa rubrica, o que levanta dúvidas em relação ao alcance efetivo do ajuste.

O avanço dos superávits primários é o sinal mais visível do programa de ajuste e do compromisso de pagamento dos encargos da dívida. Os dados indicam a obediência ao cumprimento das determinações básicas e o receio de bloqueio das verbas do FPE para cobrir os atrasos nos pagamentos dos encargos da dívida. Em 2002, apenas três estados apresentaram déficit primário (PE, SC e RS) e, no ano seguinte, a situação voltou a se repetir só no Rio Grande do Sul, com todos os demais apresentando valores positivos e, muitos deles, ganhos significativos. A posição superavitária manteve-se em 2004 e 2005 e, apesar de ser ano eleitoral, nada indica a reversão desse quadro em 2006, mostrando como as regras são cumpridas e compõem a atual realidade fiscal dos governos estaduais. É interessante observar, no entanto, o elevado nível dos restos a pagar de alguns estados (MG, RJ, RS, PR, GO, MS e PB), o que pode indicar a maquiagem dos dados caso não haja saldo de caixa de valor correspondente.

O indicador dívida consolidada líquida / RCL também apresentou evolução positiva nos últimos anos, depois de superado o impacto do aumento do índice de indexação da dívida estadual (IGP/DI) entre 1999 e 2002, em função da desvalorização cambial. Em 2005, apenas Minas Gerais,

Rio Grande do Sul e Alagoas superaram o valor determinado na LRF (2,0). A tendência de redução do índice manteve-se em 2006, com o enquadramento de Minas Gerais na meta estabelecida e a melhor situação da maior parte das outras unidades. Os baixos índices de endividamento dos estados do norte e nordeste, com exceção de Alagoas, chamam a atenção. Isto se explica, em parte, pelo fato desses estados terem negociado parcela expressiva de suas dívidas antes da implantação do Plano Real (Lei 8727/93), enquanto as unidades de maior nível de renda, donas de elevado estoque de dívida mobiliária, foram duramente afetadas pelas altas taxas de juros utilizadas na rolagem da dívida até a concretização do acordo de 1997 (Tabela 15 do Anexo).

Os indicadores citados mostram que o programa de ajuste fiscal alcançou parte dos objetivos e obteve o controle das despesas de pessoal, a geração de superávits primários e o declínio do peso da dívida pública. Porém, o bom desempenho não permitiu o relaxamento da política de restrição fiscal seguida na última década. O elevado patamar dos encargos da dívida pública consome parte significativa da receita corrente líquida da maioria das unidades e demanda a continuidade do processo de ajuste fiscal. É preciso lembrar ainda que os dados de balanço indicam apenas os encargos efetivamente pagos e não os devidos, ou seja, parte dos juros e amortizações, quando ultrapassam o limite máximo de comprometimento da receita definido no acordo de renegociação, são agregados ao estoque da dívida, comprometendo o cronograma de pagamento e o equacionamento final da situação fiscal dos governos estaduais.

O atual constrangimento financeiro estadual se expressa melhor no resultado obtido depois de descontados do superávit primário os juros e as amortizações pagas (Tabela 16 do Anexo). Os estados do norte, nordeste e centro-oeste conseguem, em geral, honrar os pagamentos dos juros usando o superávit primário, isto é, não têm o que está sendo chamado de necessidade de financiamento líquida (NFL = superávit primário – juros). Entretanto, a situação é mais problemática ao se olhar o valor da necessidade de financiamento bruta (NFB = NFL – amortização), pois se torna comum a presença de déficits em mais de um ano ou mesmo em todos os anos, como ocorre nos casos de Pernambuco, Bahia e Alagoas.

A restrição financeira nos estados do sul e sudeste é maior. O Espírito Santo e o Paraná são os únicos capazes de pagar os juros com o superávit primário, já os demais incorrem em déficit em pelo menos um dos anos. São Paulo e Rio Grande do Sul estão em pior situação porque têm NFL em todos os anos, exceto o RS em 2005. O constrangimento fiscal torna-se mais evidente ao se examinar a NFB. Os estados de maior poder econômico (MG, RJ, SP e RS) apresentam déficits significativos em todos os anos, impondo a obrigatoriedade de severo controle das despesas primárias e, particularmente, dos programas de investimentos com o objetivo de atender os compromissos financeiros.

O fato de vários governos estaduais incorrerem em NFB é relevante, sobretudo, quando se leva em conta que os problemas mais graves de financiamento ocorrem nos estados de maior poder econômico, de todas as regiões do País. A forma usual de obter os recursos exigidos na cobertura desses déficits é através das operações de crédito, da alienação de bens e de outras receitas de capital (por ex. transferências de capital da esfera federal, ganhos com aplicações financeiras e amortizações de empréstimos). Os estados usaram esses expedientes, porém é visível a dificuldade de alcançarem o valor total do financiamento necessário. O entrave imposto às operações de crédito e o esgotamento das privatizações deixaram poucas opções de financiamento, provocando, então,

constantemente atrasos ou deficiências financeiras em número elevado de unidades. Merecem destaque: São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul, com problemas em todos os anos, além de Bahia, Pernambuco e Santa Catarina que viveram situação semelhante em pelo menos dois anos do período analisado.

A presença recorrente de atrasos ou deficiências financeiras dá a dimensão das dificuldades financeiras dos governos estaduais. A restrição em recorrer às operações de crédito força a convivência com condições instáveis de financiamento, levando, em várias situações, a apelar a expedientes *ad hoc*, como o atraso nos pagamentos ou o cancelamento de restos a pagar, no esforço de *fechar* as contas e não se tornar sujeito às punições previstas na legislação vigente. O uso desses mecanismos, por terem alcance limitado, expõe a precariedade do atual processo de financiamento estadual e tornam perene a política de controle fiscal, exigindo cortes em várias áreas, principalmente dos investimentos, porque, como ocorre na esfera federal, os gastos obrigatórios são elevados e limitam o espaço de arbitragem dos administradores públicos. No caso de frustração das expectativas de arrecadação, o quadro torna-se mais penoso e requer o aprofundamento dos cortes para não descumprir as metas fiscais, travando a atuação dos estados. O saldo é frustrante, os governadores convivem com a política do corte, afrouxando o laço em momentos favoráveis, mas presos ao curto prazo e com pouca capacidade de pensar projetos de maior envergadura.

A ausência de um debate profundo sobre o pacto federativo, capaz de dar maior fôlego financeiro aos governos estaduais, faz com que os governadores se voltem contra o elemento mais visível, a vinculação de recursos, esquecendo que a liberdade no uso das verbas não amplia o seu montante, irá apenas permitir a alocação das verbas, retirando de áreas carentes para outras em situação ainda pior. Além disso, é recorrente a disposição dos governadores de usarem momentos cruciais da política de alianças ou de negociações com o governo federal para recolocarem o problema do pacto federativo e cobrarem maior participação na distribuição de recursos tributários. O esforço, até agora, surtiu pouco efeito prático, porque o foco no ajuste fiscal sufocou os temas abrangentes e adiou o debate das questões de maior fôlego.

A política do controle fiscal certamente está estabelecida, mas a situação atual requer a discussão de formas capazes de devolver a capacidade de investimento, porque, só assim, os governos estaduais irão cooperar nas políticas de retomada do crescimento. Isto exige discutir temas como: o acesso a operações de crédito atreladas ao aumento dos investimentos; regras de cooperação entre as esferas de governo; apoio a políticas regionais; distribuição de recursos tributários e até mesmo a revisão, em condições particulares, das normas estabelecidas na renegociação da dívida pública e na LRF. A amplitude destes pontos deixa evidente a ineficácia de medidas meramente pontuais e indicam a urgência de recolocar na arena a revisão do pacto federativo, como parte da reforma de todo o setor público.

Considerações finais

A discussão da política fiscal ocupou parte substancial do debate sobre os rumos da política macroeconômica recente. A política fiscal é vista como peça nuclear na busca de credibilidade da política econômica e na criação do ambiente favorável à manutenção dos investimentos em moeda nacional. A montagem do novo regime fiscal, sobretudo a partir do Programa de Estabilidade Fiscal

acertado com o FMI em 1998, consolidou as bases institucionais necessárias ao uso da política fiscal como pilar das políticas monetária e cambial. A definição do valor do superávit primário atrelado ao movimento da dívida pública, o uso do contingenciamento de gastos como meio de assegurar a realização das metas fiscais e o controle das finanças dos governos subnacionais por meio da LRF criaram as condições objetivas de sustentação do ajuste intertemporal das contas públicas e estabeleceram as bases a partir das quais se pautou a condução da política fiscal recente.

A política fiscal concentrou o foco de atuação na busca da estabilidade e na construção de regras fiscais capazes de indicar ao mercado o comprometimento com as metas anunciadas e a sustentabilidade intertemporal das contas públicas. O relativo sucesso em alcançar o objetivo principal, no entanto, não encobriu a lógica perversa do ajuste fiscal. A preocupação de recuperar a capacidade do Estado de controlar o fluxo de recursos públicos e de conter a expansão da dívida pública não deixou espaço à discussão das diretrizes gerais de reforma do setor público e de reconstrução da capacidade de financiamento dos investimentos, fazendo com que as autoridades se tornassem prisioneiras das posições de curto prazo.

A agenda fiscal adotada passou ao largo desses pontos e o resultado palpável do formato do ajuste fiscal foi a queda dos investimentos do setor público e o reconhecimento de que as condições do Estado recuperar o poder de investir não estão dadas até agora, passados mais de uma década do controle inflacionário. Não se trata apenas de remoer as perdas decorrentes do processo de privatização, mas de lembrar que a ideia de reconstruir as bases de financiamento do setor público não norteou a condução da política de ajuste fiscal e pouco se caminhou na definição de como será a estratégia de financiamento de áreas onde o investimento público é importante. O controle fiscal procurou conter a expansão dos gastos e evitar que o efeito da rígida política monetária comprometesse o movimento da dívida pública e colocasse em risco o ajuste fiscal. Isto levou à busca de elevados superávits primários, com reflexo em taxas medíocres de investimentos públicos.

Os investimentos da administração direta tiveram desempenho muito baixo durante toda a década, devido à dependência em relação aos recursos fiscais e à restrição orçamentária. Além disso, o peso relevante do resultado das empresas e bancos públicos na composição dos superávits primários deve ter se refletido na atuação dessas entidades e influenciado as decisões de gastos, em resposta às exigências colocadas pelo Tesouro cumprimento das metas previstas de superávit primário.

A questão de se saber até que ponto a obrigação de contribuir para o superávit primário afetou a atuação das empresas e bancos públicos, apesar de controversa, é pertinente, sobretudo, no caso das empresas estatais. As suas decisões de gastos reduzem o montante de recursos que irão compor o superávit primário. A norma de incorporar as empresas estatais, mesmo com vida financeira própria, no corpo orçamentário – com exceção da Petrobrás – é um fator impeditivo da expansão dos investimentos, uma vez que, mesmo sem depender de transferências do Tesouro, o aumento das NFSP pode comprometer as metas fiscais programadas e exigir mudanças nas decisões de gastos de outras áreas. Essa prática, justificável em certo momento de descontrole das contas públicas, não se sustenta atualmente e representa forte restrição ao atendimento das carências em infraestrutura. Mas, até o momento, mesmo depois do término do acordo com o FMI, não se decidiu por alterar esse mecanismo, dando maior liberdade de atuação às empresas estatais.

Além disso, a lógica do ajustamento fiscal centrada no controle das necessidades de financiamento sepultou de vez o modelo de financiamento público criado nas Reformas do PAEG. O controle fiscal, apesar de necessário, não veio acompanhado de mudanças capazes de recriar as formas de investimento em áreas fundamentais de infraestrutura, que, em outros momentos, contavam com aportes de recursos fiscais e financeiros, decorrentes da cooperação entre diferentes esferas de governo e do acesso de entidades ligadas a estados e municípios a linhas de crédito. Na revisão do modelo de política fiscal, o abandono das formas de financiamento anteriores não resultou na criação de alternativa a ser colocada no lugar, deixando várias áreas na dependência de fontes orçamentárias tradicionais que, como se viu, ficaram estranguladas e sem condições de responder às necessidades de gastos. A situação dos governos estaduais é ilustrativa: obrigados a cumprirem as metas de geração de resultados primários para atender os compromissos da renegociação da dívida, limitados no acesso a novos créditos e desprovidos das condições pretéritas de cooperação com a esfera federal, debatem-se com as restrições impostas pela LRF e contribuem pouco no esforço de atender áreas prioritárias de investimentos.

A expansão dos gastos correntes primários é parte do *imbróglío* que tem como resultado o baixo volume dos investimentos públicos, mas está longe de ser a questão única e mesmo a mais importante. Assim, o tom quase monocórdio do atual debate sobre a política fiscal, preso à defesa do aprofundamento do corte dos gastos públicos e à redução do montante das despesas obrigatórias, com a revisão das receitas tributárias vinculadas e das normas constitucionais em favor da política social, é preocupante porque as medidas, mesmo se implementadas, não resolvem a complexidade dos problemas fiscais nem abrem perspectivas favoráveis de retomada dos gastos nas áreas carentes de infraestrutura.

A incorporação na agenda fiscal de outros temas, deixados de lado durante o tempo em que a estabilidade e o movimento de expansão da dívida pública atraíram todas as atenções, é um passo crucial. O texto defende a ideia de que é preciso fugir das amarras criadas pelo debate atual, com a incorporação de outros pontos da agenda fiscal e o questionamento da hipótese implícita de que a ampliação da política de corte dos gastos públicos tem o poder de manter a sustentabilidade das contas públicas e destravar as condições de crescimento.

O passo inicial é a revisão do regime de política macroeconômica e, particularmente, da rigidez no trato da política de metas de inflação responsável por colocar em risco o ajuste fiscal e a estrutura de gastos do setor público. A alteração da política econômica oferece o pano de fundo necessário às mudanças no campo específico das finanças públicas. A reforma tributária e a revisão do pacto federativo são alvos a serem atacados, pois, só assim, é possível criar condições de enfrentar a deterioração do sistema tributário e o esgarçamento do quadro federativo. Alguns temas na área tributária se impõem: o valor e a composição da carga tributária; a distribuição da receita tributária e a redução do diferencial de gasto per-capita entre as unidades da federação; o sistema de transferências constitucionais; a construção de um arranjo tributário favorável à competitividade industrial e à melhoria da distribuição pessoal de renda. Por outro lado, é preciso recuperar o papel dos governos estaduais na federação, recriando as formas de cooperação entre as esferas de governo e a capacidade de acesso a novos créditos que permitam a articulação de projetos de desenvolvimento em áreas de infraestrutura, de modo a relançar a força de gasto dos estados e municípios. Para isso, é necessário visitar as restrições impostas pela LRF, sem

abandoná-la, buscando espaços que permitam viabilizar o financiamento de áreas fundamentais ao crescimento.

O passo seguinte é pensar na imbricação entre o mercado monetário e o de títulos públicos, com o objetivo de desmontar o mecanismo de ganho financeiro fácil e sem risco presente no Brasil, complementando a trajetória de estabilização monetária da economia brasileira. A manutenção das características do mercado de títulos públicos típicas do período de alta inflação, com forte presença dos títulos indexados à Selic, deve sofrer alterações como parte do esforço de reduzir o atual patamar de taxa de juros e de ampliar as expectativas de investimento produtivo. Além disso, o encaminhamento dos problemas fiscais também depende de medidas de contenção dos gastos correntes primários. A análise cuidadosa dos gastos da Previdência Social e dos benefícios sociais, através da melhoria da gestão e de novas condições na concessão de alguns benefícios, sem, com isso, alterar o princípio básico da política social, é necessária na revisão dos problemas envolvendo o setor público.

A ampliação do espectro de discussão deixa evidente a complexidade das questões a serem enfrentadas e o fôlego curto da política de corte de gastos como solução dos problemas de ordem fiscal. Este é um dos pontos a serem pensados no bojo de reformas mais amplas, mas está longe de esgotar a pauta de discussão e de promover a retomada do investimento. O atual momento de calma é propício à ampliação do debate é à busca de reformas de segunda geração capazes de destravar o crescimento. Não é possível continuar adiando o enfrentamento dos grandes temas, deixados de lado pelo enfoque centrado no curto prazo. A tarefa é, certamente, complexa, mas tem de ser alçada à posição de destaque na agenda fiscal, pois só assim será viável atender à ampla demanda de gastos públicos em áreas de infraestrutura, gerando um ambiente favorável e de estímulo ao investimento privado.

Referências bibliográficas

AFONSO, J. R. *Universalização do gasto e diversificação das fontes de financiamento – O caso da seguridade social no Brasil*. In: CEPAL – Seminario Internacional Cohesion Social en America Latina y el Caribe 2006

AFONSO, J. R.; MEIRELLES, B. *Carga tributária global no Brasil 2000/2005*. NEPP – Unicamp, 2006. (Caderno de Pesquisa n. 61).

ALMEIDA, M. et al. *Expansão e dilemas do controle do gasto público no Brasil*. IPEA, jun. 2006. (Nota Técnica – Boletim de Conjuntura, n. 73).

CARNEIRO, D. LFTs e normalidade financeira: haverá um ‘peso problemático’? In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

DELGADO, G.; CASTRO, J. A. *Financiamento da Previdência Rural: situação atual e mudanças*. IPEA, 2003. (Texto para Discussão, n. 992).

DELGADO, G. C. *Previdência Social e reformas*. In: PELIANO, Ana Maria (Org.). *Desafios e perspectivas da política social*. IPEA, 2006. (Texto para Discussão, n. 1248).

- GIAMBIAGI, F. *Reforma da Previdência: o encontro marcado*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- GIAMBIAGI, F. et al. *Diagnóstico da Previdência Social no Brasil: o que foi feito e o que falta reformar?* Rio de Janeiro: IPEA, 2004. (Texto para Discussão, n. 1050).
- GIAMBIAGI, F.; MORA, M. *Federalismo e endividamento subnacional: uma discussão sobre a sustentabilidade da dívida estadual e municipal*. IPEA, 2005. (Texto para Discussão, n. 1142).
- GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Can severe fiscal contraction be expansionary? In: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual*, 1990.
- GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. *Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and the Swedish experience*. 1995. (NBER Working Paper, n. 5332). Disponível em: www.nber.org.
- GOLDFAJN, I.; GUARDIA, E. R. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 39, 2003.
- GUARDIA, E. R. As razões do ajuste fiscal. In: GIAMBIAGI, F.; REIS, F.; URANI, R. *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 2004.
- HÁ, Y-S. Budgetary and financial management reforms in Korea: financial crisis. New public management, and fiscal administration. *International Review of Administrative Sciences*, v. 70, n. 3, p. 511-525, 2004.
- KIM, P. S. Management innovation of quasi-governmental agencies in Korea. *International Review of Administrative Sciences*, v. 69, p. 535-552, 2003.
- KIM, P. S. Administrative reform of in the Korean Central Government: a case study of Dae Jung Administration. *Public Performance & Management Review*, v. 24, n. 2, p. 145-160, 2000.
- KOH, Y-S. *Reforming the fiscal management system in Korea*. Korea Development Institute, 2005. Disponível em: www.kdi.re.kr/kdi_eng.
- LEE, Y et al. Fiscal policy in Korea: before and after the financial crisis. *International Tax Public Finance*, v. 13, p. 509-531, 2006.
- LOPREATO, F. L. *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2006a. (Texto para Discussão, n. 119).
- LOPREATO F. L. Política fiscal: mudanças e perspectivas. In: A SUPREMACIA dos mercados e a política econômica do Governo Lula. São Paulo: Editora Unesp, 2006b.
- MAGALHÃES, L. C. G. et al. *Tributação, distribuição de renda e pobreza: uma análise dos impactos da carga tributária sobre alimentação nas grandes regiões urbanas brasileiras*. IPEA, 2001. (Texto para Discussão, n. 804).
- MARCOS, M. (Org.). *Gasto público eficiente: propostas para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: Instituto Braudel, Topobooks, 2006.
- MATIJASCIC, M. *Seguridade e comunicação social: investigar e debater*. Mimeografado. s.d.
- PRADO, S. Distribuição intergovernamental de recursos na Federação brasileira. In: REZENDE, Fernando; OLIVEIRA, Fabrício Augusto de (Org.). *Descentralização e federalismo no Brasil: desafios da reforma tributária*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer, 2003.

PRADO, S. et al. *Partilha de recursos na federação brasileira*. São Paulo: Fapesp / Fundap; Brasília: IPEA, 2003.

RODDEN, J. A.; ESKLAND, G. S.; LITVACK, J. (Ed.). *Fiscal decentralization and the challenge of hard budgeted constraints*. 2002.

STN. *Estratégia de administração da dívida externa*. Brasília, 2006. Disponível em: www.stn.fazenda.governo.br.

STN. *Plano anual de financiamento da dívida pública*. 2007. Disponível em: www.stn.fazenda.governo.br.

TAVARES, M. Vinte anos de política fiscal no Brasil: dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. *Revista de Economia & Relações Internacionais*, v. 4, n. 7, jul. 2005.

VARGAS, N. C. *Estados no Brasil e o controle fiscal pela União no pós-Real*. Tese (Doutoramento)–Campinas: IE/Unicamp, 2006.

VELLOSO, R. Escancarando o problema fiscal: é preciso controlar o gasto não-financeiro obrigatório da União. In: VELLOSO, J. P. R. (Coord). *Por que o Brasil não é um país de alto crescimento?* Fórum Nacional, José Olimpio Editora, 2006.

WERNECK, R. L. F. *Além da estabilização: desafios da agenda fiscal*. *Economia –ANPEC*, v. 6, n. 3, dez. 2005.

ZOCKUN, M. H. et al. Simplificando o Brasil: propostas de reforma da relação econômica do governo com o setor privado. São Paulo: Fecomércio, 2005.

Anexo

Tabela 1
Relação entre despesa com pessoal ⁽¹⁾ e Receita corrente líquida da União

	R\$ milhões correntes				
	Despesa de	Receita	% de Desp. Pes.	Receita	% de Desp. Pes. /
	Pessoal	Corrente Líquida	Rec. Cor. Líq.	Corrente da União	Rec. Cor. União
Acumulado em 1995	37.825,5	67.298,1	56,2	127.093,6	29,8
Acumulado em 1996	40.900,9	89.352,7	45,8	152.515,0	26,8
Acumulado em 1997	44.529,7	97.040,6	45,9	175.271,1	25,4
Acumulado em 1998	47.944,8	104.491,4	45,9	200.358,9	23,9
Acumulado em 1999	51.571,0	129.854,4	39,7	218.022,1	23,7
Acumulado em 2000	56.093,3	148.201,5	37,8	252.517,5	22,2
Acumulado em 2001	59.212,2	167.650,5	35,3	289.410,9	20,5
Acumulado em 2002	64.415,9	200.697,8	32,1	343.075,0	18,8
Acumulado em 2003	70.213,9	224.920,2	31,2	384.447,0	18,3
Acumulado em 2004	79.959,9	265.798,0	30,1	450.590,0	17,7
Acumulado em 2005	82.761,6	303.015,8	27,3%	527.324,6	15,2%

Fonte: Boletim Estatístico de Pessoal vol 11 n. 125 set/2006

1- Inclui administração direta (executivo civil e militar, legislativo e judiciário) e administração indireta (autarquias, fundações, empresas públicas e sociedade de economia mista).

Tabela 2a
Participação percentual da despesa anual de pessoal da União por Poder, segundo a situação de vínculo – SIAFI

Poderes da União	Participação percentual da despesa anual de pessoal da União										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
EXECUTIVO	83,7	82,0	80,1	80,3	80,1	79,2	79,3	82,0	81,3	81,7	75,8
CIVIS ¹	61,5	60,0	55,4	58,0	56,7	53,0	52,7	56,6	58,2	57,7	53,0
Administração Direta	28,5	27,1	24,3	26,0	26,2	24,9	25,0	28,5	30,5	30,4	26,3
Ativos	14,1	13,7	10,1	12,0	12,8	12,4	12,0	13,1	15,4	15,3	13,2
Aposentados	9,6	9,0	9,3	9,0	8,5	7,9	8,4	10,0	9,9	9,6	7,9
Instituidor de Pensão	4,8	4,5	4,8	5,0	5,0	4,5	4,7	5,4	5,2	5,6	5,2
Autarquias	20,8	20,5	19,7	20,4	19,3	17,6	17,3	17,2	17,3	17,1	16,8
Ativos	11,1	10,8	10,2	10,6	10,4	9,6	10,1	9,2	9,5	9,3	9,6
Aposentados	7,6	7,6	7,5	7,6	6,8	6,0	5,6	6,2	6,0	5,9	5,4
Instituidor de Pensão	2,0	2,1	2,1	2,2	2,1	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,7
Fundações	6,9	6,9	6,2	6,8	6,4	5,7	5,7	5,6	5,7	5,3	5,2
Ativos	5,3	5,3	4,5	5,0	4,6	4,1	4,1	3,8	3,9	3,6	3,7
Aposentados	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	1,3	1,3	1,4	1,4	1,3	1,2
Instituidor de Pensão	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3
Banco Central do Brasil	1,1	1,4	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,1	1,1
Ativos	1,0	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,7	0,7
Aposentados	0,1	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Instituidor de Pensão	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ministério Público da União	0,8	0,9	1,1	0,9	1,1	1,2	1,3	1,6	1,5	1,5	1,5
Ativos	0,6	0,7	0,8	0,7	0,9	0,9	1,0	1,2	1,1	1,2	1,2
Aposentados	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Instituidor de Pensão	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Empresas Públicas	2,9	2,6	2,4	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	1,5	1,5	1,4
Sociedades de Economia Mista	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,9	0,7	0,8	0,7
MILITARES	22,1	22,0	24,7	22,4	23,4	26,3	26,6	25,4	23,1	24,0	22,7
Ativos	10,0	9,5	10,9	8,0	9,9	9,7	11,1	10,0	8,6	8,8	8,4
Aposentados	7,1	6,9	7,7	8,0	7,5	9,8	8,8	9,0	8,3	8,5	8,2
Instituidor de Pensão	5,0	5,6	6,1	6,4	6,0	6,8	6,7	6,4	6,1	6,7	6,2
LEGISLATIVO	3,5	3,8	3,9	3,8	3,5	3,7	3,9	4,4	4,5	4,7	4,7
Ativos	2,6	2,8	2,7	2,6	2,4	2,6	2,5	2,9	3,0	3,1	3,2
Aposentados	0,8	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1
Instituidor de Pensão	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
JUDICIÁRIO	7,8	9,6	11,6	11,5	12,0	12,8	12,2	12,9	13,8	13,6	14,2
Ativos	6,0	7,4	9,1	8,9	9,4	10,3	9,5	9,9	10,7	10,7	11,5
Aposentados	1,5	1,8	2,1	2,2	2,2	2,1	2,3	2,5	2,5	2,4	2,2
Instituidor de Pensão	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5
Transf. Intergovernamentais ²	5,0	4,6	4,5	4,4	4,5	4,3	4,6	0,6	0,4	-	-
Fundo Constitucional do D.F. ³	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,9
Repasse Previdenciários *	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,6	2,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Boletim Estatístico de Pessoal vol 11 n. 125 set/2006 - Os dados foram apurados pelo critério de competência.

1- Empresas Públicas e Sociedade de Economia Mista que recebem recursos do Tesouro, EPU - encargos previdenciários da união e servidores do MRE lotados no exterior.

2- Transf. Intergovernamentais referem-se ao repasse de recursos federais a Estados e DF para pagamento de pessoal, sendo que o repasse de recursos federais ao DF foi transferido para o Fundo Constitucional do Distrito Federal.

3- Inclui ativos, aposentados e instituidores de pensão (Civis, Militares e contratos temporário).

À partir de 2006, o FCDF não está incluído no Executivo, sendo totalizado separado.

Tabela 2b
Participação percentual da despesa anual de pessoal da União por Poder, segundo a situação de vínculo – SIAFI

Poderes da União	Índice da Despesa Anual de Pessoal da União por Poder (ano base 1996 = 100)										
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 ³
EXECUTIVO	100	100	102	105	110	115	121	115	121	120	123
CIVIS ¹	100	99	95	103	106	104	110	108	118	115	117
Administração Direta	100	97	90	99	106	106	112	117	133	131	125
Autarquias	100	100	101	107	107	103	107	97	104	101	109
Fundações	100	102	96	108	107	101	105	95	102	94	103
Banco Central do Brasil	100	129	108	109	105	108	110	97	110	124	129
Ministério Público da União	100	122	145	122	164	186	209	240	236	233	261
Empresas Públicas	100	91	88	85	83	89	88	81	66	66	68
Soc. de Economia Mista	100	97	102	97	95	103	104	161	148	147	149
MILITARES	100	101	119	110	121	144	154	135	130	133	139
LEGISLATIVO	100	111	116	118	113	127	139	147	157	163	181
JUDICIÁRIO	100	125	159	161	177	200	201	195	222	215	248
Transf. Intergovernamentais ²	100	94	95	95	102	103	117	14	10	.	.
Fundo Constitucional do D.F.	100	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Repasses Previdenciários [*]	100	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Total	100	102	106	109	115	121	128	117	125	131	135

Fonte: Boletim Estatístico de Pessoal vol 11 n. 125 set/2006 - Os dados foram apurados pelo critério de competência.

1- Empresas Públicas e Sociedade de Economia Mista que recebem recursos do Tesouro, EPU - encargos previdenciários da união e servidores do MRE lotados no exterior.

2- Transf. Intergovernamentais referem-se ao repasse de recursos federais a Estados e DF para pagamento de pessoal, sendo que o repasse de recursos federais ao DF foi transferido para o Fundo Constitucional do Distrito Federal.

3- Acumulado de Setembro/2005 a Agosto/2006.

4- Inclui ativos, aposentados e instituidores de pensão (Civis, Militares e contratos temporário).

À partir de 2006, o FCDF não está incluído no Executivo, sendo totalizado separado.

* No exercício de 2005, não foi incluído o valor total dos repasses das contribuições patronais para o RPPS (Regime Próprio da Previdência Social) nos três níveis de governo, sendo totalizado separado.

Tabela 3a
Quantitativo de servidores federais da União, por Poder, de 1991 a 2005, segundo a situação de vínculo

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EXECUTIVO	1.727.393	1.760.221	1.764.702	1.763.389	1.722.310	1.785.186	1.829.530	1.813.300
Civis								
Administração Direta	592.659	581.984	580.083	580.676	606.635	608.714	622.958	615.840
Autarquias	374.208	373.101	374.614	371.187	343.686	347.510	354.537	358.523
Fundações	138.960	137.467	130.726	134.184	139.100	145.490	148.219	149.851
Banco Central do Brasil	8.695	7.632	7.906	7.857	8.034	8.321	8.285	8.263
Min. Público da União	9.027	9.220	9.527	7.523	7.391	9.796	10.207	10.207
Empresas Públicas	30.955	28.953	29.935	28.229	27.379	28.888	19.057	19.277
Soc. de Economia Mista	7.974	7.748	7.497	7.315	7.008	7.086	7.192	7.280
Militares	564.915	614.116	624.414	626.418	583.077	629.381	659.075	644.059
LEGISLATIVO	25.924	33.804	30.367	30.298	30.847	33.747	34.249	36.348
JUDICIÁRIO	96.207	100.082	101.637	101.773	102.809	103.832	105.395	109.712
TOTAL GERAL	1.849.524	1.894.107	1.896.706	1.895.460	1.855.966	1.922.765	1.969.174	1.959.360
Transferências	158.668	160.202	172.645	175.712	180.808	179.805	181.648	191.959

Fonte: Boletim Estatístico de Pessoal vol 11 n. 125 set/2006

Tabela 3b
Quantitativo de servidores federais da União, por Poder, de 1991 a 2005, segundo a situação de vínculo

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
EXECUTIVO	100,0%	101,9%	102,2%	102,1%	99,7%	103,3%	105,9%	105,0%
Civis								
Administração Direta	100,0%	98,2%	97,9%	98,0%	102,4%	102,7%	105,1%	103,9%
Autarquias	100,0%	99,7%	100,1%	99,2%	91,8%	92,9%	94,7%	95,8%
Fundações	100,0%	98,9%	94,1%	96,6%	100,1%	104,7%	106,7%	107,8%
Banco Central do Brasil	100,0%	87,8%	90,9%	90,4%	92,4%	95,7%	95,3%	95,0%
Min. Público da União	100,0%	102,1%	105,5%	83,3%	81,9%	108,5%	113,1%	113,1%
Empresas Públicas	100,0%	93,5%	96,7%	91,2%	88,4%	93,3%	61,6%	62,3%
Soc. de Economia Mista	100,0%	97,2%	94,0%	91,7%	87,9%	88,9%	90,2%	91,3%
Militares	100,0%	108,7%	110,5%	110,9%	103,2%	111,4%	116,7%	114,0%
LEGISLATIVO	100,0%	130,4%	117,1%	116,9%	119,0%	130,2%	132,1%	140,2%
JUDICIÁRIO	100,0%	104,0%	105,6%	105,8%	106,9%	107,9%	109,6%	114,0%
TOTAL GERAL	100,0%	102,4%	102,6%	102,5%	100,3%	104,0%	106,5%	105,9%
Transferências	100,0%	101,0%	108,8%	110,7%	114,0%	113,3%	114,5%	121,0%

Fonte: Boletim Estatístico de Pessoal vol 11 n. 125 set/2006- Elaboração própria

Tabela 4
 Receitas e despesas da Seguridade Social em 2005

RS milhões

Receitas realizadas	
1 - Receitas de Contribuições Sociais	275.170,0
<i>Receita Previdenciária Líquida</i>	<i>108.434,0</i>
<i>COFINS</i>	<i>86.855,4</i>
<i>CPMF</i>	<i>29.001,2</i>
<i>CSLL</i>	<i>25.048,5</i>
<i>PIS/PASEP</i>	<i>21.382,5</i>
<i>Concursos de Prognósticos</i>	<i>1.564,3</i>
<i>Contribuições para correção FGTS</i>	<i>2.884,1</i>
2 - Recursos Próprios dos Órgãos da Seguridade	1.882,4
<i>Ministério da Previdência Social</i>	<i>797,6</i>
<i>Ministério da Saúde</i>	<i>987,4</i>
<i>Ministério do Desenvolvimento Social</i>	<i>97,4</i>
3 - Contrapartida devida do Orçamento Fiscal para EPU - Benefícios de Legislação Especial	1.052,0
Receita Total (1+2+3)	278.104,4
Despesas liquidadas	
1 - Benefícios Previdenciários	146.839,7
<i>Benefícios previdenciários urbanos</i>	<i>119.649,9</i>
<i>Benefícios previdenciários rurais</i>	<i>27.189,8</i>
2 - Benefícios Assistenciais	9.335,1
<i>Benefícios assistenciais – LOAS</i>	<i>7.540,0</i>
<i>Benefícios assistenciais – RMV</i>	<i>1.795,1</i>
3 - Ações e serviços de Saúde e demais despesas do MS	34.517,4
4 - Ações de assistência social e demais despesas do MDS	1.715,8
5 - Benefícios de transferência de renda	6.768,9
6 – Custeio e Pessoal ativo do MPS e INSS	3.404,1
7 - Outras ações (executadas na Educação, Justiça, Agricultura, Integração, Defesa e outros órgãos)	2.489,4
8 - Benefícios e outras ações do FAT	11.921,6
9 - Complementação FGTS	3.178,0
10 – EPU – Benefícios de Legislação Especial	1.052,0
Despesa Total (1+2+3+4+5+6+7+8+9+10)	221.222,0
Resultado (Receita Total – Despesa Total)	56.882,4

Fonte: SIAFI e MPS. Elaboração: ANFIP- Assoc.Nacional dos Auditores Fiscais da Previdência Social (2006)
 Base de dados: Base de dados da Seguridade Social em 2006

Tabela 5. Relação entre a Arrecadação Líquida e a Despesa com Benefícios

Período	Arrecadação Bruta	Transferências a Terceiros	Arrecadação Líquida	Benefícios Previdenciários	Relação %	Saldo
	(A)	(B)	C = (A - B)	(D)	E=(D/C)	F= (C - D)
Valores referentes ao acumulado até o mês de Dezembro, a preços de Dez/2005 INPC - R\$ milhões						
1995	78.430	6.647	71.783	72.356	100,8	-573
1996	84.676	6.424	78.252	78.752	100,6	-500
1997	87.944	7.000	80.943	86.569	107,0	-5.626
1998	88.629	6.184	82.445	94.998	115,2	-12.553
1999	88.199	5.561	82.638	98.428	119,1	-15.791
2000	94.463	6.177	88.286	104.178	118,0	-15.892
2001	98.728	6.671	92.057	110.816	120,4	-18.759
2002	101.481	6.775	94.706	117.231	123,8	-22.525
2003	98.981	6.721	92.260	122.356	132,6	-30.096
2004	108.822	7.935	100.887	135.241	134,1	-34.354
2005	118.044	7.670	110.375	148.604	134,6	-38.229

Fonte: CGF/INSS - Informe da Previdência Social - janeiro de 2006 - vol. 18 n.1

Tabela 6. Evolução da Arrecadação Líquida, Despesa com Benefícios Previdenciários e Resultado Previdenciário, segundo a Clientela Urbana e Rural - Acumulado de Jan. a Dez. - Em R\$ Milhões de Dez. /2005 - INPC

Ano	Clientela	Arrecadação Líquida (a)	Benefícios Previdenciários (b)	Resultado (a - b)	
2003	TOTAL	92260	122356	(30.096)	100,0%
	Urbano	88.952	98.829	(9.877)	32,8%
	Rural	3.308	23.527	(20.219)	67,2%
2004	TOTAL	100887	135241	(34.354)	100,0%
	Urbano	97.485	110.158	(12.673)	36,9%
	Rural	3.402	25.083	(21.681)	63,1%
2005	TOTAL	110.375	148.604	(38.229)	100,0%
	Urbano	106.966	120.738	(13.772)	36,0%
	Rural	3.408	27.865	(24.457)	64,0%

Fonte: Informe da Previdência Social -jan 2006 vol.18 n.1

Tabela 7. Valor de benefícios emitidos, por clientela, segundo os grupos de espécie, acumulado no ano 2003-2005

Grupos de espécies	Valor de benefícios emitidos (R\$mil)					
	2003	% PIB	2004	% PIB	2005	% PIB
BENEFÍCIOS ASSISTENCIAIS	6.403.287	0,41%	7.684.447	0,43%	9.441.256	0,49%
LOAS-Amparos Assistenciais	4.533.222	0,29%	5.814.283	0,33%	7.523.861	0,39%
Portador de Deficiência .	2.790.382	0,18%	3.300.027	0,19%	4.054.095	0,21%
Idoso	1.742.840	0,11%	2.514.256	0,14%	3.469.767	0,18%
Pensão Mensal Vitalícia	100.673	0,01%	108.747	0,01%	116.921	0,01%
Rendas Mensais Vitalícias	1.769.393	0,11%	1.761.417	0,10%	1.800.474	0,09%
Invalidez	1.157.007	0,07%	1.172.537	0,07%	1.220.034	0,06%
Idade	612.386	0,04%	588.880	0,03%	580.439	0,03%

Fonte: Aeps 2005

Tabela 8
Despesas discricionárias – 2005

Execução Financeira - Despesa Paga - R\$ milhões						
ÓRGÃO (*)	Custeio	% PIB	Investimento	% PIB	Custeio + Investimento	% PIB
Presidência	738,30	0,04%	87,30	0,00%	825,50	0,04%
Vice-Presidência	2,00	0,00%	0,00	0,00%	2,00	0,00%
Agu	72,10	0,00%	12,90	0,00%	85,00	0,00%
Agricultura	650,20	0,03%	141,90	0,01%	792,20	0,04%
Ciência e Tecnologia	2.144,30	0,11%	292,40	0,02%	2.436,70	0,13%
Fazenda	2.033,40	0,10%	221,70	0,01%	2.255,10	0,12%
Educação	6.648,20	0,34%	507,30	0,03%	7.155,50	0,37%
Des. Ind. Com. Exterior	469,60	0,02%	95,30	0,00%	564,80	0,03%
Justiça	859,50	0,04%	491,80	0,03%	1.351,30	0,07%
Minas e Energia	471,40	0,02%	20,50	0,00%	491,90	0,03%
Previdência Social	1.252,80	0,06%	29,90	0,00%	1.282,70	0,07%
Relações Exteriores	968,40	0,05%	64,00	0,00%	1.032,40	0,05%
Saúde	31.035,60	1,60%	1.064,40	0,05%	32.100,00	1,66%
Trabalho	704,40	0,04%	25,20	0,00%	729,60	0,04%
Transportes	505,60	0,03%	3.102,50	0,16%	3.608,10	0,19%
Comunicações	328,40	0,02%	25,30	0,00%	353,70	0,02%
Cultura	272,50	0,01%	63,40	0,00%	335,90	0,02%
Meio Ambiente	453,70	0,02%	48,10	0,00%	501,80	0,03%
Planejamento	349,40	0,02%	18,20	0,00%	367,60	0,02%
Des. Agrário	556,80	0,03%	1.761,50	0,09%	2.318,30	0,12%
Esportes	100,90	0,01%	89,80	0,00%	190,60	0,01%
Defesa	4.184,50	0,22%	1.779,90	0,09%	5.964,40	0,31%
Integração Nacional	280,60	0,01%	669,70	0,03%	950,30	0,05%
Turismo	258,90	0,01%	153,10	0,01%	411,90	0,02%
Des. Social e Combate à Fome	6.258,30	0,32%	107,80	0,01%	6.366,10	0,33%
Cidades	300,80	0,02%	602,40	0,03%	903,20	0,05%
Encargos Fin. da União	295,30	0,02%	0,00	0,00%	295,30	0,02%
Transferências Superv. MF	155,00	0,01%	0,00	0,00%	155,00	0,01%
Op. Oficiais de Crédito	120,90	0,01%	0,00	0,00%	120,90	0,01%
Total	62.471,60	3,22%	11.476,30	0,59%	73.947,80	3,82%

(*) não inclui dívida, pessoal, benefícios da previdência, abono e seguro desemprego, transferências constitucionais, LOAS, subsídios e subvenções. Inclui os créditos adicionais abertos neste exercício. Inclui PPI.

Fonte: Ministério do Planejamento.

Tabela 9
Gastos por função: % do PIB e índice de crescimento real

	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006*	
	% PIB	Índice	% PIB	Índice	% PIB	Índice	% PIB	Índice	% PIB	Índice	% PIB	Índice	% PIB	Índice
Área Social	12,51%	100	13,16%	104	13,26%	103	13,24%	97	13,61%	104	14,15%	112	15,63%	127
Assistência Social	0,40%	100	0,44%	108	0,48%	117	0,54%	123	0,78%	185	0,82%	200	1,06%	268
Previdência Social	8,48%	100	8,97%	104	9,15%	105	9,35%	101	9,37%	105	9,73%	113	10,50%	126
Saúde	1,84%	100	1,97%	106	1,89%	100	1,75%	87	1,87%	97	1,88%	101	2,00%	110
Trabalho	0,57%	100	0,62%	108	0,63%	108	0,61%	99	0,61%	102	0,66%	114	0,82%	146
Educação	0,96%	100	0,97%	99	0,98%	99	0,91%	87	0,82%	81	0,84%	86	0,97%	102
Cultura	0,02%	100	0,02%	106	0,02%	80	0,01%	63	0,02%	81	0,03%	116	0,03%	134
Direitos da Cidadania	0,04%	100	0,05%	130	0,03%	81	0,03%	63	0,03%	80	0,04%	114	0,05%	133
Urbanismo	0,02%	100	0,04%	234	0,04%	204	0,02%	117	0,07%	372	0,11%	622	0,11%	623
Habituação	0,15%	100	0,03%	20	0,01%	6	0,01%	5	0,03%	18	0,03%	20	0,06%	40
Saneamento	0,01%	100	0,02%	131	0,01%	48	0,00%	24	0,00%	28	0,00%	31	0,00%	19
Desportos e Lazer	0,02%	100	0,02%	155	0,02%	122	0,01%	60	0,02%	93	0,02%	136	0,04%	234
Infra- estrutura	0,60%	100	0,72%	119	1,21%	197	0,68%	104	0,47%	75	0,67%	110	0,66%	111
Gestão Ambiental	0,10%	100	0,16%	151	0,09%	89	0,06%	54	0,07%	62	0,10%	98	0,08%	78
Ciência e Tecnologia	0,11%	100	0,13%	116	0,11%	97	0,13%	104	0,15%	124	0,17%	148	0,19%	169
Comunicações	0,04%	100	0,04%	102	0,04%	112	0,04%	103	0,03%	73	0,02%	67	0,02%	65
Energia	0,05%	100	0,06%	126	0,58%	1191	0,25%	484	0,02%	45	0,02%	50	0,02%	47
Transporte	0,30%	100	0,33%	109	0,38%	125	0,20%	60	0,21%	66	0,35%	115	0,34%	117
Administração	2,64%	100	2,70%	101	2,68%	99	2,27%	79	2,42%	87	2,37%	88	2,74%	105
Legislativa	0,16%	100	0,18%	109	0,18%	112	0,20%	114	0,20%	120	0,20%	122	0,23%	149
Judiciária	0,59%	100	0,56%	94	0,61%	101	0,54%	84	0,60%	97	0,55%	92	0,72%	124
Essencial à Justiça	0,06%	100	0,07%	115	0,08%	123	0,09%	130	0,12%	186	0,12%	192	0,15%	249
Administração	0,60%	100	0,61%	100	0,61%	100	0,47%	73	0,51%	81	0,47%	77	0,55%	93
Defesa Nacional	0,97%	100	0,99%	101	0,94%	95	0,74%	71	0,77%	76	0,80%	81	0,83%	87
Segurança Pública	0,20%	100	0,22%	108	0,16%	80	0,15%	71	0,16%	75	0,16%	77	0,19%	99
Relações Exteriores	0,07%	100	0,08%	112	0,10%	142	0,07%	101	0,07%	104	0,08%	115	0,07%	103
Produção	0,76%	100	0,84%	109	0,68%	87	0,67%	81	0,79%	99	0,84%	109	0,95%	127
Agricultura	0,46%	100	0,46%	98	0,41%	86	0,42%	83	0,43%	89	0,43%	92	0,50%	110
Organização Agrária	0,10%	100	0,11%	110	0,10%	101	0,09%	85	0,15%	142	0,18%	184	0,21%	214
Indústria	0,03%	100	0,04%	134	0,03%	103	0,03%	89	0,09%	285	0,08%	260	0,10%	353
Comércio e Serviços	0,17%	100	0,23%	135	0,14%	78	0,13%	72	0,12%	66	0,15%	86	0,14%	83
Encargos Especiais	12,13%	100	14,56%	118	14,79%	119	14,84%	112	13,49%	106	13,30%	108	19,81%	166

Fonte: SIAFI – STN/CCONT/GEINC.

* valores provisórios.

Tabela 10
Dívida Líquida do setor público % PIB

Anos	Total	Interna	Externa
1997	34,6	30,3	4,3
1998	43,3	36,9	6,4
1999	49,4	39,0	10,4
2000	49,5	39,7	9,8
2001	52,6	42,2	10,4
2002	55,5	41,2	14,3
2003	57,2	45,5	11,7
2004	51,7	44,2	7,5
2005	51,5	48,9	2,6
2006	49,3	51,9	-2,6

Fonte: Bacen – Notas para a Imprensa – Política Fiscal.

Tabela 11
Dívida Pública Externa

Operações que impactaram o Estoque da Dívida Externa do Governo Federal	
	(US\$ bi)
Operações	Valor de Face
Dívida Mobiliária	14,0
Call do C-Bond (Out-05)	1,1
Programa de Resgate Antecipado (Jan a Ago-06)	5,1
Call dos Brady Bonds (Abr-06)	6,5
Tender Offer (Jun-06)	1,3
Dívida Contratual	22,1
Pagamento FMI I (Jul-05)	4,9
Pagamento FMI II (Dez-05)	15,5
Pagamento Clube de Paris (Jan-063)	1,7
Total	36,1

Fonte: STN – Estratégia de Financiamento da Dívida Externa – Agosto 2006.

Tabela 12
Evolução da Dívida Líquida – Fatores Condicionantes

	Fluxos acumulados no ano - %PIB			
	2002	2003	2004	2005
Dívida líquida total - saldo	55,5	57,2	51,7	51,6
Dívida líquida - var. ac. ano	2,9	1,7	-5,5	-0,1
Fatores condicionantes	13,9	2,0	2,4	2,3
NFSP	3,9	4,9	2,5	3,3
Primário	-3,3	-4,1	-4,4	-4,8
Juros nominais	7,2	9,1	6,9	8,1
Ajuste cambial	9,3	-4,0	-0,9	-0,9
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	4,8	-1,4	-0,2	-0,2
Dívida externa - metodológico	4,4	-2,6	-0,7	-0,7
Dívida externa - outros ajustes	0,0	1,0	0,4	-0,1
Reconhecimento de dívidas	0,9	0,0	0,4	0,2
Privatizações	-0,2	0,0	0,0	0,0
Efeito crescimento PIB - dívida	-11,0	-0,3	-7,9	-2,4

Fonte: Bacen- Nota para a Imprensa - Política Fiscal.

Tabela 13
Composição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade – após swap

Em R\$ bilhões

Mês	Prefixados		Taxa Selic		Índice de preços		Câmbio		Outros		Total	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Dezembro/99	39,75	9,00%	251,68	57,02%	24,63	5,58%	100,71	22,82%	24,64	5,58%	441,41	100,00%
Junho/00	65,44	13,31%	268,90	54,68%	26,72	5,43%	103,65	21,08%	27,10	5,51%	491,81	100,00%
Dezembro/00	75,40	14,76%	266,81	52,24%	30,32	5,94%	113,74	22,27%	24,43	4,78%	510,70	100,00%
Junho/01	62,90	10,83%	291,79	50,24%	41,54	7,15%	155,66	26,80%	28,94	4,98%	580,83	100,00%
Dezembro/01	48,79	7,82%	329,46	52,79%	43,63	6,99%	178,58	28,61%	23,62	3,79%	624,08	100,00%
Junho/02	56,19	8,60%	307,72	47,07%	58,24	8,91%	216,74	33,15%	14,85	2,27%	653,75	100,00%
Dezembro/02	13,66	2,19%	287,97	46,21%	78,17	12,54%	230,57	37,00%	12,83	2,06%	623,19	100,00%
Junho/03	29,99	4,48%	345,59	51,63%	85,87	12,83%	194,49	29,05%	13,48	2,01%	669,42	100,00%
Dezembro/03	91,53	12,51%	366,31	50,08%	99,07	13,55%	161,39	22,06%	13,12	1,79%	731,43	100,00%
Junho/04	127,55	16,82%	383,81	50,62%	113,29	14,94%	119,70	15,79%	13,84	1,83%	758,19	100,00%
Dezembro/04	162,76	20,09%	424,68	52,41%	120,71	14,90%	80,05	9,88%	22,06	2,72%	810,26	100,00%
Março/05	188,02	21,52%	497,81	56,98%	122,23	13,99%	43,12	4,94%	22,44	2,57%	873,61	100,00%
Junho/05	207,82	22,95%	512,17	56,56%	125,72	13,88%	37,28	4,12%	22,53	2,49%	905,51	100,00%
Setembro/05	240,39	25,76%	507,06	54,33%	127,24	13,63%	35,61	3,82%	22,92	2,46%	933,22	100,00%
Dezembro/05	272,90	27,86%	522,16	53,30%	152,19	15,53%	11,40	1,16%	21,01	2,14%	979,66	100,00%
Março/06	293,56	28,75%	506,06	49,55%	216,83	21,23%	(16,22)	-1,59%	21,00	2,06%	1.021,22	100,00%
Junho/06	319,59	31,45%	469,98	46,25%	220,81	21,73%	(14,64)	-1,44%	20,36	2,00%	1.016,10	100,00%
Setembro/06	348,62	32,83%	475,58	44,79%	228,40	21,51%	(14,21)	-1,34%	23,47	2,21%	1.061,86	100,00%
Dezembro/06	395,04	36,13%	439,88	40,23%	246,43	22,54%	(12,05)	-1,10%	24,19	2,21%	1.093,50	100,00%

Fonte: Nota para a Imprensa – Dívida Pública mobiliária.

Tabela 14
Relação Dívida Líquida de Pessoal / Receita Corrente Líquida (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
AC	47,32	47,22	45,06	48,99	48,58	44,35
AL	44,29	44,49	46,87	48,29	48,28	43,77
AM	44,76	40,73	39,87	40,74	40,89	40,95
AP	36,86	37,91	31,14	37,17	39,39	34,16
BA	35,89	38,41	41,63	44,21	41,29	40,28
CE	42,59	41,44	39,39	41,81	40,09	42,59
DF	32,89	34,09	32,41	33,59	30,51	34,94
ES	44,90	40,11	41,52	36,70	33,09	32,50
GO	49,17	45,96	43,81	45,18	43,04	39,35
MA	48,54	46,84	40,75	46,96	42,13	40,32
MG	63,86	62,83	61,67	n.d.	48,33	43,49
MS	45,68	48,07	34,97	37,45	37,22	37,89
MT	42,66	39,28	36,65	37,40	35,26	37,89
PA	42,26	42,66	43,12	44,98	43,30	41,40
PB	42,10	39,36	48,17	52,63	50,98	44,26
PE	49,22	48,17	46,97	46,53	44,55	43,47
PI	45,22	47,11	48,55	52,49	48,73	46,78
PR	45,58	49,05	44,53	46,18	46,74	45,82
RJ	39,90	35,14	37,55	39,27	31,25	30,99
RN	41,15	45,76	49,02	48,15	46,57	48,81
RO	45,03	39,33	31,18	38,00	37,90	36,99
RR	38,68	32,95	31,16	24,99	29,86	25,16
RS	61,68	51,84	48,77	48,69	43,28	40,03
SC	52,03	46,01	49,44	44,14	44,26	42,36
SE	57,88	47,39	46,07	47,50	42,95	37,34
SP	49,27	47,93	47,99	46,68	44,53	42,36
TO	34,15	35,93	35,70	36,67	39,64	34,53
Total	47,85	45,97	45,49	44,12	41,93	40,26

Fonte: STN – Indicadores Fiscais de Estados e Municípios.

Tabela 15
Indicadores das finanças dos governos estaduais

	Investimentos / RCL				Inv + Outras Desp. Capital / RCL				Juros e Amortização / RCL			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
REGIÃO SUDESTE												
Espírito Santo	6,78%	3,30%	4,66%	8,22%	27,09%	23,86%	26,34%	26,71%	8,74%	11,48%	8,06%	6,38%
Minas Gerais	6,18%	4,20%	6,65%	10,36%	11,34%	7,23%	9,15%	13,99%	12,03%	11,32%	10,81%	10,51%
Rio de Janeiro	10,40%	4,01%	5,73%	5,97%	10,49%	4,07%	5,79%	6,10%	13,24%	11,88%	12,01%	11,74%
São Paulo	4,67%	4,92%	4,97%	6,60%	9,40%	6,62%	9,22%	12,20%	10,71%	12,13%	10,71%	10,68%
REGIÃO SUL												
Paraná	11,17%	9,13%	8,49%	9,92%	11,48%	9,19%	9,37%	10,50%	13,80%	14,21%	12,68%	11,88%
Rio Grande do Sul	4,05%	5,81%	5,31%	4,39%	5,29%	7,83%	6,13%	4,98%	14,49%	14,44%	13,59%	13,88%
Santa Catarina	19,13%	14,89%	8,85%	10,35%	42,00%	24,86%	9,45%	10,97%	15,20%	12,33%	12,49%	11,70%
REGIÃO CENTRO-OESTE												
Goiás	8,92%	9,69%	11,87%	10,36%	8,93%	9,91%	11,96%	10,44%	11,02%	11,55%	11,53%	11,31%
Mato Grosso	9,94%	9,91%	12,51%	14,09%	10,30%	10,03%	12,91%	14,42%	14,40%	15,62%	14,77%	16,11%
Mato Grosso do Sul	13,05%	15,26%	14,93%	11,02%	13,33%	15,40%	15,02%	11,03%	17,07%	11,60%	11,80%	11,85%
Distrito Federal	12,97%	8,02%	10,14%	10,63%	13,13%	10,12%	12,64%	12,91%	4,90%	3,91%	3,38%	2,89%
REGIÃO NORDESTE												
Alagoas	15,55%	12,96%	10,67%	15,72%	15,55%	13,06%	10,79%	15,75%	25,53%	15,16%	14,19%	15,39%
Bahia	14,09%	11,51%	9,49%	9,73%	17,82%	15,26%	11,41%	10,68%	15,35%	18,01%	15,13%	14,11%
Ceará	19,50%	14,90%	14,32%	10,03%	29,27%	22,61%	16,28%	11,81%	17,17%	16,34%	14,23%	12,78%
Maranhão	24,72%	13,08%	3,69%	5,13%	25,10%	13,27%	3,82%	5,18%	16,65%	16,41%	15,01%	13,28%
Paraíba	20,57%	5,54%	7,62%	7,70%	24,02%	7,32%	7,95%	8,46%	14,04%	13,14%	12,62%	11,27%
Pernambuco	20,55%	9,10%	7,70%	7,36%	22,26%	9,54%	8,29%	8,31%	13,12%	13,00%	11,63%	10,89%
Piauí	5,86%	3,12%	5,61%	7,83%	6,19%	3,43%	5,97%	8,89%	16,35%	12,61%	13,89%	9,55%
Rio Grande do Norte	7,77%	4,25%	7,49%	9,07%	10,89%	8,08%	10,95%	12,68%	7,82%	7,89%	6,78%	5,76%
Sergipe	9,65%	4,72%	5,43%	7,49%	14,06%	9,46%	12,43%	11,38%	8,41%	8,43%	7,84%	7,51%
REGIÃO NORTE												
Acre	22,93%	13,63%	15,86%	21,23%	22,95%	13,64%	15,88%	21,24%	11,56%	11,58%	7,21%	6,47%
Amapá	18,85%	9,88%	12,39%		21,97%	12,10%	13,48%	n.d.	1,23%	0,97%	3,02%	n.d.
Amazonas	19,70%	12,62%	13,97%	15,96%	20,78%	13,57%	14,82%	16,61%	7,64%	7,64%	6,64%	5,69%
Pará	17,55%	11,18%	13,27%	14,22%	19,28%	12,94%	15,95%	16,39%	5,74%	6,01%	5,90%	4,86%
Rondônia	20,25%	8,39%	9,74%		20,27%	8,77%	9,77%	n.d.	12,53%	12,05%	10,72%	n.d.
Roraima	9,97%	9,67%	3,98%	9,78%	9,98%	15,44%	9,33%	15,16%	2,45%	6,18%	5,47%	5,07%
Tocantins	54,72%	45,45%	39,33%	30,74%	56,06%	46,11%	40,11%	31,69%	6,10%	6,59%	8,26%	5,55%

Fonte: STN – Indicadores Fiscais. Elaboração própria.

Tabela 15
Indicadores das finanças dos governos estaduais

	Op. Crédito / Investimentos				Dívida Consolidada Líquida / RCL				Resultado Primário / RCL			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
REGIÃO SUDESTE												
Espírito Santo	30,15%	37,99%	2,33%	2,39%	1,16	1,02	0,73	0,44	24,44%	26,85%	27,55%	25,23%
Minas Gerais	9,04%	3,05%	0,95%	3,14%	2,63	2,43	2,24	2,03	3,58%	8,66%	9,12%	9,86%
Rio de Janeiro	26,81%	24,63%	21,68%	20,36%	2,35	2,01	2,04	1,90	1,69%	9,71%	10,49%	8,54%
São Paulo	26,37%	26,63%	22,27%	10,03%	2,27	2,24	2,23	1,98	7,59%	8,12%	7,49%	5,95%
REGIÃO SUL												
Paraná	28,72%	21,20%	25,77%	17,02%	1,24	1,05	1,08	1,29	10,09%	15,58%	13,64%	24,77%
Rio Grande do Sul	40,56%	49,32%	40,36%	23,48%	2,79	2,80	2,83	2,58	-0,77%	-1,01%	0,34%	4,63%
Santa Catarina	123,60%	14,67%	18,06%	12,65%	1,95	1,67	1,64	1,19	-19,56%	12,55%	7,74%	7,78%
REGIÃO CENTRO-OESTE												
Goiás	9,28%	7,22%	7,62%	4,91%	2,77	2,40	2,21	1,85	5,61%	22,91%	10,13%	9,33%
Mato Grosso	1,42%	1,72%	1,33%	0,00%	1,59	1,76	1,30	1,11	16,27%	17,41%	14,30%	14,12%
Mato Grosso do Sul	9,58%	15,12%	7,46%	0,88%	3,10	2,67	2,33	2,00	23,45%	18,12%	19,50%	6,64%
Distrito Federal	25,81%	14,17%	9,76%	6,44%	0,40	0,36	0,28	0,35	3,72%	3,89%	4,37%	3,24%
REGIÃO NORDESTE												
Alagoas	52,30%	5,73%	4,86%	0,25%	2,36	2,77	2,64	2,24	25,35%	14,49%	11,07%	8,63%
Bahia	47,16%	48,68%	36,48%	25,25%	1,82	1,63	1,42	1,17	9,59%	9,58%	10,81%	8,68%
Ceará	28,91%	43,58%	36,74%	50,30%	1,18	1,06	0,92	0,73	11,23%	13,71%	12,62%	14,85%
Maranhão	5,73%	15,84%	10,88%	2,67%	2,73	2,22	1,74	1,18	17,42%	29,44%	35,42%	39,79%
Paraíba	9,03%	7,75%	26,45%	31,16%	1,42	1,17	1,08	0,89	14,16%	15,94%	12,36%	22,92%
Pernambuco	3,41%	7,30%	17,30%	13,91%	1,25	1,17	1,04	0,83	-5,43%	6,33%	7,75%	6,43%
Piauí	19,44%	24,74%	29,85%	16,12%	1,64	1,52	1,42	1,09	16,33%	16,53%	13,25%	28,30%
Rio Grande do Norte	9,12%	4,62%	10,72%	32,83%	0,65	0,53	0,38	0,32	2,60%	6,88%	7,18%	6,79%
Sergipe	16,26%	16,44%	98,78%	14,55%	0,73	0,68	0,65	0,45	8,87%	5,45%	1,30%	10,38%
REGIÃO NORTE												
Acre	18,62%	6,00%	4,54%	38,60%	0,73	0,68	0,62	0,45	9,00%	13,22%	8,84%	8,47%
Amapá	1,36%	1,34%	1,01%	n.d	0,28	0,28	0,23	0,08	19,40%	19,63%	19,58%	26,33%
Amazonas	2,67%	2,11%	0,32%	1,74%	0,67	0,56	0,45	0,36	11,05%	11,97%	5,74%	3,47%
Pará	3,60%	8,97%	3,83%	3,49%	0,67	0,61	0,60	0,46	4,20%	6,13%	4,33%	5,48%
Rondônia	29,09%	34,54%	8,48%	n.d	1,45	1,21	1,03	0,85	3,09%	9,63%	7,15%	9,71%
Roraima	23,27%	1,87%	3,42%	0,97%	0,35	0,43	0,04	0,15	30,39%	48,43%	39,60%	33,13%
Tocantins	16,22%	22,61%	18,08%	1,94%	0,37	0,26	0,35	0,14	6,16%	6,90%	2,56%	8,33%

Fonte: STN – Indicadores Fiscais. Elaboração própria.

Tabela 15
Indicadores das finanças dos governos estaduais

	Restos a pagar / RCL				Nec. Financiamento Bruta / RCL *				Pessoal e Encargos / RCL			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
REGIÃO SUDESTE												
Espírito Santo	39,93%	16,35%	13,66%	10,87%	15,70%	15,37%	19,49%	18,85%	66,57%	63,32%	61,83%	42,21%
Minas Gerais	28,39%	23,99%	24,00%	25,27%	-8,45%	-2,66%	-1,68%	-0,65%	72,68%	70,43%	62,53%	57,99%
Rio de Janeiro	14,29%	19,22%	15,34%	14,98%	-11,54%	-2,17%	-1,52%	-3,20%	62,04%	57,47%	53,71%	31,74%
São Paulo	7,39%	8,58%	9,22%	10,09%	-3,12%	-4,01%	-3,22%	-4,73%	60,27%	59,97%	57,16%	55,42%
REGIÃO SUL												
Paraná	42,28%	42,14%	36,50%	33,28%	-3,71%	1,36%	0,96%	12,89%	55,10%	57,86%	58,67%	57,16%
Rio Grande do Sul	22,38%	22,41%	23,64%	23,58%	-15,25%	-15,45%	-13,25%	-9,25%	79,02%	76,03%	72,94%	69,17%
Santa Catarina	9,97%	11,11%	6,05%	4,43%	-34,76%	0,22%	-4,75%	-3,92%	60,77%	59,62%	59,41%	58,34%
REGIÃO CENTRO-OESTE												
Goiás	31,06%	27,60%	17,17%	13,53%	-5,42%	11,36%	-1,41%	-1,97%	63,71%	55,19%	61,01%	55,52%
Mato Grosso	1,14%	4,61%	7,33%	6,83%	1,87%	1,79%	-0,46%	-1,99%	50,97%	53,91%	47,48%	50,59%
Mato Grosso do Sul	22,89%	21,18%	16,63%	17,01%	6,38%	6,52%	7,71%	-5,21%	59,89%	65,04%	63,48%	44,97%
Distrito Federal	0,57%	1,54%	1,36%	1,30%	-1,18%	-0,02%	0,98%	0,34%	115,41%	50,51%	42,79%	48,65%
REGIÃO NORDESTE												
Alagoas	10,17%	7,62%	5,75%	11,74%	-0,18%	-0,67%	-3,12%	-6,71%	63,95%	69,80%	62,08%	60,92%
Bahia	2,70%	4,63%	4,25%	4,06%	-5,76%	-8,43%	-4,32%	-5,44%	61,32%	65,11%	62,18%	60,92%
Ceará	7,31%	10,77%	13,82%	7,11%	-5,94%	-2,63%	-1,61%	2,08%	62,43%	65,01%	64,64%	61,80%
Maranhão	10,74%	9,23%	5,71%	9,65%	0,77%	13,03%	20,40%	26,51%	65,40%	65,19%	63,69%	52,41%
Paraíba	7,97%	12,38%	18,44%	12,12%	0,13%	2,80%	-0,26%	11,65%	59,81%	70,24%	70,42%	55,15%
Pernambuco	10,14%	9,12%	9,81%	8,67%	-18,55%	-6,67%	-3,88%	-4,46%	79,33%	79,57%	79,53%	77,10%
Piauí	3,94%	6,90%	4,31%	5,07%	-0,02%	3,92%	-0,63%	18,74%	58,77%	65,67%	64,69%	52,27%
Rio Grande do Norte	1,49%	6,86%	6,68%	5,67%	-5,22%	-1,01%	0,41%	1,03%	66,74%	69,39%	65,64%	57,44%
Sergipe	0,37%	1,68%	3,07%	0,76%	0,46%	-2,97%	-6,54%	2,86%	57,44%	60,69%	61,88%	58,93%
REGIÃO NORTE												
Acre	2,75%	2,20%	2,86%	1,48%	-2,56%	1,64%	1,63%	2,00%	58,20%	62,77%	62,27%	57,04%
Amapá	6,91%	12,24%	20,75%	0,00%	18,17%	18,66%	16,56%	n.d.	50,93%	49,76%	50,64%	n.d.
Amazonas	6,07%	8,35%	6,70%	7,26%	3,41%	4,33%	-0,90%	-2,22%	56,98%	53,34%	49,25%	49,20%
Pará	3,90%	4,65%	3,91%	4,81%	-1,54%	0,11%	-1,57%	0,62%	60,00%	63,90%	61,63%	47,42%
Rondônia	10,74%	20,92%	22,92%	0,00%	-9,44%	-2,42%	-3,57%	n.d.	58,32%	57,29%	55,36%	n.d.
Roraima	6,94%	17,52%	14,04%	15,36%	27,94%	42,25%	34,13%	28,07%	40,63%	55,38%	41,49%	40,09%
Tocantins	0,43%	3,11%	3,21%	5,21%	0,05%	0,31%	-5,70%	2,78%	42,41%	43,52%	45,83%	39,46%

Fonte: STN – Indicadores Fiscais. Elaboração própria * (-) indica que ocorreu a necessidade de financiamento

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Sudeste
valores em R\$mil

	Espírito Santo				Minas Gerais			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receita Correrntes	3.555.312	4.546.892	5.713.443	7.125.304	14.697.286	18.031.601	21.196.766	24.842.157
FPE	267.294	276.866	305.183	381.953	790.345	967.292	906.293	1.134.272
Outras transferências	291.076	117.702	425.952	(134.833)	1.527.858	1.625.937	3.142.742	1.773.537
Receitas Próprias	2.810.303	4.152.325	4.982.308	6.743.144	12.377.320	15.438.372	17.147.732	21.926.970
ICMS	2.168.515	2.897.949	3.371.571	4.148.106	8.340.547	10.835.788	11.424.751	13.418.384
II – Receita Corrente Líquida	2.560.765	3.331.517	4.122.214	5.143.638	12.542.039	14.305.976	16.695.979	19.550.334
III – Despesas não financeiras	3.486.355	4.190.525	5.329.550	6.549.032	16.959.935	17.429.912	19.922.269	23.237.028
Pessoal e encargos	1.704.603	2.109.577	2.548.756	2.171.118	9.116.048	10.075.187	10.439.284	11.336.497
OCC (não financeiro)	1.781.751	2.080.948	2.780.794	4.377.914	7.843.888	7.354.725	9.482.985	11.900.531
Investimentos	173.656	109.919	192.280	422.590	775.437	600.800	1.109.663	2.024.570
Outras despesas capital	520.095	684.991	893.386	951.430	646.834	433.524	417.583	709.845
Outras despesas correntes	1.088.000	1.286.038	1.695.128	3.003.894	6.421.617	6.320.401	7.955.738	9.166.116
IV – Resultado Primário	625.954	894.388	1.135.802	1.297.886	448.874	1.238.375	1.523.275	1.928.250
V – Juros da dívida	103.349	130.171	191.754	147.983	1.077.532	1.192.787	1.371.951	1.643.595
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	522.605	764.217	944.048	1.149.903	(628.658)	45.588	151.324	284.655
VII – Amortizações	120.576	252.220	140.668	180.387	431.697	426.025	432.388	411.446
VIII = (VI + VII) = Nec.Financ. Bruta	402.029	511.997	803.380	969.516	(1.060.355)	(380.437)	(281.064)	(126.791)
Alienação de bens + outras rec. capital	103.145	341.269	207.461	191.869	1.545.837	770.928	609.950	607.912
Operações de crédito	52.363	41.757	4.488	10.114	70.104	18.322	10.543	63.656
IX – Atrasos / deficiência financeira	557.537	895.023	1.015.329	1.171.499	555.586	408.813	339.428	544.776

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Sudeste

valores em R\$mil

	Rio de Janeiro				São Paulo			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes	18.704.157	24.186.940	27.353.680	29.536.296	51.892.479	56.827.295	64.789.056	73.870.648
FPE	271.054	331.739	365.669	457.654	207.104	218.449	244.465	299.571
Outras transferências	1.260.837	1.373.984	5.013.281	6.245.924	4.859.854	5.642.872	6.464.453	6.937.956
Receitas Próprias	14.715.016	22.481.218	21.974.729	22.755.574	45.812.354	50.965.974	58.080.139	66.044.832
ICMS	9.114.770	12.036.014	14.259.396	14.648.235	36.453.327	39.394.704	45.223.079	49.988.622
II – Receita Corrente Líquida	15.100.326	19.168.781	21.009.274	23.094.089	39.675.808	43.699.168	49.479.722	56.769.259
III – Despesas não financeiras	18.398.047	22.089.596	24.979.254	27.499.735	48.171.426	52.256.545	60.427.056	69.883.454
Pessoal e encargos	9.367.944	11.015.994	11.284.937	7.329.038	23.913.323	26.204.839	28.284.759	31.462.699
OCC (não financeiro)	9.030.103	11.073.602	13.694.317	20.170.698	24.258.103	26.051.706	32.142.297	38.420.755
Investimentos	1.569.681	768.658	1.203.549	1.379.001	1.854.436	2.147.919	2.460.800	3.747.032
Outras despesas capital	13.723	10.812	13.928	30.318	1.874.684	743.051	2.103.070	3.176.642
Outras despesas correntes	7.446.699	10.294.132	12.476.840	18.761.379	20.528.984	23.160.736	27.578.427	31.497.081
IV – Resultado Primário	255.808	1.860.623	2.204.018	1.971.290	3.011.269	3.549.842	3.704.348	3.377.078
V – Juros da dívida	1.489.941	1.767.284	1.673.602	1.997.551	3.411.744	4.012.745	4.126.911	4.966.355
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	(1.234.133)	93.339	530.416	(26.261)	(400.475)	(462.903)	(422.563)	(1.589.277)
VII – Amortizações	508.943	509.584	849.983	712.696	837.499	1.289.802	1.170.865	1.097.091
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	(1.743.077)	(416.245)	(319.567)	(738.958)	(1.237.974)	(1.752.706)	(1.593.429)	(2.686.368)
Alienação de bens + outras rec. capital	79.906	16.550	33.421	457.318	657.413	567.067	435.717	1.863.507
Operações de crédito	420.814	189.331	260.894	280.750	489.105	571.955	548.143	375.856
IX – Atrasos / deficiência financeira	(1.242.357)	(210.364)	(25.252)	(890)	(91.456)	(613.684)	(609.569)	(447.005)

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Sul
valores em R\$mil

	Paraná				Rio Grande do Sul			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas correntes	9.324.709	10.454	11.708.098	13.238.548	11.867.895	13.413.185	14.034.288	16.462.929
FPE	511.555	532.173	586.603	491.533	734.164	434.642	479.097	599.615
Outras transferências	1.624.405	895.820	1.968.448	1.083.806	1.539.286	438.209	2.231.074	1.242.630
Receitas Próprias	6.473.125	9.026.279	9.153.047	11.265.458	9.333.916	12.540.335	11.324.117	14.620.685
ICMS	4.940.785	6.679.675	6.873.751	7.711.702	7.213.311	8.595.599	7.915.534	9.622.244
II – Receita Corrente Líquida	7.490.807	8.367.454	9.245.030	10.453.929	8.414.927	9.859.597	10.736.730	12.349.352
III – Despesas não financeiras	8.795.683	9.614.044	10.713.424	12.306.898	11.400.681	12.803.636	13.932.157	15.860.553
Pessoal e encargos	4.127.552	4.841.164	5.423.926	5.975.496	6.649.727	7.496.237	7.831.123	8.541.619
OCC (não financeiro)	4.668.131	4.772.880	5.289.498	6.331.402	4.750.954	5.307.399	6.101.034	7.318.934
Investimentos	836.536	763.937	784.863	1.037.084	340.679	572.644	570.105	542.308
Outras despesas capital	23.279	4.964	81.315	60.700	104.666	199.550	88.122	73.059
Outras despesas correntes	3.808.316	4.003.978	4.423.319	5.233.618	4.305.610	4.535.205	5.442.808	6.703.567
IV – Resultado Primário	755.537	1.303.444	1.261.011	2.589.356	(64.528)	(99.580)	35.979	572.131
V – Juros da dívida	538.949	644.408	635.782	678.955	274.464	270.097	280.666	293.903
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	216.588	659.036	625.229	1.910.401	(338.992)	(369.677)	(244.687)	278.228
VII – Amortizações	494.534	544.910	536.117	562.855	944.493	1.153.665	1.178.341	1.420.401
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	(277.946)	114.127	89.112	1.347.546	(1.283.486)	(1.523.342)	(1.423.028)	(1.142.173)
Alienação de bens + outras rec. capital	377.126	189.132	315.963	286.348	233.577	149.392	207.121	59.416
Operações de crédito	240.264	161.925	202.272	176.530	138.182	282.421	230.075	127.324
IX – Atrasos / deficiência financeira	339.444	465.183	607.347	1.810.424	(911.727)	(1.091.529)	(985.832)	(955.433)

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Sul valores em R\$ mil

	Santa Catarina			
	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes	5.664.500	6.099.048	7.426.176	8.820.088
FPE	227.070	194.536	260.382	325.882
Outras transferências	824.025	1.081.179	1.245.295	731.049
Receitas Próprias	4.340.977	5.365.179	5.920.498	7.759.944
ICMS	3.368.629	4.094.442	4.580.369	5.117.471
II – Receita Corrente Líquida	4.373.551	5.129.578	5.669.194	6.718.512
III – Despesas não financeiras	6.526.096	6.431.469	6.963.033	8.172.089
Pessoal e encargos	2.657.769	3.058.338	3.367.934	3.919.786
OCC (não financeiro)	4.668.131	4.772.880	3.595.099	4.252.302
Investimentos	836.536	763.937	501.538	695.505
Outras despesas capital	1.000.146	511.120	34.243	41.471
Outras despesas correntes	2.413.820	2.810.309	3.059.318	3.515.326
IV – Resultado Primário	(855.391)	643.742	439.017	522.516
V – Juros da dívida	284.616	404.265	466.376	511.038
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	(1.140.007)	239.477	(27.359)	11.478
VII – Amortizações	380.128	228.132	241.694	274.768
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	(1.520.135)	11.345	(269.053)	(263.290)
Alienação de bens + outras rec. capital	377.126	189.132	58.754	33.869
Operações de crédito	1.033.920	112.055	90.591	87.980
IX – Atrasos / deficiência financeira	(109.089)	312.532	(119.708)	(141.441)

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Centro -Oeste valores em R\$mil

	Goiás				Mato Grosso			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas correntes	4.638.505	5.885.824	6.815.639	7.483.241	2.856.726	3.962.295	4.756.075	5.328.593
FPE	504.440	524.771	578.444	723.953	409.482	501.159	469.555	587.672
Outras transferências	671.681	267.511	872.281	788.117	242.797	259.140	666.862	428.690
Receitas Próprias	3.389.431	5.093.542	5.364.913	5.968.348	2.131.223	3.201.996	3.621.800	4.310.168
ICMS	2.578.173	3.608.729	3.395.351	3.602.225	1.634.544	2.372.078	2.604.518	2.738.688
II – Receita Corrente Líquida	3.829.074	4.553.742	5.304.978	6.153.147	2.512.858	3.136.452	3.872.936	4.296.180
III – Despesas não financeiras	4.721.009	5.509.908	6.670.572	7.052.480	2.773.017	3.531.006	4.186.358	4.684.568
Pessoal e encargos	2.439.374	2.513.314	3.236.490	3.416.404	1.280.883	1.690.961	1.838.879	2.173.551
OCC (não financeiro)	2.281.636	2.996.594	3.434.081	3.636.076	1.492.134	1.840.045	2.347.478	2.511.017
Investimentos	341.611	441.140	629.606	637.658	249.879	310.964	484.435	605.189
Outras despesas capital	441	10.309	4.620	5.002	8.821	3.719	15.739	14.487
Outras despesas correntes	1.939.584	2.545.146	2.799.856	2.993.417	1.233.435	1.525.362	1.847.305	1.891.342
IV – Resultado Primário	214.790	1.043.253	537.178	574.152	408.808	546.098	553.901	606.455
V – Juros da dívida	250.255	255.092	255.223	308.513	249.782	247.858	243.637	318.409
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	(35.465)	788.161	281.955	265.639	159.026	298.240	310.264	288.046
VII – Amortizações	171.888	270.665	356.542	387.123	112.037	242.148	328.207	373.694
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	(207.352)	517.495	(74.587)	(121.484)	46.989	56.092	(17.943)	(85.648)
Alienação de bens + outras rec. capital	413.352	241.416	205.399	167.019	39.960	17.321	33.928	28.331
Operações de crédito	31.704	31.872	47.969	31.335	3.543	5.344	6.451	0
IX – Atrasos / deficiência financeira	237.703	790.784	178.781	76.870	90.492	78.758	22.436	(57.317)

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

		Mato Grosso do Sul				Distrito Federal			
		2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes		2.363.112	2.910.264	3.584.910	3.798.466	7.040.228	5.084.207	5.795.356	6.745.777
FPE		236.296	245.882	271.023	339.194	143.700	149.877	138.925	175.749
Outras transferências		429.330	152.943	411.864	193.666	3.225.396	634.629	855.639	536.906
Receitas Próprias		1.691.490	2.511.438	2.902.023	3.265.495	3.368.420	4.299.702	4.808.629	6.033.122
ICMS		1.190.444	1.683.460	1.877.533	2.142.988	2.149.173	2.219.996	2.235.773	2.395.219
II – Receita Corrente Líquida		1.756.433	2.123.550	2.579.044	3.041.883	3.987.827	4.467.483	5.309.061	6.149.618
III – Despesas não financeiras		2.289.171	3.016.948	3.614.798	3.787.391	7.130.706	5.180.696	5.902.043	6.852.497
Pessoal e encargos		1.051.920	1.381.253	1.637.159	1.367.855	4.602.490	2.256.548	2.271.854	2.991.820
OCC (não financeiro)		1.237.251	1.635.695	1.977.639	2.419.536	2.332.732	2.749.560	3.450.504	3.682.774
Investimentos		229.282	324.136	384.976	335.285	517.254	358.486	538.246	653.842
Outras despesas capital		4.904	2.940	2.481	212	6.353	93.588	133.017	140.141
Outras despesas correntes		1.003.065	1.308.619	1.590.182	2.084.039	1.809.125	2.297.485	2.779.241	2.888.791
IV – Resultado Primário		411.944	384.727	502.946	201.919	148.399	173.900	231.868	199.079
V – Juros da dívida		139.355	132.265	162.570	169.408	102.474	116.451	112.123	108.287
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida		272.589	252.462	340.376	32.511	45.925	57.449	119.745	90.792
VII – Amortizações		160.514	114.061	141.638	190.920	93.010	58.137	67.563	69.617
VIII = (VI + VII) = Nec.Financ. Bruta		112.075	138.401	198.738	(158.409)	(47.085)	(688)	52.183	21.175
Alienação de bens + outras rec. capital		180.469	197.751	240.055	158.921	58.664	55.984	66.952	74.718
Operações de crédito		21.958	49.005	28.720	2.952	133.514	50.802	52.513	42.136
IX – Atrasos / deficiência financeira		314.502	385.157	467.513	3.464	145.093	106.098	171.648	138.029

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Nordeste valores em R\$mil

I – Receitas Correntes	Alagoas				Bahia			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
	1.926.165	2.136.606	2.516.923	2.827.146	9.113.920	10.385.147	12.522.784	13.918.446
FPE	871.579	903.364	995.759	1.058.236	1.667.132	1.736.291	1.911.709	2.392.602
Outras transferências	118.703	57.710	224.831	273.324	983.210	375.762	1.072.015	1.186.577
Receitas Próprias	914.657	1.175.533	1.296.333	1.455.795	6.337.548	8.273.094	9.539.060	10.339.260
ICMS	665.567	787.087	949.554	985.565	4.399.332	5.712.367	5.890.445	6.112.767
II – Receita Corrente Líquida	1.477.875	1.619.021	1.918.255	2.450.847	6.693.304	7.506.520	9.075.419	10.329.111
III – Despesas não financeiras	1.911.375	2.124.659	2.375.584	2.744.290	8.605.020	9.826.834	11.588.801	12.890.572
Pessoal e encargos	945.126	1.130.131	1.190.887	1.493.096	4.104.101	4.887.667	5.643.223	6.292.211
OCC (não financeiro)	966.249	994.528	1.184.698	1.251.194	4.500.919	4.939.167	5.945.578	6.598.361
Investimentos	229.798	209.859	204.646	384.124	943.406	863.730	861.057	1.005.243
Outras despesas capital	0	1.572	2.299	640	249.579	281.557	174.852	98.419
Outras despesas correntes	736.451	783.098	977.752	866.431	3.307.935	3.793.880	4.909.669	5.494.698
IV – Resultado Primário	374.707	234.552	212.303	211.582	642.037	719.094	981.233	896.168
V – Juros da dívida	170.639	132.874	151.522	163.767	475.998	624.281	568.712	598.150
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	204.068	101.678	60.781	47.815	166.039	94.813	412.521	298.018
VII – Amortizações	206.712	112.497	120.591	212.292	551.669	727.822	804.374	859.421
VIII = (VI + VII) = Nec.Financ. Bruta	(2.644)	(10.819)	(59.810)	(164.478)	(385.630)	(633.009)	(391.852)	(561.403)
Alienação de bens + outras rec. capital	368.685	155.816	80.856	141.840	309.938	108.341	211.725	274.703
Operações de crédito	120.179	12.024	9.953	947	444.944	420.429	314.140	253.845
IX – Atrasos / deficiência financeira	486.220	157.022	30.998	(21.691)	369.252	(104.239)	134.013	(32.855)

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Nordeste valores em R\$mil

	Ceará				Maranhão			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes	5.364.991	5.886.071	6.461.090	7.345.057	3.265.104	3.355.229	3.516.314	4.362.097
FPE	1.531.480	1.593.204	1.756.156	2.197.920	1.506.703	1.567.429	1.468.583	1.838.006
Outras transferências	564.455	530.913	593.513	723.641	393.968	338.377	492.854	429.050
Receitas Próprias	3.087.310	3.761.953	4.111.421	4.423.408	1.356.100	1.449.423	1.554.877	2.095.041
ICMS	2.368.020	2.585.224	2.930.038	3.097.417	897.073	965.389	1.050.597	1.291.360
II – Receita Corrente Líquida	3.866.405	4.209.618	4.636.442	5.304.380	2.121.935	2.454.001	2.950.836	3.700.427
III – Despesas não financeiras	5.563.425	5.882.305	6.322.878	6.811.285	3.110.936	3.290.108	2.878.897	3.288.834
Pessoal e encargos	2.413.765	2.736.602	2.997.200	3.278.111	1.387.844	1.599.658	1.879.332	1.939.538
OCC (não financeiro)	3.149.660	3.145.703	3.325.678	3.533.174	1.723.092	1.690.450	999.566	1.349.296
Investimentos	753.823	627.152	663.770	532.027	524.465	321.090	108.939	189.902
Outras despesas capital	378.035	324.727	91.192	94.335	8.138	4.545	3.725	1.927
Outras despesas correntes	2.017.801	2.193.824	2.570.716	2.906.812	1.190.489	1.364.815	886.902	1.157.467
IV – Resultado Primário	434.040	577.008	585.152	787.927	369.591	722.474	1.045.058	1.472.428
V – Juros da dívida	295.313	305.443	280.224	257.697	129.878	141.071	198.210	220.099
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	138.727	271.565	304.928	530.230	239.713	581.403	846.848	1.252.329
VII – Amortizações	368.504	382.405	379.576	420.074	223.425	261.638	244.854	271.419
VIII = (VI + VII) = Nec.Financ. Bruta	(229.777)	(110.840)	(74.648)	110.156	16.289	319.765	601.994	980.909
Alienação de bens + outras rec. capital	306.233	258.783	229.784	174.711	102.528	46.595	18.130	16.213
Operações de crédito	217.926	273.337	243.846	267.614	30.035	50.864	11.851	5.066
IX – Atrasos / deficiência financeira	294.381	421.280	398.981	552.482	148.852	417.224	631.976	1.002.189

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Nordeste valores em R\$mil

	Paraíba				Pernambuco			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes	2.255.131	2.592.347	2.818.246	3.628.938	6.079.991	6.493.873	7.679.487	9.265.230
FPE	849.676	883.921	974.328	1.219.422	1.224.276	1.273.619	1.403.884	1.757.033
Outras transferências	332.942	130.488	338.129	311.163	622.802	284.493	975.177	814.602
Receitas Próprias	1.008.957	1.577.938	1.505.790	2.098.353	4.211.182	4.935.762	5.300.426	6.693.518
ICMS	811.763	1.007.196	1.011.494	1.164.823	2.505.621	3.135.394	3.219.027	3.797.616
II – Receita Corrente Líquida	1.944.563	2.234.882	2.429.331	3.012.291	4.383.769	4.629.449	5.295.561	6.281.379
III – Despesas não financeiras	2.258.198	2.525.642	2.819.284	3.287.124	6.524.264	6.376.041	7.355.512	8.649.482
Pessoal e encargos	1.163.107	1.569.877	1.710.642	1.661.393	3.477.581	3.683.572	4.211.751	4.843.036
OCC (não financeiro)	1.095.091	955.765	1.108.642	1.625.731	3.046.683	2.692.470	3.143.762	3.806.446
Investimentos	400.009	123.915	185.057	231.956	900.725	421.087	407.648	462.051
Outras despesas capital	67.023	39.699	7.972	22.997	75.013	20.527	31.295	60.000
Outras despesas correntes	628.059	792.152	915.613	1.370.778	2.070.945	2.250.856	2.704.819	3.284.396
IV – Resultado Primário	275.440	356.294	300.370	690.468	(238.033)	293.126	410.291	404.005
V – Juros da dívida	144.585	139.775	128.115	135.003	262.920	283.306	263.793	278.368
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	130.855	216.519	172.255	555.465	(500.953)	9.820	146.498	125.637
VII – Amortizações	128.410	153.921	178.569	204.514	312.363	318.494	351.855	405.776
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	2.445	62.598	(6.315)	350.951	(813.316)	(308.673)	(205.356)	(280.139)
Alienação de bens + outras rec. capital	0	20.633	15.183	1.743	383.538	204.734	164.162	150.484
Operações de crédito	36.133	9.599	48.943	72.287	30.683	30.739	70.537	64.254
IX – Atrasos / deficiência financeira	38.578	92.831	57.812	424.981	(399.095)	(73.200)	29.342	(65.400)

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Nordeste valores em R\$mil

	Piauí				Rio Grande do Norte			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes	1.636.378	1.593.095	2.123.544	2.687.391	2.383.207	2.626.081	3.147.355	3.814.458
FPE	766.730	846.080	879.213	1.100.380	740.817	771.143	850.017	1.063.840
Outras transferências	167.878	59.019	135.665	367.870	315.412	138.508	421.285	554.164
Receitas Próprias	587.281	687.996	1.108.666	1.218.894	1.259.525	1.716.430	1.876.053	2.196.454
ICMS	479.958	458.021	674.805	799.433	897.456	1.184.697	1.240.710	1.435.123
II – Receita Corrente Líquida	1.586.525	1.689.464	1.940.461	2.357.829	1.999.524	2.166.858	2.618.951	3.144.162
III – Despesas não financeiras	1.627.670	1.819.698	2.143.780	2.364.254	2.308.709	2.523.618	3.058.788	3.622.819
Pessoal e encargos	932.409	1.109.474	1.255.259	1.232.467	1.334.418	1.503.645	1.719.026	1.806.009
OCC (não financeiro)	695.262	710.224	888.521	1.131.787	974.291	1.019.973	1.339.762	1.816.810
Investimentos	92.932	52.726	108.797	184.522	155.400	92.035	196.180	285.218
Outras despesas capital	5.261	5.283	7.099	25.037	62.271	83.033	90.711	113.378
Outras despesas correntes	597.069	652.215	772.626	922.229	756.620	844.905	1.052.872	1.418.214
IV – Resultado Primário	259.079	279.283	257.166	667.182	52.032	149.045	188.105	213.386
V – Juros da dívida	81.276	97.806	145.255	112.865	66.161	67.363	61.417	60.389
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	177.803	181.477	111.911	554.317	(14.129)	81.682	126.688	152.997
VII – Amortizações	178.049	115.174	124.183	112.409	90.285	103.516	116.053	120.613
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	(246)	66.303	(12.272)	441.907	(104.413)	(21.835)	10.635	32.383
Alienação de bens + outras rec. capital	57.210	22.063	55.430	41.415	11.652	30.865	6.298	38.087
Operações de crédito	18.066	13.046	32.474	29.741	14.174	4.253	21.033	93.647
IX – Atrasos / deficiência financeira	75.030	101.412	75.632	513.063	(78.587)	13.284	37.966	164.117

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Nordeste valores em R\$mil

	Acre				Amapá			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I - Receitas Correntes	1.055.268	1.118.783	1.269.906	1.608.233	916.547	992.425	1.268.685	n.d
FPE	606.975	631.438	696.021	871.106	676.599	629.777	694.190	n.d
Outras transferências	166.292	118.339	166.617	228.605	58.891	135.509	274.790	n.d
Receitas Próprias	283.001	369.006	407.268	508.521	174.372	227.138	299.704	n.d
ICMS	150.394	208.226	227.958	292.462	138.256	148.025	163.651	n.d
II - Receita Corrente Líquida	970.673	1.023.480	1.156.660	1.466.890	810.519	940.819	1.210.060	1.444.006
III - Despesas não financeiras	1.050.240	1.075.893	1.265.717	1.575.402	949.507	975.731	1.219.339	n.d
Pessoal e encargos	564.914	642.421	720.265	836.730	412.775	468.163	612.833	n.d
OCC (não financeiro)	485.326	433.472	545.452	738.672	536.732	507.567	606.506	n.d
Investimentos	222.585	139.502	183.414	311.350	152.817	92.989	149.912	n.d
Outras despesas capital	207	79	281	160	25.232	20.842	13.234	n.d
Outras despesas correntes	262.534	293.891	361.757	427.162	358.683	393.735	443.361	n.d
IV - Resultado Primário	87.381	135.307	102.225	124.235	157.211	184.697	236.990	380.183
V - Juros da dívida	35.691	59.716	35.343	37.282	4.862	2.689	10.302	n.d
VI = (IV - V) - Nec. Financiamento Líquida	51.690	75.591	66.882	86.953	152.349	182.008	226.688	n.d
VII - Amortizações	76.542	58.773	47.995	57.602	5.074	6.445	26.276	n.d
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	(24.852)	16.818	18.887	29.350	147.275	175.563	200.413	n.d
Alienação de bens + outras rec. capital	63.421	61.267	85.680	112.960	45.232	6.454	12.698	n.d
Operações de crédito	41.436	8.370	8.321	120.178	2.085	1.243	1.511	n.d
IX - Atrasos / deficiência financeira	80.005	86.455	112.889	262.489	194.592	183.260	214.621	n.d

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais - Região Nordeste R\$mil

	Sergipe			
	2002	2003	2004	2005
I - Receitas Correntes	1.927.495	2.073.792	2.382.128	2.971.013
FPE	737.259	766.973	845.419	1.058.085
Outras transferências	271.007	89.326	210.722	244.403
Receitas Próprias	860.371	1.217.493	1.325.987	1.668.403
ICMS	586.643	761.312	781.312	907.401
II - Receita Corrente Líquida	1.674.710	1.805.467	2.043.107	2.536.658
III - Despesas não financeiras	1.847.917	1.972.422	2.371.841	2.694.837
Pessoal e encargos	961.936	1.095.799	1.264.328	1.494.812
OCC (não financeiro)	885.981	876.623	1.107.513	1.200.025
Investimentos	161.603	85.215	110.991	189.990
Outras despesas capital	73.919	85.655	143.016	98.602
Outras despesas correntes	650.459	705.753	853.506	911.433
IV - Resultado Primário	148.614	98.488	26.534	263.231
V - Juros da dívida	76.791	82.620	82.887	98.363
VI = (IV - V) - Nec. Financiamento Líquida	71.823	15.868	(56.353)	164.868
VII - Amortizações	64.060	69.531	77.301	92.240
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	7.763	(53.663)	(133.654)	72.628
Alienação de bens + outras rec. capital	91.073	11.726	40.285	17.996
Operações de crédito	26.279	14.009	109.642	27.644
IX - Atrasos / deficiência financeira	125.114	(27.929)	16.273	118.268

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais - Região Norte
valores em R\$mil

	Amazonas				Pará			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes	3.492.129	3.704.174	4.480.072	5.133.763	3.845.861	4.304.983	5.002.238	5.762.727
FPE	495.090	515.044	567.722	710.534	1.084.429	1.128.135	1.256.189	1.556.329
Outras transferências	437.762	168.304	634.052	354.352	662.916	332.739	807.250	588.702
Receitas Próprias	2.356.517	3.020.826	3.278.297	4.043.762	2.047.641	2.844.109	2.938.800	3.617.696
ICMS	1.718.744	2.187.808	2.293.703	2.649.943	1.509.532	2.034.436	2.099.842	2.480.632
II – Receita Corrente Líquida	2.767.751	3.054.642	3.751.410	4.294.390	3.204.737	3.503.004	4.068.167	4.847.313
III – Despesas não financeiras	3.494.131	3.507.442	4.251.538	5.014.028	3.767.351	4.151.758	4.849.495	5.458.417
Pessoal e encargos	1.577.136	1.629.464	1.847.383	2.112.950	1.922.808	2.238.328	2.507.235	2.298.700
OCC (não financeiro)	1.916.995	1.877.978	2.404.155	2.901.078	1.844.543	1.913.430	2.342.260	3.159.717
Investimentos	545.148	385.462	524.009	685.586	562.311	391.727	539.853	689.422
Outras despesas capital	29.885	29.104	31.772	27.633	55.502	61.695	108.892	104.825
Outras despesas correntes	1.341.961	1.463.412	1.848.375	2.187.859	1.226.730	1.460.008	1.693.514	2.365.470
IV – Resultado Primário	305.789	365.567	215.373	148.872	134.631	214.679	176.106	265.628
V – Juros da dívida	122.810	136.306	120.815	120.402	110.699	124.728	120.144	115.363
VI = (IV - V) - Nec. Financiamento Líquida	182.979	229.261	94.558	28.470	23.932	89.951	55.962	150.265
VII – Amortizações	88.723	96.996	128.197	123.941	73.338	85.928	119.983	120.003
VIII = (VI + VII) = Nec.Financ. Bruta	94.256	132.266	(33.639)	(95.471)	(49.406)	4.023	(64.021)	30.262
Alienação de bens + outras rec. capital	152.561	44.984	33.635	95.921	111.101	32.554	67.179	48.136
Operações de crédito	14.548	8.134	1.665	11.950	20.226	35.150	20.669	24.092
IX – Atrasos / deficiência financeira	261.366	185.384	1.660	12.400	81.921	71.727	23.827	102.490

Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Norte
valores em R\$mil

	Rondônia				Roraima			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes	1.452.953	1.738.484	2.083.740	n.d	764.828	757.386	847.047	1.118.003
FPE	587.719	519.695	572.849	n.d	440.141	457.880	504.712	631.673
Outras transferências	70.169	106.960	268.621	n.d	173.116	120.770	157.148	174.912
Receitas Próprias	796.370	1.111.829	1.242.270	n.d	133.350	178.736	185.187	311.418
ICMS	639.160	866.783	930.373	n.d	101.495	137.625	127.461	162.675
II – Receita Corrente Líquida	1.204.801	1.467.002	1.757.061	2.094.079	732.306	668.297	776.946	1.038.551
III – Despesas não financeiras	1.450.307	1.573.860	1.949.766	n.d	621.603	797.478	668.501	984.259
Pessoal e encargos	702.601	840.455	972.641	n.d	297.548	370.077	322.365	416.320
OCC (não financeiro)	747.705	733.404	977.124	n.d	324.055	427.401	346.136	567.939
Investimentos	243.948	123.043	171.118	n.d	73.027	64.639	30.925	101.551
Outras despesas capital	312	5.682	532	n.d	50	38.516	41.540	55.928
Outras despesas correntes	503.446	604.679	805.474	n.d	250.978	324.247	273.671	410.461
IV – Resultado Primário	37.176	141.326	125.620	203.398	222.550	323.672	307.695	344.098
V – Juros da dívida	75.192	97.412	102.463	n.d	10.135	6.385	6.614	8.759
VI = (IV – V) – Nec. Financiamento Líquida	(38.016)	43.914	23.157	n.d	212.415	317.287	301.081	335.339
Alienação de bens + outras rec. capital	42.769	16.917	43.914	n.d	10.603	359	7.905	1.427
Operações de crédito	70.969	42.493	14.513	n.d.	16.997	1.211	1.058	983
IX – Atrasos / deficiência financeira	(70.890)	(18.512)	(18.760)		215.260	282.716	273.072	292.905

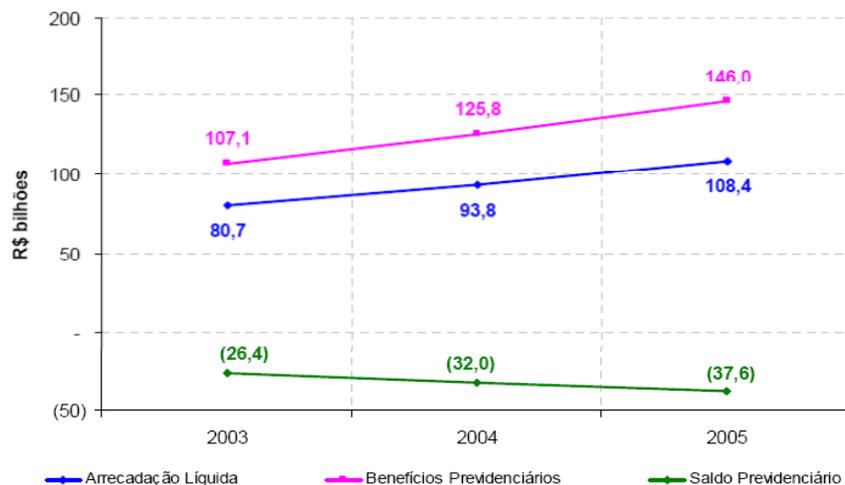
Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento.

Tabela 16
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais – Região Norte R\$mil

	Tocantins			
	2002	2003	2004	2005
I – Receitas Correntes	1.547.811	1.730.157	1.946.640	2.511.651
FPE	770.030	801.065	882.997	1.173.119
Outras transferências	198.336	130.387	236.331	325.477
Receitas Próprias	544.956	798.705	827.312	1.013.054
ICMS	356.219	537.240	522.386	583.365
II – Receita Corrente Líquida	1.391.422	1.537.933	1.743.111	2.268.410
III – Despesas não financeiras	1.756.167	1.868.574	2.029.762	2.380.049
Pessoal e encargos	590.057	669.310	798.928	895.040
OCC (não financeiro)	1.166.110	1.199.264	1.230.834	1.485.008
Investimentos	761.378	698.977	685.532	697.354
Outras despesas capital	18.666	10.160	13.554	21.582
Outras despesas correntes	386.066	490.127	531.748	766.072
IV – Resultado Primário	85.646	106.083	44.642	188.984
V – Juros da dívida	29.086	36.512	34.892	31.916
VI = (IV - V) - Nec. Financiamento Líquida	56.560	69.571	9.750	157.068
VII – Amortizações	55.821	64.824	109.128	93.911
VIII = (VI + VII) = Nec. Financ. Bruta	739	4.747	(99.378)	63.157
Alienação de bens + outras rec. capital	219.962	183.275	226.804	204.830
Operações de crédito	123.468	158.038	123.918	13.546
IX – Atrasos / deficiência financeira	344.169	346.060	251.345	281.533

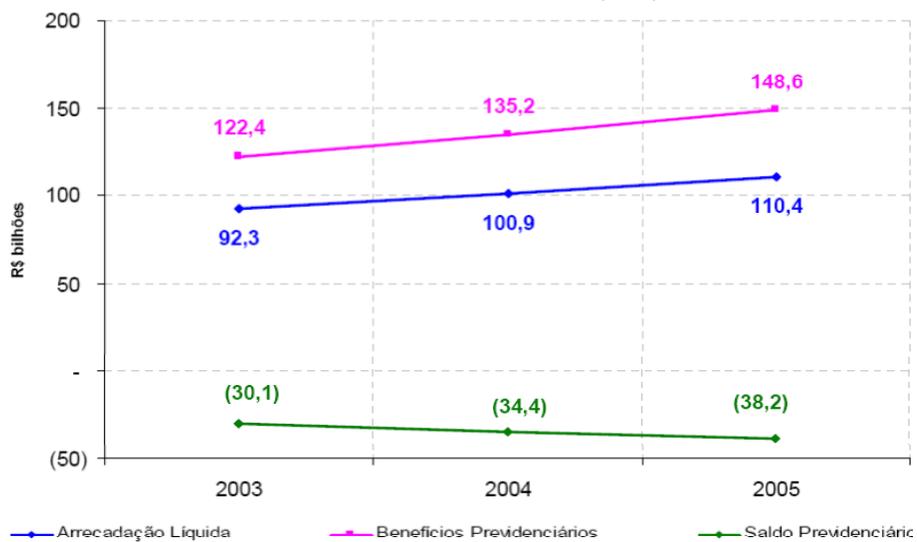
Fonte: STN – Indicadores Fiscais e de Endividamento

Gráfico 1
Arrecadação líquida, despesa com benefícios previdenciários e resultado previdenciário do Regime Geral de Previdência Social (2003 a 2005)
- Em R\$ bilhões correntes



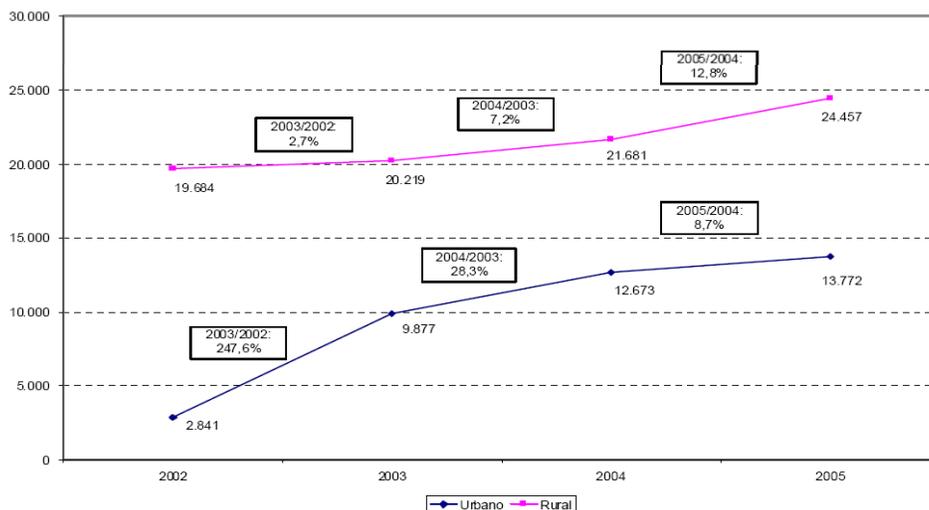
Fonte: Fluxo de Caixa do INSS.

Gráfico 2
Arrecadação líquida, despesa com benefícios previdenciários e resultado previdenciário do Regime Geral de Previdência Social (2003 a 2005)
- Em R\$ bilhões de Dez./2005 (INPC)



Fonte: Fluxo de Caixa do INSS. Elaboração: SPS/MPS.

Gráfico 3
 Necessidade de Financiamento do RGPS, segundo a clientela urbana e rural (2002 a 2005) – Acumulado até dezembro
 – Em R\$ milhões de dezembro/2005 - INPC



Fonte: Fluxo de Caixa do INSS, ajustado pelo sistema INFORMAR
 Elaboração: SPS/MPS.

Gráfico 4
 Despesas obrigatórias e discricionárias (% PIB)



* 4ª. Avaliação bimestral

** PLOA 2007

Fonte: MPOG/SOF.

1 Introdução

O objetivo deste capítulo é discutir os caminhos da atuação estatal do Brasil desde Fernando Henrique Cardoso (FHC) até o governo Dilma Rousseff. A intenção não é esmiuçar o desempenho das contas públicas, e sim perscrutar a orientação da política fiscal, o papel reservado ao Estado, e os instrumentos de ação do setor público. O olhar sobre estas questões proporciona interessante campo de observação para entender a escolha de orientação da política fiscal e da ação estatal na estratégia de cada governo. A discussão objetiva apreender o conjunto das ações do setor público, envolvendo os órgãos, as empresas estatais e os agentes financeiros, assim como a dívida pública e as relações com as outras esferas de governo que são, por sua vez, responsáveis por conformar a atuação estatal.

O texto recorre ao conceito de regime fiscal para designar as formas específicas de organização do sistema tributário e do modelo de gestão orçamentária, associada ao uso de regras fiscais e à formatação do federalismo. A institucionalidade do aparato fiscal é relevante à compreensão de como opera o setor público e tende a sofrer alterações quando muda a estratégia ou a orientação teórica da política econômica.

O capítulo abrange três movimentos básicos². O primeiro discute a mudança do regime fiscal no governo FHC. O controle da alta inflação a partir do Plano Real deu condições de atacar a crise fiscal que envolvia o conjunto do setor público brasileiro desde o espocar do problema da dívida externa no início dos 1980. A situação exigia repensar a atuação estatal e enfrentar o quadro de deterioração das contas públicas. As três esferas de governo, as empresas estatais e os bancos estaduais estavam mergulhados em forte crise financeira e não tinham meios de ampliar gastos nem de cumprir a tarefa de articular os interesses públicos e privados. O enfrentamento da crise fiscal teria de responder a duas questões: *i*) atacar os problemas financeiros do setor público; e *ii*) decidir sobre o papel do Estado no redesenho do projeto de desenvolvimento.

O governo de Fernando Collor de Mello sinalizou na direção do projeto liberal, mas avançou pouco, embora tenha dado início às privatizações. O malogro em conter os preços limitou o espaço das reformas e deixou o processo em aberto. O governo FHC, com o sucesso da estabilização no Plano Real, atacou as duas frentes e deu impulso ao projeto liberal de Fernando Collor de Mello. Além disso, a partir de um paradigma teórico baseado na nova síntese neoclássica, definiu-se a revisão do regime fiscal e a proposta de atuação estatal. A reforma institucional, calcada na ideia de que o *déficit* público era o responsável direto pela alta inflação, propôs eliminá-lo de modo permanente. O fim do que Bacha (1994) chamou de *déficit* potencial colocou-se como o meio de

¹ Publicado originalmente em *Presente e Futuro do Desenvolvimento Brasileiro*. Editores: Calixtre, A.B.; Biancarelli, A.M.; Cintra, M.A.M.; IPEA, Brasília, 2014, com informações disponíveis até junho de 2013.

² As partes dos governos Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio Lula da Silva baseiam-se na tese de livre-docência do autor.

combater a inflação, de defender a sustentabilidade da dívida pública e de dar condições à política fiscal de cumprir a tarefa de âncora das principais variáveis macroeconômicas – câmbio e juros.

O segundo movimento trata da política fiscal da era Luiz Inácio Lula da Silva (Lula). O período pode ser dividido em duas fases. O momento inicial, sob o comando do ministro Antonio Palocci, é de continuidade em relação ao governo FHC, com enrijecimento do controle fiscal, baseado na suposição teórica de que o esforço impulsiona o investimento privado e garantiria o crescimento sustentado. A trajetória da atuação estatal mudou com a posse de Guido Mantega no Ministério da Fazenda (março de 2006). O regime fiscal criado na era FHC não se alterou, mas a gestão fiscal assumiu rumo diferente a partir de outro entendimento de qual seria o papel do Estado. A mudança não refletiu mera resposta conjuntural à crise mundial de 2008, ocorreu o redirecionamento da ação estatal a favor do crescimento. A adoção de um programa de investimento, a expansão dos gastos públicos, o uso de incentivos fiscais no apoio a setores industriais, a definição de novas diretrizes de atuação de empresas e agentes financeiros estatais, as alterações no modelo de articulação com o capital privado recolocaram o Estado como ator do projeto de crescimento e, apesar de embrionárias, deram lugar à construção de outro caminho de atuação do Estado.

Finalmente, a análise do governo Dilma Rousseff procura entender a lógica da ação estatal na sua fase inicial, tratando mais de entender as intenções do que propriamente os resultados alcançados. O marco geral parece não ter mudado em relação ao anterior. O Estado é visto como ator central da estratégia de crescimento e os instrumentos à disposição devem incentivar o capital privado e defender a expansão. O que há de novo no governo Dilma Rousseff é o foco em recuperar a competitividade do setor industrial e superar os entraves ao crescimento sustentável. O que implica em enfrentar problemas crônicos da economia brasileira. Primeiro, a alta taxa de juros, a gestão da dívida pública e as condições de financiamento. Estas questões, mesmo transcorridas quase duas décadas após o controle dos preços, avançaram pouco. O país, no momento da posse de Dilma Rousseff, continuava a ter juros altos, dívida atrelada à Selic, e financiamento de curto prazo. Segundo, criar as condições institucionais necessárias para destravar os investimentos e elevar os gastos em infraestrutura, de modo a baixar os custos e eliminar os gargalos à expansão da indústria. Terceiro, os problemas do sistema tributário e, particularmente, os relacionados à guerra fiscal, que afetam a ação do setor privado e acirram o conflito federativo. O ataque a essas questões é uma iniciativa importante e, em caso de sucesso, se constituirá em legado de relevo do governo Dilma Rousseff.

2 Governo FHC: a construção do novo regime fiscal

O controle da alta inflação colocou na ordem do dia a revisão das condições de financiamento público e do aparato institucional em crise. A tarefa não era trivial, pois se tratava de discutir a ordem orçamentária, a dívida pública, as empresas estatais, a crise dos governos subnacionais e de suas instituições financeiras. O governo, após debelar a inflação, contou com enorme cacife político para aprovar as medidas fiscais e executar a sua proposta de atuação.

A perspectiva teórica adotada no Plano Real e a visão sobre o papel do Estado na estratégia de desenvolvimento definiram o modelo de encaminhamento das questões. Por um lado, a aceitação do ideário liberal orientou a decisão de levar adiante o processo de privatização e o corte

do aparelho estatal, de modo a aproximar o país do movimento de crítica às ditas políticas keynesianas, dominantes no cenário internacional desde meados da década de 1970. Por outro lado, o projeto teórico voltou ao diagnóstico ortodoxo e apontou o *déficit* público como o fator determinante da inflação. Contudo, diferente da proposta monetarista, acreditou-se que o controle dos preços só seria alcançado com mudanças de vulto da ordem fiscal e não com simples restrição da oferta de moeda.

A chave do sucesso seria a construção de um novo regime fiscal capaz de garantir o ajuste fiscal permanente. As privatizações, o fim dos canais de gasto público e a adoção de regras fiscais e do *hard budgeted constrains* criariam condições de gerar o *superávit* primário necessário à solvência das contas públicas e dariam confiança ao mercado de que a proposta não teria descontinuidade. O novo aparato institucional asseguraria o controle intertemporal das contas públicas e afastaria o risco de dominância fiscal e de *default* da dívida, com a política fiscal cumprindo a tarefa de dar credibilidade à política macroeconômica e de servir de fiadora do espaço de valorização do capital.

2.1 O novo regime fiscal e o espaço reservado ao Estado

A reintegração da economia brasileira ao mercado financeiro internacional, uma vez acordada a renegociação da dívida externa nos termos do Plano Brady, permitiu o reescalonamento do pagamento dos juros externos e eliminou a obrigação de gerar os superávits comerciais exigidos no processo de transferência de recursos ao exterior vigente desde o acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) de 1982.

O acesso ao fluxo de capital exigido na cobertura do déficit em conta-corrente respaldou o programa de estabilização. O Plano Real soube tirar proveito do quadro internacional e da correlação de forças; venceu a resistência à reformulação do Estado e avançou na construção do novo regime fiscal, beneficiado pelo desgaste provocado por anos de crise do setor público. Os governadores e prefeitos, fragilizados financeiramente e dependentes do auxílio federal, não tiveram força política para se posicionar contra as determinações da estratégia oficial. A expansão do valor do déficit não financeiro e o quadro explosivo de expansão da dívida pública – rolas com incorporação integral dos juros – aceleraram a deterioração patrimonial dos tesouros, empresas e agentes financeiros subnacionais. O descontrole das finanças dos governos subnacionais reforçou o risco de ingovernabilidade e o poder central passou a ditar as regras, adotando um programa de ajuste fiscal que alterou o jogo federativo e reduziu a presença do Estado.

A posição teórica do Plano Real, calcada na crença de que a construção de um novo regime fiscal constituía a base do programa de estabilização, exprimiu a inflexão do modo de pensar a política fiscal brasileira. Deixou de lado o seu caráter keynesiano e a colocou no papel de um dos pilares do esforço de tornar a economia brasileira um espaço alternativo de valorização do capital financeiro global. Sargent (1981) inspirou a nova postura ao postular que ações de políticas fiscal e monetárias isoladas não teriam sucesso no combate à inflação caso fossem vistas como afastamentos temporários do que é tido como a política de longo prazo. Ou seja, o controle inflacionário requeria a alteração do regime de política econômica e, particularmente, do regime de política fiscal, a fim de tornar crível o compromisso, perene, de alcançar resultados fiscais capazes de merecer credibilidade e de influenciar a formação das expectativas dos agentes privados. Bacha

(1994), a partir do que chamou de déficit potencial – aquele que existiria caso não houvesse a inflação – ecoou a posição de Sargent e adotou o controle fiscal como pilar central da estabilização, a ser alcançada por meio de alterações do regime de política fiscal, a ponto de caracterizar *mudança revolucionária do regime fiscal brasileiro* com a revisão do papel do Estado na proposta de desenvolvimento, a eliminação de várias unidades de despesas e a transferência a outras esferas de governo e ao setor privado de parte das atribuições da esfera federal, de modo a acabar de vez com o déficit público.

O Plano Real alçou a reorganização do setor público à posição de pedra angular da estabilização e defendeu a busca do equilíbrio definitivo das contas públicas. A proposta contemplou várias medidas fiscais, em parte, já delineadas no Programa de Ação Imediata (PAI) de 1993, além da independência do Banco Central do Brasil (BCB), com destaque para os seguintes pontos: *i)* reprogramação orçamentária; *ii)* revisão constitucional capaz de permitir a adequação do Estado ao projeto de governo; *iii)* revisão do federalismo fiscal, com a desvinculação da União das políticas de desenvolvimento urbano (habitação, saneamento, transporte), o avanço da descentralização do Sistema Único de Saúde (SUS) e a consolidação da Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS), além da progressiva transferência das instituições públicas federais de ensino superior aos governos estaduais; *iv)* criação do Fundo Social de Emergência (FSE); *v)* reformas tributária, administrativa e previdenciária; *vi)* proibição de lançar títulos da dívida pública para a cobertura de *déficit* público; e *vii)* continuidade do programa de privatização e a ampliação das áreas de acesso ao capital estrangeiro (Brasil, 1994).

O programa teria ainda a obrigação de enfrentar o grave desequilíbrio das contas dos governos subnacionais e conciliar a descentralização fiscal com a manutenção da estabilidade macroeconômica. A solução proposta, seguindo a posição teórica em voga, foi adotar o princípio do *hard budget constraints*, como meio de conter o risco de o eventual descontrole fiscal de estados e municípios comprometer o controle de preços. O redesenho do arranjo institucional, com a adoção de rígidas regras fiscais, procurou regular as relações intergovernamentais, coibir o endividamento e frear o déficit das esferas subnacionais, construindo contextos de severo controle fiscal e ajuste permanente das contas públicas.

O controle da inflação e os primeiros anos de expansão do produto interno bruto (PIB) permitiram ao governo FHC desfrutar de amplo apoio político e promover reformas de difícil aceitação no momento anterior. O reordenamento fiscal avançou significativamente: implantou-se a reforma previdenciária, o programa de ajuste fiscal e a renegociação das dívidas dos entes subnacionais, além da privatização de grandes empresas estatais e da descentralização de encargos públicos. As reformas, ao lado da redução dos juros e da promessa de alterações da estrutura tributária, indicavam, apesar do baixo *superávit* primário, não haver risco de insolvência intertemporal da dívida.

O quadro mudou radicalmente com as crises da Ásia e da Rússia. O alto custo da dívida pública colocou em xeque a sustentabilidade das contas públicas e a política fiscal como fiadora da estabilidade macroeconômica. Cresceu a ameaça de insolvência da dívida e a adoção de duras medidas na área fiscal se tornou urgente para conter o déficit nominal.

O Programa de Estabilidade Fiscal, assinado com o FMI em novembro de 1998, seguiu a linha teórica já traçada anteriormente e propôs acelerar o ajuste fiscal estrutural. O acordo

consagrou o projeto de construir o novo regime fiscal. A adoção de regras fiscais e o princípio de solvência da dívida pública consolidaram o caminho da política fiscal como guardião da estabilidade das variáveis macroeconômicas, fato vital ao projeto de integração à economia globalizada. As mudanças institucionais, culminando com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF – Lei Complementar nº 101 de 4 de maio de 2000), alteraram o modelo anterior e deram lugar ao que se pode chamar de novo regime fiscal, definido por alterações na estrutura do Estado, revisão do federalismo fiscal e regras de elaboração orçamentária e de controle do endividamento³.

A revisão do papel do Estado tornou-se o pilar do novo regime fiscal. O projeto de viés liberal promoveu importante reestruturação patrimonial e retirou espaço da ação estatal ao transferir para o setor privado a tarefa de dinamizar a economia. Além disso, interferiu-se em elementos constitutivos do pacto federativo. No plano mais imediato, redesenhou-se as relações intergovernamentais. Primeiro, o fim das *holdings* nacionais eliminou as conexões das grandes empresas federais com as congêneres estaduais, mexeu no modelo de intervenção em importantes áreas de infraestrutura e acabou com elementos da *costura* do pacto de poder. Segundo, deixou de existir a articulação das agências de crédito federais com os bancos estaduais, de modo que se perdeu a capacidade dessas instituições apoiarem as políticas públicas de estados e municípios. Terceiro, o processo de descentralização repassou as políticas ligadas ao desenvolvimento urbano e os serviços nas áreas de saúde e assistência social às outras esferas de governo e deixou a carga da esfera federal as funções técnicas e financeiras. Finalmente, o novo modelo, como se verá a seguir, limitou a liberdade de estados e municípios terem acesso a crédito e manipularem as próprias contas fiscais, autorizou a União a bloquear recursos fiscais de Unidades (UF) inadimplentes com o pagamento das prestações à esfera federal e vetou a prática usual de o governo federal socorrer a administração direta ou indireta de outras esferas de governo (LRF, art. 35).

O uso de normas rígidas de acesso a operações de crédito e a definição de regras de endividamento permitiram à União ditar o comportamento das finanças dos entes subnacionais e centralizar o poder de formulação da política fiscal, impondo o ajuste macroeconômico condizente com o programa de governo. A perda de graus de liberdade forçou governadores e prefeitos a seguirem as diretrizes fiscais traçadas na esfera federal e alterou as relações de poder características do federalismo brasileiro mesmo nos tempos do regime militar.

As relações intragovernamentais também sofreram alterações significativas. A renegociação das dívidas dos governos estaduais deu fim à articulação do tesouro, empresas e bancos estaduais, responsável por alavancar o gasto na fase anterior⁴. A privatização de empresas e bancos estaduais eliminou espaços de realização de gastos públicos e transferiu ao setor privado o domínio de setores relevantes da economia, além de recolocar o orçamento fiscal como parâmetro da capacidade de gasto público. O tesouro, sem as empresas e as instituições financeiras estaduais, ficou preso às regras definidas no programa de refinanciamento da dívida, incorporadas posteriormente à LRF, e subordinado à tutela da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) no cumprimento das metas fiscais definidas no Termo de Entendimento Técnico. O novo desenho institucional alterou características cruciais do arranjo dos anos 1960 e criou as condições para levar

³ O modelo até então vigente, apesar da longa crise, ainda refletia, em linhas gerais, a construção idealizada nas reformas de 1964, sob a égide do Programa de Ação Econômica do Governo – PAEG (Lopreato, 2013).

⁴ Ocorre movimento semelhante nos municípios, o que interfere nas relações dos tesouros com as suas empresas.

adiante o programa de ajuste fiscal. Os entes subnacionais teriam de pagar os encargos da dívida pública, conter os gastos nos limites do orçamento fiscal e respeitar às regras de endividamento.

As reformas institucionais, apesar de avançarem na mudança do arranjo anterior, deixaram intacto o poder federal de direcionar o crédito e de garantir linhas de longo prazo. As instituições financeiras federais – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (CEF), Banco do Brasil, Banco da Amazônia (BASA) e Banco do Nordeste do Brasil (BNB) –, mesmo perdendo força como agentes de desenvolvimento, não foram privatizadas. Além disso, a União manteve o controle de elevado volume de recursos financeiros ao não eliminar as exigibilidades sobre os depósitos compulsórios e os de caderneta de poupança, nem abrir mão dos fundos públicos – Programa de Integração Social (PIS) e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e Fundos Constitucionais de Financiamento do Norte (FNO), do Nordeste (FNE) e do Centro-Oeste (FCO).

2.2 O controle orçamentário: regras de conduta das contas públicas e do endividamento

A alteração do regime fiscal levou à criação de regras orçamentárias direcionadas a: *i)* combater a prática tradicional de controle na boca do caixa; e *ii)* reduzir os gastos públicos, a fim de eliminar o *déficit* público. O movimento inicial buscou, por meio de alterações institucionais, realizar cortes permanentes de rubricas do orçamento e alcançar o ajuste fiscal. A proposta de reforma tributária (PEC 175/1995) mostrou-se uma tentativa ousada de alterar o modelo de cobrança do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS) e de favorecer a produção nacional. O princípio do destino na cobrança do ICMS e o fim de impostos em cascatas, com a criação de um Imposto sobre Valor Agregado (IVA) federal, favoreceriam as exportações e a luta contra a prática crescente da guerra fiscal. Segundo, o Fundo Social de Emergência (FSE) tinha por objetivo reduzir a vinculação de receitas e facilitar a manipulação da receita tributária. Terceiro, impôs-se limite à despesa de pessoal e a obrigação de cortar o gasto no caso de o teto fixado não ser obedecido (Lei Camata I e II). Finalmente, o governo mudou os critérios de aposentadoria pelo Regime Geral de Previdência Social (RGPS) para limitar os efeitos da Constituição de 1988 e conter a expansão das despesas⁵.

A mudança do arranjo institucional ganhou impulso a partir do acordo com o FMI de 1998. O risco latente de insolvência da dívida pública trouxe maior austeridade e endurecimento das regras fiscais, mas, no plano teórico, não se afastou da proposta já delineada no Plano Real. A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), por determinação legal, passou a fixar a meta de *superávit* primário do ano, o que transformou este valor, na prática, em despesa obrigatória; e as despesas do Orçamento de Custeio e Capital (OCC) em *resíduo*, sujeitas a contingenciamento, enquanto não fosse assegurado o *superávit* primário planejado.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) deu contornos finais à revisão institucional e definiu as regras de defesa do controle do endividamento e de equilíbrio das contas primárias de estados e municípios. As UFs, presas a um sistema de avaliação contínuo e sujeitas a sanções institucionais,

⁵ As principais medidas da reforma foram: *i)* mudança da base de cálculo do valor do benefício; *ii)* introdução do fator previdenciário; *iii)* substituição do critério de contagem de tempo na concessão de aposentadoria de “anos de serviço” para “anos de contribuição”; e *iv)* fim da aposentadoria proporcional por tempo de serviço.

passaram a ter pouca (ou nenhuma) chance de burlar os limites fiscais impostos pelas normas de controle. As decisões de gastos e o tamanho do *déficit* público passaram a ter de respeitar os parâmetros fixados na lei. A UF, para ter o direito de ampliar o valor das despesas, teria a obrigação de demonstrar que o resultado fiscal, previsto no *Anexo de metas fiscais*, não seria afetado e, no caso de se tratar do custeio de despesas permanentes, seria preciso comprovar a origem dos recursos por meio da expansão permanente da receita ou por cortes de outras despesas.

As despesas de pessoal, seguindo as diretrizes da Lei Camata, ficaram sujeitas a tetos específicos e a regras estreitas de retorno aos parâmetros estabelecidos em caso de não cumprirmos os limites⁶. A LRF determinou ainda: *i*) regra sobre os restos a pagar, vetando a contratação de despesas nos dois últimos quadrimestres do mandato de titular de poder ou órgão, sem a disponibilidade suficiente de caixa para a cobertura dos gastos (Art. 42); e *ii*) a proibição a entidades da administração indireta (inclusive fundações e empresas públicas) de destinar recursos ou conceder empréstimos e (re)financiamentos sem autorização de lei específica, e obediência à LDO e a necessidade de existir previsão orçamentária anterior à realização da despesa, coibindo a expansão do gasto na ausência de cobertura no orçamento (Art. 26).

Além das regras de caráter orçamentário, o novo aparato institucional incorporou as regras de condução da política fiscal e de controle da dívida pública concebidas no programa de renegociação das dívidas (Lei n. 9.496/1997). A LRF seguiu a trilha do marco regulatório delineado anteriormente, mas impôs regras mais restritivas de comportamento dos entes subnacionais: *i*) limites para a dívida consolidada líquida; *ii*) monitoramento, a cada quadrimestre, dos limites fixados na lei; *iii*) critérios de eliminação do excesso de endividamento; *iv*) condições específicas de contratação de operações de crédito; e *v*) veto de operações de crédito entre Entes da Federação e de instituições de crédito com os seus controladores.

O Senado Federal definiu as normas legais de controle do endividamento e do montante da dívida pública. As resoluções nº 40/2001 e n. 43/2001, seguindo o espírito dos acordos definidos na Lei n. 9.496/1997, determinaram regras de *conduta permanente*, com as UFs com dívida acima do limite legal – Dívida Consolidada Líquida (DCL)/Receita Corrente Líquida (RCL) maior ou igual 2 nos estados, e maior ou igual 1,2 nos municípios – obrigadas a eliminar o excedente em 15 anos, na proporção de um quinze avos ao ano (a.a.). Por sua vez, as unidades abaixo do teto legal podiam contratar novas operações de crédito, desde que adimplentes com as instituições do sistema financeiro nacional e respeitadas as normas legais vigentes (LRF e legislações posteriores). A concessão de garantias não poderia superar 22% da RCL e a emissão de títulos da dívida pública até

⁶ O artigo 19 da LRF determina que os Entes da Federação não podem exceder os percentuais da receita corrente líquida: União 50%, estados e municípios 60%. Nos estados, o Legislativo deve responder por 3%, o Judiciário por 6%, o Ministério Público por 2% e o Executivo por 49%. Nos municípios, o Executivo responde por 54% e o Legislativo por 6% (Art. 20). Além disso, a LRF estabelece formas de controle da despesa total com pessoal (Art. 21): *i*) veta o aumento das despesas de pessoal nos 180 finais de mandato; *ii*) se a despesa atingir 95% do limite não será possível efetuar qualquer aumento de despesa como vantagens, criação de novos cargos, hora extra ou outras formas de elevação das despesas (Art. 22); e *iii*) se a despesa exceder o limite, o percentual excedente terá de ser eliminado nos dois quadrimestres seguintes, sendo pelo menos um terço no primeiro, podendo se recorrer a extinção de cargo e funções e redução temporária da jornada de trabalho (Art. 23).

31 de dezembro de 2010 estaria limitado ao refinanciamento do principal e de suas obrigações, com a obrigação de resgatar, no mínimo, 5% do montante total da dívida pública⁷.

A legislação fixou ainda normas de *uso temporário*, aplicáveis nos casos de UFs enquadradas no limite legal, mas que, em dado momento, ultrapassassem o teto permitido. O Ente teria então de voltar a ele nos três quadrimestres subsequentes, reduzir o excedente em, pelo menos, 25% no primeiro e conviver com restrições enquanto houver excesso (LRF, Art. 31)⁸.

A rigidez das regras, praticamente, obrigou a UF a seguir o programa de ajuste, mesmo quando a conjuntura reduzia a chance de alcançar as metas fiscais determinadas por lei. A situação de baixo dinamismo econômico dificultou a trajetória em busca de melhores condições fiscais, bem como a retomada dos investimentos. O alto custo do serviço da dívida restringiu o raio de manobra dos Entes Federativos: de um lado, os tornou reféns da exigência de obter o *superávit* primário esperado e, de outro, ampliou o poder da esfera federal de monitorar os entes subnacionais e de impor o controle fiscal. Ou seja, mudaram características relevantes do federalismo brasileiro e o modo de conduzir as finanças públicas.

3 Governo Lula: mudança de paradigma?

O período de FHC, embora tenha avançado no processo de reformulação do regime fiscal, não logrou êxito em consolidar as contas públicas e a instabilidade na transição de governo provocou outra onda de deterioração da situação fiscal. O novo mandatário, ao contrário do que os eleitores esperavam, seguiu a lógica anterior e defendeu a austeridade fiscal em nome da sustentabilidade da dívida pública. O foco central da estratégia delineada por Antonio Palocci, teoricamente, próxima aos defensores da ideia de “contração fiscal expansionista”, era garantir o ajuste fiscal com a adoção de um *superávit* primário de 4,25% e a realização de reformas estruturais capazes de assegurar o equilíbrio orçamentário de longo prazo. Os adeptos desta visão davam como certo o fato de o ajuste fiscal permanente influenciar as expectativas dos agentes e criar as condições para a retomada da atividade econômica.

As ações do primeiro triênio do governo Lula, com base nessa fundamentação teórica, buscaram defender a âncora fiscal e a solvência da dívida pública, confiantes de que esse seria o meio de alcançar a credibilidade da política econômica e a reputação necessária para conquistar a confiança no futuro da economia e abrir caminho ao crescimento. A estratégia atribuiu pouco espaço à ação ativa do Estado como articulador de projetos de investimento e indutor do crescimento. O seu campo de atuação restringiu-se, fundamentalmente, à consecução do projeto de economia de mercado e à necessidade de aperfeiçoar o desenho das instituições, de modo a elevar a eficiência das políticas públicas.

⁷ No caso de o dispêndio com o pagamento da dívida ser inferior a 11,5% da RCL, o ente deve promover resgate adicional de títulos, além dos 5% definidos anteriormente, até atingir o dispêndio anual de 11,5%.

⁸ A Unidade da Federação (UF) deverá obedecer a algumas condições, enquanto perdurar o excesso: *i)* não poderá realizar operações de crédito; *ii)* deverá obter o resultado primário necessário à recondução da dívida ao limite; e *iii)* uma vez vencido o prazo de retorno da dívida ao limite, ficará impedida de receber transferências voluntárias.

A queda do ministro Antonio Palocci, em março de 2006, deu lugar ao crescimento das forças que, a partir de outra concepção teórica, defendiam internamente mudanças na ação oficial. A visão alternativa a respeito da atuação do Estado e do papel da política fiscal tornou-se majoritária na área econômica e passou a delinear a estratégia adotada no segundo mandato, antes da crise mundial. O advento de 2008 reforçou a trajetória já seguida e serviu de mote para justificar e intensificar as medidas propostas de maior participação estatal.

As ações de caráter desenvolvimentista, presentes de maneira esparsa antes de 2006, definiram o tom da proposição oficial, apesar do descompasso com as posições conservadoras do BCB e dos traços de continuidade em relação à administração anterior. A particularidade do governo Lula, no entanto, não está na continuidade da situação anterior, e sim no que trouxe de diferente. A formulação teórica partiu da hipótese de que o maior espaço de atuação da política fiscal não é inconsistente com o tripé característico do regime de política macroeconômica da nova síntese neoclássica e era viável acomodar a expansão do papel do Estado. O posicionamento de corte keynesiano transformou a prática do segundo mandato e defendeu a expansão dos investimentos das empresas públicas, a presença estatal na articulação e financiamento de projetos de investimento privado, o uso de incentivos fiscais e financeiros em favor do capital privado, a definição de uma política industrial, ao lado da maior presença dos bancos públicos na oferta de crédito e de medidas de caráter social, como a política de defesa do aumento do salário mínimo e de ampliação dos gastos sociais.

Não se trata de simples conjunto de medidas isoladas. O abandono das teses liberais e a defesa da política fiscal ativa colocaram-se no centro da proposta de retomar o investimento e de acelerar o crescimento. O alcance da ação fiscal, embora limitado, não se limita a meras medidas emergenciais para sustentar a demanda agregada em um momento de crise, previstas para serem suspensas tão logo ocorresse a retomada dos gastos privados. A mudança da proposta de atuação da política fiscal a partir de 2006 negou o caminho liberal percorrido anteriormente e defendeu a reconstrução de mecanismos de ação pública, visando resgatar o papel ativo do Estado e de suas instituições em prol do crescimento. A proposta ressuscitou o confronto com as ideias liberais sobre velhas questões da antiga ordem e trouxe de volta práticas que haviam sido abandonadas durante a fase de domínio liberal, recolocando no centro da arena o debate teórico e ideológico.

3.1 Governo Lula: elementos de continuidade

O governo Lula transitou da continuidade ao afastamento do governo FHC. A aproximação existente no primeiro triênio cedeu lugar ao distanciamento progressivo, delineado a partir da troca da base teórica do modelo de política fiscal e ação estatal. As características do regime fiscal definido na era FHC não sofreram alterações, até por que as reformas institucionais posteriores ao fim da alta inflação dificilmente seriam revertidas sem o enfrentamento de fortes resistências, com riscos político e econômico incertos.

A opção inicial, por convergência de visão econômica ou pragmatismo político, foi a de não alterar o programa anterior. Não se mexeu nas características básicas do regime fiscal nem no modelo de gestão da dívida pública. A estreita vinculação entre o mercado monetário e o de títulos públicos, herança do período de alta inflação, continuou intacta (Bacha; Oliveira Filho, 2006). O tripé

convencional de política econômica, aclamado como símbolo da racionalidade econômica, também não sofreu alterações. O governo Lula, na *Carta ao Povo Brasileiro*, comprometeu-se a seguir a política de metas de inflação e a manter o *superávit* primário, como meio de afastar o “risco Lula”.

A saída de Antonio Palocci, apesar de ter dado força aos defensores de uma política fiscal ativa e maior presença do Estado, não levaram ao abandono do controle da dívida pública e dos pilares do regime fiscal da era FHC. A estrutura do Estado, o sistema tributário, as regras de gestão orçamentária e a ordem federativa não sofreram alterações. Os entes subnacionais continuaram presos ao controle financeiro da União. A descentralização dos gastos públicos e a renegociação das dívidas dos governos subnacionais também não mudaram, bem como permaneceram intactas a distribuição dos recursos disponíveis entre as esferas de poder e as regras do sistema de partilha e de cobrança do ICMS, propulsoras da guerra fiscal. O mesmo ocorreu com as restrições da LRF: os limites de endividamento e de contratação de operações de crédito, os parâmetros do programa de renegociação da dívida pública (prazos, obrigação de gerar *superávit* primário e pagar os encargos da dívida, indexador da dívida, taxa de juros, penalidades) seguiram vigentes e ativos. Os regimes previdenciários estaduais adaptaram-se às normas da esfera federal. Por sua vez, os projetos de reforma tributária (2003 e 2008) esbarraram no conflito de interesses das partes envolvidas e tiveram destino igual ao do governo anterior, adiando, mais uma vez, as decisões.

3.2 Os elementos de descontinuidade

Os traços de continuidade em relação ao momento anterior não podem ser desconsiderados, mas avaliar a atuação do governo somente desse prisma deixa de lado o que há de novo e essencial. A partir da posse do ministro Guido Mantega mudou a concepção teórica de como pensar a política fiscal e as ações de caráter desenvolvimentista ganharam espaço. A preocupação em voltar a crescer ocupou lugar de destaque no interior do Ministério da Fazenda. O Estado passou a ser visto como instrumento para atingir esse objetivo e as políticas públicas direcionadas a apoiar o capital privado e a construir o ambiente favorável à retomada dos investimentos receberam crescente atenção. As ações caracterizaram o limiar de uma fase de transição, com o abandono das propostas de caráter liberal presentes desde os anos Collor. A retomada do papel ativo do Estado levou à revisão das práticas da fase liberal. A política orçamentária e os instrumentos de ordem fiscal, acompanhada da forte presença dos agentes financeiros e das empresas públicas, passaram a contemplar os interesses de áreas prioritárias e a impulsionar as decisões de investimentos.

As ações do Ministério da Fazenda e do BNDES, apesar da postura conservadora do Banco Central do Brasil, buscou remontar o poder de atuação dos atores públicos e recuperar os mecanismos fiscais e financeiros de apoio ao setor privado. O PAC – Plano de Aceleração do Crescimento (2007) retomou, mesmo que de forma embrionária, a ideia de planejamento, abandonada há tempos. O governo voltou a dar atenção à política industrial com o lançamento do documento *Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior* (PITCE), que, no momento seguinte, se desdobrou num programa de defesa do setor industrial – *Política de Desenvolvimento Produtivo* (PDP) –, preocupado em impulsionar a competitividade da indústria brasileira.

Os empréstimos oficiais impulsionaram a atuação do BNDES. O volume de financiamento à indústria cresceu continuamente, bem como o seu papel ativo no apoio às políticas de desenvolvimento do setor privado: *i)* garantiu o financiamento a grupos econômicos formados por consórcios de empresas privadas, estatais e fundos de pensão – interessados em investir em áreas de infraestrutura; *ii)* fomentou a fusão e incorporação de empresas, visando elevar a concentração setorial e a competitividade de empresas líderes nacionais; e *iii)* apoiou o processo de internacionalização de grupos nacionais, de modo a elevar o número de empresas atuantes no mercado internacional.

A política orçamentária, embora tenha preservado os seus elementos básicos, ganhou outro ordenamento. A estratégia deixou de visar só o superávit primário e recolocou a questão do crescimento. O governo usou as brechas para ampliar o investimento: passou a descontar da meta de *superávit* primário o montante dos gastos com os investimentos – Projeto Piloto de Investimentos (PPI) – e retirou do cálculo das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) os resultados da Petrobras e da Eletrobrás, na tentativa de ganhar graus de liberdade no manejo das contas públicas. Além disso, voltou a usar os incentivos e benefícios fiscais como ferramenta em defesa do crescimento, primeiro, para dar sustentação aos setores com insuficiência de demanda agregada na fase aguda da crise internacional; segundo, em favor de ramos industriais incluídos na PDP e, finalmente, para impulsionar setores específicos, como Minha Casa Minha Vida (MCMV), a indústria naval e outros.

O governo valeu-se também de margens de preferência nas compras públicas de produtos manufaturados e serviços nacionais ou de empresas investidoras em pesquisa e desenvolvimento tecnológico no país, no intuito de favorecer o mercado interno e elevar o índice de nacionalização. A prática ampliou o modelo já definido no marco legal do pré-sal de forçar a Petrobras a elevar as compras de fornecedores nacionais e adensar a estrutura de produção industrial⁹.

A estratégia de atuação estatal recorreu ainda a outros instrumentos. O fortalecimento dos bancos públicos e das empresas estatais representou uma guinada em relação ao desenho do período de orientação liberal. A tarefa das instituições financeiras beneficiou-se do fato de continuar a existir as poupanças compulsórias e a prática de direcionamento do crédito. O elemento central, no entanto, parece estar na decisão de capitalizar as instituições e ampliar o poder delas atuarem na expansão do financiamento a setores prioritários. As empresas estatais voltaram a ocupar lugar de destaque na estratégia oficial, sobretudo a Petrobras e a Eletrobrás, responsáveis por parcela relevante dos investimentos públicos. A mudança do marco regulatório no pré-sal representou uma revisão da forma de encarar o papel das empresas públicas. O sistema de partilha assegurou maior parcela do óleo à União e colocou a Petrobras como operadora única na atividade de exploração, com participação mínima de 30% em todos os blocos, ampliando a aposta no poder da empresa de elevar os gastos e liderar a retomada do crescimento.

O traço marcante da estratégia oficial talvez se coloque na dinâmica da política social. O desejo de resgate social de parte da sociedade brasileira e de melhorar a distribuição de renda levou à incorporação da política de elevação do salário mínimo e dos gastos sociais, com ênfase no Programa Bolsa Família, ao conjunto das ações de caráter desenvolvimentista. A política social não

⁹ A margem é limitada ao máximo de 25% acima do preço dos produtos manufaturados e serviços estrangeiros.

pode ser vista como questão isolada. O seu alcance está diretamente relacionado aos outros elementos da atuação estatal. A ação das empresas estatais, o crédito dos bancos públicos, o uso de instrumentos fiscais e financeiros e a retomada do princípio do planejamento, completaram as mudanças e refletiram o abandono dos traços da política liberal, colocando em seu lugar medidas de viés keynesiano e resgatando velhos traços do desenvolvimentismo, direcionado à reconstrução dos instrumentos de apoio ao capital privado e ao crescimento.

4 O Governo Dilma Rousseff

O governo Dilma Rousseff manteve a equipe econômica e a estratégia delineada na era Lula. Não alterou o modo de atuação do Estado nem as medidas de incentivo ao mercado interno. As várias formas de incentivo e apoio ao capital privado reafirmaram a defesa da ação estatal em favor do crescimento. O uso de incentivos e subsídios fiscais, o privilégio nas compras públicas, a defesa dos índices de nacionalização, o fortalecimento da atuação dos bancos e das empresas públicas sustentaram características semelhantes à fase anterior, indicando se tratar de um governo de continuidade.

A ausência de sinais de ruptura esconde a complexidade da atual fase de transição. O governo comprometeu-se a dar passos significativos: enfrentar nós que se arrastam há anos e defender um regime de crescimento acelerado. O fato de a proposta oficial questionar o regime de altas taxas de juros, a gestão da dívida pública, o atraso da infraestrutura e colocar a política industrial como elemento nuclear do desenho da estratégia de expansão, além de manter o foco na questão social, revela a crença de que o governo teria graus de liberdade de atuação maiores do que os existentes na era Lula e condições de avançar em questões marcadas pelo pouco consenso na sociedade brasileira.

Esta seção estrutura a análise da proposta inicial de atuação do governo Dilma Rousseff a partir de quatro eixos básicos, com a discussão, em cada um deles, das medidas direcionadas a objetivos específicos. O primeiro propõe-se a consolidar um regime de política econômica capaz de romper os entraves à expansão da economia brasileira. O segundo reflete o reconhecimento de que há retração do setor industrial e o avanço econômico está atrelado à recuperação da competitividade da indústria brasileira. O terceiro trata das condições de financiamento da economia brasileira, a partir da revisão do modelo de juros elevados e de seus impactos na gestão da dívida pública. Finalmente, o último eixo corresponde à reforma da estrutura tributária, envolvendo, de um lado, a redução do custo do setor industrial e a defesa da competitividade e, de outro, o debate da distribuição da receita tributária entre as esferas de governo e o pacto federativo.

4.1 O crescimento como meta

O governo Dilma Rousseff deu sequência à fase anterior e se propôs a manter um regime de política voltado a acelerar o crescimento. Os discursos iniciais da presidente e de seus ministros deixaram evidentes os indícios de existência de uma meta de crescimento e de que as ações teriam como foco esse objetivo. Este fato deu o tom da estratégia oficial no desenho das políticas setoriais

e ditou o rumo das alterações do regime de política macroeconômica, bem como das ações nas áreas de infraestrutura e no relacionamento com os governos subnacionais.

4.1.1 O tripé de política macroeconômica

A política monetária, apesar de, em termos formais, não ter abandonado o regime de meta de inflação, mudou o comportamento. A alteração, em parte, deve-se às questões de ordem teórica, presa à crítica da política de metas de inflação após a crise mundial (Committee on International Economic Policy and Reform, 2011; Svensson, 2012). O debate recente colocou em xeque a ideia de *uma meta, um instrumento*. O relaxamento do dogmatismo até então presente levou ao uso de medidas macroprudenciais e de outros instrumentos de controle da inflação. A nova prática contagiou os bancos centrais ao redor do mundo e teve reflexo na condução da política monetária adotada no país. Entretanto, a mudança não pode ser creditada só a esse fator. O desejo de elevar o PIB colocou em primeiro plano a questão do nível da taxa de juros. A escolha de Tombini dirimiu o conflito de posições entre o Banco Central (Henrique Meirelles) e o Ministério da Fazenda (Guido Mantega) e ampliou a autonomia do órgão em relação ao mercado, beneficiando a interação das instâncias decisivas na condução da política macroeconômica (Nakano, 2012a, 2012b).

A redução expressiva da Selic – atingiu 7,25% a.a. em outubro de 2012 – contrariou vários interesses e colocou o Banco Central sob fogo cruzado, bem como suscitou o debate sobre as eventuais mudanças provocadas pelo baixo patamar dos juros reais. A sustentação desse quadro certamente repercutiu em diferentes dimensões da economia, como na dinâmica dos investimentos, no financiamento de longo prazo e na gestão da dívida pública.

A menor rentabilidade dos títulos públicos incute perdas à riqueza financeira e impele os gestores da poupança financeira à busca de aplicações alternativas, com prazos e riscos maiores, como meio de recuperar a rentabilidade. O elevado tom de críticas ao Banco Central mostrou a dificuldade de superar o traço marcante da economia brasileira de valorizar a riqueza financeira no curto prazo, sustentada em grande medida nos altos juros pagos pela dívida pública. O momento provocou o clima de agravo e de defesa de posições, mas, ao mesmo tempo, colocou uma cunha na situação anterior e levou os agentes a estudarem a criação de instrumentos financeiros condizentes com um quadro de juros baixos.

A política cambial também sinalizou mudanças de orientação. O esforço da era Lula de evitar a valorização cambial trouxe pouco resultado prático e a indústria conviveu com taxa de câmbio desfavorável à sua capacidade de competição internacional. A decisão de intervir no mercado de derivativo, levada adiante em meados de 2011, alterou o cenário e a taxa de câmbio passou a oscilar acima de R\$ 2,00, com uma política, assumidamente, de flutuação suja.

O piso informal reconheceu a relevância do câmbio na defesa da competitividade industrial e do lugar privilegiado da indústria na estratégia de crescimento. Por conseguinte, o Banco Central do Brasil perde um trunfo na luta contra a inflação ao colocar de lado a política de valorização cambial. A autoridade monetária buscou alternativas, via uso de medidas macroprudenciais, controle de crédito e interação com instrumentos de política tributária e de preços públicos. A proposta, mesmo sem abandonar a meta de inflação, ampliou a cooperação com o Ministério da Fazenda e se afastou do dogmatismo presente na era Meirelles.

Finalmente, o governo reforçou o uso da política fiscal como instrumento da política de desenvolvimento, sem abandonar a defesa da sustentabilidade da dívida pública. As ações não se limitam à proposição convencional de defesa de medidas anticíclicas, direcionadas, em momentos específicos, a recolocar a economia em uma trajetória consistente com o produto potencial. O novo arranjo da política macroeconômica reforçou o *mix* de política fiscal e política monetária no controle da demanda agregada. Além disso, o manejo da política fiscal, lembrando traços da velha síntese neoclássica, buscou atender a dois propósitos: manter o apoio ao crescimento e contribuir na defesa da estabilidade. O foco continuou preso ao curto prazo e pouca atenção se deu ao conselho de Keynes de usar os gastos públicos na sustentação da trajetória de longo prazo da economia.

4.1.2 Outras medidas de defesa do crescimento

O governo, como parte de sua proposta de elevar o PIB, adotou políticas ativas de defesa do mercado interno e do investimento. Primeiro, criou um conjunto de empresas estatais responsáveis por coordenar a elaboração de projetos e investimentos em áreas específicas. As agências, embora continuem na gerência dos interesses de diferentes setores, perderam fôlego na era Lula e deixaram de cumprir o papel idealizado no contexto liberal. A proposta atual questiona o modelo institucional centrado no papel de regulação das agências setoriais e prevê maior presença de estatais. O controle de áreas relevantes é compartilhado por novas entidades públicas, com a atribuição de pensar a estratégia e planejar as ações de longo prazo, como meio de garantir o crescimento do setor.

A Telebrás renasce com a tarefa de ampliar a presença na área de internet de banda larga e difundir a tecnologia digital no país. A Empresa de Planejamento de Logística (EBL) surge com a missão de articular toda a infraestrutura de transporte e pensar a logística de maneira integrada. A Agência Brasileira de Gestão de Fundos e Garantias (ABGF) tem a missão de assegurar os riscos em operações de comércio exterior e obras de infraestrutura de grande porte (Lei n. 12.712 de 30 de agosto de 2012). O governo criou ainda outras estatais de perfil semelhante: a Empresa Brasileira de Pesquisa e Inovação Industrial (EMBRAPAI), com atuação nas áreas de inovação industrial; a Amazônia Azul Tecnologias de Defesa (Amazul), na gestão de projetos relacionados ao programa nuclear, à construção e manutenção de submarinos e ao fomento da indústria nuclear; o Centro Nacional de Tecnologia Eletrônica Avançada (CEITEC) do Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação (MCTI), voltado ao desenvolvimento da indústria de microeletrônica; e a Infraero Serviços, com a tarefa de adquirir conhecimentos e ofertar serviços de planejamento, administração e apoio à operação de terminais aviários.

O esforço de elevar o crescimento levou o governo a priorizar as concessões ao setor privado (portos, aeroportos, rodovias, trem bala, saneamento) como meio de atacar o atraso nas áreas de infraestrutura, sem abrir mão da presença estatal. No modelo de privatização de estradas e ferrovias, o capital privado está presente, mas cabe ao BNDES a responsabilidade de financiar os gastos e, no caso das ferrovias, a VALEC terá a responsabilidade de comandar o tráfego de mercadorias, por meio da compra de toda a capacidade de transporte de carga das concessionárias e da revenda via leilões do direito de transitar com os trens. Ou seja, o Estado assume o risco de insuficiência de demanda tentando estimular o investimento privado e solucionar o gargalo do setor. Os programas de privatizações das outras áreas (portos, aeroportos, hidrovias, trem bala)

seguem modelo análogo e o setor público ocupa lugar central, buscando minimizar o risco privado e recuperar os investimentos nas respectivas áreas. Além disso, o governo ofereceu vantagens tributárias nos investimentos em parcerias público-privadas (PPPs): excluiu da base de cálculo dos tributos federais o valor do aporte de recursos do setor público ao sócio privado no momento de sua efetivação. A medida adiou o pagamento dos tributos para os períodos de apuração de lucro ao longo do contrato, com reflexo positivo no custo tributário e no fluxo de caixa do empreendimento (MP n. 575 de 7/8/2012)¹⁰.

A falta de um mercado nacional de títulos de longo prazo privado e a preocupação de não ampliar a dependência de recursos externos transferiram aos agentes públicos, sobretudo ao BNDES, a demanda de financiamento de novos investimentos. O governo Lula optou por conceder empréstimos sistemáticos ao banco via Tesouro Nacional e a gestão atual manteve a prática de garantir o *funding* para atender a demanda de crédito, bem como reduziu ao final de 2012 a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) – de 5,5% a.a. para 5% a.a., acompanhando a queda da taxa de juros básica¹¹.

O esforço de elevar o investimento contou ainda com incentivo à expansão do crédito dos bancos privados. As instituições financeiras, de acordo com norma do Banco Central, podem deduzir do montante do depósito compulsório a recolher, limitado a 20% do total, o valor dos financiamentos que repliquem as condições estabelecidas no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) do BNDES e de empréstimos da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP)¹².

As ações de apoio aos investimentos em infraestrutura refletem a percepção de que constituem fator crucial à competitividade industrial e são capazes de promover a realização de grandes projetos, de largo horizonte temporal, em condições de gerar a demanda para outros setores e sustentar a trajetória de crescimento.

4.1.3 Relação com os governos subnacionais

O esforço federal buscou propiciar meios de os governos subnacionais elevarem os investimentos. Enquanto não se decide a troca da regra de indexação da dívida, como se verá adiante, o governo negociou a ampliação do montante da dívida estadual. A revisão do Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal para o período de 2012-2014, que beneficia 21 UFs, alcançou R\$ 58,3 bilhões. Os empréstimos dão alguma folga de gastos a essas unidades e vinculam-se ao atendimento de demandas específicas de investimentos, visando reverter a queda de 2011. A retomada dos investimentos estaduais é crucial, já que respondem, em conjunto com os municípios, por cerca de dois terços dos investimentos públicos.

¹⁰ A MP n. 575/2012 permite excluir o valor do aporte público da determinação do cálculo do Imposto de Renda (IR), da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), PIS e Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins).

¹¹ O Tesouro Nacional, desde o governo Lula, já concedeu empréstimos em valor superior a R\$300 bilhões ao BNDES para atender a demanda de crédito de investimentos e mantém a postura de não restringir o *funding* da instituição. Em 2012 a instituição recebeu cerca de R\$ 45 bilhões e está previsto outros aportes de recursos ao longo de 2013.

¹² Cf. Circular Banco Central n. 3.622 de 27/12/2012 e critérios estabelecidos no âmbito dos subprogramas de que tratam os arts. 1º e 2º da Resolução n. 4.170, de 20 de dezembro de 2012.

Além disso, ocorreu o parcelamento das dívidas previdenciárias dos governos subnacionais acumuladas no decorrer dos últimos anos. A medida permite regularizar os pagamentos em atraso e destravar o acesso à contratação de verbas federais. A nova regra elimina a tendência de aumento da inadimplência observada recentemente, pois, para quitar os débitos vencidos até 31 de outubro de 2012, os entes terão abatimento no valor dos repasses do Fundo de Participação dos Estados (FPE) e do Fundo de Participação dos Municípios (FPM) equivalente a 2% da média mensal da RCL referente ao ano anterior ao do vencimento da parcela¹³.

4.2 Em defesa da recuperação da competitividade da indústria

O outro eixo da atuação estatal é o combate à retração do setor industrial. A estratégia oficial passou a reconhecer a indústria como elemento basilar de crescimento e deu destaque à tarefa de recuperar a competitividade industrial¹⁴. O debate sobre essa questão retornou em quadro teórico e ideológico diferente do que prevaleceu nos anos 1990. Os críticos do modelo de industrialização, ancorados no ambiente liberal da época, defenderam a abertura comercial com o argumento de que o movimento iria balizar o poder do produtor nacional e gerar uma indústria forte, que teria, por sua vez, condições de enfrentar a concorrência e de se manter no mercado. A concorrência apresentava-se como o meio de revitalizar a indústria a partir de um choque exógeno e de dar fim ao modelo de desenvolvimento tutelado pelo Estado.

As circunstâncias atuais são outras. A competitividade surge como condição necessária para conter a derrocada da indústria e embasar o ciclo de crescimento. Os sinais de perda de participação da indústria no PIB e de expansão das importações de produtos de alta tecnologia revelaram o risco de focar a estratégia de desenvolvimento nas forças do mercado e de deixar a indústria à própria sorte. A opção oficial foi a de chamar para si a tarefa de estimular o setor industrial com medidas fiscais, em parte pontuais, e outras de caráter sistêmico, direcionadas a reerguer a indústria e garantir a integração com outros setores da economia, pois, só assim, o país teria chance de crescer. Nas palavras da presidente Dilma Rousseff: “eu acredito que uma indústria forte é o nó estratégico para que o Brasil tenha, de fato, um desenvolvimento sustentável”¹⁵.

A atuação estatal, seguindo a trilha aberta na era Lula, defendeu a demanda corrente e buscou obter ganhos sistêmicos na indústria a partir do Programa Brasil Maior. As medidas de suporte à demanda corrente, em resposta ao baixo dinamismo, concentraram-se no desconto do

¹³ Além disso, os entes dão autorização para reter, no Fundo de Participação dos Estados (FPE) ou no Fundo de Participação dos Municípios (FPM), e repasse à União do valor correspondente às obrigações previdenciárias correntes dos meses anteriores ao do recebimento do respectivo fundo de participação, no caso de não pagamento no vencimento. Os débitos parcelados terão redução de 60% das multas de mora ou de ofício, de 25% dos juros de mora e de 100% dos encargos legais.

¹⁴ Como colocou a presidente Dilma Rousseff em recente entrevista: “de uma coisa vocês podem ter certeza: dentro do governo há uma convicção de que nós não iremos para um caminho de desenvolvimento se nós não dermos importância à indústria ... A indústria é importante para articular os demais setores, ela tem um poder de inovação que se espalha pela economia, ela é decisiva para nós que precisamos aumentar a formação bruta de capital fixo, que precisamos elevar nossa taxa de investimento” (*Valor Econômico*, 20 nov. 2012).

¹⁵ Cf. discurso da presidente Dilma Rousseff, em 5/12/2012, na cerimônia de abertura do 7º Encontro Nacional da Indústria (ENAI).

Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) em setores selecionados (automóveis, linha branca, móveis, laminados e luminárias, massas alimentícias), na manutenção do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) e na definição de uma política comercial que inclui: *i*) o benefício a fornecedores nacionais nas compras públicas¹⁶; *ii*) a melhor exploração das regras da Organização Mundial do Comércio (OMC), com o aumento do valor médio das alíquotas de importação¹⁷ e maior atenção à política *antidumping*; e *iii*) a adoção do Reintegra, programa que prevê a devolução de parte dos impostos sobre o ganho nas exportações de produtos manufaturados caso as empresas cumpram o limite de importação de insumos utilizados no processo produtivo.

A dimensão sistêmica de defesa da competitividade industrial concentrou esforços na melhoria das condições gerais de produção. O câmbio é visto como fator relevante, sobretudo, por ter se mantido sobrevalorizado por longo período; mas se reconhece que há outros determinantes da perda de competitividade do setor industrial. O alvo da estratégia oficial é reduzir os custos decorrentes da precária infraestrutura do país e da carga tributária, além de avançar na política de inovação e na participação do conteúdo local, de modo a recuperar a força da indústria e o seu poder de impulsionar a economia.

O governo buscou atrair o capital privado para os investimentos de infraestrutura, mas optou por mudar os modelos de concessão e rever o valor da taxa de retorno do capital aplicado, aproveitando o momento de queda da taxa de juros básica da economia. A tentativa de conciliar maior exigência de investimento dos novos concessionários e redução de tarifas colocou enorme desafio. Não é trivial reposicionar parâmetros de rentabilidade e atrair o investimento privado. Perde-se a sintonia entre o interesse público e o privado, cresce a incerteza e se acirra o conflito na disputa de posições, dando lugar a uma fase de transição, em que a vontade do setor público não convence o capital privado a impulsionar o gasto, aceitando tomar maior risco e menor taxa de remuneração. A travessia desse momento não é simples e o embate de interesses entre os lados surge como a tônica do esforço de superação do gargalo da infraestrutura.

As chances de sucesso são boas, apesar das enormes dificuldades. Todos concordam em dois pontos: não se pode adiar a decisão de enfrentar o problema da infraestrutura e sem superar esse gargalo é improvável ganhar competitividade industrial e melhorar a *performance* do agronegócio. O caminho a percorrer é penoso porque se trata de mexer simultaneamente em padrões consolidados de diferentes áreas. A definição das regras dos setores ferroviário, elétrico e de portos explicitou a resistência privada às normas de controle e de remuneração do capital investido adotadas na proposta oficial¹⁸.

¹⁶ O governo passou a priorizar a indústria nacional nas licitações para a compra de uniformes, calçados e artefatos para o Exército, estudantes e profissionais da saúde, com os produtos de fabricação nacional, podendo custar até 8% acima dos importados.

¹⁷ A MP n. 540 de 3/08/2012 eleva a COFINS incidente sobre a importação de produtos selecionados (móveis, produtos têxteis e calçados) e resoluções da Câmara de Comércio Exterior (Camex) passam a permitir a elevação tarifária temporária da Tarifa Externa Comum (TEC) do Mercado Comum do Sul (Mercosul), beneficiando diversos setores, como, por exemplo, a cadeia química-petroquímica-plástica, brinquedos e outros.

¹⁸ O setor de saneamento, apesar de ter um marco regulatório estabelecido em 2007 (Lei nº 11.445 de 5 de janeiro de 2007), ainda está à espera de uma onda de expansão consistente dos gastos.

As novas regras no setor ferroviário visam elevar a eficiência e baratear o frete. A proposta contempla três medidas básicas. Primeiro, reformula o direito de passagem e adota o compartilhamento obrigatório da malha quando a transferência de carga entre concessionárias tiver elevado custo. Segundo, estabelece metas de desempenho para cada trecho e não, como antes, para toda a malha administrada pela concessionária. Terceiro, regulamenta o direito de usuários dos serviços de carga de transitar pelas ferrovias de distintas concessionárias (Grezzana, 2011). A proposta, no longo prazo, busca elevar a participação do setor ferroviário na matriz de transporte e reduzir o valor do frete ao assumir o risco de comercializar a capacidade de carga e garantir condições favoráveis de acesso. A empreitada não é simples e o seu sucesso está intimamente ligado à integração logística dos modais de transporte – o que explica a criação da EBL – para viabilizar a demanda para o setor, já que o transporte por ferrovia não está consolidado no país.

A redução da energia elétrica ganhou ares de prioridade absoluta diante do alto custo do MWh e da obrigação de elevar a produtividade, mas a falta de uma proposta consensual abre campo à arbitragem estatal e ao conflito de interesses. O governo anunciou medidas (MP n. 579/2012), alterando regras anteriores, que impactam a tarifa de energia elétrica por meio, primeiro, da queda dos encargos fiscais¹⁹ sobre as tarifas e, segundo, alterando a metodologia de cálculo de remuneração das distribuidoras, de modo a eliminar a indexação automática ao índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA) e a remuneração, ao renovar as concessões a vencer, da parte dos investimentos já amortizados²⁰.

As novas regras do setor portuário seguem desenho semelhante ao dos outros setores em busca de redução dos custos operacionais e de ganhos de competitividade. O governo abriu a exploração dos portos às empresas privadas, definindo que não mais será exigido do proprietário do terminal ter carga própria a ser despachada. Com a autorização oficial, dada a partir de chamada pública, qualquer investidor privado pode explorar comercialmente um terminal e basear a operação no transporte de cargas de outras empresas. Por outro lado, há a preocupação com a eficiência e o custo do serviço. As licitações deixam de ter por base a cobrança de outorga nos leilões e passam a seguir a regra de maior movimentação de carga prevista e menor tarifa. Os terminais com contratos vencidos passarão por novas licitações e, nos casos em que houver viabilidade legal, a prorrogação dos contratos “será condicionada à revisão dos valores do contrato e ao estabelecimento de novas obrigações de movimentação mínima e investimentos” (MP n. 595 de 7/12/2012, Art. 49, § 2º). A MP destaca ainda que as Companhias Docas, responsáveis pelos terminais de administração pública, devem firmar compromissos de metas e desempenho empresarial com a Secretaria de Portos da Presidência da República.

O programa amplia a participação do setor privado na administração portuária do país, mas atribui ao Estado relevante papel no financiamento dos investimentos, na formulação de programas de políticas e de diretrizes de desenvolvimento do setor portuário, bem como reforça a atuação da Secretaria de Portos da Presidência da República e da Agência Nacional de Transportes Aquaviários (ANTAQ), como agentes responsáveis por definir as diretrizes do setor.

¹⁹ O ICMS é principal encargo fiscal e dificilmente os estados aceitam abrir mão da atual alíquota do tributo.

²⁰ As regras anteriores foram definidas pela Lei nº 9.074/1995, responsável por introduzir a competição na geração, e o modelo criado em 2003 com a MP n. 144/2003, convertida na Lei n. 10.848/2003.

A redução de impostos é o segundo vetor da política de defesa da competitividade industrial. A opção, na falta de condições de realizar ampla reforma tributária, foi adotar conjunto variado de medidas de apoio ao setor industrial. A desoneração da folha de pagamento, com a troca do repasse ao Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) – equivalente a 20% do total da folha de pagamento – por um imposto de 1% a 2% sobre o faturamento, alcançando 41 setores²¹, respondeu antiga demanda da indústria e rebaixou o custo industrial (MP n. 582, 20/09/2012).

A medida é controversa por seu efeito na Previdência Social, mas, possivelmente, este é o ônus a carregar diante da ausência de ampla reforma tributária capaz de pensar de modo sistêmico o problema. A urgência do problema de competitividade industrial e o fato de a reforma tributária não avançar não deixaram escolha a não ser as medidas de caráter pontual.

Além disso, setores destacados no Programa Brasil Maior passaram a ser enquadrados em regimes especiais de tributação e receberam privilégios nas compras públicas. Por um lado, o propósito das medidas é a redução do custo industrial e a garantia de demanda a setores específicos. Por outro lado, a estratégia oficial passou a cobrar das empresas o aumento da parcela de conteúdo nacional no valor da produção, de modo a frear o crescente peso das importações de peças e componentes industriais.

A medida alcançou setores variados. A busca por aumento da inclusão digital levou à criação do regime de incentivo à produção e comercialização de computadores de uso educacional (REICOMP)²². O regime especial de incentivo ao desenvolvimento da infraestrutura da indústria de fertilizantes (REIF) pretende reduzir a dependência de importações e o custo de produção dos fabricantes internos²³. A nova norma estabeleceu também o direito de o Poder Executivo exigir dos beneficiários do programa a observância de índices de conteúdo local mínimo dos bens e serviços utilizados na execução de seus projetos de infraestrutura industrial e a realização de investimentos em atividades de pesquisa e desenvolvimento realizadas no país. O Programa Nacional de Banda Larga, voltado à ampliação do acesso à internet em banda larga, oferece benefícios para acelerar os gastos e reduzir os custos dos investimentos em infraestrutura de redes de comunicação²⁴. Os

²¹ O comércio varejista (22 ramos) também foi beneficiado com a medida e passou a pagar 1% sobre o faturamento.

²² A MP n. 563 de 3/4/2012 e o Decreto n. 7.750 de 8/6/2012 detalham os incentivos fiscais contemplados no REICOMP, tanto na aquisição de matérias-primas e produtos intermediários destinados à fabricação dos computadores portáteis para uso educacional como na sua comercialização por meio de licitações públicas. No primeiro caso, está prevista a isenção do Imposto de Importação e a redução a 0% do IPI, do PIS/PASEP e da COFINS. No segundo caso, a isenção do IPI. No caso do PIS/PASEP e da COFINS as alíquotas já se encontram reduzidas a zero pelo Programa de Inclusão Digital, instituído pelos arts. nºs. 28 a 30 da Lei n. 11.196, de 21 de novembro de 2005.

²³ A MP n. 582 de 20/09/2012 criou o regime especial da indústria de fertilizante (REIF) e concede suspensão do pagamento, com posterior conversão em alíquotas zero, ou isenção, conforme o caso, da Contribuição para o PIS/PASEP, da Contribuição para o PIS/PASEP-Importação, da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – COFINS, da COFINS-Importação, do IPI, e do IPI vinculado à importação, em operações realizadas por pessoas jurídicas beneficiárias do regime.

²⁴ Cf. a MP n. 563 de 3/04/2012, o REPBNL-Redes propõe desonerar os equipamentos nacionais e as obras civis dos investimentos em infraestrutura de redes de telecomunicações com suporte a serviços de Internet em banda larga.

incentivos fiscais contemplaram ainda: *i)* a modernização e ampliação da estrutura portuária²⁵; *ii)* as empresas estratégicas de defesa e as que participam da cadeia produtiva dos chamados produtos estratégicos de defesa, visando ampliar a produção interna de bens de defesa e fortalecer a indústria nacional frente ao importado (MP n. 582 de 20/9/2012); *iii)* a formação de uma cadeia produtiva complexa de insumos para abastecer a linha de produção de *tablets* (MP n. 534 de 20/05/2011), além de apoio ao desenvolvimento da indústria de *software* (Plano TI Maior)²⁶.

O complexo industrial da saúde, responsável por acumular elevado déficit comercial, entrou no foco do Programa Brasil Maior e também foi contemplado com benefícios fiscais. Os fabricantes nacionais de equipamentos terão preferência nas compras realizadas pelo governo federal, que poderão ser adquiridos por preços entre 8% e 25% superiores aos dos importados. Os editais de licitação e os contratos relacionados ao PAC podem exigir a compra de produtos e serviços nacionais, bem como permitir que as obras do sistema público de saúde usem o Regime Diferenciado de Contratação (MP n. 580 de 14/9/2012). Além disso, estuda-se atender a reivindicação dos fabricantes de equipamentos que cobram um programa de apoio capaz de melhorar a competitividade das indústrias do setor.

A definição do novo regime automotivo (Inovar-auto) buscou defender a competitividade da indústria nacional, com incentivo ao aumento de investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D) e aos fabricantes de carros mais econômicos e seguros, além de beneficiar os veículos com maior conteúdo local. As empresas habilitadas no programa que cumprirem as etapas previstas adquirem o direito de eliminar o adicional de 30% do IPI criado em 2011 e de outros quatro pontos percentuais da base de cálculo do imposto, de modo a ganhar poder de competição no mercado interno²⁷.

A proposta oficial assumiu a tese de que o desenvolvimento está diretamente atrelado à recuperação do setor industrial e defendeu o uso intensivo de medidas fiscais discricionárias, associada a ganhos nas áreas de infraestrutura, como o caminho de melhorar a competitividade da indústria. Certamente, o custo de energia, a qualificação do trabalho, o peso dos tributos, bem como as políticas de aumento do conteúdo nacional, o programa de compras públicas e a sustentação da demanda corrente são ferramentas relevantes, mas, de acordo com Kupfer (2012), a sobrevivência do parque industrial depende da superação do hiato tecnológico em relação ao padrão internacional, o que coloca o desafio de elevar o atual volume de investimento da indústria.

4.3 Reestruturação das condições de financiamento

O terceiro eixo da estratégia oficial concentra-se na tentativa de reestruturar o financiamento de longo prazo da economia brasileira. A questão é antiga. A economia guarda

²⁵ A MP n. 563 de 3/04/2012 altera o Art. 14 da Lei n. 11.033, de 2004 e amplia os benefícios do REPORTO com os seguintes novos serviços: armazenagem; sistemas suplementares de apoio operacional; proteção ambiental, sistemas de segurança e de monitoramento de fluxo de pessoas, mercadorias, veículos e embarcações.

²⁶ Entre as principais medidas estão o aporte de capital em empresas nascentes, as chamadas *startups*, a criação de uma certificação para que pequenas e médias empresas possam participar de compras públicas e a instalação de quatro centros de inovação no Brasil. A certificação vai definir quem terá benefício em compras públicas.

²⁷ Cf. MP n. 563 de 3/04/2012 e Decreto n. 7.819 de 3/10/2012.

características do período de alta inflação, apesar de transcorridos 18 anos após a estabilização. A sustentação de altas taxas de juros e a presença dos títulos indexados à Selic – as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) –, continuaram a balizar as condições de financiamento. O pagamento de taxa Selic às aplicações de curto prazo no mercado monetário (*overnight* e operações compromissadas), semelhante a de título público de longo prazo, restringiu a chance de formação de um mercado de poupança de longo prazo.

O acesso a títulos de alta liquidez, segurança e rentabilidade inibiu as aplicações longas porque os eventuais ganhos com a operação não compensam o maior risco. Assim, a estabilização não alterou a dependência em relação à oferta de crédito de longo prazo do setor público. O Tesouro Nacional, diante da escassez e do custo do financiamento privado de longo prazo, tomou para si a tarefa de conceder volume expressivo de empréstimos à CEF e, sobretudo, ao BNDES como meio de assegurar o acesso ao crédito. O procedimento, apesar de criticado por parte da sociedade, responde por alta parcela do crédito de investimento e ocupa importante lacuna na estrutura de financiamento brasileira.

A retomada dos investimentos, sem agravar a dependência de financiamento externo e de fontes do setor público, requer destravar esse nó e criar instrumentos financeiros capazes de alongar o crédito em condições compatíveis com os investimentos em infraestrutura e na indústria. A tarefa é complexa e pressupõe eliminar as vantagens da poupança financeira de ganhar no curto prazo montante semelhante ao de carregamento de títulos de dívida pública de longo prazo.

A conjuntura do final de 2012 revelou-se favorável e o Banco Central, contrariando a expectativa de mercado, desencadeou o processo de redução dos juros aproveitando o cenário internacional e a baixa pressão dos preços internos. A principal novidade ficou por conta da mudança da regra da poupança. O ganho de 6,17% + TR (taxa referencial), livre de IR, determinava um piso para os juros, pois, caso a Selic se situasse abaixo desse valor (ao redor de 8,5%), alterava o comportamento regular do sistema. Os fundos de investimentos perdiam competitividade e a poupança crescia no *ranking* das aplicações, atraindo recursos, que, por norma institucional, teriam de ser alocados em construção civil. A decisão de corrigir os novos depósitos por 70% da Selic, quando ela for igual ou menor que 8,5%, retirou a trava até então existente e permitiu ao juro deslizar, até alcançar a taxa nominal de 7,25% (11/10/2012).

A Selic a 7,25%, com juros reais na casa dos 2%, reduziu a atratividade dos títulos públicos e deu lugar à revisão de condições há tempos consolidadas. Os fundos de investimento perderam atratividade, os fundos de pensão não cumpriram as suas metas atuariais, os bancos reduziram as taxas de administração de seus fundos e se criou ambiente propício à busca de melhor rentabilidade em aplicações de mais largo horizonte temporal. O período em que esse quadro prevaleceu (até maio de 2013) indicou existir potencial para a alteração das condições de financiamento da economia brasileira. A menor atratividade das aplicações de curto prazo e a busca por ativos rentáveis colocaram no horizonte a necessidade de diversificação do portfólio, com a poupança financeira aberta a outras opções de aplicação, com prazos mais largos, na tentativa de recuperar a rentabilidade perdida.

O desafio é a gestação de um mercado de ativos seguro e atraente a essa poupança financeira, disposta a migrar para aplicações mais longas em caso de reprodução de condições de rentabilidade semelhantes à vigente nesse período de queda dos juros. O potencial de mudança é

expressivo e está aberto o espaço de reestruturação do mercado de títulos privados, com o surgimento de novos instrumentos financeiros. A poupança financeira, sobretudo dos fundos de pensão, diante de perda de rentabilidade das carteiras tradicionais, coloca-se como virtual candidata a rever as opções, incorporando entre as alternativas as debêntures de empresas industriais, os ativos lastreados no fluxo de receitas de áreas de infraestrutura ou títulos ligados à construção civil e à agropecuária, que, caso venham a ganhar expressão, elevam a participação do capital privado na estrutura de financiamento e permite reduzir a dependência do crédito oficial.

A reestruturação das condições de financiamento requer longo período de maturação, e a retomada da alta de juros esfriou a tensão presente no mercado financeiro, mas continuam os sinais de que o mercado estuda a oferta de ativos em condições de alongar os prazos de aplicação. O governo procurou, timidamente, incentivar esse processo com medidas pontuais: concedeu incentivos fiscais às debêntures do setor privado usadas no financiamento da infraestrutura e aos certificados de recebíveis imobiliários²⁸, enquanto que o BNDES criou mecanismos para reforçar a segurança dos investidores e estimular a emissão de debêntures de Sociedade de Propósito Específico (SPE) do setor de infraestrutura²⁹.

O segundo elemento de destaque é o tratamento da dívida pública no processo de desindexação da economia³⁰. O governo emitiu sinais, ampliados no momento de redução dos juros, de que buscava reduzir significativamente o montante de LFTs na estrutura da dívida pública, interferindo, conseqüentemente, na estreita vinculação entre os títulos indexados à Selic e as operações monetárias de curto prazo, velho resquício do período de alta inflação. O fim das LFTs é matéria controversa. A questão é o que fazer com os títulos: eliminar ou deixar que o mercado se encarregue de achar o seu espaço (Bacha e Oliveira Filho, 2006). As opiniões convergem sobre o fato de a presença das LFTs afetar a eficiência da política monetária e a formação do mercado de títulos de longo prazo. O que implica dizer que avançar nestes pontos requer algum tipo de mudança, que não necessariamente se obtém com a simples queda dos juros, já que a presença dos títulos Selic refletiu o desejo dos agentes de garantirem liquidez e segurança, com ótima rentabilidade.

O projeto atual parece ser o de desindexar a economia e alterar as condições de financiamento, a partir da eliminação ou, ao menos, da redução significativa do peso das LFTs na estrutura da dívida pública. As últimas edições do Plano Anual de Financiamento (PAF) reiterou o

²⁸ De acordo com a legislação (Lei nº 12.431/2011, alterada pela Lei nº 12.715 de 17/9/2012), a alíquota do Imposto de Renda incidente sobre os rendimentos das debêntures de longo prazo, utilizadas com o objetivo de financiar projetos de infraestrutura, passa a ser de 0% para o investidor pessoa física e investidor estrangeiro e de 15% para pessoa jurídica. Os cotistas que optarem por aplicar em fundos de investimento com patrimônio composto principalmente por títulos e valores emitidos com o incentivo fiscal gozam do mesmo incentivo.

²⁹ A instituição adotou três medidas: *i)* o emissor das debêntures pode compartilhar as mesmas garantias oferecidas em operações de crédito que vierem a ser contratadas com o BNDES; *ii)* permite a inclusão de cláusula atrelando o contrato de financiamento da SPE às debêntures, de tal modo que, em caso de inadimplência no vencimento das debêntures, o órgão pode declarar a empresa inadimplente no contrato de financiamento, mesmo antes do vencimento; e *iii)* nas operações que utilizam as duas cláusulas anteriores, o banco pode comprar de 15% a 30% dos títulos lançados, sendo que o limite era de 5% a 20%.

³⁰ Um melhor tratamento dessa questão é feita no capítulo *Dívida pública: o limiar de mudanças?* do mesmo autor neste volume.

desejo, expresso em outras ocasiões, de promover substituição gradual dos títulos remunerados por taxas de juros flutuantes por outros de rentabilidade prefixada ou vinculada a índices de preços. A novidade ficou por conta da ação efetiva em busca dessa meta. O Tesouro Nacional pautou o processo: adotou medidas impulsionando a troca dos títulos indexados à Selic. Primeiro, o governo, por determinação do Conselho Monetário Nacional (CMN), resgatou R\$ 61 bilhões de LFTs de fundos extramercados das autarquias e empresas estatais e forçou a migração para outros títulos. Segundo, realizou a troca de LFTs, no valor de R\$ 44,1 bilhões, da carteira do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Terceiro, está em negociação com os fundos de previdência abertos – Plano Gerador de Benefícios Livres (PGBL) e Vida Gerador de Benefícios Livres (VGBL) – a troca das LFTs, no valor aproximado de R\$ 24 bilhões, por títulos prefixados ou indexados a índices de preços dentro de prazo a ser acordado. A intenção é reduzir as aplicações atreladas aos juros básicos, estimadas atualmente em 60% do patrimônio, até alcançar, após um período de transição, o teto de 20% de participação dos ativos remunerados à taxa de juros de um dia. Finalmente, há negociações com os fundos de investimentos e outras aplicações de renda fixa, visando a migração de títulos indexados à Selic para outros prefixados ou indexados a índices de preços.

As medidas atacam a indexação do mercado financeiro do país. A mudança ainda é pequena e requer um período de transição. O destaque é que a medida, pela primeira vez, parece figurar na linha de frente das preocupações oficiais. O fato de os dados apontarem a queda da participação das LFTs na estrutura da dívida ainda diz pouco. Como a crise de 2008/2009 mostrou, a incerteza levou os agentes a buscarem um porto seguro, concentrando as aplicações em títulos Selic durante a travessia da fase de instabilidade aguda, revertendo em parte o processo no momento seguinte (Higa; Afonso, 2009)³¹. Não está assegurado que a dinâmica atual seja definitiva. A consolidação da mudança exige alterações institucionais e a discussão do papel das LFTs, mas é certo que os novos rumos do financiamento de longo prazo estão atrelados ao movimento da dívida pública, pois a garantia de alta rentabilidade e liquidez dos títulos públicos inibe a criação de outros veículos de interesse dos agentes portadores de poupança financeira líquida.

4.4 Questões de ordem tributária

O enfrentamento dos problemas de ordem federativa é outro eixo da atuação recente. A disputa federativa é um desafio ao governo. Os problemas não são recentes e a reforma tributária está há anos na ordem do dia, mas, por falta de acordo capaz de atender as diferentes demandas em jogo, não se chegou a qualquer solução até o momento. A falta de consenso na definição de um projeto de reforma trouxe o acúmulo dos problemas e o agravamento dos contenciosos entre os Entes Federativos, com consequências nefastas à Federação e à competitividade industrial. Não há grande discrepância sobre os pontos a serem atacados nem em reconhecer a urgência de fazê-lo. O entrave está em dar respostas a interesses tão dispares em uma federação marcada por agudas diferenças econômicas e sociais e desprovida de um efetivo programa de desenvolvimento regional.

³¹ A participação dos títulos Selic em poder do público por tipo de rentabilidade, somadas às operações de mercado aberto, na estrutura da dívida pública alcançava 28,10% em janeiro de 2011 e caiu para 18,30% em outubro de 2012. Caso seja considerada a exposição por tipo de rentabilidade após *swap* cambial, em janeiro de 2011 os títulos Selic respondiam por 34,93% da dívida pública e em outubro de 2012 perfaziam 23,98%.

A dificuldade levou o governo a optar por fatiar a reforma, na esperança de a discussão de questões isoladas elevar as chances de sucesso. O argumento pode se revelar falacioso. O tratamento conjunto de diferentes aspectos da ordem tributária amplia o leque de compensações em troca de apoio às questões controversas. O entrave está no fato de a negociação conjunta pressupor um poder de coordenação e de construção política além do que o governo federal revelou ser capaz, nas duas últimas décadas. As dificuldades financeiras dos Entes Federativos e a falta de ações de desenvolvimento regional restringem as soluções cooperativas e acirraram o conflito na luta de cada ente contra o esvaziamento econômico e defesa dos espaços de crescimento.

As frentes de disputas federativas aglutinam-se em torno de três pontos básicos. Primeiro, a guerra fiscal e o debate sobre como harmonizar as condições de crescimento entre as diferentes Unidades da Federação (UFs). Segundo, o sistema de partilha e a demanda por melhor equalização da distribuição dos recursos tributários. Terceiro, o processo de renegociação das dívidas dos entes subnacionais. Além disso, há o debate de tópicos adicionais da reforma tributária e a revisão do sistema de aposentadoria do servidor público, que não envolvem questões ligadas diretamente à disputa federativa, mas são relevantes no campo tributário e no arranjo das contas públicas.

O governo Dilma pareceu, a princípio, dispor de um momento favorável para enfrentar os conflitos e melhorar o federalismo fiscal. Em relação à guerra fiscal, contou com o benefício das posições assumidas pelo Supremo Tribunal Federal (STF). Primeiro, o órgão declarou em uma única sessão de 2011 a inconstitucionalidade de 21 leis e decretos estaduais concessivos de benefícios fiscais de ICMS. Segundo, está em análise a adoção de uma súmula vinculante para tornar auto aplicável o entendimento da inconstitucionalidade de todos os atos de concessão unilateral desses incentivos. As ações do STF pressionam os estados a buscarem a solução do problema. O que está em jogo é o projeto da União de estabelecer a alíquota única de 4% nas operações interestaduais, aproximando a cobrança do ICMS ao destino, em troca de alguns ganhos, ou o enfrentamento da ameaça do STF de derrubar todos os incentivos fiscais. Quanto ao sistema de partilha, também se colocou a premência de alterar as regras vigentes, pois, de um lado, o STF condenou, em 2010, os critérios de rateio do FPE e estabeleceu o prazo de dezembro de 2012 – adiado posteriormente para o final de junho de 2013 – para o Congresso aprovar nova fórmula, sob a ameaça de suspender as transferências à conta do fundo. E, de outro lado, a exploração do pré-sal tornou inevitável rever a atual repartição dos *royalties* do petróleo e definir novas regras.

As ações do STF exercem certa pressão na busca do consenso, mas não garantem o sucesso das iniciativas. A solução dada ao FPE pouco mexeu e quando muito pode ser vista como uma volta à proposta original de sua criação³². O debate sobre a reforma do ICMS e a guerra fiscal permanece na ordem do dia e o governo federal, em troca da unificação da alíquota em 4%, concordou com pontos importantes: *i*) prazo de transição de 12 anos; *ii*) ressarcir os estados perdedores no montante de até R\$ 14 bilhões; e *iii*) convalidar os benefícios já concedidos e discutir novas normas dos investimentos favorecidos por incentivos fiscais, bem como o prazo que teriam validade³³. O

³² A Lei Complementar n. 143 de 17/7/2013 mantém as atuais regras de rateio até 2015 e estabelece que, a partir de 2016, os estados receberão, no mínimo, o mesmo valor obtido em 2015 – corrigidos pela inflação (IPCA) e 75% da variação do PIB. A partir de 2016, a parcela que exceder o montante especificado será distribuído proporcionalmente ao tamanho da população do estado e ao inverso da renda domiciliar *per capita* de cada UF.

³³ Com a intenção de facilitar o acordo em torno desta questão, o governo enviou ao Congresso um projeto de lei complementar alterando o *quorum* para fins de aprovação de convênio que tenha por objeto a concessão de remissão

acordo em torno desta questão é premente porque não tem sido incomum os estados glosarem o crédito de ICMS de produtos oriundos de empresas beneficiadas com incentivos fiscais e exigirem novo recolhimento do tributo. O governo acatou também a explicação de que a guerra fiscal resulta, em grande medida, da falta de mecanismos capazes de lidar com as questões regionais e propôs liberar recursos ao Norte, Nordeste e Centro-Oeste, por meio do Fundo de Desenvolvimento Regional (FDR), para que ocupe o lugar deixado pela guerra fiscal e evite o esvaziamento econômico das UFs da região³⁴.

O acordo, até o momento, não ocorreu. A cobrança do ICMS segundo o princípio do destino, discutida desde o início da gestão de FHC, continua em aberto, a postergar o fim da guerra fiscal e a gerar incerteza nos investimentos, novos e antigos, atrelados a incentivos fiscais. O único ganho ficou por conta do desfecho da chamada “guerra dos portos”. A prática nociva de alguns estados de conceder benefícios de ICMS a bens importados, que concorrem em vantagem tributária com a produção realizada no país e geram transferência de receita dos estados consumidores para os ofertantes do benefício fiscal, parece ter chegado ao fim. As novas regras, definidas na Resolução nº 13 do Senado Federal e referendadas no CONFAZ, válidas a partir do início de 2013, unificam em 4% a alíquota interestadual do ICMS incidente sobre bens importados, ou sobre aqueles que, mesmo passando por processo produtivo internamente, continuarem com conteúdo importado superior a 40%. As medidas, em tese, eliminaram o mecanismo usado na atração das importações e acabaram com esse elemento da concorrência industrial predatória³⁵.

Os debates das questões tributárias refletiram a tensão das relações federativas. A escolha por fatiar a reforma inviabilizou a tentativa de análise ampla do sistema de partilha, integrando o FPE e os *royalties* do petróleo, além do ICMS, em busca de critérios capazes de melhorar a equalização na distribuição *per capita* dos recursos entre as UFs (FGV Projetos, 2013). A ausência de uma proposta oficial aglutinadora circunscreveu o debate a tópicos isolados, longe de ações cooperativas, acirrando o conflito federativo, diante da luta individual em busca do maior benefício possível, como revelou a regra aprovada no Congresso – vetada pela Presidente Dilma – de distribuição dos recursos do petróleo³⁶.

dos créditos tributários constituídos em decorrência de benefícios ou incentivos fiscais ou financeiros instituídos, em desacordo com as regras legais, no âmbito da guerra fiscal. A medida elimina a atual exigência de unanimidade das UFs e exige, em caráter excepcional, a manifestação favorável de, no mínimo: *i)* três quintos das UFs; e *ii)* um terço das UFs integrantes de cada uma das cinco regiões do país, com o objetivo de facilitar a implementação do acordo no âmbito do Conselho Nacional de Política Fazendária (Confaz) e avançar na discussão do federalismo fiscal brasileiro e, sobretudo, na reforma do ICMS.

³⁴ O governo federal acena com a liberação de R\$ 296 bilhões nos próximos 20 anos para os estados dessas regiões, incluindo o Espírito Santo, por meio de recursos do Tesouro e de empréstimos do BNDES.

³⁵ A questão, na prática, pode não ser tão simples. Pouco após a publicação da resolução do Senado e das tratativas para por fim à guerra dos portos, Alagoas publicou, em junho de 2012, um decreto ampliando o benefício para as empresas que importam mercadorias pelo Estado. O decreto permite pagar com precatório o ICMS devido na importação. Como não é necessário que o precatório usado seja do próprio contribuinte, o título pode ser comprado de qualquer empresa ou pessoa física que possua o crédito judicial contra o Estado. Além disso, já se questionou o fato de a norma adotada de cobrar a alíquota de 4% nos casos em que o conteúdo importado do produto for superior a 40% é fácil de ser burlada.

³⁶ A regra aprovada no Congresso de redistribuição dos *royalties* de petróleo não levou em conta o efeito que as mudanças trariam à situação financeira dos entes mais beneficiados nos contratos de concessão firmados anteriormente. A norma ampliava a participação dos estados e municípios não produtores de petróleo de 8,75% para 42% em 2013 e 54% em 2019,

O processo de renegociação da dívida dos governos subnacionais, por sua vez, voltou a ter destaque. O movimento de redução da taxa Selic no final de 2012 reforçou o sentimento de iniquidade dos encargos cobrados nos contratos com estados e municípios – de 6% a 9% de juros + IGP-DI (índice geral de preços – disponibilidade interna). A pressão dos entes subnacionais ampliou o canal de comunicação e a revisão dos termos contratuais chegou a se apresentar como moeda de troca na questão da guerra fiscal. A União encaminhou ao Congresso projeto de lei complementar definindo como novo indexador da dívida (IPCA) + juros de 4% ou Selic, o que for menor, buscando contemplar os interesses subnacionais. O processo, apesar do parecer favorável da Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) da Câmara dos Deputados em projeto semelhante, continua suspenso, refletindo o imbróglio das questões tributárias.

A integração e alteração da base de cálculo do PIS e da Cofins, importante na esfera da competitividade industrial, chegou a ser ressaltada como próximo passo da reforma tributária pelo Ministério da Fazenda, mas tampouco avançou. Além das medidas discricionárias, como a desoneração da folha de pagamento, a novidade ficou por conta da aprovação das novas regras de aposentadoria dos funcionários públicos. A criação do Fundo de Previdência Complementar do Servidor Público (FUNPRESP – Lei n. 12.618 de 30 de abril de 2012) aproximou o regime de aposentadoria pública, para os funcionários optantes e os contratados a partir da promulgação da lei, ao dos empregados da atividade privada. O teto salarial equivale ao do INSS e o valor excedente está atrelado aos pagamentos ao fundo, obedecendo ao critério de contribuição definida.

A nova norma, defendida há longo tempo, apesar de não refletir de imediato no resultado fiscal, dá maior previsibilidade ao comportamento das contas públicas. Além disso, os fundos alteram a institucionalidade pública brasileira e, no futuro próximo, irão compor significativa parcela da poupança financeira nacional, podendo servir de fonte de financiamento de longo prazo de diferentes áreas.

5 Considerações finais

O modelo de atuação estatal no governo Dilma Rousseff seguiu padrão semelhante ao da fase Lula. Não se alterou o propósito de o Estado chamar a si a tarefa de ser agente indutor do crescimento, de recorrer à ação das empresas e bancos públicos e de usar os instrumentos de política econômica em defesa de um projeto desenvolvimentista, mas entender a especificidade do governo Dilma requer olhar não só o que há de comum como também as descontinuidades em relação ao período anterior.

O estilo conciliatório de Lula perdeu espaço e cresceu a defesa de autonomia no tratamento de questões relevantes da economia, contrariando interesses estabelecidos, em busca de assegurar a retomada do crescimento. A recuperação da indústria colocou-se como elemento nuclear da estratégia oficial e passou a orientar a realização de um conjunto de ações direcionadas a elevar a competitividade do setor e favorecer a expansão do PIB.

enquanto que as unidades produtoras teriam a participação reduzida dos atuais 52,50% para 35% em 2013 e 24% em 2019.

A proposta de redução da taxa de juros ocupou lugar de destaque. A batalha contra os juros altos tornou-se central na estratégia oficial, graças às implicações para o conjunto da economia e particularmente na estrutura de financiamento do país. A convivência de longos anos com altas taxas de juros ampliou o valor da reprodução rentista do capital, com a hipertrofia das aplicações de curto prazo, concentradas em títulos seguros e de alta rentabilidade da dívida pública. O movimento de queda dos juros, como se tornou evidente no período em que a Selic permaneceu em 7,25% (outubro 2012 a março 2013), repercutiu na dinâmica do mercado financeiro. A perda de rentabilidade de diversos segmentos abriu o debate sobre alternativas de aplicação e meios de recuperar os ganhos. A aceitação de títulos mais longos ganhou espaço como opção de investimento e recebeu destaque as iniciativas de estruturação de novos instrumentos financeiros, passíveis de uso como *funding* de diferentes setores. Além disso, a queda dos juros repercutiu na estrutura da dívida pública e reacendeu o interesse em olhar a articulação entre os mercados monetário e de títulos públicos, o custo de rolagem da dívida e as implicações sobre a estrutura de taxas de rentabilidade dos diferentes setores da economia brasileira.

O esforço de reestruturar a indústria renovou a preocupação de resgatar a infraestrutura. O governo apontou o caminho das concessões de aeroportos, ferrovias, portos, rodovias e energia elétrica, com novas regras, menores taxas de retorno e forte presença do BNDES no financiamento dos projetos, como o meio de reduzir o custo operacional e de elevar a produtividade da indústria e do agronegócio, além de ser fator capaz de alavancar o investimento e de dar fôlego à expansão do PIB.

O projeto delineado acima contou com o apoio da política cambial e fiscal. O Banco Central, por um lado, interveio no mercado, com ênfase no mercado de derivativo, com o propósito de realinhar a taxa de câmbio e conter o efeito deletério sobre o setor industrial decorrente dos ciclos de valorização do real. Por outro lado, o governo usou intensamente a política fiscal na sustentação da demanda de setores relevantes da cadeia produtiva e como parte da política industrial definida no Programa Brasil Maior, bem como atacou pontos da reforma tributária, como o ICMS e a guerra dos portos, com o intuito de atender interesses do setor. Finalmente, criou vários regimes especiais (automobilístico, saúde, químico, defesa, petróleo e outros) e programas específicos de inovação na tentativa de elevar a competitividade do setor industrial, dando ênfase ao aumento do conteúdo nacional e ao avanço tecnológico nos processos de produção, maiores desafios da indústria brasileira.

O governo mostrou-se ativo e tocou em problemas de difícil encaminhamento, cruciais à evolução da economia brasileira. Entretanto, os resultados até a primeira metade de 2013 foram pouco convincentes, refletindo no medíocre comportamento do PIB. A indústria, alvo central das medidas oficiais, continuou a apresentar fraco desempenho e manteve a tendência de encolhimento, com reflexos no *déficit* comercial e na deterioração da conta corrente do balanço de pagamentos. O avanço da infraestrutura esbarrou na resistência do setor privado em aceitar as condições propostas, dando início à disputa aberta em torno dos marcos regulatório e da definição dos níveis de rentabilidade setoriais. O embate dos juros alcançou sucesso em mudar as regras da poupança, mas se deparou com a forte pressão dos interesses contrariados pela posição do Banco Central. O aumento da inflação, desencadeada por choques de preços externos, acabou por levar a novo ciclo de alta dos juros e provocar certo refluxo na tensão presente no mercado financeiro e nos debates sobre alternativas de aplicação da poupança financeira. As políticas cambial e fiscal

também sofreram percalços. A taxa de câmbio depois de viver um período de baixa volatilidade (sobretudo de setembro a novembro de 2012), oscilando entre R\$ 2,00 e R\$ 2,05, voltou a apresentar alta volatilidade, com movimentos expressivos de apreciação e de depreciação. Finalmente, as questões de ordem fiscal e tributária também enfrentaram barreiras. O baixo crescimento do PIB afetou a expectativa de arrecadação e deteriorou o resultado fiscal, dando espaço à crítica da política fiscal discricionária e à cobrança de medidas de austeridade, enquanto que a proposta de reforma tributária fatiada avançou pouco, com a sua principal meta, a alteração do ICMS, sofrendo entraves múltiplos, em especial dos governadores dos estados do Norte e Nordeste.

Enfim, os resultados pouco satisfatórios alcançados até agora forçaram o governo a recuar, a fazer concessões e a ampliar a interlocução, visando afastar as resistências. As mudanças da estrutura de taxas de rentabilidade e dos interesses de setores importantes provocaram enorme potencial de conflito e colocaram barreiras à retomada do investimento, deixando em aberto o desafio de reestruturar a indústria e de avançar nas várias frentes abertas. O fato de a economia brasileira, mesmo com baixa taxa de crescimento do PIB, ainda apresentar renda em expansão e níveis elevados de emprego dá algum fôlego ao governo para ampliar o diálogo e manter o projeto inicial, consolidando a transição iniciada na era Lula.

Referências bibliográficas

- BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 14, n. 1, p. 5-17, 1994.
- BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.
- BRASIL. Plano Fernando Henrique Cardoso: exposição de motivos n. 395, de 7 de dezembro de 1993. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 14, n. 2 (54), abr./jun. 1994.
- COMMITTEE ON INTERNATIONAL ECONOMIC POLICY AND REFORM. *Rethinking central banking*. Washington: Brookings, Sept. 2011.
- ERBER, F. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 31, n. 1 (121), p. 31-55, jan./mar. 2011.
- FGV PROJETOS FPE – *Equalização Estadual no Brasil – Alternativas e Simulações para a Reforma*. (autor) Sergio Prado. Rio de Janeiro, 2013
- GREZZANA, S. Novas regras devem elevar eficiência das ferrovias. *Valor Econômico*, São Paulo, 4 nov. 2011.
- HIGA, A. P.; AFONSO, J. R. *Algumas inter-relações da política fiscal com a monetária, cambial e creditícia no Brasil*. Brasília: Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal, nov. 2009. (Texto para Discussão, n. 66).
- KUPFER, D. De volta ao futuro. *Valor Econômico*, São Paulo, 8 out. 2012.
- LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Editora UNESP, 2013.

NAKANO, Y. Crescimento: centro da agenda. *Valor Econômico*, São Paulo, 12 jun. 2012.

NAKANO, Y. Mudança de regime. *Valor Econômico*, São Paulo, 11 set. 2012.

Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. Governo Federal, Brasília 12 de maio de 2008. Disponível em: <http://www.pdp.gov.br>.

Diretrizes de Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE) Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. Governo Federal, Brasília 26 de novembro de 2003. Disponível em: <http://www.desenvolvimento.gov.br>.

SARGENT, T. J. *The ends of four big inflations*. Minneapolis: Federal Reserve Bank, 1981. (Working Paper, n. 158). Versão em português em: REGO, J. M.; SILVA, A. M. (Org.). *Inflação inercial, teorias sobre inflação e o Plano Cruzado*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1986.

SVENSSON, L. E. O. *Practical monetary policy: examples from Sweden and the United States*. Cambridge: NBER, Feb. 2012. (Working Paper, n. 17.823).

O novo consenso em macroeconomia no Brasil: a política fiscal do Plano Real ao segundo Governo Lula ¹

*Flávio Arantes dos Santos
Francisco Luiz C. Lopreato*

1 Introdução

Esse artigo tem o objetivo de mostrar como a política fiscal implementada no Brasil no Plano Real seguiu a lógica teórica do modelo de condução da política macroeconômica que se convencionou chamar de Novo Consenso em Macroeconomia. O argumento é que, a partir do Plano Real, criaram-se as bases para uma mudança do regime fiscal brasileiro em que a política fiscal deve preocupar-se com a sustentabilidade das contas públicas para garantir aos agentes do mercado um ambiente estável para a tomada de decisão. O novo regime fiscal é consolidado a partir da crise cambial de 1999, juntamente com a adoção do regime de política macroeconômica baseado no tripé de câmbio flexível, metas de inflação controladas pelo ajuste na taxa de juros básica da economia e geração de superávit primário na área fiscal.

Defendemos ainda que o governo Lula manteve e aprofundou a condução da política fiscal segundo o modelo teórico dominante até 2006, ano em que promoveu mudanças na sua base teórica e no seu modo de condução. A partir daí, a política fiscal, embora mantenha características da fase anterior, sofreu alterações relevantes e se comprometeu com ações mais diretas sobre a economia, com o Estado retomando o papel de fomentar o crescimento econômico e o desenvolvimento social. Por fim, mostramos que a mudança da política fiscal, depois de contar com o “aval” da crise econômica mundial de 2008, voltou a enfrentar resistência teórica por parte dos críticos presos ao pensamento convencional do Novo Consenso.

Para cumprir com esses objetivos o trabalho é dividido em cinco seções, além dessa introdução e das considerações finais. Na seção que segue, mostramos em termos teóricos o Novo Consenso em Macroeconomia, apresentando o modelo adotado para a condução da política macroeconômica e atendo à discussão do papel da política fiscal segundo essa visão. Em seguida, discutimos o caso brasileiro, com base na mudança do regime fiscal em meados dos anos 1990 e sua consolidação no final da década para, na sequência, mostrar como o governo Lula o aprofundou nos primeiros anos do mandato. Essa é a tarefa das seções dois, três e quatro, respectivamente. Na quinta seção, apresentamos as mudanças na condução da política fiscal, que marcaram o período a partir de 2006 para colocar algumas considerações sobre o regime fiscal, à guisa de conclusão.

2 Política macroeconômica e o papel da política fiscal

A política macroeconômica adotada no Brasil desde meados dos anos 1990 tem como base teórica as premissas do consenso formado entre duas das principais correntes de pensamento ortodoxo, que dominaram o debate macroeconômico ao longo dos anos 1980. De acordo com

¹ Publicado originalmente em *Revista de Economia Contemporânea*, v. 21, n. 3, p. 1-34, 2017.

Woodford (2008), há uma convergência de opinião e relativa ausência de desentendimentos com relação aos princípios básicos da macroeconomia que se convencionou chamar de Nova Síntese Neoclássica (GOODFRIEND e KING, 1997) ou Novo Consenso em Macroeconomia (Meyer, 2001; Arestis; Sawyer, 2002). Trata-se de um Novo Consenso em Macroeconomia (NCM) por reunir num arcabouço teórico comum as contribuições da escola Novo-Clássica com as críticas e propostas dos Novos Keynesianos – principais expoentes do pensamento *mainstream* em macroeconomia desde os anos 1980. Na base desse arcabouço estão incorporadas a otimização intertemporal e as expectativas racionais nos modelos macroeconômicos dinâmicos, oriundas dos Novos Clássicos e dos modelos dos ciclos reais de negócios, juntamente com a concorrência imperfeita e rigidez de preços e salários, dos Novos Keynesianos (Goodfriend; King, 1997).

O NCM utiliza-se de *modelos macroeconômicos de equilíbrio geral intertemporal* e que possam ser validados econometricamente. De um lado, advoga que a estrutura intertemporal permite analisar, num mesmo ferramental, tanto as questões relacionadas às flutuações da economia (curto prazo), quanto as de crescimento econômico (longo prazo). De outro lado, a validação significa que, ao mesmo tempo em que usa técnicas econométricas para a estimação dos parâmetros estruturais do modelo, há também simulação das políticas econômicas, para testar qual modelo tem a geração de dados que mais se assemelha ao que é previsto para as séries temporais (WOODFORD, 2008). Uma característica importante dessas análises é que o NCM utiliza modelos simples, abstratos e com uma relativamente pequena quantidade de dados para elucidar mecanismos macroeconômicos mais complexos (King, 1995).

Os modelos do NCM também refletem a “crítica de Lucas” (Lucas, 1976), no sentido de que *as expectativas dos agentes devem ser consideradas como endógenas*. Isso significa que, quando analisadas as políticas macroeconômicas, deve-se considerar que as expectativas mudam conforme a escolha de política feita. Em outros termos, o processo de modelagem torna-se dinâmico, pois a cada decisão de política tomada os parâmetros do modelo mudam, uma vez que os agentes ajustam suas expectativas ao novo cenário que encontram. Além disso, é amplamente aceito no NCM que *distúrbios reais são uma fonte importante para as flutuações econômicas*. Estes distúrbios não se devem apenas a mudanças na produtividade, mas também nas preferências (mudanças nos parâmetros) e nas políticas governamentais (como ações da política fiscal nas condições de oferta). A oferta agregada sofre alterações, uma vez que os choques não apenas desviam o produto de sua taxa natural², como têm a capacidade de alterar a própria taxa natural (choques reais deslocam a tendência de longo prazo). No lado da demanda, os modelos do NCM não aceitam o *market clearing*, da visão novo-clássica, e trabalham com a hipótese de que há rigidez de preços e salários, de modo que há espaço para a atuação da política econômica. Se preços e salários se ajustassem imediatamente às variações da demanda agregada, a economia se moveria sobre a curva de oferta agregada de longo prazo (vertical) e a taxa de desemprego ficaria em seu “nível natural”.

² O NCM trabalha com a hipótese da taxa de desemprego que não acelera a inflação, a NAIRU (“*non-accelerating inflation rate of unemployment*”), determinada pelas características estruturais dos mercados de bens e de trabalho e que expressa a taxa real de “desemprego de equilíbrio”.

Aconvergência metodológica do NCM pode ser expressa num modelo padrão de três equações e três incógnitas, usado como ferramental básico para a proposição e condução da política macroeconômica³:

$$(y - \hat{y})_t = a_0 + a_1(y - \hat{y})_{t-1} + a_2 E_t(y - \hat{y})_{t+1} + a_3(i_t - E_t(\pi_{t+1})) + s_1 \quad (1)$$

$$\pi_t = b_1 \pi_{t-1} + b_2 E_t(\pi_{t+1}) + b_3 (y - \hat{y})_t + s_2 \quad (2)$$

$$i_t = r^* + c_1(\pi_t - \pi^T) + c_2(y - \hat{y})_t \quad (3)$$

Nas equações (1), (2) e (3), $(y - \hat{y})$ é o hiato de produto, sendo y o produto corrente e \hat{y} o produto potencial da economia; E_t é o operador de expectativas; π é a inflação, π^T é a meta de inflação; i é a taxa nominal de juros controlada pelo Banco Central (BC) e r^* é a taxa de juros real de equilíbrio; $a_3 < 0$ e a_0 é uma constante que indica efeitos exógenos; $b_1 + b_2 = 1, b_3 > 0; c_1 > 1, c_2 > 0$; e s_1 e s_2 representam choques aleatórios.

As equações descrevem uma “curva do tipo IS” (1) (Blanchard, 2008), uma “curva de Phillips” (2) e uma “regra de Taylor padrão” (3) (Taylor, 1993), em que as incógnitas são o produto corrente da economia, a inflação e o nível da taxa de juros nominal (de referência, ou básica da economia). A solução do modelo leva em consideração os objetivos macroeconômicos de estabilidade do produto e dos preços que são atingidos quando o hiato de produto zera e a inflação se iguala à meta estabelecida⁴. Para que isso seja possível, a variável de ajuste é a taxa de juros nominal da economia, como determinada na equação (3).

Não existe papel para a oferta de moeda⁵ no modelo do NCM e pouca atenção se dá ao processo de criação e destruição de liquidez no sistema, de maneira que a discussão da política monetária limita-se à determinação da taxa de juros do BC segundo a regra de Taylor por ele utilizada⁶. O ajuste da taxa de juros tornou-se o único instrumento da política monetária, buscando

³ O modelo usado aqui possui a mesma estrutura daqueles apresentados em Arestis e Sawyer (2002); Arestis (2007); Carlin e Soskice (2006); Tcherneva (2008); Fontana (2009a). Entretanto, as primeiras apresentações do modelo se encontram em Clarida *et al.* (1999), McCallum (2001), Meyer (2001) e Woodford (2003).

⁴ Com a hipótese da NAIRU, o nível de preços é resultado direto dos fatores que determinam tanto a oferta quanto a demanda agregada: qualquer choque em pelo menos um dos lados implica um novo nível de preços no equilíbrio no mercado de trabalho. Como não há ajuste imediato, a atividade econômica flutua em torno da NAIRU. A inflação aumenta quando o desemprego cai abaixo da NAIRU e se acelera caso a taxa de desemprego seja mantida num nível abaixo da NAIRU. Não há “trade-off” entre desemprego e inflação no longo prazo, de maneira que, se é o objetivo econômico que a inflação se mantenha estável, a economia deve operar, na média, próxima à NAIRU. No longo prazo, a inflação é vista apenas como um fenômeno monetário cuja trajetória pode ser influenciada pelos ajustes na taxa de juros. Ver Arestis e Sawyer (2002; 2003a), Calin e Soskice (2006) e Santos (2011).

⁵ Arestis e Sawyer (2003a) argumentam que a ausência de uma equação que relacione oferta e demanda por moeda no modelo do NCM é consequência direta do pressuposto da neutralidade da moeda.

⁶ A taxa de juros é ajustada em busca da taxa de juros real que representa a taxa de equilíbrio da economia, influenciada pelos desvios da inflação de sua meta e do produto de seu nível potencial (ou da sua “tendência natural”). Para o NCM, quando o BC ajusta a taxa de referência no seu nível de “equilíbrio real”, investimento e poupança tornam-se iguais e o equilíbrio agregado (de emprego e/ou produto) é atingido (Arestis; Sawyer, 2003a).

responder às variações no hiato de produto a fim de atingir meta de inflação⁷. Tampouco se discute a atuação da política fiscal como instrumento de estabilização⁸. No modelo básico do NCM a política fiscal é pré-determinada (a constante α_0) ou representa um choque exógeno (s_1) e o seu papel primordial é manter a sustentabilidade da dívida como meio de garantir a eficiência da política monetária – livre de dominância fiscal (Sargent; Wallace, 1981) – no controle da inflação⁹.

Uma série de argumentos teóricos e empíricos justifica, para o *mainstream*, o preterimento da política fiscal em favor da política monetária. Tais argumentos vão desde a proposição da Teoria da Equivalência Ricardiana, em Barro (1974); passam pelas diversas sortes de *crowding out* dos gastos privados e pela discussão das defasagens (“lags”) de implementação da política, presentes desde Friedman (1968); e culminam nos argumentos de natureza ideológica e política, contrários à intervenção do governo no ajuste econômico, como ressaltam Blinder (2004), Solow (2005), Fontana (2009b) e Forder (2007).

Apesar de não haver uma teoria consolidada ou uma visão unificada no NCM, a abordagem sobre a política fiscal remonta aos pressupostos fundamentais da visão novo-clássica. A discussão com base nos argumentos da “crítica de Lucas” e da literatura sobre *time-consistency* levou os autores da visão convencional a formar relativo consenso sobre as possíveis vantagens da adoção de regras na condução da política monetária¹⁰ e a abandonar as ações específicas de administração da demanda agregada. Os autores do NCM acataram a ideia de que os dirigentes econômicos devem estar comprometidos com as “regras do jogo” ou com “a” estratégia de política econômica capaz de, a cada período, validar as expectativas dos agentes e garantir os resultados macroeconômicos desejados. A política fiscal passou a desempenhar a tarefa de fiadora da estabilidade macroeconômica e a estar sujeita a regras em condições de garantir credibilidade ao comportamento do setor público e assegurar a sustentabilidade das contas públicas¹¹.

A discussão da solvência do setor público remete à sustentabilidade da dívida pública, medida pelo indicador dívida/PIB, e parte da restrição orçamentária do governo:

$$D = G - T + iB = \Delta B + \Delta H \quad (4)$$

⁷ A regra de Taylor é a maior expressão do NCM para a proposição de política macroeconômica e, para agir livremente em busca da estabilidade do produto e dos preços, o BC precisa ser independente e se guiar por um regime de metas de inflação (condizentes com a NAIRU).

⁸ Para Arestis e Sawyer (2002), Tcherneva (2008) e Fontana (2009a), entre outros, o NCM pode ser sintetizado pela elevação (“*upgrade*”) do papel atribuído à política monetária e pelo conseqüente rebaixamento (“*downgrade*”) da política fiscal.

⁹ É preciso frisar que é pressuposto que a política monetária não reaja à política fiscal. Na maior parte da literatura *mainstream* que analisa as interações entre política monetária e fiscal e em que a inflação é objetivo macroeconômico, a política fiscal sempre reage à política monetária e não o contrário. Ver, a respeito, Kirsanova *et al.* (2005); Leeper (1991) e Leeper e Walker (2013).

¹⁰ Ver, por exemplo, Kydland e Prescott (1977), Barro e Gordon (1983) e Taylor (1993).

¹¹ Allsop e Vines (2005, p. 486) partilham da argumentação de que a política fiscal tomou um lugar de garantidora da estabilidade econômica, e reconhecem que “[t]his assignment of roles and responsibilities means that the fiscal authorities can concentrate on such issues as the control and sustainability of the public finances as well as on the resource allocation and distributional effects of budgetary policy”.

Em (4), D é o déficit; G , os gastos públicos; T , a arrecadação tributária; B , o estoque de dívida; e i é a taxa de juros – todos em valores nominais.

A equação indica que os déficits públicos devem ser financiados pela variação no estoque de dívida pública (ΔB) ou pela senhoriagem (ΔH). Desconsiderando o papel da senhoriagem, tanto por simplicidade quanto por ser desprezível nos sistemas financeiros desenvolvidos (Allsopp; Vines, 2005; Leeper; Walker, 2013), e considerando y_t como o produto da economia no período t , temos a equação de acúmulo de dívida em termos reais:

$$B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1} = (r-g) * B_{t-1}/Y_{t-1} + (G-T)/Y_t \quad (5)$$

Em (5), r é a taxa de juros real ($i = r - \pi$) e g , o crescimento real do produto. Com $B/Y = b$ e $(G-T)/Y = x$, temos a versão simplificada:

$$\Delta b = b(r-g) + x \quad (6)$$

Pela equação (6), sempre que a taxa média de crescimento do PIB diferir da taxa de juros real média incidente sobre a dívida, dado o resultado primário e ausência de senhoriagem, haverá variação da dívida no período posterior. Se $r < g$ e $b(r-g) > x$ a relação dívida/PIB se reduz ao longo do tempo e, se $b(r-g) < x$, ela permanece estável ($\Delta b = 0$). Em ambos os casos, aos olhos do mercado, as finanças públicas são sustentáveis intertemporalmente. Contudo, se $r > g$ a dívida tende a aumentar ao longo do tempo, tornando a relação crescente. Na ausência de uma correção por meio de x , a variação na relação dívida/PIB cresce indefinidamente e sua sustentabilidade, vista pela ótica da solvência do setor público fica comprometida¹². Ou seja, a dívida é considerada sustentável caso o governo cumpra, no presente, a restrição orçamentária necessária para garantir sua estabilidade em relação ao PIB de maneira intertemporal.

Na prática, a sustentabilidade da dívida pública requer do governo a obrigação de ajustar o superávit primário, de modo a estabilizar a relação dívida/PIB. O esforço fiscal necessário está condicionado ao comportamento das variáveis macroeconômicas com reflexo direto na relação. Assim, a incorporação de novas dívidas, o declínio da taxa de crescimento esperado da economia, o aumento das taxas de juros incidentes sobre a dívida (fruto de alterações nos juros internos, nos juros internacionais ou no prêmio de risco da economia), ou o impacto da desvalorização da taxa de câmbio na dívida podem comprometer sua sustentabilidade e demandar o aumento do esforço fiscal para preservar sua solvência.

Neste regime de política econômica, as ações da política fiscal ficam submetidas ao comportamento daquelas variáveis que influenciam a trajetória da dívida e à volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, fruto da avaliação do mercado sobre o risco de determinado País. A avaliação do mercado também passa pelas expectativas dos agentes com relação à própria condução da política. Meras percepções de que haverá uma deterioração permanente no resultado fiscal têm impacto sobre as taxas de juros e as condições de financiamento do governo, influenciando negativamente a trajetória da dívida; da mesma forma, aumentos momentâneos da dívida podem não implicar a caracterização de uma trajetória insustentável da política fiscal, “desde que mantida a política econômica e o compromisso com a disciplina fiscal” (Guardia, 2004, p. 108).

¹² Uma dívida sustentável na visão do NCM é aquela que não cresce desproporcionalmente com relação ao produto.

A esses pontos básicos das propostas de política macroeconômica dominante, somam-se, a partir de uma perspectiva mais ampla, os movimentos de liberalização financeira e comercial dos mercados globais, a defesa da livre movimentação de capitais e a predominância dos regimes de câmbio flutuante¹³. O comprometimento com o regime de política econômica e a estabilidade macroeconômica é condição necessária para os países terem acesso ao mercado internacional de capitais e assegurarem condições de crescimento.

A crise financeira mundial de 2008 explicitou as fragilidades do modelo do NCM e deu início à discussão de propostas no *mainstream* de alterações teóricas capazes de responder à realidade trazida pela crise. O debate está em curso, pleno de controvérsias. Até o momento, o eixo principal da argumentação pouco mudou, mas se acena com concessões relevantes. Blanchard *et al.* (2010)¹⁴ reconhecem, ao contrário da visão anterior, que a estabilidade inflacionária não é suficiente para garantir a estabilidade sistêmica e a taxa de juros em níveis baixos limita o raio de ação da política monetária em crises de deflação. Blanchard *et al.* (2013) e Blanchard e Summers (2017) apontam as limitações em usar a taxa de juros como único mecanismo de estabilização e a necessidade de incluir novos instrumentos para a execução da política monetária, bem como reconhecem a relevância da intermediação financeira e da regulação macroeconômica, ausentes na discussão do NCM. Por outro lado, cresceu a defesa em favor da revisão do papel da política fiscal¹⁵. Os autores citados acima defendem a necessidade de ampliar o espaço dessa política como ferramenta de estabilização, sobretudo, em condições de taxas de juros próximas de zero e sem perspectivas de alterações no curto prazo. Nestas condições é evidente a dificuldade de a política monetária responder sozinha à situação de crise e as medidas de política fiscal não sofreriam dos “lags” de implementação, dada a expectativa de duração da crise. Outros trabalhos incorporaram pressupostos “mais realistas” na modelagem como, por exemplo, a suspensão da hipótese da equivalência ricardiana, a redução do horizonte de tomada de decisão dos agentes e o reconhecimento da insuficiência da regra de Taylor em determinadas circunstâncias (Eggertsson, 2009; Devereux, 2010). Ganhou força a ideia de que é importante as economias terem espaço fiscal para a execução de medidas fiscais de enfrentamento da crise (Blanchard *et al.*, 2010; Claessens *et al.*, 2010; Eichengreen, 2012). Blanchard e Summers (2017) argumentam que a manutenção de taxas de juros inferiores à taxa de crescimento do PIB abre espaço para se repensar o debate sobre o alto nível de endividamento dos países e a possibilidade de colocação de novos títulos públicos sem o risco de comprometer a sustentabilidade da dívida pública. Enfim, não há consenso em torno de como lidar com a política fiscal, mas, certamente, o papel totalmente subordinado que ocupava até a crise está a caminho de ser revisto.

¹³ Ver Belluzzo (1995).

¹⁴ Esse artigo, do então economista chefe do Fundo Monetário Internacional (FMI), em parceria com demais integrantes do seu *staff* um artigo teve grande repercussão na academia e nos organismos multilaterais. Em 2013, com outras parcerias, Olivier Blanchard publicou nova discussão a respeito.

¹⁵ O debate no imediato pós-crise pode ser acompanhado em detalhes em Santos (2011).

3 Mudança no regime fiscal brasileiro

O controle da alta inflação com o Plano Real colocou a obrigação de repensar o setor público, em crise desde a crise da dívida externa do começo dos anos 1980. A recuperação da trajetória de crescimento da economia brasileira impunha reestruturar as condições de financiamento público e repensar o papel do Estado. Após os fracassos dos planos de estabilização ao longo dos anos 1980, o consenso era de que não se conseguiria uma estabilização monetária duradoura sem a implementação de reformas estruturais, sendo essas de ordem econômica, administrativa, previdenciária e tributária (Tavares, 2005).

A partir das premissas do Plano Real instalou-se o processo de reformulação do regime fiscal brasileiro. O diagnóstico apresentado por Bacha (1994), baseado no conceito de déficit público potencial, constituiu ponto de inflexão nas propostas de estabilização anteriores e atribuiu ao déficit público a principal causa da inflação. A alta inflação, no entender do autor, era o meio pelo qual se tornava possível compatibilizar os valores previstos de receitas e despesas com um resultado manejável das contas públicas. O orçamento, embora equilibrado no conjunto de suas contas, embutia um “déficit potencial considerável em sua parte propriamente fiscal (no conceito operacional), devido tanto a uma subestimação das despesas como a uma superestimação das receitas” (Bacha, 1994, p. 9).

A consolidação fiscal permanente apresentava-se como um passo necessário para indicar aos investidores internacionais o comprometimento do País junto ao circuito de valorização do capital internacional. O País precisava se mostrar comprometido com as políticas garantidoras da estabilidade, das variáveis macroeconômicas-chave e da capacidade dos agentes traçarem cenários e avaliarem os riscos de seus portfólios, bem como ganhar a confiança do mercado na manutenção das políticas vigentes. A condução da política fiscal deveria respeitar os princípios estabelecidos e definir um aparato institucional, baseado em regras, capaz de evitar a inconsistência intertemporal, de gerar o superávit primário necessário à solvência das contas públicas e de ganhar a confiança do mercado na manutenção das políticas vigentes¹⁶.

O Plano Real se propôs a redesenhar esse aparato e a formar um regime fiscal que atendesse às demandas tanto do ideário neoliberal quanto dos pressupostos da teoria macroeconômica dominante, do NCM. No primeiro estágio do Plano já são evidentes a ampla revisão do regime no sentido de garantir ao mercado o ajuste fiscal permanente e o comprometimento com a sua permanência intertemporal. O lançamento do Programa de Ação Imediata (PAI) visava a ampliar e aperfeiçoar o controle das finanças públicas, o endividamento dos estados e municípios e reduzir o impacto fiscal das medidas que seriam tomadas no âmbito dos bancos públicos do País. As reformas propunham, no plano econômico, a redução do Estado, por meio da quebra do monopólio das estatais nos serviços de utilidade pública e de exploração de petróleo e maior abertura internacional, através do fim de restrições ao capital estrangeiro nas telecomunicações, energia e transporte. Do lado administrativo, o PAI pretendia eliminar os privilégios dos servidores públicos e aproximar os sistemas de benefícios e dos mecanismos de financiamentos dos Regimes Geral e Próprio da Previdência Social e defendeu propostas de reforma previdenciária, para reduzir o suposto déficit estrutural do Regime Geral (RGPS). Por fim, o programa também previa uma reforma

¹⁶ Ver Lopreato (2013, cap. 4).

tributária para simplificar o sistema, reduzir custos da administração tributária das empresas, aumentar a eficiência da arrecadação e desonerar exportações e investimentos (Tavares, 2005).

Apesar da redução de escopo das propostas aprovadas no Congresso, o PAI conseguiu passos significativos em direção a um novo regime fiscal, uma vez que suas medidas eram consoantes ao pressuposto de que a dominância fiscal era a principal causa da instabilidade macroeconômica do País. Além das medidas “convencionais” de cortes de gastos e aumento da arrecadação, as privatizações, a nova estruturação do federalismo fiscal, o controle e saneamento dos bancos públicos ganharam lugar como medidas consideradas vitais ao restabelecimento da verdade orçamentária das contas da União e à definição da nova ordem fiscal.

O Plano Real seguiu a trilha traçada pelo PAI e defendeu ainda a independência do BC como forma de ganhar confiança na política de combate à inflação e mostrar o comprometimento em se livrar da dominância fiscal e de interferências políticas na condução da política monetária. Colocavam-se então os elementos que visavam, como defende o NCM, garantir a credibilidade intertemporal das políticas macroeconômicas adotadas em busca da estabilidade sistêmica.

A credibilidade no programa de reformas foi reforçada pelos resultados obtidos nos primeiros anos do Plano Real. A estratégia de juros altos e valorização do câmbio garantiu a âncora cambial e sua manutenção até quase o final do primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC). Ao lado do comportamento do câmbio, o aumento da arrecadação tributária serviu para atenuar a forte pressão das altas taxas de juros sobre a dívida pública. Além disso, o Programa Nacional de Desestatização também influenciou positivamente a trajetória da dívida/PIB. Os recursos, da ordem de 5,8% do PIB entre 1995 e 1998, aliados ao processo de monetização, favoreceram o movimento de resgate da dívida pública e reduziram, de certa forma, a necessidade de o governo elevar o esforço fiscal.

O período imediatamente posterior ao lançamento do Plano apresentou ainda outras condições favoráveis à avaliação positiva da economia brasileira pelo mercado. O bom comportamento do PIB¹⁷, a queda da taxa de juros após a crise do México de 1995, o processo de renegociação das dívidas dos governos subnacionais, junto ao encaminhamento das propostas de reforma tributária e da previdência social, indicaram perspectivas favoráveis de médio prazo e reforçaram a confiança nas condições de sustentabilidade da dívida pública.

Ademais, a confiança externa na economia brasileira era garantida pela possibilidade de financiamento do crescente déficit em transações correntes através da entrada maciça de capitais de curto prazo e dos investimentos externos diretos (IDE) atrelados às privatizações¹⁸. O resultado foi uma trajetória de dívida líquida do setor público sob relativo controle no período de 1994 a 1997, como a Tabela 1 mostra.

¹⁷ Com crescimento real de 5,3% em 1994 e 4,4% em 1995, segundo dados do IPEADATA.

¹⁸ Neste período, a existência de alta liquidez internacional somada à existência de ativos de elevada rentabilidade davam as condições para o ingresso de capitais na economia brasileira, confirmando a avaliação positiva dos agentes internacionais.

Tabela 1
Dívida líquida do setor público, 1994-1998, (em % PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998
Gov. Federal e Bacen	12,9	13,3	15,9	18,7	25,0
Gov. Estaduais e Municipais	10,0	10,6	11,5	12,9	14,2
Empresas Estatais	7,1	6,7	5,9	2,8	2,6
Dívida Total	30,0	30,6	33,3	34,4	41,7
Interna	21,3	25,0	29,4	30,1	35,5
Externa	8,7	5,6	3,9	4,3	6,2

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados de BACEN.

Com o mercado avaliando positivamente a situação fiscal brasileira, o certo relaxamento apresentado na obtenção dos resultados primários a partir de 1995 não colocou em risco a sustentação intertemporal das contas públicas e nem a manutenção da “âncora cambial”. O declínio no superávit primário e o pequeno aumento da relação dívida/PIB não comprometeram, de imediato, as expectativas dos investidores internacionais.

Tabela 2
Necessidades de financiamento do setor público, 1994-1998, (em % PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998
Nominal	26,97	7,27	5,86	6,07	7,47
Juros Nominais	32,18	7,54	5,77	5,10	7,49
Primário	-5,21	-0,27	0,07	0,95	-0,01
Gov. Federal e Bacen	-3,25	-0,52	0,00	0,27	-0,55
Gov. Estaduais e Municipais	-0,77	0,18	-0,07	0,74	0,19
Empresas Estatais	-1,19	0,07	0,14	-0,06	0,35

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados de BACEN.

É possível afirmar que, do lançamento do Plano até meados de 1997, a estratégia de juros elevados e câmbio valorizado "permitiu consolidar o processo de estabilização e contornar o problema do desequilíbrio externo mediante a atração de capitais estrangeiros" (Guardia, 2004, p. 110-111). Apesar das demonstrações institucionais de compromisso com a sustentabilidade das contas públicas e com o ajuste fiscal intertemporal, o esforço fiscal necessário para estabilizar a relação dívida/PIB neste período foi reduzido porque o contexto macroeconômico até 1997 foi favorável às expectativas dos agentes, o que ainda justificava o gradualismo no combate ao desequilíbrio das contas públicas por parte do governo.

O processo de consolidação de fato de um novo regime fiscal, da maneira pensada pela teoria dominante, baseado na criação de regras fiscais rígidas para regular as ações governamentais em todos os seus níveis e definir um comportamento condizente com a sustentabilidade das contas veio de maneira acelerada, fruto da necessidade de se socorrer a economia brasileira dos impactos

das crises dos emergentes – Ásia e Rússia¹⁹. Frente à reversão do ciclo de liquidez internacional e à dificuldade em manter o financiamento do Balanço de Pagamentos, o BC brasileiro elevou subitamente a taxa de juros básica que, entretanto, foi insuficiente para atrair os capitais externos. Combinado com o crescimento medíocre do PIB e com a ausência de superávits primários significativos, a resposta monetária culminou na explosão da dívida pública, que passou de 34,4% do PIB em 1997 para 41,7% em 1998²⁰.

Essa rápida e significativa elevação da dívida colocou em xeque a sustentabilidade intertemporal das contas públicas e o papel da política fiscal como fiadora da estabilidade macroeconômica, justificando, para o governo, a ampliação do esforço fiscal necessário para conter o risco de insolvência da dívida pública. Como forma de compensar o aumento da despesa financeira devido à elevação da carga de juros e mostrar o comprometimento em ajustar as contas públicas, o governo passou a defender o aumento do resultado primário. A primeira medida nesse sentido foi a edição de um decreto²¹ de contingenciamento de R\$ 4 bilhões de custeio e investimento em setembro de 1998 – esforço nada desprezível no controle dos gastos, já que faltavam apenas quatro meses para o encerramento do exercício. O decreto também iniciou a prática de definição de metas claras e transparentes de resultados primários a serem buscados pela política fiscal (Guardia, 2004).

O compromisso com a sustentabilidade das contas públicas seria demonstrado pelo reforço da ideia de ajuste estrutural do setor público, pela retomada de projetos de aperfeiçoamento do arranjo institucional-legal, pela formalização de compromissos e estabelecimento de regras e limites fiscais em leis ordinárias e pela insistência em pontos das reformas administrativa e previdenciária que ainda não haviam sido equacionados em rodada anterior (Tavares, 2005). O maior enrijecimento e a formalização da mudança de orientação da política fiscal vieram através da medida provisória n. 1.716 de 08/09/1998, que definiu a meta de superávit primário para 1999 e o prazo de até 15/11/1998 para a formulação de um Programa de Estabilidade Fiscal (PEF), para habilitar o País ao acesso aos recursos do Fundo Monetário Internacional (FMI). O PEF previa mudanças estruturais, avanços institucionais-legais e estabilização da dívida/PIB, em consonância com as diretrizes do FMI²². A estratégia do ajuste fiscal deveria implicar primeiramente num rápido

¹⁹ Dependentes do financiamento externo e do uso de títulos públicos como atrativo para a valorização da riqueza privada e diante das oscilações cambiais e da obrigação de manter taxas de juros diferenciadas perante as divisas-chave internacionais, as economias emergentes enfrentam o dilema de ter que garantir a sustentabilidade da dívida e correr o risco da fuga de capitais com o consequente impacto no financiamento do Balanço de Pagamentos e nas taxas de câmbio.

²⁰ Em novembro de 1997, o governo anunciou o pacote de “*Medidas de Ajuste Fiscal e Competitividade*”, o famoso “Pacote 51”, propondo reduzir gastos e aumentar arrecadação, na tentativa de realizar o ajuste fiscal já em 1998. Enquanto do lado dos gastos as principais medidas se relacionavam principalmente à demissão de funcionários públicos não estáveis, à suspensão dos reajustes salariais e aos cortes do investimento público federal, do lado da arrecadação se destacavam a elevação das alíquotas do imposto de renda da pessoa física, o aumento dos impostos sobre automóveis e a elevação dos preços dos derivados de petróleo e álcool. Contudo, como Filgueiras (2000) aponta, as medidas não cumpriram seus objetivos, algumas nem saíram do papel e a situação das contas públicas piorou ainda mais quando do aumento da taxa de juros.

²¹ Decreto n. 2.773, de 8 de Setembro de 1998.

²² Enquanto no primeiro ponto estavam discussões como a da reforma do RGPS, o avanço institucional-legal inspirava o que se transformou posteriormente na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e, por fim, a estabilização da dívida pautava-se na determinação de geração dos superávits primários para os anos de 1999 a 2001.

ajuste dos fluxos de receitas e despesas da União²³, com vistas à geração de superávit primário já em 1999 e, na sequência, alterar os procedimentos de elaboração e execução do orçamento para que ele pudesse ser subordinado à política macroeconômica, no intuito também de recuperar a credibilidade desta.

O acordo com o FMI consagrou a decisão de construir um novo regime fiscal, explicitando a necessidade de adoção de regras fiscais e o princípio da sustentabilidade da dívida como elementos norteadores da política fiscal que, juntamente com a defesa da credibilidade das autoridades fiscais, refletiam as ideias do NCM, consistentes com a lógica teórica do plano de estabilização.

4 A política fiscal no novo regime de política macroeconômica

O novo regime fiscal se sacramentou dentro de um novo regime de política macroeconômica, consolidado após a crise de 1999. Do lado cambial, não suportando as pressões especulativas contra a moeda e a despeito da recorrência aos recursos do FMI e das negociações junto à comunidade financeira internacional, o País deixa o regime de taxas administradas em janeiro de 1999 e passa a adotar o câmbio flexível, com taxas determinadas pelo mercado²⁴. Do lado monetário, a instituição das metas de inflação daria as novas bases para o trato da política: o Conselho Monetário Nacional passava a determinar as metas a serem atingidas a cada ano e o BC a controlar a taxa SELIC que se julga compatível com a inflação meta definida. Fechava-se, portanto, o modelo de política macroeconômica proposto pelo NCM, com a taxa de juros como variável de ajuste macroeconômico para a obtenção da estabilidade de preços no longo prazo (as metas de inflação). Com a política fiscal comprometida com as metas de superávit primário compatíveis com a estabilidade da relação dívida/PIB, completava-se a nova concepção de política macroeconômica, conhecida desde então como o “tripé macroeconômico” (câmbio flexível, metas de inflação e superávit primário).

Nesse novo regime macroeconômico, orientado pela política monetária e que faz jus às proposições do NCM, a política fiscal deixa de ter papel ativo na gestão da demanda agregada e se torna central como sua base de sustentação. É por meio dela que os fundamentos (*fundamentals*) da economia são mantidos para que a atuação da política monetária seja eficiente. As medidas de política fiscal devem responder sempre às expectativas de risco dos agentes e às previsões sobre o comportamento futuro das variáveis com influência direta na relação dívida/PIB, garantindo, portanto, sua sustentabilidade e o espaço para a valorização do capital privado (Lopreato, 2006a).

²³ Mesmo estabelecendo o corte de gastos públicos, o PEF dava maior ênfase na arrecadação e tinha como principais medidas os aumentos das alíquotas das contribuições sociais (CPMF e COFINS), dos “percentuais de contribuição para o plano de aposentadoria do servidor público e criação da contribuição para os inativos” (Filgueiras, 2000, p. 140).

²⁴ A rigor, o Brasil utilizava um regime de “bandas cambiais” e passou ao de “flutuação suja” após a crise de 1999. No primeiro caso, o BC permitia uma variação estreita do câmbio, em torno de 1%, para que este atuasse como âncora dos preços e das expectativas inflacionárias. Já na “flutuação suja”, modelo adotado de 1999 até os dias de hoje, o câmbio flutua, mas o BC atua no mercado quando há valorização ou desvalorização excessiva do Real. Em outros termos, o BC controla a liquidez interna, comprando ou vendendo dólares por meio de mecanismos como a oferta de títulos da dívida pública indexados ao câmbio ou por meio dos *swaps* cambiais. Ver Prates (2010).

Já no início da mudança do regime macroeconômico a política fiscal teve de se valer desse papel a ela atribuído. A despeito da melhora nas contas externas, a brusca e excessiva desvalorização²⁵ do Real nos meses seguintes à mudança do regime cambial pressionou a inflação e comprometeu a dívida pública. Para conter a inflação, numa atitude condizente com o regime de metas, o BC aumentou significativamente a taxa de juros, que passou de 15% a.a. em setembro de 1998 e atingiu 42% a.a. em março de 1999. A dívida pública, por seu turno, absorveu o duplo impacto: o da desvalorização sobre a parcela da dívida indexada ao câmbio e o da elevação dos juros. O resultado foi o salto para 48,7% da relação dívida/PIB no ano de 1999 (Tabela 3). Assim, as consequências negativas da desvalorização cambial impuseram de fato a necessidade do aprofundamento no esforço fiscal para aliviar seu impacto sobre a dívida e sobre as expectativas dos agentes.

Tabela 3
Dívida líquida do setor público, 1999-2002, (em % PIB)

	1999	2000	2001	2002
Gov. Federal e Bacen	29,8	30,6	31,3	37,7
Gov. Estaduais e Municipais	16,1	16,1	17,5	19,7
Empresas Estatais	2,8	2,2	2,7	2,6
Dívida Total	48,7	48,9	51,5	59,9

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados de BACEN.

A estratégia da política macroeconômica de estabilidade sistêmica dependia sobremaneira da política fiscal nesse contexto. Além de conter a expansão da demanda agregada para viabilizar as metas de inflação, ela deveria manter o compromisso com a redução da dívida pública, evitando que os agentes revisassem suas expectativas com relação às contas públicas, que essas revisões provocassem turbulências no mercado de câmbio e que surgissem surtos inflacionários decorrentes dos mecanismos de transmissão das desvalorizações cambiais aos preços (Lopreato, 2006b).

Com a piora da dívida, sob as orientações do PEF e pelas determinações da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), as metas do superávit primário foram estabelecidas em 3,1% do PIB em 1999, 3,25% em 2000 e 3,5% em 2001. Segundo as estimativas do governo, essa trajetória dos superávits seria adequada para a estabilização da dívida em 46% do PIB.

Tabela 4
Necessidades de financiamento do setor público, 1999-2002, (em % PIB)

	1999	2000	2001	2002
Nominal	5,82	3,61	3,45	4,45
Juros Nominais	9,05	7,08	6,67	7,66
Primário	-3,23	-3,46	-3,21	-3,22

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados de BACEN.

²⁵ O câmbio atingiu R\$ 1,80/US\$ logo após a desvalorização de 1999, representando uma desvalorização real de cerca de 50%.

O superávit primário de 3,23% em 1999 (acima da meta, portanto) e a inflação de 8,9% (dentro do limite de variação estabelecido) mostraram o sucesso parcial do novo regime. O cumprimento das metas de superávit também no período de 2000 a 2002²⁶ consolidou a política fiscal como pilar macroeconômico e foi relevante na recuperação momentânea da credibilidade da política econômica do governo, apesar de não lograr reduzir a relação dívida/PIB, uma vez que o esforço fiscal foi mais que compensado pela pressão dos juros e do câmbio.

A fragilidade do balanço de pagamentos à época e os ataques especulativos contra o câmbio provocaram a desvalorização do Real e forçaram o aumento dos juros com o objetivo de evitar a fuga de capitais e conter a propagação inflacionária, com implicações diretas sobre o estoque da dívida pública. A crise internacional de 2001 e a tensão do processo eleitoral de 2002 acentuaram os problemas de câmbio e de juros e colocaram a política fiscal à prova, diante da continuidade do processo de elevação da dívida pública. O salto para o patamar de 62,5% do PIB em setembro de 2002 realçou o risco de *default* e passou a requerer nova rodada de ampliação do superávit primário.

O ganho momentâneo de credibilidade da política econômica veio acompanhado de baixo crescimento do PIB²⁷, que voltou ao nível observado no período de alta inflação e de expressivo ônus social, representado pelo aumento significativo da carga tributária, que se elevou de 29,7% do PIB em 1999 para 35,9% em 2002. Dessa forma, a questão tributária passou a ser outro ponto fundamental da discussão no âmbito fiscal para os anos posteriores ao mandato FHC.

O novo regime de política fiscal consolidou-se, como parte do modelo maior de condução da política macroeconômica determinada pelo tripé. A obtenção sistemática de superávits primários passou a ser a condição necessária para manter o principal indicador das finanças públicas num patamar estável (e de preferência em queda) desde então. O uso da política fiscal com essa finalidade, contudo, não eliminou a instabilidade macroeconômica, inerente à própria forma como a estratégia foi montada, nem garantiu a retomada do crescimento. A volatilidade das expectativas dos agentes e a instabilidade das variáveis câmbio e juros aprisionaram a política na defesa da sustentabilidade da dívida. Desde então, o ajuste fiscal, ou seja, a variação nos superávits primários, passou a ser feito sempre em respostas às mudanças dessas variáveis e deixou a estratégia refém das expectativas do mercado.

Essa configuração mostrou-se condizente com a opção de desenvolvimento adotada pelo governo, cerca de uma década antes, de inserir o País na dinâmica internacional, promover aberturas financeira e comercial e integrar o circuito internacional de valorização do capital. A opção resultou em um modelo de condução de política fiscal que deveria criar as condições para uma boa avaliação do mercado a respeito da economia brasileira e, simultaneamente, agir em resposta à instabilidade provocada pelo próprio movimento do mercado. No final do governo FHC, essa

²⁶ A meta de superávit primário para o ano de 2002 era inicialmente de 3,75% do PIB e, após discussão com membros do FMI em setembro de 2002, passou para 3,88% do PIB. Dados de 2006, presentes em Santos (2007) mostram que o superávit primário foi superior às metas de 2001 e 2002, quando apresentou 3,64% e 3,89% do PIB respectivamente. Para análise da conjuntura do momento, em 2007, estes eram os dados relevantes. Como as contas públicas passam por constantes revisões, de apuração e de metodologia, como a do PIB de 2007, por exemplo, os resultados se alteraram, de maneira que a tabela 4 apresenta os dados revisados.

²⁷ A taxa de crescimento real média do PIB entre 1999 e 2002 foi de 2,3% a.a., mesmo patamar do período de 1980 a 1993, de 2,2% (cf. Orair, 2016 e Ipeadata).

instabilidade fica patente, dadas a crise internacional de 2001 e a instabilidade interna provocada pela incerteza com relação ao resultado das eleições de 2002. Mesmo sem obter estabilidade macroeconômica, é inegável que o regime fiscal havia se modificado significativamente. O País entrava nos anos 2000 com uma nova lógica de condução da política fiscal, com implicações sobre a estrutura do Estado, as relações federativas e a definição de regras fiscais e de controle do endividamento.

5 O Primeiro Governo Lula e o aprofundamento do regime fiscal

As crises de 2001 e 2002 explicitaram a fragilidade da política macroeconômica, ancorada no ajuste da taxa de juros, em garantir a estabilidade sistêmica nos moldes do modelo do NCM. Entretanto, ao invés de levarem à mudança de estratégia macroeconômica, serviram para aprofundá-la e reafirmar o papel subordinado da política fiscal, a fim de dar condições para a política monetária atuar, bem como reagir aos efeitos negativos de câmbio e juros sobre as contas públicas.

O cenário em que Lula assumiu a presidência em 2003 era de instabilidade interna, trazida com as turbulências pré-eleitorais, e de vulnerabilidade externa, oriunda reversão do ciclo de liquidez internacional a partir de 2001. O principal indicador fiscal havia fechado o ano anterior com o maior nível de fim de período já atingido até então (Tabela 5). Fortemente influenciada pela desvalorização cambial, que nos momentos de maior tensão havia se aproximado de R\$ 4/US\$, a relação dívida/PIB encerrou 2002 em 59,9%²⁸ e a inflação, medida pelo IPCA, índice usado para o cálculo das metas, havia chegado a 12,5%, ultrapassando em muito o limite do intervalo de tolerância de 2 p.p. acima do centro da meta estabelecida para o ano, de 3,5%. Esses resultados atestaram que a proposta de gestão na política fiscal no governo FHC cumpriu-se em parte, pois, a despeito dos avanços na reorganização fiscal e da gestão pública, não conseguiu eliminar o déficit público. Mantido o compromisso com a opção de política econômica implementada a partir de 1999, o governo que se iniciaria em 2003 teria que enfrentar uma situação adversa.

O primeiro passo da política do governo Lula foi estabelecer o que Barbosa e Souza (2010) chamam de um ajuste macroeconômico sólido e necessário para a retomado controle da situação monetária, fiscal e cambial do País. No campo monetário, para conter a inflação e garantir a estabilidade do câmbio, que sofria ataques especulativos, o BC voltou à política de aumentar a taxa básica de juros, que chegou a 26,5% (entre fevereiro e julho de 2003) e fechou o ano em 16,5%. No campo fiscal, a demonstração de comprometimento com o ajuste ficou por conta do aumento das metas de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB para o quadriênio de 2003-2006, no intuito de afastar a preocupação do mercado com a possibilidade de aumento explosivo da dívida pública.

²⁸ Aproximadamente 2,6 pontos percentuais (p.p.) do PIB abaixo do pico atingido em setembro, de 62,5%.

Tabela 5
Indicadores de desempenho fiscal, Brasil (em % PIB)

Ano	Pagamento de Juros	Resultado Nominal	Superávit Primário	Dívida/PIB
2001	6,6	-3,4	3,2	51,5
2002	7,6	-4,4	3,2	59,9
2003	8,4	-5,2	3,3	54,3
2004	6,6	-2,9	3,7	50,2
2005	7,3	-3,5	3,8	47,9
2006	6,8	-3,6	3,2	46,5

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados de BACEN.

Em 2003, o maior esforço fiscal como participação do PIB, aliado à apreciação cambial real de 18%, fez com que a relação dívida/PIB se reduzisse a 54,3% em dezembro. Uma redução mais significativa não ocorreu devido ao maior custo financeiro que incidiu sobre a dívida, em decorrência da política monetária austera praticada em 2003. A alta taxa de juros, a despeito de conseguir segurar a inflação²⁹, ancorada na valorização cambial, implicou em maior pagamento de juros – 8,4% do PIB em 2003 – e se somou ao inexpressivo crescimento da economia em 2003, de 1,1%. Outro agravante é que o arrocho fiscal recaiu sobre os investimentos da União, que se reduziram de 1,1% do PIB em 2002 para 0,3% em 2003, e sobre o salário mínimo, que teve um aumento real de apenas 0,7% em 2003³⁰ (Barbosa; Souza, 2010).

Diante da conjuntura, o governo Lula aprofundou o comportamento de acordo com o ideário ortodoxo, recorrendo à “contração fiscal expansionista” (Giavazzi; Pagano, 1990). Segundo essa hipótese, a contração fiscal não provoca necessariamente recessão, nem mesmo no curto prazo, pois as ações do governo podem criar ambiente favorável à atuação privada, levando, ao contrário, à expansão econômica. Com base nessa visão, a partir de 2003 o governo orientou as ações fiscais em defesa da redução da dívida/PIB, pois acreditava que, aliada ao cumprimento das regras fiscais, trouxesse confiança do mercado à política macroeconômica e, assim, abrisse espaço ao crescimento.

O Ministro da Fazenda à época, Antonio Palocci, manteve a postura do governo anterior: aprofundou a política de geração de superávits primários e criou um plano de ajuste fiscal de longo prazo, para zerar o déficit nominal e incentivar o crescimento³¹. O diagnóstico do governo era de que a “menor necessidade de financiamento, a ser alcançada com o ajuste fiscal, reduziria o prêmio de risco dos títulos públicos e a taxa de juros, com reflexos sobre a disponibilidade de recursos públicos e os investimentos do setor privado” (Lopreato, 2013, p. 206).

²⁹ Que fechou o ano em 9,3%, pouco acima do limite de tolerância de 8,5%.

³⁰ De acordo com Lopreato (2013, p. 202): “Ao final do mandato de FHC, a situação fiscal, apesar do aumento da carga tributária e do elevado superávit primário, era motivo de preocupação, já que o baixo crescimento e a instabilidade dos juros e do câmbio comprometiam o comportamento da dívida pública e impunham restrições à retomada dos investimentos do setor público”.

³¹ A esse respeito ver também Brasil (2003).

A recuperação econômica de 2004 e a melhora dos indicadores fiscais deram certo respaldo à estratégia da “contração fiscal expansionista” tomada como norteadora das ações do Ministério da Fazenda. A apreciação cambial iniciada em 2003, a redução da inflação e da taxa de juros básica, e o crescimento das exportações (a despeito do câmbio apreciado) foram fatores importantes na retomada do crescimento da economia entre 2004 e 2005 ³² (Barbosa; Souza, 2010). Já a minirreforma tributária de 2004, com as mudanças na tributação do PIS/COFINS sobre as empresas trouxeram, em conjunto com a expansão do PIB, aumento da arrecadação pública, usado para elevar o resultado primário e reduzir o indicador dívida/PIB.

Tabela 6
Dívida líquida do setor público (em % PIB)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dívida Líquida Total	51,5	59,9	54,3	50,2	47,9	46,5
Dívida Interna líquida	42,0	44,4	43,2	42,4	44,8	47,6
Dívida Externa Líquida	9,5	15,6	11,0	7,8	3,1	-1,2

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados de BACEN.

Com a evolução do favorável PIB e a redução da dívida, a “contração fiscal expansionista” ganhou força e logo se apresentaram os chamados a favor de maior ímpeto no ajuste fiscal. A defesa da austeridade passava pela geração de superávits progressivos até a eliminação do déficit nominal do setor público que, segundo o argumento de Delfim Netto (2005), conseguiria não apenas provocar queda significativa da relação dívida/PIB, como também reduzir a estrutura a termo das taxas de juros, com reflexo na conta de juros do País.

O objetivo do nominal zero num horizonte bem definido, com o congelamento das despesas em lugar do aumento dos impostos, criará instantaneamente uma expectativa de baixa do juro real, que facilitará à Secretaria do Tesouro a substituição de parte da dívida “selicada” para papéis pré-fixados (com prazos maiores), aumentando a potência da política monetária (Delfim Netto, 2005, p. 9).

Além da proposta de aumento significativo do superávit primário, a ponto de eliminar o déficit nominal, também se colocavam, de acordo com Tavares (2005), a necessidade de avançar questões das reformas estruturais, presentes desde as propostas do PAI. Giambiagi (2005) e Velloso (2006) seguem a mesma linha e propõem medidas na área tributária e de gestão dos gastos públicos. São temas recorrentes na análise dos dois autores a questão previdenciária, com a definição de regras mais rígidas para alcançar os benefícios; a redução dos gastos não financeiros do setor público, principalmente da União, para elevar o superávit primário e o compromisso com os encargos financeiros; uma reforma tributária que, além de atingir eficiência na arrecadação, dispense o recurso das contribuições, de modo a expandir a receita sem contrapartida de gasto pré-estabelecido; a desvinculação das receitas das contribuições já existentes; redução dos gastos correntes do Estado com a máquina pública, com o enxugamento do quadro de pessoal; a focalização das políticas públicas, a fim de reduzir o escopo de programas sociais e de garantia de

³² O PIB cresceu 5,8% e 3,2% em 2004 e 2005, respectivamente (Orair, 2016).

renda, entre outras. No limite, são reformas estruturais que, de acordo com essa visão, ao reduzirem a participação do Estado, garantem o equilíbrio orçamentário de longo prazo e colocam o País no caminho do aumento dos investimentos, crescimento econômico e redução das mazelas sociais.

A opção pela “contração fiscal expansionista”, concentrada na austeridade fiscal e na solvência da dívida, abria pouco espaço às ações do Estado, principalmente no que cabe à articulação dos investimentos e à indução do crescimento. O papel do Estado restringia-se àquele proposto pelo NCM, de garantir a estabilidade sistêmica por meio do comprometimento com regras pré-definidas e de fornecer aos agentes um ambiente estável para a tomada de decisões. Como Barbosa e Souza (2010, p.8) afirmam, “nos três anos iniciais do governo Lula, a visão neoliberal foi predominante nas ações de política econômica”, mas, como o ajuste fiscal entre 2003 e 2005 não havia acelerado substancialmente o crescimento e, tampouco, havia ajudado na melhora substantiva do emprego e renda ³³, a estratégia esgotou-se e deu espaço às visões desenvolvimentistas, também presentes no interior do governo. A partir de 2006 ficam claras as opções de política segundo essa orientação.

6 Segundo Governo Lula³⁴ e as mudanças na condução da política fiscal

As propostas de aprofundamento do regime fiscal acirraram o debate dentro do próprio governo e a queda de Palocci representou o marco da mudança para a implementação de políticas de caráter desenvolvimentista. Essa visão não refletia uma escola de pensamento hegemônica, mas, contrapondo à visão neoliberal, conseguiu colocar propostas pragmáticas e relativamente coesas, baseadas principalmente (i) nos estímulos fiscais e monetários para acelerar o crescimento e aumentar o produto potencial da economia, (ii) nas transferências de renda e aumento real do salário mínimo para acelerar o desenvolvimento e (iii) no aumento do investimento público e da participação do Estado no planejamento de longo prazo. Apesar de boa parte das medidas coincidirem com o período da crise econômica mundial de 2008, as linhas de ação do Estado já estão dadas desde 2006 e não podem ser atribuídas a mero pragmatismo no enfrentamento da crise. A situação internacional reforçou a trajetória adotada e serviu de justificativa para a retirada de restrições ainda existentes e a continuidade da estratégia.

No caso dos incentivos e subsídios fiscais, com auge em 2009, a estratégia pautou-se basicamente em reduções tributárias de setores com alta articulação para frente e para trás na cadeia produtiva, em subvenções econômicas no âmbito do Plano de Sustentação do Investimento (PSI), além da ampliação do crédito por meio das ações dos bancos públicos (Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil e BNDES). As desonerações tornaram-se parte da política industrial tanto na Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP), de fomento ao setor industrial, quanto no PSI e se materializaram em medidas como as de: aproveitamento rápido de créditos tributários para

³³ A média de crescimento do PIB foi de 3,4% a.a. entre 2003 e 2005, pouco acima dos dois governos anteriores, mas abaixo da média alcançada no período seguinte, de mudança da atuação fiscal, como veremos na sequência. O número total de empregados com vínculo formal teve aumento pouco expressivo, passando de 29,5 milhões em 2003 para 33,2 milhões em 2005 e a massa salarial real cresceu 1,2% a. a. no período (Gomes; Cruz, 2017).

³⁴ Cronologicamente, o segundo mandato do presidente Lula se iniciou em janeiro de 2007. Para fins de representação da mudança da política econômica adotada, estamos considerando o ano de 2006.

investimento, depreciação acelerada dos investimentos, redução de tributos (IPI, PIS-PASEP, COFINS, IR, IOF) para aumento do investimento e das exportações, e equalização das taxas de juros. Destaca-se também a reconstituição do mecanismo de preferência pelas compras públicas, em que se estabeleceu uma margem (de até 25% acima do preço dos produtos estrangeiros) para o favorecimento na compra de produtos manufaturados e serviços nacionais e/ou de empresas que investissem em P&D no país. Este instrumento, aliado à proposta de conteúdo nacional, generalizado a partir do marco legal da exploração do pré-sal, buscava incentivar a produção nacional e o aumento da nacionalização das compras públicas, por meio da intervenção do Estado, voltado para elevar o seu poder de atuação no esforço de adensamento das cadeias produtivas e de indução à pesquisa e inovação no país. O investimento total no país, medido pela formação bruta de capital fixo, saiu de 15,8% do PIB em 2003 e “aproximou-se de 20% do PIB em 2008, patamar não conhecido pela economia brasileira desde os anos de 1970” (Lopreato; Dedecca, 2013, p. 4) e, após pequena queda em 2009 devido à crise mundial, fechou 2010 em 20,2% do PIB.

Além desses incentivos, a segunda fase do governo Lula buscou gerar um círculo virtuoso a partir da atuação federal na redução das desigualdades sociais e na distribuição de renda (Barbosa; Souza, 2010). A partir de 2006, intensificou-se o processo de transferência de renda como instrumento de desenvolvimento social e econômico e os estímulos ao consumo como fonte de crescimento da demanda agregada³⁵. A lógica era a de que o aumento das transferências poderia ocorrer sem contraparte de desequilíbrios fiscais, uma vez que se autofinanciariam por meio do crescimento econômico e da arrecadação. O resultado esperado era o crescimento com a redução das desigualdades sociais, ao mesmo tempo em que se alcançava a estabilidade das contas públicas.

Os instrumentos de sustentação da proposta foram a política deliberada de crescimento real do salário mínimo e dos gastos sociais, com destaque para o Bolsa Família. A política do salário mínimo teve o intuito de recompor as perdas salariais do período de alta inflação e o poder de barganha dos trabalhadores, principalmente do setor de serviços e da economia informal (Barbosa; Souza, 2010). A média de crescimento real do salário mínimo passou de 11,7% entre 2003-2005 para 24,7% entre 2006-2008³⁶. A ampliação do Bolsa Família, por seu turno, expressava o compromisso do governo com as políticas de transferências de renda e inclusão social, base da proposta que o elegera. Nesse caso, houve aumento sistemático dos recursos destinados ao programa ao longo do período, passando de 0,1% do PIB em 2003 para 0,4% em 2008. Além, disso, como Baltar et al. (2017) afirmam, o crescimento com inclusão social também se caracterizou pela elevada criação de emprego formal no período, que chegou a 44,1 milhões de vínculos em 2010, ano com a maior geração líquida de postos de trabalho (2,6 milhões) desde a estabilização econômica (Gomes; Cruz, 2017).

O aumento real do salário mínimo e das transferências de renda, aliados à expansão do crédito e ao quadro internacional favorável até a crise, acabaram por evidenciar as possibilidades

³⁵ O consumo total cresceu a média de 5,2% ao ano entre 2006 e 2010, contra a média de 2,5% de 2003 a 2005 (Lopreato; Dedecca, 2013).

³⁶ Na mesma linha de argumentação, Baltar et al. (2017) afirmam que junto ao aumento real do salário mínimo, as negociações de classes ajudaram no aumento do poder de compra da renda do trabalho em 34,7% de 2003 a 2008 e 23,9% entre 2008 e 2013.

de crescimento baseado no mercado doméstico e na expansão da demanda agregada, em simultâneo com a redução consistente das desigualdades sociais³⁷.

A expansão do consumo veio acompanhada do aumento do investimento público e da participação do Estado na economia, por meio dos programas governamentais de grande vulto e do papel dos bancos públicos e das empresas estatais. As ações, capitaneadas pela articulação entre o Ministério da Fazenda e o BNDES, buscavam remontar a capacidade de atuação dos mecanismos fiscais e financeiros de sustentação do investimento e de apoio às atividades privadas.

Os programas do PAC e o Minha Casa Minha Vida foram importantes na retomada da articulação entre o setor público e o capital privado, por conta do apoio via crédito público e os instrumentos fiscais, buscando expandir gastos em infraestrutura e programas sociais. A PDP, por seu turno, representou uma ação sistêmica no campo industrial maior do que a política anterior (Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior), no intuito de reforçar a interação entre as instituições públicas e o setor privado e impulsionar a competitividade em vários setores, embora não tenha alcançado os resultados esperados para o setor industrial³⁸. A articulação entre os interesses públicos e privados, promovida pelo Estado com o uso de incentivos fiscais e financiamento do BNDES, se deu basicamente por meio de três eixos de atuação: a criação de grupos com participação pública e privada, para investir em infraestrutura; o incentivo às fusões e incorporações, para a concentração setorial e para o ganho de competitividade no mercado internacional; e o patrocínio da internacionalização das empresas nacionais. Com essas ações, incorporava-se na política industrial a tese da atuação global dos grupos nacionais para aumentar a competitividade internacional e gerar empregos e inovações no mercado interno, refletindo positivamente na economia como um todo³⁹.

Os bancos públicos funcionaram, primeiramente, de maneira anticíclica, ao fornecerem o crédito necessário no momento de tensão do mercado financeiro (privado) por conta da crise global. A política de equalização das taxas de juros nas operações de financiamento de investimento (PIS-BNDES) e as linhas de crédito de capital de giro atenuaram a crise e impulsionaram a recuperação econômica. Com a finalidade de evitar os riscos de crise bancária, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal adquiriram participação em instituições financeiras e ampliaram a presença no mercado bancário brasileiro, de modo a reafirmar o papel dos bancos públicos como agentes financiadores do longo prazo e propulsores do crescimento.

A estratégia oficial buscou ainda fortalecer a capacidade financeira e o poder de ação das empresas estatais. A Eletrobras, a Valec-Engenharia e a Petrobras, tiveram aumento do capital viabilizado via Tesouro Nacional⁴⁰, a fim de cumprirem a tarefa de coordenar as ações em áreas prioritárias, catalisar novos investimentos e fomentar o gasto privado. A Eletrobras assumiu parcela relevante dos projetos do PAC e se beneficiou com o aumento de sua participação nos projetos

³⁷ O índice Gini caiu de 0,587 em 2002 para 0,533 em 2011 (dados de 2010 não publicados) (Gomes; Cruz, 2017).

³⁸ A valorização cambial e o avanço da China foram fatores que, certamente, contribuíram para as dificuldades vividas pelo setor industrial.

³⁹ Para uma análise aprofundada das transformações produtivas, desenvolvimento industrial no Brasil e internacionalização das empresas brasileiras ver Hiratuka e Sarti (2011, 2017).

⁴⁰ Ver Lopreato (2013, cap.5) para discussão mais aprofundada.

hidroelétricos, nos investimentos em energia nuclear e nas linhas de transmissão. A Valec elevou o capital social e o quadro de pessoal, além de retomar, desde 2009, a construção da ferrovia Norte-Sul, bem como manteve sob sua responsabilidade os projetos de construção e de concessões previstos no PAC⁴¹. Por fim, a Petrobras é o principal exemplo da mudança de postura do governo com relação às suas estatais. Entre 2007 e 2008, a empresa teve aumento significativo de capital e ocorreu a mudança do marco regulatório, ambos possibilitados pela descoberta do pré-sal. A adoção do sistema de partilha deu à União maior controle e parcela do óleo explorado e a Petrobras tornou-se a operadora única nessa atividade, com participação de 30% em todos os blocos. Essas e outras medidas⁴² demonstraram a aposta do governo no poder da empresa e do setor em elevar os gastos e liderar a retomada do crescimento.

O resultado foi o crescimento dos investimentos públicos em 17% a. a. em termos reais entre 2006 e 2010, capitaneados pela atuação das empresas estatais federais, cujos investimentos aumentaram em 130,5% no período⁴³. A retomada dos investimentos, aliada à maior oferta do crédito e ao aumento do consumo, graças aos mecanismos de distribuição de renda, responsáveis por incorporar parcela significativa da população ao mercado de massa, contribuíram para a expansão do PIB. O ritmo de crescimento, apesar de se manter abaixo do patamar observado nos países em desenvolvimento, atingiu a 4,6% a.a., maior média desde o Plano Real.

A maior presença do Estado e as ações de caráter desenvolvimentista alteraram em parte o cânone macroeconômico, pois, mesmo mantendo o tripé, as medidas no campo fiscal se destinaram ao controle da demanda agregada e ao fomento do crescimento econômico⁴⁴.

A mais clara expressão da nova forma de enxergar o papel da política fiscal no desenho da política macroeconômica veio por meio das ações da estabilização da relação dívida/PIB e da dinâmica de geração dos superávits primários. As metas de superávit primário passaram por constantes revisões, principalmente no que cabe aos descontos da parcela de investimento público

⁴¹ As alterações previstas no novo marco regulatório do setor ferroviário, como a possibilidade de comercializar trechos de concessionárias privadas ainda não explorados, também cria condições para a Valec intervir no manejo da malha ferroviária e aumentar a atuação do Estado no transporte de grandes cargas.

⁴² Como a cessão onerosa à Petrobras, sem licitação, da prospecção de petróleo e gás em áreas ainda não concedidas, o pagamento por meio de títulos da dívida pública mobiliária federal, a subscrição de ações do capital social da Petrobras, além da criação da Pré-Sal Petróleo SA.

⁴³ De acordo com Orair (2016), o volume de investimentos das estatais federais em 2010 era da ordem de R\$ 105,1 bilhões contra R\$ 45,6 bilhões, a preços de 2015. Os investimentos do governo central (Tesouro Nacional, INSS e BC) apresentaram a maior taxa de crescimento anual (25,3% ao ano), porém com um volume de recursos representando em média, 40% dos investimentos das estatais.

⁴⁴ Retomando, em certa medida, o pensamento da vertente pós-keynesiana que defende que a política fiscal tem, pelo menos, o mesmo peso que a política monetária no controle macroeconômico (Arestis; Sawyer, 2003c; Fontana, 2009b; Tcherneva, 2008).

do seu cálculo^{45,46}, na tentativa de acelerar o crescimento. Certamente, o foco se voltou ao denominador da relação dívida/PIB. Apesar das críticas à política de redução do esforço primário, a estratégia não rompeu com os elementos centrais do regime fiscal do governo anterior e tampouco houve descuido com o resultado fiscal. Pelo contrário, as contas públicas apresentaram bom desempenho. O déficit nominal, depois de crescer a 3,2% do PIB em 2009 (ano agudo da crise mundial) voltou a se reduzir para 2,4% em 2010, índice baixo quando comparado à situação internacional. A relação dívida/PIB caiu de maneira sistemática e o aumento verificado em 2009 logo foi revertido, fazendo a relação voltar ao patamar de 2008, graças, em boa medida, ao efeito do crescimento do PIB sobre a dívida (Tabela 7).

Tabela 7
Evolução da dívida líquida do setor público, consolidado (em % PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010
Dívida líquida total - saldo	46,5	44,6	37,6	40,9	38
Dívida líquida - var. ac. ano	-1,4	-1,9	-7	3,4	-3
Fatores condicionantes	3,3	3,4	-1,4	5,8	2,9
NFSP	3,6	2,7	2	3,2	2,4
Primário	-3,2	-3,2	-3,3	-1,9	-2,6
Juros nominais	6,7	6	5,3	5,1	5
Ajuste cambial	-0,3	0,8	-2,5	2,4	0,5
Dívida externa - outros ajustes	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0
Reconhecimento de dívidas	0	0	0	0	0,1
Privatizações	-0,1	0	0	-0,1	-0,1
Efeito do crescimento do PIB sobre a dívida	-4,7	-5,3	-5,6	-2,5	-5,9

Fonte: Elaboração dos autores com base em dados de BACEN.

Enfim, pode-se afirmar que os fatores determinantes do sucesso da trajetória econômica do governo Lula, sobretudo pós-2006, não estão na manutenção do tripé convencional da política macroeconômica, mas sim nas mudanças da forma de atuação da política fiscal e do papel do Estado, presentes na política de aumento real do salário mínimo e na expansão dos gastos sociais e dos investimentos públicos, aliadas aos mecanismos de apoio ao capital privado e de defesa do crescimento e à ampliação da oferta de crédito que, em conjunto, sustentaram a retomada do PIB com melhor distribuição de renda.

O olhar atento revela que o Governo Lula, ao mesmo tempo em que se manteve fiel à convenção macroeconômica tradicional, em resposta a um conjunto variado de interesses solidamente consolidados na sociedade brasileira, criou espaços para as políticas de caráter social, cumprindo promessas de campanha (Erber, 2011). O governo, em verdade, soube servir

⁴⁵ A primeira medida neste sentido foi a exclusão da contabilização dos gastos primários os investimentos do Plano Piloto de Investimentos em 2005, sendo 2006 o primeiro ano em que esse artifício contábil foi utilizado. A exclusão dos investimentos do PAC consolidou essa estratégia nos anos seguintes, que se ampliou em 2009, ao deixar de contabilizar os investimentos da Petrobras e da Eletrobrás.

⁴⁶ "... a proposta desenvolvimentista era adaptar as metas fiscais à importância do investimento público e ao peso do pagamento de juros sobre o orçamento público, retirando os investimentos mais estratégicos do cálculo do resultado primário do governo federal" (Barbosa, 2010, p. 13).

simultaneamente a dois senhores e manter apoios de diferentes setores, combinando o sucesso em garantir o crescimento do PIB com a distribuição de renda, sem descuidar dos interesses da camada mais alta de renda.

7 Considerações finais

Os pressupostos do NCM estão presentes no ideário dos formuladores de políticas públicas no Brasil desde a implantação do Plano Real e a mudança ocorrida no segundo governo Lula foi, de certa forma, “sancionada” internacionalmente. No contexto da crise mundial, a necessidade de socorrer os países dos efeitos da recessão deu lugar às propostas de revisão da teoria dominante, com a ampliação das ações de política fiscal. O chamado do *mainstream* em defesa de políticas fiscais ativas durante a crise se justificava diante da insuficiência dos mecanismos monetários em lidar com os aspectos “estritamente financeiros” e com seus desdobramentos sobre a economia real. O *mainstream* passou a reconhecer que, em casos excepcionais (*sic*), quando a política monetária perde a eficácia, a política fiscal deve ser acionada, de maneira pontual, para estimular a atividade e ajudar na estabilização econômica, dada a sua capacidade de atuação na demanda agregada⁴⁷ (Bernanke, 2002; Krugman, 2005).

As mudanças na área fiscal realizadas no governo Lula foram apreendidas, no primeiro momento, como medidas exploratórias das possibilidades presentes no arcabouço convencional e passaram a ser criticadas quando se tornou evidente que os efeitos internos da crise haviam sido superados e a estratégia, pensada como temporária pelos simpatizantes do modelo teórico da NCM, não se alterou. De fato, as medidas adotadas desde 2006 revelaram alterações do comportamento do governo em favor de políticas de caráter desenvolvimentista.

A novidade colocou-se na adoção de um conjunto de ações de maior envolvimento do Estado no fomento ao crescimento, em substituição à estratégia anterior de privilegiar o papel do mercado no projeto de desenvolvimento. As mudanças não podem ser confundidas com o descomprometido das regras do regime fiscal, estabelecido mais de uma década antes, pois semantevu o compromisso de estabilidade da dívida pública e de solvência da situação fiscal, bem como as práticas orçamentárias e os limites de gestão fiscal definidos na LRF.

As críticas às mudanças intensificaram-se no governo Dilma, abrangendo desde os argumentos convencionais, como os de inchaço da máquina pública, de aumento dos gastos correntes até os referentes aos mecanismos usados na capitalização dos órgãos públicos ou na dinâmica de geração de superávit primário, que passou a ser conhecida como “contabilidade criativa”⁴⁸. O maior clamor das críticas tem explicações de diferentes ordens, mas, no plano teórico,

⁴⁷ Segundo Santos (2011, p. 85), “em tempos de taxas de juros muito baixas, crises severas (principalmente de deflação) ou no caso de países pertencentes a uniões monetárias (notadamente a União Europeia) sofrerem choques individuais, a política fiscal pode entrar em cena atuando no ajuste da demanda agregada”.

⁴⁸ O conceito refere-se ao fato do governo utilizar recursos oriundos de fora do que é considerado “setor público” no cálculo do resultado primário para aumentar seu superávit. Os instrumentos, presentes desde 2010, englobam pagamentos de dividendos ao Tesouro por empresas fora do conceito de setor público, venda de patrimônio público e empréstimos a empresas estatais também fora do conceito, antecipação de receitas, criação de receita primária, pagamento de despesas com títulos da dívida pública e mesmo o adiamento dos pagamentos, aumentando a rubrica “restos a pagar” de cada exercício orçamentário.

pode ser lido como o esforço conservador de, superado o momento mais agudo da crise, retornar ao conforto da visão convencional de defesa da ortodoxia fiscal⁴⁹ e do fim de políticas desenvolvimentistas. O embate, mesmo no campo convencional, não alcançou o consenso e não estão certos os desdobramentos a serem incorporados nas ações efetivas de política fiscal.

Os últimos anos do governo Lula mostraram que, mesmo diante dos limites em alterar o tripé de política macroeconômico, é viável rever a forma de pensar a política fiscal, com a sua flexibilização em favor de medidas que coloquem o Estado como ator-chave na condução e no fomento do crescimento econômico.

Os avanços na gestão dos recursos públicos alcançados após a estabilização econômica não podem ser negados e permitiu melhor conhecimento sobre a realidade orçamentária, nem é o caso de negar que a adoção de regras fiscais limitam comportamentos espúrios e descompromissos com as contas públicas. O que deve ser colocado em discussão é que um modelo que respeite esses avanços pode também se valer de um Estado mais presente na economia, cumprindo o papel de agente comprometido com crescimento econômico e redução das desigualdades sociais e econômicas. Os modelos que podem dar suporte teórico a essa visão existem, se recorrermos, por exemplo, à contribuição recente da escola pós-keynesiana⁵⁰. Além disso, a experiência recém adotada mostrou a viabilidade da estratégica, confirmada pelo crescimento econômico apresentado até 2010. A dificuldade está em arregimentar força política em favor de um programa em condições de defender a opção do desenvolvimentismo social e de enfrentar as amarras antepostas ao avanço de um país com melhor distribuição de renda.

Referências bibliográficas

ALLSOPP, C.; VINES, D. The macroeconomic role of fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n.4, p. 485-508, 2005.

ARESTIS, P. What is the new consensus in macroeconomics? In: ARESIS, P. (Ed.). *Is there a new consensus in macroeconomics?* London: Palgrave MacMillan, 2007.

ARESTIS, P. New consensus macroeconomics: a critical appraisal. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 564, May 2009.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. New consensus, New Keynesianism, and the economics of the third way. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 364, 2002.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. On the effectiveness of monetary policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 369, 2003a.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. Reinventing fiscal policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 381, 2003b.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. The case for fiscal policy. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 382, 2003c.

⁴⁹ Ver Barros (2010), Garcia (2010) e Mendes (2014), entre outros.

⁵⁰ Como Setterfield (2005); Fontana (2009b) e Tcherneva (2011a; 2011b; 2012a, 2012b).

- BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 1, p. 5-17, 1994.
- BALTAR, P.; SOUEN, J.; CAMPOS, G. Emprego e distribuição de renda. Campinas: IE-UNICAMP, 2017. (Texto para Discussão, n. 298).
- BARBOSA, N.; SOUZA, J. A. P. A inflexão do Governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A. (Org.). *Brasil: entre o passado e o futuro*. São Paulo: Boitempo, 2010.
- BARRO, R. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, v. 82, n. 6, p. 1095-1117, 1974.
- BARRO, R.; GORDON, D. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *NBER Working Paper*, n. 1079, 1983.
- BARROS, L. C. M. Arredondando o debate sobre o BNDES. *Valor Econômico*, Opinião, A13, 16 ago. 2010.
- BELLUZZO, L. O declínio de Bretton Woodse a emergência dos mercados globalizados. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 1, v. 4, jun. 1995.
- BERNANKE, B. Deflation: making sure “it” doesn't happen here. *Remarks Before the National Economists Club*. Washington, D.C, 2002.
- BLANCHARD, O. The state of macro. *NBER Working Paper*, n. 14259, 2008.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAORO, P. Rethinking macroeconomic policy. *IMF Staff Position Note*, n. 10/03, 2010.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAORO, P. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. *IMF Staff Position Note*, n. 13/03, 2013.
- BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. Rethinking stabilization policy. Back to the future. *Peterson Institute for International Economics*. 2017. Disponível em: <https://piie.com/system/files/documents/blanchard-summers20171012paper.pdf>. Acesso em: 15 out. 2017:
- BLINDER, A. The case against the case against discretionary fiscal policy. *Center for Economic Policy Studies Working Papers*, University of Princeton, n. 102, Jun.2004.
- BRASIL. *Política econômica e reformas estruturais*. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Economia, 2003.
- CARLIN, W.; SOSKICE, D. *Macroeconomics: imperfections, institutions and policies*. Oxford: Oxford University Press, 2006.
- CLAESSENS, S. et al. Lessons and policy implications from the global financial crisis. *IMF Working Paper*, n. 10/44, 2010.
- CLARIDA, R.; GALI, J.; GERTLER, M. The Science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37, n. 4, p. 1661-1707, Dec. 1999.

DELFIN NETTO, A. Déficit nominal zero. *Boletim de Conjuntura & Tecnologia*, Curitiba, UFPR, n. 1, v. 2, jul./ago.2005.

DEVEREUX, M. Fiscal deficits, debt, and monetary policy in a liquidity trap. *Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper*, n. 44, abr. 2010.

EGGERTSSON, G. What fiscal policy is effective at zero interest rates? *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n. 402, 2009.

EICHENGREEN, B. Macroeconomic and financial policies before and after the crisis. In: OBSTFELD, M.; CHO, D.; MASON, A. (Ed.). *Global economic crisis impacts, transmission and recovery: impacts, transmission and recovery*. Cheltenham, UK; Northampton, MA: Edward Elgar, 2012.

ERBER, F. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Rev. Econ. Política*, v. 31, n. 1, p. 31-55, 2011.

FILGUEIRAS, L. *História do Plano Real*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2000.

FONTANA, G. Whither New Consensus Macroeconomics? The role of government and fiscal policy in modern macroeconomics. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 563, 2009a.

FONTANA, G. Fiscal policy in today's endogenous money world. In: CREEL, J.; SAWYER, M. (Ed.). *Current thinking on fiscal policy*. London: Palgrave Macmillan, 2009b.

FORDER, J. The historical place of the Friedman-Phelps' expectation critique. *Department of Economics Discussion Paper Series*, University of Oxford, n. 399, 2007.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *The American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, Mar. 1968.

GARCIA, M. G. P. Contabilidade criativa e risco fiscal. *Valor Econômico*, Opinião, A15, 17 set.2010.

GIAMBIAGI, F. *Uma agenda fiscal para 2007-2010*. Rio de Janeiro: IPEA, out. 2005. (Texto para Discussão, n. 1123).

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Can severe fiscal contraction be expansionary? In: BLANCHARD, O.; FISCHER, S. (Ed.). *NBER Macroeconomics Annual*, 1990.

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. *Dívida Líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro*. Brasília: IPEA, dez. 2010. (Texto para Discussão, n. 1514).

GOLDFAJN, I.; GUARDIA, E. Regras fiscais e sustentabilidade da dívida no Brasil. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 39, jul. 2003.

GOMES, G.; CRUZ, C. *Vinte anos de Economia Brasileira: Atualização*. Brasília: Centro de Altos Estudos Brasil Século XXI, 2017.

GOODFRIEND, M.; KING, R. G. The New neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 12, p. 231-283, 1997.

GUARDIA, E. R. *O regime fiscal brasileiro*. Tese (Doutorado em Economia)–Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1999, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

- GUARDIA, E. R. As razões do ajuste fiscal. In: GIAMBIAGI, F.; REIS, J.G.; URANI, A. (Org.). *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.
- HELLER, P. S. Considering IMF's perspective on a "sound fiscal policy". *International Monetary Fund Discussion Paper*, n. 02/08, Jul. 2002.
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. *Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente*. Brasília: IPEA, 2011. (Textos para Discussão, n. 1610).
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. Transformações na estrutura produtiva global, desindustrialização e desenvolvimento industrial no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 37, n. 1, p. 189-207, 2017.
- KING, R. G. Quantitative theory and econometrics. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, p. 53-105, summer 1995.
- KIRSANOVA, T.; STEHN, S.; VINES, D. The interactions between fiscal policy and monetary policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 532-64, 2005.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.
- KRUGMAN, P. Is fiscal policy poised for a comeback? *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 515-523, 2005.
- LEEPER, E. Equilibria under "active" and "passive" monetary and fiscal policies. *Journal of Monetary Economics*, v. 27, n. 1, p. 129-147, 1991.
- LEEPER, E. WALKER, T. Perceptions and misperceptions of fiscal inflation. In: ALESINA, A.; GIAVAZZI, F. (Ed.). *Fiscal Policy after the financial crisis*. Chicago: National Bureau of Economic Research Conference Report, Chicago Press, 2013.
- LOPREATO, F. Novos tempos política fiscal e condicionalidades pós-80. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 8, n. 1, p. 125-154, jan./jun. 2004.
- LOPREATO, F. *O papel da política fiscal: um exame da visão convencional*. Campinas: IE-UNICAMP, fev. 2006a. (Texto para Discussão, n. 119).
- LOPREATO, F. Política fiscal: mudanças e perspectivas. In: CARNEIRO, R. (Org.). *A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula*. São Paulo: UNESP, 2006b.
- LOPREATO, F. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: UNESP, 2013.
- LOPREATO, F.; DEDECCA, C. *Os desafios de um padrão de investimento para o crescimento com redução da desigualdade no Brasil*. Campinas: IE-UNICAMP, 2013. (Texto para Discussão, n. 223).
- LUCAS JR., R. E. Econometric policy evaluation: a critique. In: BRUNNER, K.; MELTZER, A. *The Phillips Curve and labor markets*. New York: Elsevier, 1976, p. 19-46.
- MCCALLUM, B. T. Monetary policy analysis in models without money. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 83, n. 4, p. 145-160, Jul./Aug. 2001.
- MEYER, L. H. Does money matter? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 83, n. 5, p. 1-15, 2001.

MENDES, M. *O que é contabilidade criativa?* [Online] Brasil Economia e Governo, 2014. Disponível em: www.brasil-economia-governo.org.br/?p=2132. Acesso em: 16 out. 2015.

ORAIR, R. *Investimento público no Brasil: trajetória e relações com o regime fiscal*. Brasília: IPEA, 2016. (Textos para Discussão, n. 2215).

PRATES, D. M. *O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008*. Brasília: CEPAL-IPEA, 2010. (Textos para Discussão, n. 12).

SANTOS, F. A. *A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?* Dissertação (Mestrado em Economia)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

SARGENT, T.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 1981.

SETTERFIELD, M. *Is there a stabilizing role for fiscal policy in the new consensus?* Duplim Dublin: Department of Economics at Trinity College, University of Dublin, 2005.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. *Modern macroeconomics: its origins, development and current state*. Northampton, MA: Edward Elgar, 2005.

SOLOW, R. M. Rethinking fiscal policy. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 21, n. 4, p. 509-514, 2005.

TAVARES, M. Vinte anos de política fiscal no Brasil: dos fundamentos do novo regime à Lei de Responsabilidade Fiscal. *Revista de Economia & Relações Internacionais*, v. 4, n. 7, jul. 2005.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39, n. 1, p. 195-214, 1993.

TCHERNEVA, P. The return of fiscal policy: can the new developments in the new economic consensus be reconciled with the post-Keynesian view? *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 539, 2008.

TCHERNEVA, P. Fiscal policy effectiveness: lessons from the great recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 649, jan. 2011a.

TCHERNEVA, P. Fiscal policy: why aggregate demand management fails and what to do about it. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 650, 2011b.

TCHERNEVA, P. Permanent on-the-spot job creation: the missing Keynes plan for full employment and economic transformation. *Review of Social Economy*, v. 70, n. 1, p. 57-80, 2012a.

TCHERNEVA, P. Reorienting fiscal policy after the great recession. *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 719, May 2012b.

VARGAS, N. C. *Estados no Brasil e o controle fiscal e financeiro pela União no pós-Real*. Tese (Doutorado em Economia)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.

VELLOSO, R. Escancarando o problema fiscal: é preciso controlar o gasto não financeiro obrigatório da União. In: VELLOSO, R. (Org.). *Por que o Brasil não é um país de alto crescimento?* Rio de Janeiro: J. Olympio, 2006.

WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton: Princeton University Press. 2003.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *Remarks for a panel discussion at the AEA meeting*. Jan. 2008. Disponível em: http://www.columbia.edu/~mw2230/Convergence_AEJ.pdf. Acesso em: 16 out. 2015:

PARTE III
FINANÇAS ESTADUAIS

Introdução

O endividamento dos governos estaduais é uma questão central do processo de ajuste do setor público brasileiro e se arrasta desde a crise externa do início dos anos 80, sem que se tenha chegado a uma solução satisfatória.

A renegociação proposta no Plano Real representou um esforço de enfrentar o estoque da dívida do conjunto do setor público estadual, buscando solucionar o endividamento da administração direta e indireta e o entrelaçamento financeiro com os bancos estaduais.

A renegociação do saldo total da dívida, embora decisiva no enfrentamento da crise financeira estadual, está longe de ser de fácil solução, pois envolve atores com interesses diferenciados e distintas perspectivas quanto ao papel do governo federal e dos estados. As decisões respondem a razões de ordem econômica e ao jogo de poder entre as esferas de governo. Desse modo, as soluções tecnicamente mais consistentes nem sempre são viáveis diante do realismo político e só avançam quando não comprometem a sustentação do pacto de poder.

O trabalho procura mostrar a evolução da dívida dos estados nos anos 90 e a dificuldade de se encontrar solução capaz de atender à política de controle do déficit e de manter a capacidade de gasto das unidades.

Discute-se, inicialmente, o endividamento nos anos 60 e 70. A seguir, a análise detém-se nos anos 80, mostrando como a crise externa levou à ampliação das dívidas e ao comprometimento financeiro de todas as instâncias das administrações estaduais. A análise desses anos aponta as raízes do frágil quadro financeiro estadual dos anos 90 e as razões que forçaram o governo federal a buscar formas de renegociação do estoque das dívidas. O impacto das altas taxas de juros vigentes na economia e a mudança da estratégia de desenvolvimento levaram o governo a defender a renegociação da dívida estadual em novas bases. O programa de renegociação, ao contrário de outros momentos, vinculou o ajuste fiscal à reforma patrimonial e transformou-se em objeto da estratégia oficial de reestruturação do setor público.

1 Regulamentação e expansão do endividamento nos anos 60 e 70

A questão fundamental da análise dos anos 60 e 70 é entender o papel das operações de crédito como instrumento de financiamento dos governos estaduais. A Reforma Tributária de 1966 e os seus desdobramentos levaram à concentração tributária em mãos da esfera federal e à perda de autonomia dos governos subnacionais em matéria fiscal e tributária².

A União foi favorecida com ganhos na área fiscal e com o controle sobre os fluxos financeiros. O poder fiscal e a capacidade de criar crédito (via Banco do Brasil, CEF, Banco Central,

¹ Publicado originalmente em *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, p. 117-158, dez. 2000.

² Algumas medidas implementadas até 1969 reduziram o potencial de arrecadação dos governos estaduais. Devem-se destacar a redução das transferências do FPE e do Imposto Único sobre Combustíveis e Lubrificantes, a queda das alíquotas do ICM e a concessão de isenções e incentivos fiscais na cobrança desse imposto.

BNDES, BNB, etc.) foram intensamente utilizados para atender áreas prioritárias e contemplar interesses locais e regionais. Os estados, por sua vez, tiveram dificuldades de se ajustarem às condições específicas e de responderem à ampliação dos gastos na fase expansiva do ciclo com recursos próprios. A perspectiva de alavancagem dos gastos, acima do que seria possível prever com base na estrutura tributária em vigor, passou a depender da contratação de operações de crédito e de transferências de recursos negociados da União.

As operações de crédito e o fluxo de recursos federais passaram a atender os gastos não cobertos com a poupança fiscal e foram usados na acomodação dos vários interesses em jogo. O acesso ao mercado de crédito permitiu que os estados se livrassem das amarras existentes no campo tributário e superassem os problemas criados com a concentração de poder tributário na esfera federal.

A menor capacidade tributária, aliada à facilidade de acesso ao mercado financeiro internacional e às operações internas, provocou mudanças na lógica de financiamento dos governos estaduais, com a ampliação do endividamento em detrimento da poupança fiscal e com alterações na forma de articulação financeira no interior do setor público estadual e entre os seus órgãos e a União.

Os estados estreitaram os vínculos com os agentes federais de crédito e com os seus próprios órgãos financeiros. A relação com a esfera federal cresceu em função do crédito das agências oficiais e das autoridades monetárias, bem como da negociação de verbas através dos convênios, dos fundos e programas, dos repasses a fundo perdido ou dos gastos realizados diretamente nos estados. O acesso às fontes de financiamento federais criou diferentes formas de articulação com as administrações diretas, os órgãos da administração descentralizada e o setor empresarial estadual. Por outro lado, as relações dos estados com os seus bancos se intensificaram no momento em que as instituições, tendo por funding a intermediação de repasses federais e dos recursos externos, se tornaram grandes ofertantes de crédito às empresas públicas e aos tesouros, além de atuarem na rolagem das dívidas mobiliárias estaduais.

A lógica de financiamento dos governos estaduais ganhou nova dinâmica quando cresceu a participação relativa das operações de crédito e assumiu relevância a rede de relações financeiras do setor público estadual com a União e com os bancos estaduais. A possibilidade de contratação de dívida para fugir às restrições da base fiscal passou a determinar o valor e o ritmo dos investimentos.

O crescimento acelerado e a facilidade de acesso às operações de crédito favoreceram a expansão do endividamento e não o colocaram como óbice no manejo das contas públicas, pois era viável renovar os contratos a baixas taxas de juros e manter os fluxos de pagamentos. Nessas condições, o controle do endividamento, embora existindo, não teve como meta impedir o acesso a novas operações de crédito. A legislação foi usada com o objetivo de direcionar os recursos a investimentos considerados produtivos na visão daqueles que tinham o poder de orientar os destinos do crescimento.

A tentativa de conter o endividamento surgiu na Resolução do Senado Federal n. 58 de 23 de outubro de 1968, proibindo pelo prazo de dois anos, sucessivamente prorrogado³, a emissão e lançamento de obrigações de qualquer natureza, exceto as que se destinem exclusivamente à

³ Cf. Resoluções do Senado Federal n. 79 de 21 de outubro de 1970, 52 de 3 de novembro de 1972 e 35 de 29 de outubro de 1974.

realização de operações de crédito para antecipação de receita (ARO) e ao resgate das obrigações em circulação, observando-se como teto o saldo da dívida registrado na data da entrada em vigor da resolução (ver Quadro 1). A Resolução n. 92 do Senado Federal de 27 de novembro de 1970 reforçou o controle do endividamento, vedando as operações de ARO que importem dispêndio mensal superior a 5% da receita do exercício e a assunção de compromissos com fornecedores, prestadores de serviços ou empreiteiros de obras mediante emissão ou aval de promissórias, aceite de duplicatas ou quaisquer outras operações similares.

As normas fixando restrições ao endividamento, no entanto, foram acompanhadas pela aprovação de inúmeras autorizações de empréstimos externos e de pedidos de suspensão dos limites à contratação de empréstimos internos⁴. Essa realidade desnuda o caráter do controle federal, cujo objetivo foi mais o de regular o uso dos recursos, criando, desse modo, condições de influenciar o destino dos recursos contratados e as diretrizes dos gastos estaduais.

No momento seguinte, o endividamento e o manejo dos gastos públicos ganharam destaque com o II PND. De um lado, a decisão de elevar o volume de investimentos, sem dispor de meios adequados de financiamento, resultou na ampliação do endividamento interno e externo. Por outro lado, a centralização dos recursos fiscais e financeiros e o direcionamento dos gastos públicos ganharam força na estratégia de desenvolvimento.

O governo, dentro da lógica de crescimento do II PND, tinha poucas condições de conter o endividamento e usou a legislação com o objetivo de garantir a aplicação dos recursos de modo coerente com o Plano Nacional de Desenvolvimento. As Resoluções do Senado Federal n. 62 e n. 93⁵ fixaram limites máximos da dívida consolidada interna e do dispêndio anual com a dívida⁶, mas, ao mesmo tempo, deixaram brechas à contratação de operações além dos limites legais, desde que aprovadas nos órgãos federais e no Senado Federal.

⁴ A própria Resolução n. 58 já determinava que os estados e municípios poderiam pleitear o levantamento temporário da proibição quando fosse o caso de títulos especificamente vinculados a financiamento de obras ou serviços reprodutivos, no limite em que o respectivo encargo de juros e amortizações possa ser atendido pela renda dos referidos serviços e obras, ou, ainda, em casos de excepcional necessidade e urgência. No mesmo sentido, o Senado Federal aprovou a Resolução n. 53 de 27 de novembro de 1971 suspendendo a proibição contida na Resolução n. 92 nos casos em que as operações de crédito tinham por objetivo o financiamento de máquinas, equipamentos e implementos agrícolas ou de máquinas e equipamentos rodoviários e a Resolução n. 52 de 3 de novembro de 1972 para os casos em que as operações de crédito eram destinadas à execução de obras de saneamento básico, a projetos de urbanização de conjuntos habitacionais de baixa renda e a investimentos específicos financiados com recursos do PIS ou Pasep. Em ambos os casos, os valores das operações eram considerados extralimites em função do que era estabelecido pela Resolução n. 58.

⁵ Respectivamente, de 28 de outubro de 1975 e de 11 de outubro de 1976.

⁶ Entendia-se como dívida consolidada interna toda e qualquer obrigação contraída em decorrência de financiamento e empréstimos, mediante celebração de contratos, emissão e aceite de títulos, ou concessão de qualquer garantia, que representasse compromisso assumido em um exercício para resgate no subsequente. Deveria estar contida nos seguintes limites: i) estoque anual da dívida: 70% da receita líquida (descontadas as operações de crédito) do exercício anterior; ii) crescimento real da dívida interna: 20% do crescimento real da receita; iii) serviço anual da dívida (juros + amortizações): 30% da receita líquida menos despesa corrente + juros; iv) títulos públicos: 35% da receita líquida real. As ARO não eram consideradas dentro da dívida consolidada interna e obedeciam a outros limites: i) o estoque não poderia exceder 25% da receita orçamentária e ii) o seu serviço não poderia exceder 5% da receita orçamentária. A Resolução n. 93 estabeleceu o conceito de receita líquida real, isto é, corrigida pela inflação e alterou o item iii acima, definindo que o serviço anual da dívida não poderia exceder 15% da receita líquida real do exercício financeiro anterior.

Quadro 1
Limites ao endividamento estadual: principais resoluções do Senado Federal (1975/1998)

Variáveis de Controle	Resoluções 62/75	Resolução 94/89	Resolução 58/90	Resolução 11/94	Resolução 69/95	Resolução 78/98
A. Dívida total						
1. Saldo da dívida interna	70% da receita líquida ⁽¹⁾	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	Dobro da receita líquida real anual
2. Crescimento real da dívida interna	20% do crescimento da receita líquida	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	
3. Serviço da dívida	15% da receita líquida	Margem de poupança real ⁽²⁾	Margem de poupança real ⁽³⁾	Margem de poupança real ou 15% da Receita líquida real ⁽⁴⁾ (o menor)	Margem de poupança real ou 15% da Receita líquida real (o menor)	13% da receita líquida real
4. Volume de operações de crédito		Despesa de capital/Serviço da dívida + 10% da Receita Líquida	Despesa de Capital/Serviço da Dívida ou 20% da Receita Líquida Real	Despesa de capital/Serviço da dívida ou 27% da Receita líquida real (o maior)	Despesa de capital/ Serviço da dívida ou 27% da Receita líquida real (o maior)	Despesa de capital ⁽⁵⁾ / 18% da Receita líquida real/Resultado primário positivo/Adimplente junto ao SFN
B. Antecipação de Receita Orç. (ARO)						
1. Volume de operações	25% da receita orçamentária	25% da receita orçamentária	15% da Receita Orçamentária	15% da Receita líquida estimada	12% da Receita líquida estimada/veda contratação após 180 dias das eleições	8% da Receita líquida real/vedada a contratação no último ano do mandato
2. Serviços	5% da receita orçamentária	7% da receita orçamentária	7% da Receita Orçamentária	7% da Receita líquida real	7% da Receita líquida real	n.c.
C. Títulos Públicos	35% da receita líquida	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	Até 31/12/2010 emissão limitada à rolagem do principal atualizado das obrigações/resgate mínimo de 5%/Se: gasto < 13% da RLR haverá resgate adicional até atingir este percentual

⁽¹⁾ Receita líquida de operações de crédito

⁽²⁾ Receita líquida real – Despesas correntes líquidas de serviço da dívida

⁽³⁾ Receita líquida real – Despesas correntes pagas

⁽⁴⁾ Receitas líquidas de receitas de capital e transferências a municípios

⁽⁵⁾ Não são computadas como despesas de capital: a) empréstimos e financiamentos com base no ICMS e b) % acionária em empresas não controladas pelo poder público.

A Resolução n. 62 assinalava que os estados e municípios poderiam pleitear que os limites sejam temporariamente elevados, a fim de realizarem operações de crédito especificamente vinculadas a empreendimentos financeiramente viáveis e compatíveis com os objetivos e planos nacionais de desenvolvimento, ou, ainda, em casos excepcionais e de urgência. A seguir, foi permitida a não-inclusão como dívida consolidada interna, para efeito de apuração dos limites legais, das garantias oferecidas pelos governos subnacionais às suas autarquias e demais entidades que demonstrem, a juízo do Banco Central, efetivas condições para saldar os respectivos compromissos⁷.

A Resolução n. 93 determinou que as operações de crédito contratadas com recursos do Fundo Nacional de Apoio ao Desenvolvimento Urbano (FNDU), Fundo Nacional de Apoio ao Desenvolvimento Social (FAS) e do Banco Nacional da Habitação (BNH) estariam fora dos limites estabelecidos anteriormente – as chamadas operações extralimites – e dependeriam de deliberação do Senado Federal, instruído por parecer do CMN⁸.

Além disso, as operações de crédito externo não estavam sujeitas a qualquer limite e dependiam da autorização do Senado Federal que deveria consultar, previamente, a Seplan para manifestar-se a respeito da capacidade de endividamento e quanto ao mérito, viabilidade e compatibilidade do empreendimento com os objetivos dos planos nacionais de desenvolvimento⁹.

As várias brechas por onde era viável fugir aos limites de endividamento estabelecidos mostraram que a legislação, a pretexto de controlar o endividamento, manteve o objetivo de influenciar o uso dos recursos. A obrigação de negociar o direito de acesso a novas operações de crédito provocou a politização da questão da dívida e marcou o caráter das relações intergovernamentais. O processo decisório sobre o endividamento dependeu fundamentalmente dos interesses envolvidos na negociação e não da definição de seus limites. A contratação de nova dívida assumiu status semelhante às transferências negociadas e transformou-se em instrumento de barganha política e controle sobre a ação dos governos subnacionais.

2 As novas formas de controle do endividamento nos anos 80

O colapso da estratégia de financiamento do setor público baseada em recursos externos e as bruscas mudanças nos rumos da política econômica no início dos anos 80 alteraram a discussão sobre o endividamento. O governo, ao eleger o déficit público como elemento nuclear da política econômica, mudou a forma de enfrentar a questão e passou a dar ênfase ao controle do endividamento e não apenas ao uso dos recursos. O contingenciamento à expansão da dívida

⁷ Cf. Resolução Bacen n. 345 de 13 de novembro de 1975.

⁸ As operações somente poderiam se concretizar após o pedido de autorização ser encaminhado ao banco, que o examinava e o remetia à Sarem, a quem competia manifestar-se sobre o reconhecimento da prioridade e sobre a capacidade de pagamento do interessado. O pronunciamento da Sarem era submetido à apreciação do CMN e enviado à deliberação do Senado Federal.

⁹ As operações deveriam ainda ser submetidas ao Ministério da Fazenda e ao Banco Central para avaliação dos seus aspectos técnicos. A partir de fins de 1979, as operações teriam que ser submetidas à Sest, que se tornou o órgão responsável por emitir parecer sobre o reconhecimento de prioridade do projeto ou programa e a capacidade de pagamento do interessado.

pública, que até então havia se colocado como posição mais retórica do que efetiva, foi revisto para se adaptar ao novo quadro macroeconômico.

A obrigação de conter as necessidades de financiamento do setor público, definida nos acordos com o FMI, fez o governo buscar formas de controle da dívida mais restritivas do que as resoluções do Senado Federal. O Banco Central, com a Resolução n. 831 de 9 de março de 1983, passou a atuar sobre a política creditícia, controlando os empréstimos dos sistemas financeiros público e privado ao setor público.

A medida deixou de determinar limites à dívida consolidada interna e adotou o critério de fixar, periodicamente, tetos para os empréstimos ao setor público, cujo valor era determinado pelo saldo devedor, corrigido pela inflação, acumulado junto ao agente financeiro. O Banco Central passou a definir o tratamento a ser dispensado ao saldo devedor e a fixar tetos para novos empréstimos. Essa legislação, centrada no controle do crédito ao setor público, por ser mais restritiva, passou a ditar as regras de endividamento interno dos governos subnacionais e ofuscou as normas do Senado Federal que se mantiveram praticamente as mesmas no período¹⁰.

A alteração das regras ocorreu apenas com a Resolução n. 94, de 15 de dezembro de 1989, que mudou os critérios anteriores de capacidade de pagamento e passou a limitar o volume das operações de crédito e não mais o estoque da dívida. Além disso, ampliou a abrangência das operações subordinadas às normas fixadas na resolução, incluindo tanto os créditos internos como os créditos externos, e estabeleceu como limite anual para o serviço da dívida a margem de poupança real¹¹.

A nova norma, apesar de não prever as operações extralimites, parece ter criado maiores facilidades ao endividamento e pouco alterou o poder de controle do Legislativo sobre o endividamento¹². Na verdade, o Banco Central era o responsável por ditar as condições de endividamento dos governos subnacionais, ao fixar tetos para os empréstimos ao setor público e criar formas de ajuda financeira federal à rolagem da dívida externa. O governo, como avalista, usou o Banco do Brasil, através do Aviso GB-588, para cobrir os atrasos dos estados e municípios nos

¹⁰ No período 1975 a 1989 o endividamento interno dos governos subnacionais foi regulamentado pela Resolução do Senado Federal n. 64, alterada pelas Resoluções n. 93 de 11 de outubro de 1976; n. 64 de 28 de junho de 1985; n. 140 de 5 de dezembro de 1985 e n. 87 de 30 de junho de 1987 que, no entanto, não mexeram com as regras básicas estabelecidas.

¹¹ A Resolução n. 94 estabeleceu como limite para as operações de crédito internas e externas: I) o valor anual das operações não poderá ultrapassar: a) o montante das despesas de capital e b) o valor do serviço da dívida fundada vencida e vencível no ano, atualizada, acrescida de 10% da receita líquida real; II) o serviço da dívida não poderá ultrapassar a margem de poupança real. As ARO têm como limites: o estoque não poderá ultrapassar 25% e o dispêndio mensal 7% da receita líquida estimada para o exercício financeiro. Define como receita líquida real a receita realizada nos 12 meses anteriores ao da apuração, excluídas as receitas provenientes de operações de crédito e de alienação de bens. A margem de poupança real é definida como o valor da receita líquida deduzida das despesas correntes pagas e acrescida dos encargos e das amortizações da dívida fundada, pagos.

¹² Na Resolução n. 62, a principal válvula de escape para a expansão do endividamento foram as operações extralimites e não necessariamente a definição dos limites estabelecidos: o critério de que o crescimento real da dívida não poderia ultrapassar 20% do crescimento real da receita. A Resolução n. 94 abandona esse critério e estabelece que o serviço da dívida deveria ser inferior à margem de poupança real, isto é, os governos subnacionais teriam de ter um superávit primário no mínimo equivalente ao valor dos encargos. Assim, abria-se espaço à *rolagem* do principal da dívida. Ver, para esta discussão, Roarelli (1992).

pagamentos da dívida externa e criou ainda os empréstimos-ponte (os Avisos MF) com o objetivo de refinar o passivo externo das unidades enquanto não se concluíssem as negociações dos *relendings*. Nesses casos, as normas de pagamentos eram pouco claras, dependiam de negociações caso a caso e serviram como restrição ao endividamento estadual.

Os parâmetros de rolagem da dívida interna e de acesso aos recursos para pagamento da dívida externa determinaram o poder de gasto dos governos subnacionais e definiram o caráter das relações intergovernamentais. Os estados, sem a renovação automática do serviço da dívida e atropelados pelas dificuldades financeiras, não tinham autonomia nas decisões de investimentos e dependiam das negociações com a União. A gestão financeira tornou-se atrelada às decisões de rolagem da dívida e de acesso a novos financiamentos, sujeitas ao sabor da conjuntura econômica e do poder de barganha dos governadores.

2.1 Os limites da política de controle do endividamento

As normas de controle de endividamento, apesar de aceitáveis tecnicamente, tiveram um alcance limitado. O quadro de deterioração financeira do setor público e a dificuldade de gestão das contas públicas forçaram a revisão constante das regras vigentes. No campo econômico, a disposição de se cumprirem as metas rigorosas já definidas na Resolução n. 831 levaria ao caos a gestão financeira dos estados, com atrasos nos pagamentos e cortes profundos nos gastos correntes e de investimentos. No plano político, o poder da União, mesmo em tempos de arbítrio, estava limitado pela organização federativa do país, onde os governos subnacionais detêm elevado peso no total dos gastos e suas lideranças cumprem o papel de peças essenciais no arranjo institucional, compondo a base política e definindo os espaços de manobra no Congresso. O restabelecimento da democracia deu maior peso aos governadores como interlocutores do pacto político e ampliou o poder de eles lutarem contra a deterioração financeira dos estados¹³. Assim, a resistência de governadores e prefeitos, aliada à ausência de uma reforma do setor público capaz de colocá-lo em condições de responder aos encargos da dívida, obrigou o governo a afrouxar as regras de endividamento ao sabor do momento econômico e político, com o objetivo de viabilizar a gestão das finanças públicas e garantir a sua base de sustentação política.

O resultado dessa negociação foi a alternância de resoluções em que ora se negavam os espaços de contratação de novas operações de crédito e não se permitia a renovação integral da dívida vencida, ora se abria a possibilidade de rolagem integral do principal e encargos da dívida e de novos financiamentos com recursos provenientes da CEF, FNDU e FAS e com as operações de antecipação de receitas. Assistiu-se, portanto, a momentos em que a gravidade do quadro macroeconômico deu forças ao governo para ditar regras estritas de controle de endividamento e outros em que a situação financeira dos governos subnacionais forçou o relaxamento dos limites e a permissão de novas operações de crédito¹⁴.

¹³ O maior poder de barganha dos governos subnacionais revelou-se claramente nos ganhos alcançados na distribuição dos recursos tributários disponíveis a partir da aprovação da Emenda Constitucional n. 23 de primeiro de dezembro de 1983 (Emenda Passos Porto) até a aprovação da Constituição de 1988.

¹⁴ Há um número grande de resoluções do Banco Central responsáveis por fixar as regras de oferta de crédito ao setor público durante toda a década de 80 ora restringindo, ora facilitando a rolagem do saldo devedor ou a contratação de

A dificuldade de controlar o endividamento decorreu também da liberdade de os governadores usarem a articulação financeira entre o Tesouro, os bancos estaduais e as empresas na alavancagem de recursos. Os bancos estaduais concentraram elevada parcela dos empréstimos nos próprios estados, compensando a redução do crédito dos agentes federais, além de comprometerem parte de seus ativos no carregamento dos títulos da dívida mobiliária, sobretudo nos principais estados responsáveis pela expansão das dívidas mobiliárias como fonte de captação de recursos. As empresas públicas, por outro lado, usaram a liberdade administrativa para captar novos recursos. As operações triangulares¹⁵ e a não-inclusão das suas operações de crédito nos limites do endividamento¹⁶, bem como os recorrentes atrasos nos pagamentos das obrigações, criaram brechas por onde foi possível atender parte dos problemas de caixa dos estados.

Os governos estaduais, no momento de contração das fontes de financiamento internas e externas, valeram-se dessa peculiar organização institucional para obter recursos adicionais e frear a queda dos investimentos ou cobrir os gastos correntes, apesar das várias tentativas da União de regulamentar os empréstimos dos bancos estaduais aos órgãos do próprio estado.

A possibilidade de contar com canais de financiamento viabilizou a resistência à política oficial de controle dos gastos públicos e à sustentação dos interesses dos governos estaduais no controle da administração pública, sobretudo os mais desenvolvidos, donos das principais instituições financeiras e das empresas de grande porte. A escolha desse caminho vinculou a situação patrimonial de empresas e bancos estaduais ao desequilíbrio das finanças dos estados. A crise envolveu todo o setor público estadual e passou a negar a autonomia dos governadores, forçados a negociar a dívida e o socorro federal diante do risco de quebra das instituições e do colapso da administração estadual. A instabilidade macroeconômica e o momento de transição política dificultaram a adoção de medidas de força. O governo federal teve de ceder às pressões e aceitar a negociação. Não foi capaz de impor disciplina no controle do déficit e se viu forçado a sair em socorro dos estados. Os governos estaduais, por sua vez, conseguiram fugir às restrições

novos empréstimos. Várias medidas acompanharam os momentos ao longo da década de 80 em que os governos subnacionais, asfixiados financeiramente, pressionaram pela definição de regras menos rígidas e em outros em que a União, diante das dificuldades do quadro macroeconômico conseguiu impor normas rigorosas. O rigor das normas implantadas com a Resolução n. 831 foi abrandado, sob forte pressão dos governos subnacionais, já ao longo de 1984. Durante o período do Plano Cruzado e do Plano Bresser, as resoluções sofreram constantes alterações, com momentos de maior controle dos empréstimos (Resoluções n. 991, de 13 de dezembro de 1984; n. 1.010 de 2 de maio de 1985; n. 1.012 de 14 de maio de 1985; n. 1.135 de 2 de maio de 1986; n. 1.389 de 27 de agosto de 1987) e com outros em que as regras foram afrouxadas para evitar o colapso financeiro dos governos subnacionais (Resoluções n. 1.801 de 30 de janeiro de 1986; n. 1.107 de 6 de março de 1986; n. 1.211 de 24 de novembro de 1986; n. 1.309 de 23 de abril de 1987; n. 1.399 e n. 1.400 de 29 de setembro de 1987 e Resolução n. 87 do Senado Federal, de 30 de junho de 1987). A elevada instabilidade e a iminência do processo inflacionário deram força ao ministro Mailson da Nóbrega para adotar uma dura política de controle da necessidade de financiamento dos governos subnacionais. A Resolução do Banco Central n. 1.469 de 21 de março de 1988 voltou a adotar medidas bastante rígidas de rolagem da dívida e acesso ao crédito, lembrando os momentos iniciais da política de Delfim Netto com a Resolução n. 831.

¹⁵ Nas operações triangulares, uma empresa privada realizava uma operação de crédito junto ao banco estadual para financiar uma obra já contratada pela empresa estadual, a quem caberia, na verdade, honrar o compromisso financeiro.

¹⁶ As resoluções do Senado Federal abriam a possibilidade de as operações de crédito das empresas estatais ficarem fora dos limites de endividamento estabelecidos desde que mostrassem ter condições de arcar com os encargos financeiros decorrentes da operação.

financeiras e sustentar os gastos, preservando os seus espaços de atuação e garantindo a sobrevivência de órgãos, empresas e bancos estaduais.

2.2 A fragilização financeira dos governos estaduais

A retomada da política de rigoroso controle de novas operações de crédito determinada pela Resolução n. 1.469 de 21 de março de 1988, aliada às altas taxas de juros e à dificuldade de sustentar as relações financeiras no interior dos próprios estados, provocou a fragilização das finanças estaduais no final da década.

O rigor no controle das operações de crédito, sem que houvesse qualquer medida para fazer frente ao quadro de deterioração financeira já existente, forçou o uso de fontes precárias de financiamento, acentuando a instabilidade das finanças estaduais. Os bancos estaduais foram responsáveis em 1988 e 1989, respectivamente, por 28,2% e 46% do total dos empréstimos e financiamentos concedidos aos estados e municípios, mantendo em 1988, 77,8% do valor total de suas operações de crédito concentradas no setor público¹⁷.

Além disso, a proibição dos contratos mais longos e o menor volume de crédito das agências oficiais fizeram com que os estados buscassem como alternativas de financiamento as operações de ARO que responderam – como mostra a Tabela 1 – em 1988 e 1989 por, respectivamente, 57,2 e 97% dos empréstimos e financiamentos concedidos aos estados e municípios. Os estados, principalmente os de maior poder econômico (SP, MG, RS e RJ), lançaram títulos da dívida mobiliária e usaram os bancos estaduais no carregamento daqueles com dificuldades de colocação no mercado.

O saldo da dívida por títulos em circulação de prazo superior a um ano teve um acréscimo nominal, ao final de 1989, da ordem de 3.028% sobre a posição de 31 de dezembro de 1988¹⁸, bem superior às taxas de juros do overnight. As condições de rolagem da dívida mobiliária determinadas pelo Plano Verão¹⁹ e o lançamento de novos títulos para o pagamento de precatórios judiciais permitidos pela Constituição de 1988, num momento de expansão das taxas de juros reais praticadas pelo governo, como mostra a Tabela 2, elevaram o custo de rolagem e o estoque da dívida, incorporando elementos adicionais à instabilidade das finanças estaduais.

¹⁷ Cf. dados apresentados por Lopreato (1992).

¹⁸ Cf. dados do Relatório Anual do Banco Central de 1989.

¹⁹ A Medida Provisória que instituiu o Plano Verão extinguiu a OTN e fixou o valor da OTN em NCZ\$ 6,17 em primeiro de janeiro de 1989 para cálculo da correção monetária dos contratos assumidos antes daquela data e com vencimento durante o período de congelamento. Os estados e municípios, como tinham as dívidas mobiliárias lastreadas com títulos com características idênticas aos títulos federais, foram obrigados, com a extinção da OTN em primeiro de fevereiro de 1989, a trocar os seus títulos por LTNs estaduais e municipais em igualdade de condições com o tratamento dado aos títulos federais da espécie. A permuta dos títulos aumentou o montante da dívida mobiliária estadual e municipal em função da elevada taxa de juros. As LTNs estaduais e municipais foram colocadas, com emissão retroativa à data de primeiro de janeiro de 1989, pelo valor nominal de NCZ\$ 1,00 e atingiram em 31 de dezembro de 1989 o preço unitário de NCZ\$ 24,3873.

Tabela 1

Empréstimos e financiamentos concedidos ao setor público estadual e municipal – por categoria Participação relativa

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
I. Instituições Públicas	89,04	87,98	82,88	83,25	85,72	82,12	87,39	63,98	65,32	50,87
Antec. Receita Orç.	17,08	14,55	15,13	28,37	15,61	11,40	25,53	25,74	23,78	48,32
Div. Cons. Interna	71,96	75,44	67,75	54,88	70,11	70,73	61,86	38,25	41,53	2,55
– Intralimite	22,07	34,57	38,64	20,87	20,11	14,90	1,58	27,89	10,23	1,80
– Extralimite	49,89	40,87	29,11	34,01	50,00	55,83	60,28	10,35	31,31	0,75
II. Instituições Privadas	10,96	10,02	17,12	16,75	14,28	17,88	12,61	36,02	34,68	49,13
Antec. Receita Orç.	5,46	4,37	8,30	7,98	10,85	17,10	12,29	34,27	33,38	48,66
Div. Cons. Interna	5,50	5,64	8,82	8,76	3,42	0,77	0,32	1,75	1,31	0,48
– Intralimite	5,50	5,48	8,76	8,76	3,05	0,58	0,32	1,75	1,14	0,48
– Extralimite	0,00	0,16	0,07	0,00	0,38	0,20	0,00	0,00	0,17	0,00
III – Total Geral	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Dedip/Bacen.

Tabela 2

Taxas de juros de títulos públicos federais – overnight (%)

No ano	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Nominal	46	89	119	191	242	273	69	353	1058	2407	1153
Real	-30,8	-4,0	11,1	-5,7	7,2	12,6	-0,4	-8,8	7,3	43,4	-12,4

Fonte: Banco Central.

O encurtamento do giro dos empréstimos estaduais e o alto estoque da dívida, com correção monetária e taxas de juros incompatíveis com a evolução da receita fiscal, comprometeram as frentes de financiamento e ampliaram os problemas de gestão da administração central, das empresas e dos bancos estaduais.

A inadimplência do Tesouro e das empresas, aliada ao alto custo de captação no mercado, envolveu as instituições financeiras na crise estadual. Os bancos estaduais, apesar dos programas de saneamento do Banco Central já realizados²⁰, voltaram a viver delicada situação patrimonial. As condições operacionais dependiam das operações de redesconto e de assistência de liquidez do Banco Central. A administração central e as empresas, diante das dificuldades de fazer frente aos compromissos, recorreram aos atrasos nos pagamentos de empreiteiros, fornecedores, Previdência Social, FGTS, agentes oficiais de crédito e instituições do próprio estado como alternativa operacional. Ademais, os Avisos MF, usados nos pagamentos das dívidas externas, deixaram de ser reembolsados e fomentaram a relação conflituosa entre as esferas de governo.

A incapacidade de gestão da crise financeira no âmbito dos próprios estados forçou a federalização de parte da dívida estadual. O Banco do Brasil, com base na Lei n. 7.976, de 27 de

²⁰ O Proref foi o primeiro programa do BC de recuperação econômico-financeira dos bancos estaduais, aprovado em 1984, buscando dar condições de solvência às instituições e de administração dos problemas de caixa. Em 1987, o BC realizou outro programa de saneamento dos bancos estaduais e, através do regime de administração especial definido pelo DL n. 2.321 de 25 de fevereiro de 1987, interveio no Banerj, Besc, Bemat, Bem, Credireal, Baneb e Banpará.

dezembro de 1989, foi autorizado a refinarciar, pelo prazo de 20 anos, a dívida junto ao Tesouro Nacional relativa aos pagamentos da dívida externa realizados através dos Avisos MF²¹ e as operações internas feitas ao amparo da Lei n. 7.614/87²², para socorrer as finanças estaduais.

A proposta da União respondeu a questões imediatas e avançou pouco. O refinanciamento deixou de lado a dívida mobiliária, a dívida bancária com os agentes financeiros dos próprios estados e parte dos contratos com o setor privado. A federalização parcial da dívida pouco alterou o quadro das finanças estaduais. Os altos juros e a inflação contribuíram para a deterioração patrimonial de empresas e de bancos estaduais, bem como acentuaram o desequilíbrio entre os fluxos de pagamentos e de arrecadação fiscal, responsável pela incapacidade de as administrações centrais honrarem as obrigações financeiras.

O resultado foi o aumento da dívida líquida dos estados e municípios nos anos finais da década como participação no PIB e em termos de equivalência em dólares correntes²³. Por outro lado, cresceu a dependência dos estados em relação a outros movimentos de federalização de suas dívidas e à política do Banco Central de sustentação da liquidez dos bancos estaduais.

3 A regulamentação do endividamento no período 1990/98

O governo Collor viu-se diante da deterioração do quadro financeiro dos estados que ameaçava inviabilizar a administração dos governadores empossados em março de 1990 e procurou enfrentar o problema com proposições semelhantes às anteriores, apenas sustentando regras duras de acesso a novos financiamentos e de controle dos bancos estaduais.

O Banco Central, em substituição à Resolução n. 1.469, editou a Resolução n. 1.718 de 29 de maio de 1990, limitando as operações²⁴ de empréstimos e financiamentos aos saldos existentes em 31 de dezembro de 1989 e determinando que as instituições financeiras só poderiam renovar até o limite de 80% das parcelas do principal das dívidas a vencer. Mas, manteve fora do contingenciamento de crédito, em resposta à pressão dos governadores, as operações ARO e os empréstimos da CEF e do BNH. Por outro lado, o Senado Federal alterou a legislação – substituindo a Resolução n. 94 pela Resolução n. 58, de 13 de dezembro de 1990 – restringindo o conceito de margem de poupança real e impondo limites mais estreitos ao dispêndio anual com encargos e amortizações²⁵.

Além disso, o governo enrijeceu a ação contra os bancos estaduais para evitar que o desequilíbrio das instituições financeiras pusesse em risco a política de austeridade nos gastos

²¹ O governo federal, na verdade, repassou aos estados as mesmas condições de financiamento que obteve na negociação da dívida externa. Como coloca a lei, Artigo 3º, os contratos terão correção monetária e juros equivalentes àqueles pagos pelo governo federal nos respectivos contratos externos.

²² A Lei n. 7.614 autorizou a criação de linhas de crédito para o saneamento financeiro dos estados, comprometidos após o colapso do Plano Cruzado.

²³ Cf. Furuguem et al. (1996).

²⁴ Envolve operações de estados, municípios, autarquias e fundações.

²⁵ Para a discussão sobre as resoluções do Senado Federal ver Roarelli (1992).

públicos e de restrição monetária²⁶. A política de austeridade, no entanto, esbarrou nas dificuldades de financiamento dos estados e bancos estaduais, o que levou o governo a relaxar a posição de força²⁷ e a negociar a federalização das dívidas estaduais.

O passo inicial resultou do encaminhamento dado à crise de rolagem da dívida mobiliária estadual. O Banco Central efetuou a troca dos títulos estaduais, com problemas de colocação no mercado, por outros de sua emissão, com o objetivo de reduzir o custo dos estados e dos bancos estaduais com o carregamento dos títulos. Em contrapartida, os governadores comprometeram-se a não emitir novos títulos além da rolagem de 88% da dívida²⁸. O passo seguinte foi a aprovação da Lei n. 8.388/91, que estabelecia o refinanciamento dos saldos devedores das dívidas estaduais contratadas com agentes financeiros federais (conhecidas como extralimites), bem como das dívidas mobiliárias²⁹, e fixava limites de comprometimento de receitas com o pagamento dos encargos da dívida³⁰.

Na vigência da Lei n. 8.388/91 não houve consenso quanto às condições do acordo e nenhum contrato foi assinado. A falta de acerto e a expansão da dívida levaram, já no governo Itamar, a outra onda de medidas contra o desequilíbrio financeiro dos estados e de seus agentes financeiros³¹ e à retomada das negociações sobre as dívidas. A aprovação da Lei n. 8.727, de 5 de

²⁶ As principais medidas do Banco Central foram: i) limitar as operações dos agentes financeiros com o mesmo cliente e estabelecer regras de comprometimento com subscrição e aplicações em títulos e valores mobiliários de um mesmo emitente, bem como impor prazos para que os eventuais excessos fossem eliminados (Resolução n. 1.775 de 6 de dezembro de 1990, em substituição à Resolução n. 1.995 de 22 de dezembro de 1988); ii) determinar regras rígidas de transferência para as contas de crédito em liquidação dos créditos considerados de difícil execução, inclusive aqueles contratados com o setor público que, até 1988, podiam ser mantidos em créditos em atraso (Resolução n. 1.748 de 30 de agosto de 1990, em substituição à Resolução n. 1.675 de 21 de dezembro de 1989); iii) extinção da linha especial de liquidez instituída pela Resolução n. 1.717 de 25 de maio de 1990 e criação de normas disciplinando a concessão de assistência financeira e o custo dessas operações. Além disso, os problemas de liquidez levaram o Banco Central a decretar a liquidação extrajudicial dos bancos estaduais da Paraíba, Piauí e Rio Grande do Norte e das Caixas Econômicas de Goiás e de Minas Gerais.

²⁷ O governo foi obrigado a recuar em várias medidas: i) o prazo para as instituições eliminarem os excessos de operações foi estendido até o fim de 1994 (Resolução n. 1.775); ii) as metas de transferências de operações para as contas de crédito em liquidação em 1991 e 1992 não foram cumpridas diante da situação patrimonial dos bancos estaduais e iii) as operações fora do contingenciamento de crédito determinado pela Resolução n. 1.718 cresceram significativamente no período.

²⁸ Cf. Resolução n. 1.813 de 5 de abril de 1991.

²⁹ De acordo com a lei aprovada, a União garantiria o refinanciamento dos saldos devedores, existentes em 30 de setembro de 1991, de obrigações decorrentes de operações de crédito interno contraídas junto a entidades controladas pela União e da dívida pública mobiliária, vencidas e a vencer, de responsabilidade dos estados, do Distrito Federal e dos municípios, bem como de suas autarquias, fundações e empresas controladas, com prazos de 20 anos e juros de 6% ao ano. As dívidas já renegociadas com base na Lei n. 7.976 de dezembro de 1989 não entravam nesse novo acordo.

³⁰ A Resolução n. 36/92 do Senado Federal fixou o limite de 11% para o comprometimento da receita com as prestações do refinanciamento da dívida nos primeiros 12 meses de vigência do contrato e de 15% nos períodos subseqüentes.

³¹ O Programa de Ação Imediata (PAI), de 14 de junho de 1993, restringiu o crédito aos estados; vedou a concessão de empréstimos dos bancos estaduais aos seus controladores, ameaçando com a “lei do colarinho branco” os dirigentes bancários que não respeitassem a legislação; proibiu o *socorro* financeiro aos bancos estaduais; coibiu as transferências voluntárias aos governos subnacionais inadimplentes com a União e determinou a execução das garantias oferecidas na concessão de avales a operações externas das unidades inadimplentes. A principal mudança definida no PAI quanto à

novembro de 1993, seguindo os termos da Lei n. 8.388/91, permitiu o refinanciamento, por 20 anos, pelo Tesouro Nacional, dos saldos devedores existentes em 30 de junho de 1993, inclusive das parcelas vencidas, de todas as operações de crédito interno contratadas, até 30 de setembro de 1991, junto a instituições financeiras federais e estabeleceu limites de comprometimento das receitas com o pagamento das prestações mensais do refinanciamento³².

O acordo de renegociação significou o alongamento do perfil do endividamento e a possibilidade de retomada dos pagamentos das obrigações estaduais suspensas desde o governo Collor. Entretanto, a solução do problema da dívida foi parcial e cobriu apenas as operações contratadas com as instituições federais, deixando fora as dívidas com as instituições financeiras privadas, bem como as operações de ARO e a dívida pública mobiliária.

A não-definição de condições sustentáveis para o total das dívidas estaduais e a rolagem da dívida não negociada com base nas altas taxas de juros em vigor no Plano Real alimentaram o componente financeiro do endividamento e contribuíram para a deterioração patrimonial das empresas e bancos estaduais. Na verdade, a renegociação parcial da dívida e as medidas de controle do acesso a novos financiamentos pouco serviram para frear o endividamento. A expansão dos encargos financeiros e o déficit não financeiro gerado pelas dificuldades de gestão dos gastos correntes após a queda da inflação elevaram a dívida e provocaram o descontrole das finanças públicas estaduais, aprofundando a crise dos estados e realçando a obrigatoriedade de se enfrentar a questão da dívida pública³³.

A crise deu espaço político ao governo federal. O Plano Real viabilizou mudanças na política de controle do endividamento de anos anteriores. A nova orientação surgiu quando a equipe econômica defendeu a venda de empresas estaduais para viabilizar a revisão dos acordos de rolagem das dívidas firmados com base na Lei n. 8.728/93 e o saneamento dos bancos estaduais. Ganhou corpo com a promulgação do Programa de Ajuste Fiscal e Reestruturação Financeira dos Estados, consubstanciado no Voto CMN n. 162/95, de 5 de dezembro de 1995, voltado ao

restrição de crédito aos estados (Resolução n. 1.997), de inclusão das ARO no contingenciamento do crédito, logo foi abandonada com a promulgação de outra medida, Resolução n. 2.008 de 28 de julho de 1993, estabelecendo limites ao financiamento estadual, que decidiu pela não-inclusão das ARO no contingenciamento de crédito.

³² A Resolução n. 11, de 31 de janeiro de 1994, fixou os limites de comprometimento das receitas com o pagamento das prestações mensais do refinanciamento em 9% da receita líquida real para o exercício de 1994 e de 11% para os exercícios subsequentes, bastante abaixo dos valores anteriormente estabelecidos pela Resolução n. 36/92. Os valores resultantes da aplicação dos limites citados serão utilizados nos pagamentos das dívidas a seguir, nesta ordem: i) da dívida externa contratada até 30 de setembro de 1991; ii) do refinanciamento de dívidas junto ao FGTS; iii) das dívidas resultantes das negociações com base na Lei n. 7.976/89; iv) das dívidas junto ao INSS com base na Lei n. 8.212/91 e Lei n. 8.620/93 e, finalmente, v) as obrigações refinanciadas com base na Lei n. 8.727/93. A diferença entre o somatório desses pagamentos e os limites de comprometimento da receita será utilizada para o pagamento dos encargos da dívida mobiliária que não possa ser objeto de rolagem. O valor dos pagamentos citados que exceder os limites estabelecidos será passível de um refinanciamento por um prazo adicional de dez anos. A Resolução n. 11/94 fixou ainda limites para as operações de crédito da seguinte forma: i) o volume não poderá exceder o montante das despesas de capital fixadas na lei orçamentária anual e não poderá ultrapassar o valor dos gastos com o serviço da dívida vencível no ano ou 27% da receita líquida real, o que for maior; ii) o dispêndio anual máximo com o serviço da dívida não poderá ser maior do que a Margem de Poupança Real ou 15% da receita líquida real, o que for menor; iii) os limites para as ARO são: saldo de 15% da receita líquida estimada e o dispêndio mensal de 7% da receita líquida.

³³ Ver para esta discussão Almeida (1997).

refinanciamento das dívidas estaduais³⁴. O programa, pela primeira vez, associou o auxílio financeiro federal à reforma do setor público estadual e ao ajuste patrimonial. Os estados participantes teriam a obrigação de fixar, de forma organizada e monitorada, compromissos com metas de ajuste fiscal e saneamento financeiro, sendo forçados a adotar medidas de controle salarial e corte de pessoal, privatização, concessão de serviços públicos e a obter a aprovação da Assembléia Legislativa à implementação do programa³⁵.

A União, ainda como parte do processo de renegociação das dívidas estaduais, definiu um programa de reestruturação do sistema de bancos públicos estaduais cuja meta era incentivar a retirada dos estados da atividade financeira. Foi criada uma linha de financiamento a ser usada na renegociação das dívidas dos estados com os bancos estaduais e na preparação dos agentes financeiros, de preferência, para a privatização, extinção, ou transformação em instituições não financeiras ou agências de fomento³⁶. A alternativa de os estados optarem pela reestruturação, mas sem perder o controle e sem alterar a espécie dos seus agentes financeiros, estava contemplada no programa, mas era bem menos vantajosa e praticamente inviável financeiramente.

³⁴ O programa criou três linhas de crédito aos estados, tendo como agente financeiro a CEF. Os recursos da linha I foram destinados ao pagamento de débitos em atraso até 30 de novembro de 1995. A linha II tinha por objetivo financiar programas de ajuste do quadro de pessoal e a linha III abria a possibilidade de empréstimos com recursos de origem externa para a transformação das operações ARO, contratadas até 30/11/95, em dívida fundada. Por outro lado, o Senado Federal editou a Resolução n. 69, de 14 de dezembro de 1995, de controle do endividamento, em substituição à Resolução n. 11/94, com pequenas alterações, como mostra o Quadro 1.

³⁵ O programa, ao determinar o monitoramento da Secretaria do Tesouro Nacional, lembrou as Cartas de Intenções assinadas com o FMI e ficou conhecido entre os governadores como o “FMI do Malan”. Na área fiscal, estabeleceu a obrigatoriedade de controle e redução das despesas com o funcionalismo público e, para tanto, seria necessário: implementar limites de remuneração e proventos; não conceder ao funcionalismo estadual reajuste de salários e remunerações com periodicidade inferior ou percentual superior aos concedidos pelo Poder Executivo da União aos seus servidores; reduzir o quadro atual de funcionários, inclusive através de programas de desligamento voluntário. Além disso, caberia ainda: ajustar as Constituições Estaduais às alterações que vierem a ser aprovadas no âmbito das Reformas Administrativa e Previdenciária e criar programas de privatização, concessão de serviços públicos à iniciativa privada, reformas e desmobilização patrimonial. Encaminhar mensalmente à Secretaria do Tesouro Nacional (STN) o fluxo de caixa do estado; dados de sua execução orçamentária, financeira e patrimonial e um relatório sobre o cumprimento das metas estabelecidas no programa de saneamento, permitindo a realização de auditoria pela STN. Em relação aos aspectos financeiros, os estados comprometeram-se a manter a adimplência de todos os seus órgãos para com a União e usar os recursos de privatização de suas empresas para reduzir os débitos em atraso; não estar em atraso com o INSS e FGTS; não contratar novas operações de ARO e ter a aprovação da Assembléia Legislativa para contratar os empréstimos e assumir os compromissos referidos no programa e do Senado Federal. Os estados teriam também de assumir o compromisso de: a) alcançar resultado primário trimestral mínimo requerido para atingir a meta de equilíbrio operacional, tendo em vista o quadro de usos e fontes do estado e a relação dívida/receita líquida real; b) dotar o orçamento do estado de recursos necessários ao cumprimento dos compromissos decorrentes do programa de saneamento financeiro e de ajuste fiscal acordado.

³⁶ Cf. Medida Provisória n. 1.514, de 7 de agosto de 1996. A União, a seu critério, poderá: i) adquirir o controle da instituição financeira, exclusivamente para privatizá-la ou extingui-la; ii) financiar a extinção ou transformação da instituição financeira em instituição não financeira, quando realizada por seu respectivo controlador; iii) financiar os ajustes prévios imprescindíveis para a privatização da instituição financeira; iv) adquirir créditos contratuais que a instituição financeira detenha contra seu controlador e entidades por este controladas e refinar os créditos assim adquiridos; v) em caráter excepcional financiar parcialmente programa de saneamento da instituição financeira, que necessariamente contemplará sua capitalização e mudanças no seu processo de gestão capazes de assegurar sua profissionalização.

Nesses casos, a participação da União não poderia ultrapassar 50% dos recursos necessários e as unidades teriam que provar a viabilidade do projeto de saneamento e as condições fiscais para sustentarem o processo de reestruturação³⁷.

A crise das finanças estaduais levou o governo a ampliar, com base na Medida Provisória n. 1.560, de 19 de dezembro de 1996, o âmbito das negociações e defender o refinanciamento total das dívidas. A União, desde que haja a prévia aprovação do Senado Federal e das Assembléias Legislativas dos respectivos estados, seria responsável por consolidar e refinar a dívida mobiliária, os empréstimos da CEF, concedidos ao amparo do Voto CMN n. 162/95, e as dívidas dos estados com os seus respectivos bancos. As negociações seriam caso a caso, e o refinanciamento dependeria das medidas de reestruturação e ajuste fiscal definidas no âmbito do Programa de Ajuste Fiscal e Reestruturação Financeira dos Estados, cuja meta básica é a redução da dívida financeira total dos estados a valor não superior ao da receita líquida real. O programa, como será detalhado à frente, introduz um mecanismo de controle global do endividamento, não permitindo a emissão de nova dívida mobiliária até que a meta fiscal seja alcançada e só autoriza a contratação de novos empréstimos caso a relação dívida/receita se mantenha sempre decrescente.

A proposta da União alterou o processo de renegociação da dívida e os mecanismos de controle do endividamento. Os estados teriam de mexer na estrutura patrimonial construída em anos anteriores e trabalhar com horizontes estreitos, obedecendo a rígidas metas de ajuste fiscal. Esse mecanismo, diferentemente do que havia ocorrido até aquele momento, definiu nova dinâmica de ajuste dos estados, envolvendo um amplo programa de privatizações e alterações nas relações intergovernamentais. O governo passou a usar os programas de renegociação da dívida e de apoio financeiro aos estados como instrumento de reforma patrimonial e de imposição de metas coerentes com a estratégia macroeconômica³⁸.

Antes de avançar nessa discussão, no entanto, analisa-se a evolução da dívida estadual nos anos 90.

4 A evolução da dívida estadual nos anos 90

As condições do endividamento deterioraram-se no final dos anos 80 e não foi mais viável sustentar as finanças estaduais sem o apoio federal à renegociação das dívidas dos tesouros e dos bancos estaduais. A situação, na verdade, fugiu ao controle dos governadores, com a dívida

³⁷ A Medida Provisória determinou que, nesses casos, as unidades da Federação teriam que aportar recursos pelo menos equivalentes ao da participação da União e seguir as seguintes medidas: i) quitação antecipada de dívidas do controlador e de entidades por este controladas junto à instituição financeira; ii) assunção de dívidas da instituição financeira junto a terceiros, existentes em 31 de março de 1996 e registradas em balanço, incluindo passivos de natureza atuarial ou trabalhista; e iii) capitalização da instituição financeira. Além disso, as medidas deveriam ter aprovação do CMN, a qual se daria à vista da aprovação do Banco Central do projeto de saneamento da instituição financeira e de parecer favorável da STN quanto à capacitação fiscal do estado.

³⁸ O Senado Federal editou a Resolução n. 78, de 8 de julho de 1998, em substituição à Resolução n. 69/95 e as seguintes, reforçando o controle do endividamento. Há limites mais estreitos à contratação de operações de crédito que não poderá exceder 18% da receita líquida anual e os dispêndios máximos com as amortizações, juros e demais encargos não poderá exceder 13% da RLR, enquanto o saldo total da dívida não poderá superar valor equivalente ao dobro da RLR anual.

mobiliária e as dívidas contratuais não renegociadas crescendo atreladas às taxas de juros oficiais, independentemente da existência ou não de novos déficits primários.

A expansão do endividamento estadual, entretanto, não pode ser explicada somente como resultado das condições de reciclagem da dívida. É preciso considerar o resultado primário das contas públicas. As dificuldades fiscais dos estados são visíveis, mas de difícil mensuração. A apuração do resultado primário não é conclusiva, os dados são questionáveis e as duas formas de cálculo apresentaram resultados não compatíveis entre si. Almeida (1997) discutiu as razões da divergência de resultados quando se toma o resultado primário acima da linha e abaixo da linha. Os dados da NFSP apontaram superávites primários até 1994, enquanto os balanços indicaram déficits em todos os anos 90, isto é, o cálculo do resultado primário só se tornou convergente a partir de 1994. A diferença, de acordo com o trabalho indicado, decorreu da distorção imposta pela inflação no regime de contabilização. A alta inflação permitia a existência, em cada momento, de valor significativo de dívida flutuante não contratada. A existência do float dava margem à compatibilização dos fluxos de despesas e receitas reais. Esse ganho não era captado no balanço porque as operações são registradas em regime de competência, originando os valores do déficit, mas só se tornavam gastos efetivos em algum momento no futuro. Por outro lado, esse valor só era captado nas NFSP caso desse origem à contratação de dívida junto ao sistema financeiro.

A política de estabilização eliminou grande parte da diferenciação entre os valores nominais e reais dos gastos públicos e os ganhos da inflação com o float de dívida não contratada. As contas públicas não puderam mais ser ajustadas com atrasos nos pagamentos ou reajustes abaixo da inflação e o resultado foi a visível deterioração do déficit público estadual com o fim do processo inflacionário.

Tabela 3
Dívida interna e externa dos governos estaduais – Saldos
Administração direta
(Em R\$ milhões)

Estado	Interna Fundada				Interna Flutuante (ARO)		Interna Total		Externa		Total	
	Títulos		Contratual		1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997
	1996	1997	1996	1997								
Acre	0	0	426	449	0	0	426	449	0	0	426	449
Alagoas	404	504	726	1.083	63	129	1.193	1.716	26	26	1.219	1.742
Amapá	0	0	50	57	5	0	55	57	7	6	62	63
Amazonas	0	0	1.076	1.141	0	0	1.076	1.141	0	0	1.076	1.141
Bahia	738	920	3.648	3.971	0	0	4.386	4.891	228	320	4.614	5.211
Ceará	98	0	1.222	1.446	0	0	1.320	1.446	336	330	1.656	1.776
Distrito Federal	0	0	637	718	0	0	637	718	89	105	726	823
E. Santo	122	152	684	854	30	33	836	1.039	89	146	925	1.185
Goiás	701	874	3.994	5.316	34	34	4.729	6.224	44	41	4.773	6.265
Maranhão	0	0	2.315	2.661	0	0	2.315	2.661	0	0	2.315	2.661
Mato Grosso	180	224	2.208	2.696	40	52	2.428	2.972	0	1	2.428	2.973
M. G. do Sul	272	339	1.525	2.118	63	0	1.861	2.457	1	7	1.862	2.464
Minas Gerais	8.773	10.912	2.921	3.670	0	0	11.694	14.582	872	712	12.566	15.294
Pará	0	0	761	919	25	37	786	956	69	83	855	1.039

Continua...

Tabela 3 – Continuação

Estado	Interna Fundada				Interna Flutuante (ARO)		Interna Total		Externa		Total	
	Títulos		Contratual		1996	1997	1996	1997	1996	1997	1996	1997
	1996	1997	1996	1997								
Paraíba	54	68	1.327	1.328	0	0	1.381	1.396	0	0	1.381	1.396
Paraná	390	486	1.095	1.144	0	0	1.485	1.630	405	563	1.890	2.193
Pernambuco	569	710	1.303	1.397	0	0	1.872	2.107	124	123	1.996	2.230
Piauí	0	0	976	1.417	22	0	998	1.417	105	18	1.103	1.435
R. G.do Norte	0	0	715	843	20	0	735	843	0	0	735	843
R. G.do Sul	6.543	8.143	1.478	1.780	138	0	8.158	9.923	158	252	8.316	10.175
Rio de Janeiro	5.935	7.383	2.376	6.070	0	0	8.311	13.453	71	182	8.382	13.635
Rondônia	0	0	145	184	18	21	162	205	0	0	162	205
Roraima	0	0	54	80	0	0	54	80	0	0	54	80
Sta. Catarina	1.451	1.800	1.636	1.718	142	185	3.229	3.703	231	259	3.460	3.962
São Paulo	18.723	0	17.170	51.113	0	0	35.893	51.113	294	371	36.187	51.484
Sergipe	196	243	436	489	0	0	632	732	31	38	663	770
Tocantins	0	0	148	180	0	0	148	180	49	112	197	292
Total geral	45.149	32.758	51.052	94.842	598	491	96.800	128091	3.229	3.695	100029	131786

Fonte: Dedip/Bacen.

A análise da dívida líquida do setor público (DLSP) indica que a dívida dos estados e municípios cresceu continuamente desde 1991, ganhando impulso a partir de 1994, até alcançar 13,5% do PIB em 1998³⁹ (ver Tabela 3). Esse crescimento deveu-se à expansão da dívida interna, liderada pela dívida mobiliária e pela dívida bancária, já que as dívidas renegociadas (Lei n. 8.728/93 e Aviso MF-30) ficaram estáveis. Esse comportamento indica que a expansão do estoque da dívida estadual variou de acordo com sua composição e condições de rolagem, uma vez que o peso das dívidas federalizadas caiu em relação ao PIB, enquanto as outras, recicladas pelas taxas de juros de mercado, ampliaram a participação e foram determinantes no crescimento do estoque da dívida⁴⁰.

Assim, as condições de endividamento de cada estado foram influenciadas pela particular composição do estoque e pelo comportamento das diferentes categorias de dívida. Como há ampla variedade de situações (ver Tabela 3), não se pode discutir a questão do endividamento sem se levar em conta a estrutura da dívida, pois as variáveis responsáveis pelo seu crescimento irão variar segundo a situação de cada unidade. Nesse sentido, os estados com endividamento elevado em títulos (São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Santa Catarina) ou mesmo moderado (Bahia, Goiás, Paraná, Sergipe e Pernambuco) apresentam situação diferente dos outros em que o peso da dívida mobiliária é baixo ou inexistente e a dívida contratual é o principal componente do saldo. Nesses casos, os estados também se diferenciam entre os que tiveram alta parcela da dívida renegociada com a União em 1989 e 1993 e os demais com empréstimos rolados a taxas de juros de mercado.

O objetivo no que se segue é discutir cada categoria de dívida e as variáveis condicionantes de sua evolução nos anos 90.

³⁹ Cf. dados apresentados em Lopreato (2000, tab. 3).

⁴⁰ Estas questões estão discutidas em Almeida (1997) e Couto e Silva (1998).

4.1 Dívida mobiliária

A evolução da dívida mobiliária nos anos 90 caracterizou-se pela articulação entre o elevado estoque de títulos já existente ao final dos anos 80, as altas taxas de juros reais sustentadas nos governos Collor e Fernando Henrique Cardoso e as condições de rolagem da dívida. A conjugação dessas variáveis provocou a expansão acelerada da dívida e o crescimento da relação dívida/receita, gerando um quadro potencialmente explosivo. Os estados de São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, responsáveis por cerca de 90% do estoque da dívida mobiliária, foram os mais atingidos. O mesmo problema, entretanto, colocou-se em outras unidades onde o valor dos títulos representa parcela expressiva do estoque de dívida daquele estado específico, como é o caso, entre outros, de Santa Catarina, Sergipe, Alagoas, Paraná e Pernambuco, embora com baixa participação na dívida mobiliária estadual total. Conseqüentemente, a política monetária, ao defender juros reais elevados, afetou não somente o saldo da dívida e a situação financeira dos estados economicamente mais fortes, mas de vários outros.

Esse quadro estava se desenhando desde o final dos anos 80 quando a rolagem dos títulos já enfrentava obstáculos. A política do ministro Mailson, de controle das fontes de financiamento, explicitou a crise das dívidas estaduais e levou o governo a federalizar parte dos contratos de crédito, mas sem incluir no programa a dívida mobiliária que continuou pressionando as finanças estaduais. Os estados, sem recursos fiscais para resgatar parcela da dívida ou até mesmo efetuar o pagamento dos juros, buscaram garantir a rolagem integral do principal e dos juros dos títulos, pressionando a esfera federal e se valendo dos seus agentes financeiros para carregar a dívida, com o objetivo de contornar parte das dificuldades criadas com a baixa receptividade dos títulos no mercado.

Os dados sobre os principais detentores dos títulos estaduais (ver Tabela 4) mostram que, em junho de 1993, a relação dos BEs com as dívidas mobiliárias estaduais ainda era grande em vários estados. Além disso, mesmo quando o peso do financiamento overnight no mercado era relevante, havia o risco latente de os títulos não encontrarem colocação e de os BEs serem chamados a ocupar esse espaço. A dificuldade de sustentar as carteiras nos momentos de estreitamento da liquidez obrigava os bancos a elevarem as taxas de juros de captação e a recorrerem ao redesconto do Banco Central para cobrir posições em aberto, comprometendo suas posições ativas e passivas.

A política de estabilização de Collor fez os títulos estaduais perderem mercado e forçou o governo a intervir para evitar a quebra dos BEs e a crise dos estados⁴¹. O Banco Central aceitou

⁴¹ O problema de rolagem da dívida mobiliária estadual ganhou impulso com a retração do mercado financeiro e do mercado de títulos estaduais imposta pelo plano de estabilização do governo Collor. As administrações estaduais tiveram que responder pelo aumento do custo de rolagem da dívida e pela frágil posição dos bancos estaduais envolvidos com o financiamento da parcela dos títulos sem tomadores no mercado. O contínuo estreitamento de liquidez alargou a diferença entre as taxas de juros dos títulos estaduais e federais e restringiu a capacidade de colocação dos títulos via distribuidoras. O carregamento dos títulos acabou sendo realizado com recursos do Banco do Brasil, através da Gerof. A decisão de retirar o Banco do Brasil do financiamento dos títulos estaduais elevou o custo de rolagem e forçou os estados a descarregarem o peso nos bancos estaduais. Estes, com dificuldades de rolagem dos títulos no mercado, mesmo com o pagamento de taxas acima da média do mercado, recorreram ao redesconto do Banco Central, pondo em risco a política monetária do governo.

trocar títulos estaduais por outros de sua emissão⁴² e o governo criou mercados cativos aos títulos estaduais e municipais na composição das carteiras dos Fundos de Aplicação Financeira (FAF)⁴³. Na implantação do Real, os BEs entraram em crise com a perda do *floating*, associada à contração da liquidez e ao estreitamento do mercado de títulos estaduais. A intervenção federal foi novamente necessária⁴⁴ e se intensificou a troca de títulos estaduais por letras do Banco Central, de modo que quase toda dívida passou a ser custodiada no Banco Central e rolada pela taxa over federal.

O mecanismo de troca dos títulos permitiu a redução do custo de rolagem, mas não conseguiu enfrentar a questão do crescimento do estoque da dívida mobiliária. O governo insistiu nas regras de controle da expansão da dívida. O principal instrumento foi criado em março de 1993 com a aprovação da Emenda Constitucional n. 3 que limitava, até 31 de dezembro de 1999, o lançamento de novos títulos ao valor necessário à rolagem do principal e à correção monetária, deixando de fora os juros, que deveriam ser pagos. Mas, apesar das normas vigentes, o rumo dos mecanismos de controle da dívida acabou sendo determinado pela situação financeira dos governos e dos bancos estaduais.

A pressão dos estados levou o Senado Federal a alterar as regras e fixar inicialmente um percentual de rolagem da dívida equivalente a 90% da dívida total a vencer, viabilizando a rolagem parcial dos juros. A seguir, a Resolução n. 11/94 do Senado Federal (bem como a sua sucessora Resolução n. 69/95) permitiu a rolagem integral dos juros quando definiu – atendendo ao disposto no Artigo 5º da Emenda Constitucional n. 3 – o principal devidamente atualizado como o valor de emissão devidamente corrigido pelo fator de atualização próprio da espécie de título. Como a dívida era constituída de LFT-E e a correção era dada pela taxa overnight, sem distinguir juros e correção monetária, a legislação acabou permitindo que toda a variação nominal do título fosse considerada correção monetária e, conseqüentemente, a dívida fosse integralmente rolada, levando à capitalização dos juros ao principal da dívida. Restaria ao Senado definir o percentual de refinanciamento adequado dado a partir da análise das condições próprias de cada solicitante.

⁴² Cf. Resolução do Banco Central n. 1.813 de 5 de abril de 1991 e n. 2.081 de 24 de junho de 1994. A mecânica desse instrumento consiste em uma venda a termo de LBC-E de emissão do Banco Central aos bancos estaduais que, em contrapartida, mantêm bloqueados, no Selic, os títulos emitidos pelos respectivos estados durante o prazo da operação. Além disso, ficam as instituições adquirentes obrigadas a apresentar garantias.

⁴³ A Circular n. 2.062, de 16 de outubro de 1991, do Banco Central permitiu a criação dos Fundos de Aplicação Financeira – Dívida Pública Estadual e/ou Municipal, com lastro exclusivo em títulos públicos estaduais e municipais, desde que sejam constituídos por instituições financeiras administradoras de fundos de liquidez de dívida pública estadual e/ou municipal; e somente poderão captar recursos oriundos do tesouro respectivo e das autarquias, empresas públicas, sociedades de economia mista e fundações vinculadas, controladas ou mantidas pelo correspondente estado ou município. No ano seguinte, o espaço cativo para os títulos estaduais foi ampliado. A Circular Banco Central n. 2.209/92, revogada pela Resolução n. 2.183/95, permitia: a) que nos fundos administrados por instituições financeiras oficiais federais os títulos estaduais/municipais ocupassem o espaço reservado para títulos do Tesouro e do BC; b) que nos fundos administrados por bancos estaduais os títulos emitidos pelo controlador pudessem utilizar o espaço reservado para títulos federais, além de não estarem sujeitos ao limite máximo de aplicação em papéis estaduais; c) que as instituições administradoras das dívidas públicas estaduais e municipais constituíssem fundos 100% lastreados nesses papéis para aplicação de sobras de caixa das instituições do setor público estadual e municipal.

⁴⁴ O governo interveio no Banespa e Banerj, com problemas para sustentar as suas posições ativas.

As regras definidas no Senado Federal, ao contrário do espírito da EC n. 3, criaram espaço aos estados de negociarem caso a caso e viabilizarem a rolagem quase integral dos juros. Na verdade, a decisão, mais uma vez, respeitou a lógica da convivência política num regime federalista em que a observação de preceitos meramente técnicos implicaria o colapso das finanças estaduais e dos BEs presos ao carregamento da dívida. Assim, a negociação e o atendimento às reivindicações não foram surpreendentes. O governo procedeu de modo semelhante em momentos de crise quando a contração da liquidez e as dificuldades de acesso ao mercado ou ao redesconto do Banco Central colocaram em risco a rolagem da dívida mobiliária.

A rolagem dos títulos com a capitalização dos juros deu ritmo ao crescimento do estoque da dívida independentemente da captação de recursos novos. Pode-se ver isso com a análise da taxa de crescimento nominal da dívida e dos juros acumulados no ano (ver Tabela 5). Observa-se que a expansão da dívida esteve quase sempre abaixo do valor dos juros; vale dizer, o Banco Central fez prevalecerem as regras da Emenda Constitucional n. 3, não permitindo a colocação de títulos novos e forçando o pagamento de parte dos juros. As poucas exceções à regra ocorreram fundamentalmente em razão dos precatórios que foram usados, como ficou provado na CPI instalada no Senado, para fugir ao controle do Banco Central e ampliar o espaço de financiamento⁴⁵.

Assim, a expansão da dívida mobiliária dificilmente pode ser atribuída à captação de recursos novos usados no financiamento de déficits primários. A dívida cresceu em função do elevado valor das taxas de juros impostas pela política monetária oficial. Na verdade, o controle federal avançou até onde foi viável politicamente, mas, diante da realidade econômica dos estados, não foi capaz de obrigá-los a comprometerem recursos disponíveis no pagamento dos encargos da dívida. O resultado foi o crescimento explosivo da dívida mobiliária e o reconhecimento de que a situação não poderia ser resolvida no âmbito dos estados, dado que a dimensão da dívida não mais permitia a eles gerarem recursos próprios suficientes para evitar o crescimento impulsionado pela taxa de juros e estabilizar a relação com a receita líquida real.

A assunção da dívida mobiliária pela esfera federal, nessas condições, colocou-se como o caminho para evitar o desdobramento da crise das finanças estaduais. O Programa de Ajuste Fiscal e Reestruturação Financeira dos Estados, diferentemente do que ocorreu em outros momentos, passou a incluir a dívida mobiliária na renegociação global da dívida pública e deu novos rumos a este processo, atrelando, como será detalhado à frente, a negociação da dívida ao comprometimento dos estados com metas fiscais e com a privatização de bancos e empresas não financeiras.

4.2 A dívida contratual fundada

A dívida contratual fundada, ao contrário da dívida mobiliária, é heterogênea e não há disponibilidade de dados para a análise das condições de rolagem e dos determinantes de seu

⁴⁵ Os casos mais notórios foram de Santa Catarina e Pernambuco que, como mostrou a CPI no Congresso, usaram os espaços dos precatórios para o pagamento de outros tipos de gastos.

crescimento, de modo a se estabelecerem o custo efetivo e o impacto da dívida em termos de fluxo de caixa e de desequilíbrio patrimonial.

O comportamento desses fatores depende, certamente, da composição da dívida de cada estado e de como cada parcela dessa dívida é afetada pela política monetária do governo. Na análise anterior, estabeleceu-se um primeiro corte destacando os estados em que o estoque da dívida conta com elevada participação da dívida mobiliária, daqueles em que este componente é menos expressivo ou mesmo inexistente. O outro corte que se define agora é a composição da dívida contratual em dívida não renegociada e dívida renegociada.

As dívidas renegociadas são decorrentes do processo de federalização definido pelas Leis n. 7.976/89 e n. 8.727/93 e, como mostram os dados da DLSP, não apresentaram tendência de crescimento explosivo. As condições de rolagem da dívida renegociada mantiveram-se estáveis e previsíveis, de forma independente da política monetária e da taxa de juros vigentes, com longo prazo de pagamento e limite de comprometimento da receita corrente com os seus encargos.

Os estados de menor expressão econômica beneficiaram-se do processo devido à alta participação da dívida renegociada no saldo. Nesses casos, as condições de rolagem das dívidas renegociadas condicionaram a relação entre juros, crescimento do estoque e comprometimento da receita corrente. Quando o custo do serviço da dívida superava o valor estipulado de comprometimento da receita, havia um refinanciamento automático deste montante por um período adicional de dez anos, impedindo que a mera capitalização dos juros pressionasse a capacidade de pagamento dos governos estaduais. Os ganhos obtidos, no entanto, não foram suficientes para conter a deterioração do quadro de endividamento porque os acordos de renegociação das dívidas de 1989 e 1993 limitavam-se às operações de crédito contratadas até 1991, além de cobrirem apenas parte das dívidas estaduais.

A dívida bancária não renegociada, por outro lado, apresenta comportamento distinto. Os dados da DLSP indicam crescimento expressivo, mas a falta de informações não permite afirmar se a expansão decorreu da capitalização dos juros ao principal da dívida ou se resultou de novas operações contratadas para financiar déficits primários. As duas dimensões, certamente, estão presentes, embora seja difícil dimensionar qual destes fatores foi o responsável por determinar o crescimento do saldo da dívida.

Uma parcela relevante da dívida bancária é aquela contratada com os BEs. Não há certeza quanto ao seu volume e condições, mas pode-se afirmar que, desde junho de 1993, com o Plano de Ação Imediata (PAI) deixou de haver contratações novas dos estados com os seus agentes financeiros. Os ativos comprometidos com os respectivos controladores resultam da rolagem de dívidas passadas ainda em poder do agente financeiro. Alguns estados, caso de São Paulo, fizeram acordos de renegociação desta dívida e chegaram a pagar parcelas dos empréstimos, mas, com a deterioração financeira pós-1994, os pagamentos foram suspensos. Há, assim, evidências de que a parcela da dívida contratada com os agentes financeiros estaduais cresceu fundamentalmente impulsionada pelas altas taxas de juros resultantes da política monetária do governo.

A outra parte da dívida contratual, fora as dívidas renegociadas e as operações contratadas com os bancos estaduais, corresponde, em vários estados, a um valor menor do estoque da dívida e pouco pode se inferir sobre os determinantes de sua evolução. O crescimento pode ser atrelado

tanto ao movimento da taxa de juros como à contratação de operações novas. As limitações impostas pelas regras de rolagem determinadas pelo Senado Federal, no entanto, contingenciaram as novas contratações e deixaram poucos espaços à expansão. O controle na contratação de novos empréstimos provocou a precarização dos instrumentos de que se valeram os estados para financiar os déficits primários ocorridos pós-1994. Além do volume elevado de ARO em 1995, observaram-se o lançamento indevido de precatórios e o acúmulo de atrasos nos pagamentos de dívidas junto aos agentes oficiais de crédito, em operações com fornecedores, empreiteiros, FGTS e Previdência Social, dificultando o reconhecimento da realidade das finanças estaduais.

4.3 Antecipação da Receita Orçamentária – ARO

As restrições à contratação de novos empréstimos transformaram as ARO e as contas a pagar em fontes privilegiadas do financiamento estadual nos anos 90. Na fase de inflação elevada, esses instrumentos eram usados no financiamento dos desequilíbrios de caixa provocados pelo descompasso entre os fluxos nominais de receitas e despesas. Entretanto, a própria inflação facilitava o ajuste das contas em termos reais, resultando na contratação de um volume menor de ARO, que só tendiam a crescer nos momentos de maior instabilidade e restrições de crédito, como aquele vivido no fim dos anos 80. O fim da inflação mudou esse quadro. As ARO ganharam volume e passaram a financiar gastos antes ajustados por meio da corrosão dos preços, isto é, tornaram-se fonte de financiamento de desequilíbrios permanentes. O uso desse instrumento, precário em sua natureza, para cobrir o déficit primário, refletiu o quadro de desestruturação das finanças estaduais.

O fluxo de autorizações de operações ARO cresceu a partir de 1993, atingindo o seu valor mais elevado em 1995 quando se explicitaram as dificuldades dos governos estaduais em manejar as contas públicas num quadro de baixa inflação. Os principais responsáveis pela oferta do crédito foram os bancos privados, contrastando com a situação do final dos anos 80. A mudança nas regras de relacionamento dos estados com os seus agentes financeiros, impostas no Plano de Ação Imediata (PAI), inibiu a ação dos bancos estaduais, mas não impediu os estados de ampliarem as contratações de ARO (ver Tabela 6). O volume e o custo dessas operações as transformam em fonte adicional de instabilidade dos estados⁴⁶.

Os altos custos financeiros da operação e a inviabilidade de manter financiamento de curto prazo na cobertura de desequilíbrios permanentes levaram à busca de outras soluções. O governo cedeu à pressão dos governadores e incluiu as ARO no processo de renegociação das dívidas estaduais criado com base no Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados. O Voto CMN 162/95 autorizou a concessão de empréstimos externos aos estados para a liquidação das ARO e a criação de uma linha de crédito da CEF a ser usada no alongamento do prazo de pagamento das operações a vencer em janeiro de 1996⁴⁷, com o objetivo de transformar a dívida de curto prazo em dívida fundada, com menor taxa de juros, e aliviar o fluxo de pagamento estadual.

⁴⁶ Segundo o Dedip/Bacen, as taxas de juros prefixadas (média ponderada) autorizadas nas ARO estaduais em dezembro de 1995 alcançaram o patamar de 3,8% a.m.

⁴⁷ A linha de crédito da CEF tinha prazo de 34 meses e carência opcional de seis meses. Além disso, seus encargos seriam adicionais ao limite de 11%, estabelecido na Resolução n. 69/95, de comprometimento da receita estadual.

Tabela 6
Operações de crédito por ARO e da dívida fundada
Fluxo de autorizações no período – Governos estaduais

Período	Antecipação da receita orçamentária				Dívida fundada			
	1994	1995	1996	1997	1994	1995	1996	1997
Janeiro	145,7	529,5	476,1	40,0	21,4	150,0	642,4	572,5
Fevereiro	101,4	283,0	304,5	207,8	646,4		864,9	58,9
Março	472,3	130,5	148,3	121,3	131,9	23,5	487,6	78
Abril		44,2	35,0	56,5	57,4	2,3	192,8	103,9
Maiο		65,5		0,3	124,3	50,0	337,1	788,4
Junho		230,4	7,5		154,0	76,7	19,1	3415,8
Julho		78,0	15,0	210,0	106,0	213,9	88,8	91,7
Agosto		156,7	20,0		246,6	391,4	129,3	456,9
Setembro		165,5	40,0		5,6	21,2	310,3	908,6
Outubro		298,5	40,0		32,1	59,3	295,0	637,2
Novembro		271,0				69,3	378,0	391,3
Dezembro		85,0	45,0		185,8	797,2	613,0	628,7
Acumulado	719,4	2337,8	1131,4	635,9	1711,5	1854,8	4358,3	8131,9
% do Total	29,6	55,8	20,6	7,2	70,4	44,2	79,4	92,7

Fonte: Dedip/Bacen.

A implementação do Voto 162/95 alterou o perfil de endividamento dos governos estaduais. O fluxo de autorizações das operações ARO declinou fortemente nos anos seguintes e deu lugar às operações de dívida fundada, de menor custo financeiro e maior prazo de vencimento, concentradas nos bancos federais. O mais importante, no entanto, foi a definição de novas condições de contratação de ARO. O governo federal vetou a contratação de crédito junto aos bancos estaduais e usou o programa de renegociação das dívidas para coibir operações de ARO que, a partir desse momento, ao contrário do ocorrido em fins dos anos 80, foram controladas e deixaram de servir como instrumento de financiamento dos governos estaduais. O objetivo, como ficou claro na MP n. 1.560 de 19 de dezembro de 1996, responsável pela renegociação do conjunto das dívidas estaduais, foi fechar esse espaço de financiamento alternativo e forçar o processo de ajuste fiscal dos estados.

5 A renegociação da dívida estadual

O processo de renegociação das dívidas estaduais desencadeado a partir de 1994 alterou a prática de anos anteriores e determinou novos rumos ao controle do endividamento. A fragilidade financeira dos estados e o crescimento do estoque da dívida levaram o governo a criar um programa de caráter menos tópico do que aqueles do passado e renegociar os diferentes tipos de dívidas.

A questão inicial a ser entendida nesse processo é o poder inusitado da esfera federal de ditar as diretrizes da renegociação das dívidas. A evolução do estoque da dívida, a perda do poder

de ajustar as contas públicas com o fim da inflação e a redução do potencial de arrecadação fiscal⁴⁸ deixaram os estados enfraquecidos para fazer frente às propostas do programa federal. A correlação de forças e o quadro de crise deixaram poucas opções aos estados senão acatarem as regras do programa porque fora dele era certa a situação de inviabilidade financeira. O governo, fortalecido politicamente, pôde avançar, definir regras de difícil aceitação em outros momentos e contar com apoio dos governadores aliados na implantação do seu programa.

O primeiro eixo fundamental do programa é o ajuste da relação entre fluxo e estoque das dívidas com a capacidade de pagamento dos estados. O crescimento do estoque da dívida havia colocado restrições à gestão econômica dos estados. A simples rolagem do estoque, dada a taxa de juros vigente, como vimos, criava um fluxo de obrigações incompatível com a capacidade estadual de gerar recursos líquidos. Assim, mesmo considerando a hipótese de os estados se comprometerem com o pagamento de parcela da dívida, o seu curso apontava uma situação insustentável das finanças estaduais, diante do inexorável crescimento da relação entre dívida e receita estadual, o que levou a União, mais uma vez, a socorrer os estados.

A solução parcial de outros momentos mostrou-se insuficiente no combate ao endividamento e a União passou a defender um programa de renegociação do conjunto das dívidas estaduais procurando evitar a instabilidade que se seguiria caso ocorresse a generalização do não-pagamento das dívidas bancárias e dos títulos públicos.

O processo obedeceu a alguns passos. Os estados foram submetidos a um ajuste fiscal, a fim de conterem os desequilíbrios primários e evitarem a ampliação das necessidades de financiamento. Além disso, o objetivo de garantir a digestão dos estoques de passivos implicaria exigir pagamentos dos fluxos das obrigações financeiras superiores ao índice de crescimento do estoque. Isso equivale a dizer que a redução da dívida requer a geração de superávites operacionais e de superávites primários suficientes para cobrir o valor das despesas com juros reais. Por outro lado, esses resultados dependem tanto do esforço fiscal como da conjugação de três outros fatores: i) o alongamento do perfil da dívida estadual; ii) a imposição de limites à incidência de juros, para impedir que o custo da simples rolagem da dívida supere a capacidade de pagamento estadual e iii) a restrição a novas operações.

A intervenção federal era necessária porque essas condições não seriam obtidas no mercado. Primeiro, não era do interesse dos agentes financeiros, donos dos contratos ou títulos estaduais, repactuarem dívidas e aceitarem prazos condizentes com a disponibilidade de recursos estaduais. Além disso, a renegociação forçada, através do não-pagamento, não era de interesse de ninguém e procurava-se evitá-la a qualquer custo. Segundo, a rolagem da dívida à taxa de juros da economia brasileira nos anos 90 é incompatível com a sustentabilidade financeira dos estados. Assim, uma medida de maior alcance dependeria da assunção da dívida pela União e da fixação das taxas de juros. O acordo de renegociação implicaria, portanto, ônus à União e subsídio aos estados

⁴⁸ Os estados perderam potencial de arrecadação no período, com o fim do float, a expansão da guerra fiscal, a aprovação da Lei Kandir e do FEF.

cujo valor seria determinado pelo diferencial entre a taxa de juros fixada nos acordos e o valor dos juros pagos nos títulos federais usados como funding das operações⁴⁹.

O custo do programa é importante para se conhecer o impacto sobre as contas federais e se dimensionar o esforço a ser desenvolvido em busca do equilíbrio fiscal. A questão prioritária, no entanto, não deve se centrar no debate em torno do valor do subsídio potencial dado aos estados. Esse é o resultado inelutável da realização dos acordos. A decisão crucial está na renegociação ou não das dívidas. A deterioração financeira dos estados parece não ter deixado alternativa à União senão a de assumir o valor total das dívidas. A possibilidade de a União não intervir, embora presente, ameaçava a governabilidade e a estabilidade do plano econômico diante do risco de colapso financeiro dos estados e default das dívidas. A União, diante desse quadro, exerceu o papel político de preservar a Federação e assegurar as condições de reprodução do sistema, pois a não-intervenção ampliaria o conflito federativo e dificultaria a reestruturação das contas públicas. Assim, o custo da União deve ser visto como alternativa à ameaça de desestabilização posta pela crise estadual.

O segundo eixo do programa define o caráter da renegociação ora em vigor. Não se trata apenas de contenção do valor do estoque da dívida e de adequação do fluxo de pagamentos à capacidade fiscal dos estados. A novidade em relação a momentos anteriores é o uso da renegociação da dívida como indutor de transformação do papel do estado e das formas de articulação inter e intragovernamentais. A especificidade do programa está em vincular ajuste fiscal e reforma patrimonial. O objetivo é obter o ajuste fiscal e eliminar os focos possíveis de expansão fiscal e de descontrole das contas públicas através da redução do papel do estado. A privatização dos bancos e empresas estaduais redefine a ação estatal e retira dos governadores o domínio de fontes de financiamento e de potencial de gasto.

5.1 As condições dos acordos

Os acordos criaram metas direcionadas ao ajuste fiscal e à reforma patrimonial. O objetivo, além de garantir o ajuste fiscal, é introduzir mecanismos de controle do endividamento de longa duração a fim de assegurar a durabilidade do ajuste fiscal até o momento em que o estado venha a ser considerado saneado econômica e financeiramente.

Os acordos são individualizados e as condições podem variar caso a caso, respeitando a especificidade de cada estado. Essas variações, embora relevantes, não alteram os objetivos centrais do programa e parecem indicar o princípio de retirar de cada estado o máximo que pode oferecer. O programa prevê o financiamento do conjunto das dívidas estaduais de natureza financeira, excluídas as que já foram objeto de renegociação, consolidadas em contrato único, com prazo de refinanciamento de 30 anos. Os juros devidos variam de 6 a 7,5% ao ano, com correção

⁴⁹ Como colocam Rigolon & Giambiagi (1999: 130): "O subsídio implícito na renegociação resulta da diferença entre a taxa de juros contratual e a taxa de juros de mercado. Ele pode ser desagregado em três componentes: (1) o subsídio inicial, que se refere ao diferencial de juros entre a data de corte e a data de assinatura dos contratos; (2) o subsídio da conta gráfica, cuja fonte é o diferencial de juros aplicado à capitalização desta conta até 30 de novembro de 1998 e (3) o subsídio da dívida remanescente assumida pelos estados, que dependem do comportamento da taxa de juros de mercado durante os 30 anos previstos para a amortização."

mensal pelo IGP-DI e amortização mensal pela Tabela Price. A garantia ao refinanciamento é dada pelas receitas próprias e pelas transferências do Fundo de Participação do Estado (FPE). O governo federal, em caso de inadimplência, é autorizado a sacar as importâncias exigidas para atender aos acordos firmados diretamente das contas bancárias centralizadoras da arrecadação dos estados.

A incidência de taxas de juros mais baixas está condicionada ao pagamento de 20% da dívida à vista. Os recursos usados no pagamento desta parcela da dívida originam-se fundamentalmente da venda de patrimônio estadual. No caso de opção por quitar parcela da dívida à vista, os estados devem transferir à União ativos privatizáveis, aceitos pelo BNDES, de valor correspondente a percentuais mínimos das dívidas refinanciadas⁵⁰, conforme discriminado nos contratos. Este valor é registrado – definida uma data de corte – como obrigação dos estados numa conta gráfica no Tesouro Nacional. Os ativos oferecidos pelos estados recebem um valor provisório definido por avaliação prévia e são incorporados ao Programa Nacional de Desestatização. O valor apurado na venda desses ativos serve para quitar o débito registrado na conta gráfica. Se houver diferença, os estados são obrigados a quitar o saldo à vista ou entregar novos bens, aceitos pelo BNDES, para privatização. Caso não ocorram essas alternativas, os estados são penalizados. O saldo da conta gráfica é incorporado ao refinanciamento, mas a parcela correspondente a um múltiplo dessa diferença (cinco vezes, no caso de São Paulo) é refinanciada pelo custo médio de captação da dívida mobiliária interna do governo federal e não pelas condições de juros e correção monetária estabelecidas nos acordos.

Os acordos, além das privatizações, determinam aos estados o comprometimento com a reestruturação do sistema financeiro estadual com base no Proes. Criam ainda um mecanismo de controle global do endividamento através da relação (A/B) entre o total (A) da dívida financeira estadual em todas as suas modalidades e origens e a receita líquida anual do estado (B). O estado se compromete a estabelecer, em acordo com a União, uma trajetória sempre decrescente segundo a qual em determinada data-limite a relação (A/B) atinja o valor **1**, isto é, que o valor da dívida estadual seja igual à sua receita anual real líquida. Ademais, até o momento em que esta meta não seja atingida, os estados estão proibidos de fazer novos lançamentos de dívida mobiliária e só poderão contratar novos empréstimos, incluindo empréstimos junto a organismos financeiros internacionais, se sempre for mantida decrescente aquela relação, sem postergar a data para que o valor **1** seja alcançado.

O programa cria limites de comprometimento da receita líquida real mensal estadual (ver Tabela 7) com o pagamento das dívidas refinanciadas. O limite existe para o total das dívidas refinanciadas junto ao governo federal⁵¹ e, caso as obrigações de pagamentos excedam este valor, o resíduo será incorporado ao refinanciamento e será pago no momento em que o serviço da dívida comprometer valor inferior ao estabelecido.

⁵⁰ Os acordos estabelecem percentual mínimo de amortização extraordinária com os ativos. Assim, no caso de São Paulo, o percentual mínimo de amortização é de 20% para a dívida mobiliária, de 50% no que se refere aos empréstimos concedidos pela NCBN e de 12,5% do saldo da dívida na data de corte para os empréstimos no Banespa.

⁵¹ Este limite aplica-se somente às dívidas contratuais renegociadas com base na Lei n. 7.976/89 e Lei n. 8.727/3; dívida externa existente em 30 de setembro de 1991 e dívidas renegociadas com base neste acordo.

Finalmente, há penalidades quando as cláusulas do contrato não forem observadas. Nesse caso, os encargos financeiros do refinanciamento, além de juros de mora de 1% a.a., serão substituídos, durante o período que durar o descumprimento do contrato, pelo custo médio de captação da dívida mobiliária interna do governo federal e o limite de comprometimento da RLR também será elevado, atingindo, no caso de São Paulo, 17%.

5.2 As dívidas renegociadas

O programa estabelece o refinanciamento praticamente integral das dívidas estaduais, envolvendo as ARO, dívidas contratuais e mobiliária, das administrações direta e indireta, num valor de cerca de R\$ 74 bilhões (ver Tabela 7).

A fixação da taxa de juros e da União como único credor deu previsibilidade ao comportamento do estoque da dívida e eliminou o efeito das mudanças da política monetária nas taxas de juros. A renegociação global, sem dúvida, era necessária há longo tempo e favorece a regularização das relações entre os estados e o governo federal.

A incidência de taxas de juros variáveis comprometia a possibilidade de ajuste fiscal e tornava os estados reféns da política monetária. O valor dos juros foi determinante no crescimento do estoque da dívida e afetou diferentemente cada estado. Os de menor nível de renda, com parcela relevante da dívida já renegociada, foram menos afetados com os altos juros do Plano Real. Os outros, com maior volume de dívida não renegociada, viram o saldo da dívida crescer ao sabor das flutuações da taxa de juros. Por isso, o acordo acabou centrado no refinanciamento das dívidas mobiliárias e os estados desenvolvidos (São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Rio Grande do Sul), donos da maior parcela da dívida mobiliária e do estoque da dívida global, tornaram-se os grandes beneficiados, recebendo cerca de 90% do refinanciamento total. Esse percentual, em grande medida, reflete a disparidade do poder econômico e a facilidade de os estados desenvolvidos ampliarem o endividamento. Não pode ser tomado como sinal de que os outros estados deixaram de ser atendidos e que o impacto em suas finanças seja menor, pois a renegociação, diante da grave situação estadual, foi importante a todos.

5.3 Alcance e limite do ajuste fiscal

As metas fixadas implicam elevado esforço fiscal. O compromisso de manter decrescente a relação dívida/receita líquida real anual e não emitir nova dívida mobiliária até o valor da relação atingir **1**, obriga o pagamento de juros e amortização de parte das dívidas. Vale dizer, cada estado é forçado a obter superávit primário e operacional capaz de garantir o pagamento das amortizações exigidas na redução da dívida. O compromisso de cada unidade, conseqüentemente, é gerar um superávit operacional superior ao valor de comprometimento da receita líquida real mensal e compatível com o critério de longo prazo.

O esforço fiscal esperado é enorme e só seria minimizado caso se desse forte retomada das taxas de crescimento da receita tributária ou se obtiverem novas fontes de financiamento ou ainda o relaxamento das metas fixadas nos contratos de renegociação. Pode-se ter idéia da magnitude do esforço fiscal caso se considere, como exemplo, a situação de um estado que, obrigado a dedicar

15% da receita líquida ao pagamento da dívida, gaste 25% com despesas de custeio e investimento, 60% com o pagamento de pessoal da ativa e tenha compromisso com pensionistas e inativos da ordem de 35% da folha de pessoal, isto é, 21% da receita líquida. O estado, nesse caso, é obrigado a gerar um superávit primário equivalente a 36% da receita líquida do Tesouro para atender ao compromisso com a dívida e os inativos e pensionistas, muito acima do que se tem observado nas estatísticas disponíveis⁵².

Se o valor da despesa de pessoal superar o limite determinado pela Lei Camata, esse estado seria forçado a cortar custeio e investimentos ou financiar parte das despesas com novas dívidas ou atrasar pagamentos (ou uma combinação dessas possibilidades). A dificuldade de conseguir empréstimos e de elevar a receita líquida na fase atual de retração econômica deixa pouca alternativa aos estados senão adotarem cortes rigorosos de custeio e investimento, reduzirem a despesa de pessoal e obterem outros caminhos fora do Tesouro para financiar a despesa com pensionistas e inativos.

A exigência dos protocolos de refinanciamento de que os estados paguem de 11% a 15% da receita líquida de serviço da dívida coloca na prática uma enorme tensão nas relações entre União e estados. A dimensão do ajuste reduz a possibilidade de que as metas fiscais previstas nos acordos sejam cumpridas tal como foram propostas. Isso não implica dizer que os estados não sejam forçados a promover cortes significativos em atendimento aos contratos. Os dados disponibilizados pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN)⁵³ sobre a situação fiscal dos estados evidenciam a dificuldade de honrarem as obrigações financeiras, apesar do esforço de contenção de despesa já realizado. Na verdade, verificou-se um ajuste das contas em poucos estados e que não se manteve no tempo. A receita das privatizações, até o momento, permitiu adiar alguns cortes, mas, tão logo acabem os recursos, deve crescer a pressão em favor da revisão dos contratos e das regras de distribuição das receitas tributárias estabelecidas no FEF e na Lei Kandir, além de dificultar o debate da reforma tributária.

O governo federal, dado o quadro atual da correlação de forças, tem condições de manter o direcionamento do programa, mas não poderá se furtar a negociar mudanças específicas, aliás, de modo coerente com a idéia de individualidade dos contratos. Abre-se, assim, amplo campo de negociação e de conflito em torno dos valores do serviço da dívida a serem pagos. O montante exigido nos protocolos de refinanciamento da dívida não deverá ser cumprido plenamente e estará sujeito a alterações ad hoc para se enquadrar às possibilidades financeiras dos estados.

Deve-se discutir então a viabilidade de se alcançar o ajuste fiscal apesar das mudanças nos contratos. O resultado a ser obtido depende das condições da renegociação e do encaminhamento das questões relativas ao ajuste do setor público como um todo e à situação macroeconômica. As atuais restrições à retomada do crescimento colocam limites estreitos ao ajuste do setor público e à capacidade de os governos estaduais obterem sucesso nas metas definidas nos acordos.

⁵² Este exemplo é formulado no *Boletim de Finanças Públicas: Estados e Municípios* (mar. 1999). Disponível em: http://www.ipea.gov.br/pub/boletim/bfp_0399.pdf.

⁵³ Os dados da STN sobre a situação fiscal dos estados estão disponíveis em Lopreato (2000, tab. 10A, 10B, 10C e 10D).

Tabela 7
Programa de apoio à reestruturação e ao ajuste de fiscal de estados contratos firmados entre a União e os estados

Estados	Lei 9.496/97		Dívida refinanciada	Diferença	Conta gráfica	Prazo	Limite e comprometimento	Encargos	Medida Provisória 1.773/98	
	Assinatura do contrato	Dívida Assumida							Assinatura do contrato	Financiamento prévio
AC	30.04.98	19.252	18.226	1.026	3.645	30 anos	11,5%	IGP-DI + 6,0% aa	31.03.98	101.068
AL	29.06.98	677.887	648.241	29.646	0	30 anos	15,0%	IGP-DI + 7,5% aa	29.06.98	427.250
AM	11.03.98	120.000	120.000	0	24.000	30 anos	11,5%	IGP-DI + 6,0% aa	13.11.98	317.000
AP									26.05.98	26.000
BA	01.12.97	959.662	883.010	76.652	181.365	30 anos	11,5% a 13,0%	IGP-DI + 6,0% aa	19.03.98	1.353.000
CE	17.10.97	138.081	126.916	11.165	25.383	15 anos	11,5%	IGP-DI + 6,0% aa	12.11.98	954.224
DF	29.07.99	642.272	647.984	5.711	128.454	30 anos	13,0%	IGP-DI + 6,0% aa		
ES	24.03.98	429.887	387.308	42.579	27.305	30 anos	13,0%	IGP-DI + 6,0% aa	31.03.98	208.000
GO	25.03.98	1.340.356	1.163.057	177.299	232.611	30 anos	13,0% a 15,0%	IGP-DI + 6,0% aa	13.11.98	418.868
MA	22.01.98	244.312	236.502	7.810	47.300	30 anos	13,0%	IGP-DI + 6,0% aa	30.06.98	275.000
MG	18.02.98	11.827.540	10.185.063	1.642.477	972.887	30 anos	6,79% a 13,0%	IGP-DI + 7,5% aa	08.05.98	4.344.336
MS	30.03.98	1.236.236	1.138.719	97.517	83.188	30 anos	14,0% a 15,0%	IGP-DI + 6,0% aa		
MT	11.07.97	805.682	779.943	25.739	155.988	30 anos	15,0%	IGP-DI + 6,0% aa	16.12.97	174.632
PA	30.03.98	274.495	261.160	13.335	26.116	30 anos	15,0%	IGP-DI + 7,5% aa	30.03.98	97.500
PB	31.03.98	266.313	244.255	22.058	11.348	30 anos	11,0 a 13,0%	IGP-DI + 6,0% aa		
PE	23.12.97	163.641	157.571	6.070	31.514	30 anos	11,5%	IGP-DI + 6,0% aa	12.06.98	1.245.000
PI	20.01.98	250.654	240.522	10.132	48.104	15 anos	13,0%	IGP-DI + 6,0% aa		
PR	31.03.98	519.944	462.339	57.605	92.467	30 anos	12,0% a 13,0%	IGP-DI + 6,0% aa	30.06.98	3.850.000
RN	26.11.97	73.272	72.479	793	11.295	15 anos	11,5% a 13,0%	IGP-DI + 6,0% aa	13.05.98	99.293
RO	12.02.98	146.950	143.677	3.273	28.512	30 anos	15,0%	IGP-DI + 6,0% aa	12.02.98	502.487
RR	25.03.98	7.247	6.601	646	1.318	30 anos	11,5%	IGP-DI + 6,0% aa	25.03.98	33.000
RS	15.04.98	9.427.324	7.782.423	1.644.901	1.150.000	30 anos	12,0% a 13,0%	IGP-DI + 6,0% aa	31.03.98	1.987.500
SC	31.03.98	1.552.400	1.390.768	161.632	267.086	30 anos	12,0% a 13,0%	IGP-DI + 6,0% aa	31.03.98	311.907
SE	27.11.97	389.065	355.162	33.903	41.226	30 anos	11,5% a 13,0%	IGP-DI + 6,0% aa	30.03.98	31.500
SP	22.05.97	50.388.778	46.585.141	3.803.637	6.242.043	30 anos	8,86% a 13,0%	IGP-DI + 6,0% aa		
Total		81.901.250	74.037.067	7.875.606	9.833.155					16.757.565

Obs: Os estados de AP e TO não refinanciaram suas dívidas no âmbito da Lei n. 9.496. O RJ permanece em negociação.

Em negociação

RJ ⁽¹⁾	24.06.98	12.946.395	12.924.711	21.684	71.592	30 anos	12,0%	IGP-DI + 7,5% aa
-------------------	----------	------------	------------	--------	--------	---------	-------	------------------

⁽¹⁾ Dívidas a serem assumidas (R\$ milhões): Mobiliária: 8.262,2; CEF/Banerj: 3.946,5; CEF saneamento e cessão: 348,9; CEF Votos: 302; BNDES: 86,5. Fonte: STN.

5.4 Reforma patrimonial e transformação do estado

O caráter da renegociação da dívida estadual só pode ser entendido quando se discute o seu papel como instrumento de transformação do estado. O objetivo não é apenas o de controlar o endividamento, mas reestruturar o setor público e garantir maior presença do setor privado. A nova estratégia de desenvolvimento esvazia a atuação do estado e fortalece o capital privado como fonte dinâmica de crescimento e responsável pelos investimentos necessários à alavancagem da competitividade da economia.

A política de privatização é parte dessa visão e deve ser impulsionada para garantir ao setor privado espaço nos setores de infra-estrutura e serviço. O processo, no plano federal, avançou com a venda de parte relevante do patrimônio público, mas havia caminhado pouco no âmbito dos estados. A implantação da estratégia oficial não podia desconsiderar a presença dos estados nos setores de energia elétrica e telecomunicações. No caso das empresas financeiras, a situação é semelhante. A reestruturação do sistema financeiro nacional está condicionada à definição do papel dos bancos oficiais e os bancos estaduais detinham parcela importante desse mercado, sobretudo aqueles ligados aos principais estados brasileiros.

O governo, ao vincular ajuste fiscal e reforma patrimonial, procurou estender ao plano estadual a visão dominante no centro do poder e promover a reformulação do setor público estadual. O programa de privatização das empresas e bancos oficiais estaduais cumpre a tarefa de levar adiante o entendimento oficial sobre o papel do setor público na estratégia de desenvolvimento e, ao mesmo tempo, eliminar focos de expansão fiscal e de descontrole das contas públicas, retirando dos governadores o domínio de espaços de circulação financeira e de gestão de gastos.

O governo, partindo da premissa de que é inviável manter o equilíbrio fiscal de longo prazo enquanto os estados tiverem acesso aos recursos das suas empresas e bancos, defende a reestruturação do setor público estadual como garantia da sustentabilidade das metas fiscais. Nesse sentido, usou os acordos para implementar a estratégia de desenvolvimento, tratando o ajuste fiscal e a visão oficial sobre o papel do estado como uma questão única. Os governadores com visão semelhante valeram-se da oportunidade e alavancaram os projetos de privatização, enquanto os demais não tiveram alternativa senão seguirem o mesmo caminho diante da fragilidade financeira dos estados, pois a tentativa de manter as empresas e os bancos estaduais mostrou-se quase sempre incompatível com a situação financeira existente.

5.4.1 Reformulação do sistema financeiro estadual

A reformulação dos bancos estaduais cumpre papel relevante na estratégia oficial de alterar a estrutura do sistema financeiro nacional e adaptá-la às condições do Plano Real. A perda da receita inflacionária e os efeitos da política monetária restritiva trouxeram dificuldades às instituições financeiras sem uma estrutura enxuta e com ativos de qualidade que lhes dessem condições de sustentar a liquidez quando cresceu a inadimplência de pessoas físicas e empresas.

A crise de liquidez acabou vitimando instituições com concentração de crédito em operações problemáticas. O Banco Central interveio para evitar que a crise se alastrasse, criando, em novembro de 1995, um programa de assistência ao sistema financeiro (Proer) voltado à

reorganização operacional e societária das instituições privadas em crise. Além disso, facilitou a entrada de novos bancos estrangeiros e a expansão dos que já atuavam no mercado brasileiro com o objetivo de impulsionar a concorrência e a reestruturação do setor.

A dificuldade do setor financeiro, entretanto, afetou particularmente os bancos estaduais. A perda do float e a baixa liquidez do mercado agravaram a situação patrimonial e a capacidade de concorrência dos BEs. Os programas de ajuste adotados desde 1983 não haviam eliminado a fonte dos problemas das instituições financeiras estaduais. Os BEs, envolvidos com a crise financeira dos estados, tiveram dificuldade de compensar as perdas de tesouraria com as receitas de operações de crédito. A elevada concentração de empréstimos no setor público não permitiu que acompanhassem a rápida reação dos bancos privados diante da perda do float em busca de novas fontes de rentabilidade⁵⁴. As instituições estaduais, presas a uma estrutura ativa e passiva rígida, sofreram rápida deterioração da rentabilidade operacional após a queda da inflação e se colocaram em frágil situação patrimonial.

O governo aproveitou-se do quadro financeiro dos BEs e do momento favorável da correlação de forças políticas para lançar o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) e dar novos rumos às negociações com os estados. O Proes, diferente de outros programas de ajustamento, visava redesenhar, de maneira definitiva, o perfil do sistema financeiro estadual... pode-se dizer que a idéia... era reduzir ao mínimo a presença de instituições financeiras controladas por governos estaduais no sistema financeiro⁵⁵. O programa, ao criar condições diferenciadas, financiando 100% do custo de ajuste, e limitar a 50% das necessidades de recursos no caso de saneamento das instituições, além de exigir que os estados demonstrem ter condições fiscais satisfatórias de responder pelos 50% restantes, praticamente, não deixou outra opção aos governos estaduais senão a da privatização. Os resultados surgiram em pouco tempo. Atualmente, das 35 instituições participantes do sistema financeiro estadual em 1996, sendo 23 bancos comerciais e/ou múltiplos, restam apenas nove e a tendência é de redução deste número no futuro próximo⁵⁶. Os governos estaduais não têm condições de sustentar o saneamento e as instituições públicas teriam de se estruturar e definir melhor a forma de inserção no mercado para terem condições de concorrência.

5.4.2 O programa de privatização das empresas estaduais

O Programa de Privatização das Empresas Estaduais é, em grande medida, resultado do uso dos acordos de renegociação da dívida como instrumento de reestruturação do aparelho do estado. O programa federal teve início no começo dos anos 90 e durante anos não conseguiu envolver áreas controladas pelos estados. Estes continuaram ocupando espaços reservados à ampliação dos investimentos privados na nova estratégia de desenvolvimento e, mesmo com a deterioração

⁵⁴ Cf. coloca Brasil (1999, p. 6): no período de janeiro de 1995 a julho de 1996, 75% da expansão dos créditos das instituições estaduais foram direcionados ao próprio setor público, para garantir, fundamentalmente, a simples rolagem de dívidas vencidas e não pagas.

⁵⁵ Cf. Brasil (1999, p. 8).

⁵⁶ Deve concretizar-se em breve a federalização do Besc e do Banrisul e não será surpresa se até o final do processo de reestruturação forem privatizadas outras instituições.

financeira de suas empresas, mantiveram a participação nas áreas de serviços públicos e de infraestrutura.

As privatizações estaduais só ganharam impulso quando os bens públicos passaram a ser usados para abater parte da dívida e reduzir o custo dos contratos de renegociação da dívida, pois a decisão de não aceitar as privatizações implicaria o aumento das taxas de juros do programa. A partir desse momento, o processo ganhou ritmo e os setores de maior concentração de investimentos, energia elétrica e telecomunicações, estão praticamente privatizados. Houve avanço também, como mostram dados do BNDES, nas áreas de distribuição de gás, transporte e concessão de rodovias. Atualmente o processo caminha no sentido de incluir a área de saneamento básico, onde é determinante a presença de estados e municípios.

A saída dos governos estaduais do controle de setores de prestação de serviços públicos e de infraestrutura consolida a estratégia oficial e elimina o uso daqueles espaços econômicos como instrumento de geração de financiamento e foco de pressão sobre as contas fiscais. As conseqüências da privatização, no entanto, vão mais longe. O domínio de setores com alto volume de investimentos ampliava o campo de atuação política dos governadores e os colocava como interlocutores privilegiados de interesses privados.

5.4.3 Implicações

O avanço dos programas de privatização estadual, envolvendo o setor financeiro e as empresas de prestação de serviços públicos e de infraestrutura, indica que está em processo a reestruturação do aparelho do estado e o redesenho das relações governamentais. A definição do novo arranjo institucional teve por objetivo ampliar a capacidade regulatória e de gestão macroeconômica da União no controle do déficit e da política monetária. A preocupação foi conter a força dos governadores de sustentarem gastos acima do que seria possível com base nos recursos fiscais, utilizando as renegociações dos débitos e a alavancagem de recursos financeiros através da articulação com as empresas e bancos estaduais.

A mudança do ordenamento institucional transforma, de um lado, as articulações dos estados com a União e, de outro, a cadeia de relações financeiras no interior dos próprios governos estaduais. Inaugura-se uma fase de transição em que se observam a ruptura da situação anterior e o limiar de outra realidade com regras indefinidas.

No âmbito das relações entre a União e os estados, o loteamento do patrimônio público deu fim aos antigos padrões específicos de relações intergovernamentais definidos a partir das articulações dos órgãos federais com as empresas e bancos estaduais⁵⁷. A privatização, além de alterar as formas de articulação com o setor privado, interferiu com as relações que serviam de elos do arranjo político usado no atendimento dos interesses de regiões e estados. A barganha política em troca de verbas certamente não vai deixar de ocorrer, sobretudo graças à assimetria econômica e à dependência estadual das transferências de recursos federais. Entretanto, vários canais por onde fluíam recursos foram fechados, interferindo com uma das características do federalismo brasileiro.

⁵⁷ Ver Lopreato (1992).

A reforma patrimonial, no plano das relações internas dos estados, mexeu com a estrutura de financiamento e a composição dos gastos estaduais. A venda das empresas eliminou parte dos gastos públicos, redefiniu o poder de influência sobre áreas vitais da economia e recolocou o Tesouro como *locus* da atuação estadual, revalorizando o seu papel como núcleo central das decisões e responsável por parcela determinante dos gastos.

A estrutura de financiamento estadual também sofreu alterações. Perdeu-se a complexa teia de articulações financeiras entre a administração central, empresas e bancos estaduais. O Tesouro deixou de repassar recursos às empresas, mas perdeu a alternativa de usá-las como meio de financiamento dos gastos. Além disso, a privatização dos bancos estaduais inibiu o acesso a novos créditos e o uso deles no carregamento da dívida mobiliária.

A eliminação desses elos da lógica de financiamento anterior, de que os estados se valiam para alavancar recursos e fugir às restrições macroeconômicas, ampliou o poder federal de controlar o endividamento e os fatores de expansão monetária. Por outro lado, o campo de atuação dos governadores ficou mais preso à potencialidade fiscal dos tesouros. Não só perdem o poder de alavancagem financeira como se privam do controle sobre um valor ampliado de gastos correntes e de investimentos. A possibilidade de extrapolar os limites fiscais através do endividamento certamente existe. Entretanto, o raio de manobra das autoridades estaduais é menor em razão das restrições impostas nos acordos de renegociação e da dependência do mercado privado em ampliar o risco de crédito e aceitar títulos da dívida mobiliária estadual.

Os estados, limitados em termos financeiros e pressionados pelo ajuste fiscal definido nos contratos de renegociação, perdem capacidade de atuação e se tornam prisioneiros de uma política de cortes contínuos de gastos. Os governadores, diante da falta de perspectiva política, são compelidos a buscar saída na revisão dos acordos e na disputa em torno da distribuição dos recursos tributários. A negociação dos termos dos contratos da dívida e a obtenção de recursos tributários adicionais são os caminhos para fugirem à situação de reféns da restrição financeira, sobretudo diante do baixo crescimento da economia brasileira⁵⁸.

Considerações finais

A análise do programa de renegociação das dívidas mostrou que o seu objetivo foi além do ajuste fiscal dos governos estaduais e visou criar um novo arranjo institucional no país. As alterações abriram uma fase de transição das regras do pacto federativo e mexeram com a correlação de forças

⁵⁸ Os governadores pressionam em busca de ganhos capazes de aliviar as dificuldades financeiras. Alguns pontos em discussão merecem destaque: (1) A discussão do refinanciamento das dívidas previdenciárias dos governos estaduais. Já há no Senado Federal debate em torno da alteração da MP n. 1.900-40, de 29 de julho de 1999 que deu a Santa Catarina um crédito para financiar o déficit do Instituto de Previdência. A idéia é dar a todos os estados a oportunidade de apresentarem propostas junto ao Tesouro Nacional para a inclusão dos débitos dos Institutos de Previdência no estoque da dívida renegociada com a União; (2) A MP n. 1.900, reeditada, alterou o cálculo das prestações das parcelas da renegociação feita com a União de modo a evitar que as oscilações nos pagamentos determinem a quitação da dívida num prazo menor do que os estipulados nos contratos; (3) Os estados foram autorizados a utilizar, na compensação de dívidas com a União, os recursos repassados pelo Tesouro a título de royalties pela exploração de setores como o petrolífero e hidroelétrico, anteriormente vetados; (4) Crescem as pressões para que o limite de endividamento estabelecido pela Resolução n. 78 não inclua os empréstimos concedidos por organismos multilaterais.

entre as esferas de governo. Esses pontos nem sempre são reconhecidos porque os acordos trataram o ajuste fiscal e a transformação do papel do estado como uma questão única, quando, analiticamente, estão presentes dois processos que, embora imbricados, guardam graus de autonomia entre si.

A renegociação tornou-se fator imprescindível à institucionalização das relações entre as esferas de governo e à retomada da capacidade de gasto dos governos estaduais. O elevado estoque da dívida do final dos 80, aliado aos altos juros reais dos anos seguintes, comprometeu a situação financeira dos estados, sobretudo quando o fim da inflação restringiu os graus de liberdade na administração das contas públicas e ameaçou a sustentabilidade do arranjo federativo. A União valeu-se desse precário quadro financeiro estadual para levar adiante sua estratégia de desenvolvimento calcada na liberação das forças de mercado e na ampliação do controle de gestão macroeconômica.

As implicações dessa política interferem no pacto federativo. A União ganha força de atuação enquanto os estados, despojados das articulações responsáveis pela alavancagem dos recursos financeiros, tornam-se mais dependentes dos recursos fiscais e perdem raio de manobra na gestão de novos gastos. Pode-se falar, nesse sentido, que os estados perderam autonomia. Esta questão, no entanto, é complexa. Se, de um lado, a renegociação era necessária à reestruturação das finanças e da capacidade de gasto dos estados, de outro, não se pode esquecer que o programa transcendeu a este aspecto estrito do ajuste fiscal e colocou-se como instrumento da estratégia liberal de transformação do estado e de intervenção no pacto federativo.

Assim, a autonomia estadual, nos novos tempos, ganhou um horizonte mais estreito. O poder de gasto estadual, sem o acesso às articulações financeiras pretéritas, vincula-se fortemente aos recursos fiscais. O baixo dinamismo destes recursos, limitados em função da baixa taxa de crescimento da economia e dos pagamentos fixados nos acordos de renegociação da dívida – aliado às perdas fiscais decorrentes da Lei Kandir e do FEF –, tornou os estados reféns da política de cortes de gastos e sem forças para sustentar uma posição contrária àquela ditada pela gestão macroeconômica.

A renegociação das dívidas, embora fosse necessária à retomada da autonomia estadual – definida como o domínio sobre o volume e o ritmo dos investimentos – passou a negá-la ao restringir o espaço de atuação dos estados e fortalecer o poder central.

Bibliografia

ABRUCIO, F. L., COSTA, V. M. F. *Reforma do estado e o contexto federativo brasileiro*. [s. l.]: Fundação Konrad Adenauer, 1998. (Série Pesquisas, n. 12).

AFFONSO, R. A federação no Brasil: impasses e perspectivas. In: AFFONSO, R. B. A., SILVA, P. L. B. (Org.). *A federação em perspectiva*. São Paulo: Fundap, 1995.

AFFONSO, R. *Os estados e a descentralização no Brasil*. Santiago do Chile: Cepal/Nações Unidas, 1997. (Série Política Fiscal, n. 93).

AFFONSO, J. R. R. A questão tributária e o financiamento dos diferentes níveis de governo. In: AFFONSO, R. B. A., SILVA, P. L. B. (Org.). *A federação em perspectiva*. São Paulo: Fundap, 1995.

ALMEIDA, A. O. *Déficit e endividamento estadual (1990-1995)*. Campinas: Unicamp. IE, 1997. (Dissertação, Mestrado).

BRASIL. Banco Central. *Os bancos estaduais e o PROES*. Brasília: DIREM-DEDIP, 5 ago. 1999.

COUTO E SILVA, M. M. y A. *O processo de endividamento dos estados: problemas e limites à descentralização e à autonomia*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1998. (Dissertação, Mestrado).

FIORI, J. L. O federalismo diante do desafio da globalização. In: AFFONSO, R. B. A., SILVA, P. L. B. (Org.). *A federação em perspectiva*. São Paulo: Fundap, 1995.

FURUGUEM, A. S. et al. *Dívida pública líquida – Evolução 1982/95 e perspectivas de curto prazo*. [s. l.]: Banco de Investimentos Garantia S.A., mar. 1996. (Mimeogr.).

LOPREATO, F. L. C. *Crise de financiamento dos governos estaduais (1980/1988)*. Campinas: Unicamp. IE, 1992. (Tese, Doutorado).

LOPREATO, F. L. C. Um novo caminho do federalismo no Brasil? *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 9, dez. 1997.

LOPREATO, F. L. C. *O endividamento dos governos estaduais nos anos 90*. Campinas: UNICAMP. IE, mar. 2000. (Texto para Discussão, 94).

RIGOLON, F., GIAMBIAGI, F. *Renegociação das dívidas estaduais e o regime fiscal dos Estados*. In: Giambiagi, F. & Moreira, M.M. (org) *A Economia Brasileira nos Anos 90*, BNDES, RJ, 1999

ROARELLI, M. L. M. O controle do endividamento dos estados e municípios. In: MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. (Coord. geral). *Reforma fiscal* (Coletânea de estudos técnicos). [s.l.: s.n.], 1992. v. II.

I Introdução

O governo elegeu a questão fiscal como foco da política econômica e defendeu a geração de superávits primários suficientemente elevados para dar sustentabilidade à dívida pública. A tese proposta é que o equilíbrio de longo prazo das contas públicas é condição necessária à redução dos prêmios de risco-soberano e das taxa de juros, permitindo a transição para um círculo virtuoso de baixa taxa de juros, financiamento do balanço de pagamentos, câmbio estável e superávits primários independentes de cortes de gastos².

A política fiscal, nessa perspectiva, é determinante na retomada sustentável do crescimento econômico e peça nuclear da estratégia macroeconômica. A discussão centrada no ajuste do setor público colocou limites às mudanças na estrutura tributária e deixou de lado pontos relevantes, como os problemas financeiros estaduais e a distribuição de recursos entre as esferas de governo. Caso essas questões fossem alçadas ao centro do debate, as barreiras à aprovação do projeto seriam maiores. Os conflitos de interesses ganhariam outra dimensão, acirrando as contradições no interior dos próprios Estados e nas relações com as demais esferas de poder.

A heterogeneidade da federação brasileira é um fator que dificulta o consenso em torno de temas polêmicos. Esta falta de consenso sobre temas relevantes na revisão do pacto federativo reduz o alcance possível das mudanças. A reforma centrou a atenção em parte das distorções da estrutura tributária e deixou em plano secundário a discussão das dificuldades financeiras estaduais. A solução deste problema depende fundamentalmente da retomada do crescimento, e a proposta de revisão da estrutura tributária parece que contribuirá pouco com esse objetivo. O controle sobre o ICMS amplia o poder federal na regulação das finanças estaduais e não aponta solução para os problemas financeiros em que as unidades estão envolvidas.

II A política econômica e finanças estaduais

A situação financeira dos governos estaduais é resultado de determinações que refletem o quadro geral de evolução do setor público brasileiro e não apenas a condição particular de determinada unidade. A trajetória das finanças estaduais tem de ser pensada nos marcos, de um lado, da crise fiscal dos anos 80, da política de estabilização e da renegociação da dívida pública e, de outro, do baixo crescimento da economia. Estas condições provocaram o aumento das obrigações financeiras estaduais e não geraram, simultaneamente, capacidade de pagamento dos encargos, obstruindo o caminho de saída da crise.

¹ Publicado originalmente em Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil. Márcio Percival Alves Pinto; Geraldo Biasoto Jr. (Org.). Editora Unicamp, 2006, com informações até o início de 2004.

² Cf. Canuto (2002) e Fisher (2002).

A atual crise financeira reflete, em primeiro lugar, a inviabilidade de ruptura com a herança anterior e desnuda a desorganização dos Estados como unidades mobilizadoras de recursos econômicos, responsáveis pelos gastos na área pública e pelas relações com o setor privado. A fase inicial de deterioração das finanças estaduais ocorreu nos anos 80 quando a crise da dívida externa colocou fim ao padrão de financiamento público criado no bojo das *Reformas de 64*. A crise da dívida externa e as transferências de recursos reais ao exterior negaram as formas de coordenação federativa e geraram a crise fiscal. As obrigações financeiras e o virtual esgotamento do financiamento externo, ao lado do controle do crédito interno, dificultaram a reprodução das relações intergovernamentais e comprometeram a situação financeira estadual³.

A crise de financiamento refletiu-se sobre todos os segmentos do setor público estadual. O setor empresarial e as entidades da administração descentralizada, enfraquecidos financeiramente, tornaram-se ainda mais dependentes de recursos com origem no Tesouro estadual. Os bancos estaduais, presos às operações com o setor público, envolveram-se na crise estadual e passaram a conviver com a insolvência.

A evolução financeira estadual dependia das decisões federais sobre o montante da dívida a ser rolada e sobre o acesso a novos créditos. A fixação desses parâmetros definia o resultado das contas públicas. Além disso, cresceu o peso da articulação financeira com as empresas e com os próprios bancos como instrumento de financiamento estadual. Assim, o poder de gasto dependia das condições favoráveis de rolagem da dívida e do acesso a novos créditos. As consequências foram a situação de crise latente e a crescente deterioração das finanças estaduais. Nos momentos em que a crise fugiu ao controle, o governo central foi forçado a relaxar o acesso ao crédito e *federalizar* parte das dívidas estaduais.

A possibilidade de endurecer o controle do endividamento e o acesso ao crédito existiam, mas esbarravam no risco de criar o caos administrativo e na dificuldade de coibir o entrelaçamento financeiro entre o tesouro, as empresas e os bancos estaduais. Desse modo, a defesa de medidas rígidas nos anos 80 encontrou forte resistência e foi relaxada em nome da governabilidade. A falência das condições de financiamento da administração direta, das empresas e dos agentes financeiros estaduais não foi suficiente para desencadear mudanças.

A incapacidade de resolver a crise econômica e reestruturar as relações estaduais com a União e no interior deles próprios inviabilizou a adoção de medidas de longo alcance. A postura dos governadores foi eminentemente defensiva e de preservação dos seus espaços de atuação, conservando órgãos, empresas e elevado volume de gastos. Esta prática, entretanto, revelou-se perversa, porque, ao usarem as brechas disponíveis e elevarem os gastos, os dirigentes nem sempre estiveram atentos às condições das finanças públicas e sofreram com a deterioração da situação fiscal, perdendo graus de manobra para sustentarem a expansão dos gastos.

O segundo elemento determinante da trajetória das finanças estaduais foi o Plano Real. O fim do regime de alta inflação, ao eliminar a possibilidade de ajuste fácil das despesas e os ganhos com o processo inflacionário, colocou a nu as dificuldades de gestão dos gastos correntes, sobretudo

³ Cf. Lopreato (2002).

com a folha de pagamentos. Por outro lado, a política de juros altos indicou a insustentabilidade da situação financeira.

Os governadores, prisioneiros da dívida e da deterioração dos bancos estaduais, perderam o controle das contas públicas e tornaram-se reféns do governo federal. As autoridades valeram-se da difícil situação financeira estadual para avançar politicamente e alterar a abordagem da questão fiscal. O governo definiu a liberdade de gestão das contas públicas estaduais como um entrave à política macroeconômica e defendeu a adoção de duras regras de ajustamento, a partir da renegociação da dívida e do fechamento das brechas por onde eram burladas as restrições fiscais.

Os governadores, diante da dimensão da crise, não tiveram margem de manobra para não acatarem as condições de renegociação dos débitos e cederam espaço ao poder federal. O projeto de controle das finanças estaduais ganhou corpo, e o programa de ajuste fiscal foi usado como meio de *enquadrar* os Estados nas regras de gestão macroeconômica do Plano Real.

O processo de renegociação das dívidas estaduais abandonou a praxe anterior de definir programas tópicos de apoio financeiro sem condicionar a atuação das unidades. O Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (Lei 9.496/97) abrangeu os diferentes tipos de dívidas e definiu dois eixos fundamentais de ação sobre as finanças estaduais⁴. O primeiro deles foi o ajuste da relação entre o fluxo e o estoque da dívida com a capacidade de pagamento estadual. O crescimento do estoque da dívida inviabilizava a gestão financeira estadual, pois a simples rolagem da dívida, ao valor da taxa de juros corrente, criava obrigações incompatíveis com a disponibilidade de recursos líquidos, indicando um curso insustentável das finanças estaduais. O segundo eixo deu ao programa um caráter de indutor de transformação do papel do *Estado* e das formas de articulação inter e intragovernamentais, cuja base se assentaria na venda das empresas e dos bancos estaduais.

A especificidade do programa foi vincular ajuste fiscal e reforma patrimonial, com o objetivo de ampliar o controle sobre as finanças estaduais e de eliminar os possíveis focos de descontrole das contas públicas. A privatização dos bancos e empresas redefiniu a atuação dos governos estaduais e retirou dos governadores o domínio de fontes potenciais de financiamento e de gastos. A eliminação da complexa teia de articulações financeiras no interior dos Estados cortou o caminho de fuga usado para burlar as restrições fiscais e revalorizou o papel do Tesouro como *locus* da atuação estadual. Assim, o campo de ação estadual ficou, em grande medida, delimitado pela potencialidade fiscal de cada unidade. Certamente existe a possibilidade de ir além dos limites impostos pela restrição fiscal, com a ampliação do endividamento, mas as autoridades estão restritas pelas regras de controle de endividamento definidas na renegociação da dívida e na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

O controle do endividamento e a obrigação de pagar os juros, bem como parte das amortizações, delimitaram o espaço de atuação estadual, diante do elevado esforço fiscal exigido no cumprimento das obrigações financeiras. A liberdade só seria maior caso houvesse expressiva expansão da receita tributária. Mas não foi o que ocorreu. A política macroeconômica posterior às crises da Ásia e da Rússia restringiu as taxas de crescimento do PIB e a arrecadação do ICMS. A vulnerabilidade externa exigiu cortes das necessidades de financiamento para conter o risco de crise

⁴ Ver Lopreato (2000) e Mora (1998;2000).

cambial. O desenho das políticas cambial, monetária e fiscal definiu metas de superávits comerciais e de superávits primários para atender ao compromisso de redução do déficit em transações correntes e de sustentabilidade da dívida pública.

A construção da política macroeconômica teve múltiplas implicações no âmbito estadual. O baixo dinamismo da economia e da receita tributária deixou os Estados reféns da política de corte de gastos e sem condições de reagir diante da crise. Os efeitos da política restritiva, no entanto, não se limitaram ao movimento de contração da demanda agregada e do potencial de arrecadação. O compromisso com metas de superávits primários levou o governo a abandonar a ideia de reformar o sistema tributário e a concentrar esforços na elevação dos recursos à sua disposição, por meio da transferência de encargos para os governos estaduais e da expansão da carga tributária, sobretudo via aumento das contribuições sociais não compartilhadas. Além disso, o controle da política fiscal provocou o corte das transferências voluntárias e a redução dos gastos federais direcionados a atender à demanda estadual.

A implicação, no plano estadual, foi a dificuldade crescente de garantir o ajuste fiscal. As condições adversas, comuns a todas unidades, restringiram a ação de cada uma delas. A herança dos anos 80, a renegociação da dívida pública e a situação macroeconômica limitaram o poder de dar respostas às demandas sociais e de sustentar os encargos da dívida. O corte de gastos públicos, a privatização de empresas e bancos estaduais, o pagamento dos encargos da dívida e a restrição de acesso a novos créditos não garantiram condições fiscais e financeiras favoráveis. O que se assistiu, com frequência, foi ao convívio entre arrocho fiscal e deterioração financeira, sem se descortinar futuro promissor para as finanças estaduais.

III Finanças estaduais e o controle do endividamento

A União ganhou espaço no quadro de correlação de forças e adotou regras de controle de endividamento capazes de limitar a ação estadual no campo fiscal e reduzir o espaço de fuga das restrições macroeconômicas. O passo inicial ocorreu nos acordos de renegociação das dívidas estaduais, responsáveis por introduzir um mecanismo de controle global do endividamento. Os Estados estariam sujeitos a algumas regras básicas: i) A trajetória da dívida deveria ser sempre decrescente e, antes da relação entre a dívida consolidada e a receita líquida anual alcançar o valor de **1**, os estados só poderiam contratar novos empréstimos caso a relação se mantivesse decrescente e não fosse postergada a data-limite para se obter o valor **1**; ii) Havia limites de comprometimento da receita líquida real com o pagamento das obrigações financeiras e, caso os encargos excedessem o valor estabelecido no contrato, o resíduo seria incorporado ao valor do refinanciamento; e iii) O governo foi autorizado, em caso de inadimplência, a sacar a importância devida diretamente das contas bancárias estaduais e a penalizar o Estado infrator com juros de mora e aumento dos encargos financeiros.

Os acordos de renegociação delinearão o novo marco regulatório e abrirão caminho a outras mudanças na área das finanças públicas. A mudança da institucionalidade, com a adoção da LRF, definiu regras de controle fiscal mais restritivas do que as existentes até aquele momento. No que se refere ao controle do endividamento, a LRF delegou ao Senado Federal a obrigação de definir

as normas. As Resoluções do Senado Federal n. 40/2001 e n. 43/2001 mantiveram o *espírito* dos acordos de renegociação das dívidas e deram contornos definitivos ao novo regime fiscal.

O caráter desse novo regime fiscal pode ser pensado a partir de algumas características básicas: o maior controle federal sobre o poder estadual de ampliar os gastos; a dificuldade de os estados extrapolarem os limites de gastos definidos pela *fiscalidade*; a obrigação de reduzirem o grau de endividamento e de obedecerem a parâmetros de gastos definidos na legislação. A meta é alcançar a solvabilidade intertemporal das finanças estaduais, estabelecendo limites de gastos e a redução do endividamento, capazes de manter o equilíbrio fiscal e evitar outra onda de comprometimento financeiro.

A condução das finanças públicas é obrigada a obedecer a regras definidas na legislação, quais sejam: i) limites para a dívida consolidada; ii) normas de contratação de operações de crédito; iii) parâmetros para determinados gastos; e iv) critérios de eliminação do excesso de endividamento. A legislação fixou regras de conduta permanente que visam forçar o ajuste fiscal e enquadrar o endividamento estadual no teto determinado pelas Resoluções do Senado Federal, dentro dos prazos estabelecidos para a eliminação do excesso de endividamento. Além disso, criou regras de uso temporário, isto é, previstas para vigorar caso os Estados não respeitem os limites de gastos e de endividamento estabelecidos⁵. O propósito é obrigar as administrações estaduais a retornarem, em curto espaço de tempo, ao nível de gastos e de endividamento definidos na legislação, impedindo que eventuais excessos gerem o descontrole das finanças públicas.

A Resolução SF n. 40 de 2001, cumprindo determinação do Art. 30 da LRF, estabeleceu, como regra permanente, que a Dívida Consolidada Líquida (DCL) – ver Quadro I – não poderá exceder a **2** vezes a Receita Corrente Líquida (RCL), nos termos em que está definida no Quadro II.

Essa regra, em princípio, colocou duas situações básicas. Enquadram-se na **situação 1** os Estados com limite global de endividamento acima do legal. As unidades que estão nessa posição devem se adaptar ao limite estabelecido no prazo de 15 anos e estão obrigadas a reduzir o excedente, no mínimo, na proporção de 1/15 ao ano.

A obediência a essa regra reafirmou a lógica, já presente no momento da renegociação das dívidas, de que os Estados estão obrigados a observar forte contração fiscal até se enquadrar nos limites de endividamento. Considerando que poucos Estados detêm volume significativo de disponibilidade financeira, é possível trabalhar com a hipótese de que a DCL é próxima da Dívida Consolidada Bruta (DCB) e que, portanto, o respeito às regras de redução do endividamento exige a expansão da RCL e/ou a amortização de parte da dívida.

⁵ Estas questões estão apresentadas nos textos de Nascimento e Gerardo (2002).

Quadro I

I. Dívida Consolidada
(-) Disponibilidade de Caixa
(-) Aplicações Financeiras
(-) Demais Ativos Financeiros
II. Dívida Consolidada Líquida
III. Receitas de Privatizações *
IV. Dívida Fiscal Líquida (II+III)

Quadro II

Receita corrente líquida
Administração direta, indireta e fundacional

RECEITAS CORRENTES
ADMINISTRAÇÃO DIRETA
ADMINISTRAÇÃO INDIRETA
Autarquias
Fundações Públicas
Empresas Estatais Dependentes
Subtotal
(-) DEDUÇÕES
Receitas Transferências Constitucionais aos Municípios
Receitas Transf. Intragov. Adm. Direta e Indireta
Contribuições dos Servidores ao Reg. Próprio de Previdência
Compensação Financeira entre Regimes de Previdência
Resultado Líquido LC 87/96
FUNDEF
Outras
Subtotal
TOTAL RECEITA CORRENTE LÍQUIDA

O caminho a ser percorrido para alcançar as metas de endividamento não é nada trivial. Na hipótese de não ocorrer crescimento significativo da RCL, os Estados estão obrigados a obter superávits operacionais suficientes para o pagamento das amortizações. Isto exige elevado esforço fiscal das administrações estaduais, sobretudo no momento em que não há muito raio de manobra na administração das contas públicas.

O baixo crescimento econômico colocou obstáculos ao cumprimento da legislação e à sustentação da trajetória decrescente de endividamento. O fraco desempenho da RCL deslocou o foco da política fiscal estadual para o controle dos gastos públicos e a obtenção de superávits primários. A política de corte de gastos ganhou papel de destaque na estratégia de ajuste fiscal, mas não necessariamente garante o superávit exigido para manter a trajetória decrescente de endividamento. Em tempos de reduzido crescimento da economia, o baixo dinamismo da receita

tributária pode comprometer a meta fiscal e exigir novos cortes. A ampliação dos encargos estaduais, o menor dinamismo da receita compartilhada com a esfera federal e a emenda de desvinculação de receita da União (DRU) são outros fatores limitantes da expansão das receitas estaduais que agravam a situação. O risco é a gestação de um círculo fiscal perverso, difícil de ser rompido, exigindo cortes contínuos de despesas e a ampliação da carga tributária, sem que isso gere condições financeiras mais favoráveis.

Além disso, o pagamento de parcela da dívida não garante o cumprimento da Resolução nº 40. Os valores das prestações requeridas pelo instrumento legal podem ser maiores do que o limite contratual de comprometimento da receita estadual com os encargos da dívida. A ocorrência desses casos revela um quadro complexo: os Estados podem cumprir a política de ajuste fiscal, pagar o serviço da dívida até o limite legal definido em contrato, mas, mesmo assim, não lograrem reduzir a dívida, indicando que o programa de ajuste fiscal pode não atender ao propósito para o qual foi criado. O valor excedente ao limite de comprometimento da RCL com o serviço da dívida é incorporado ao saldo da dívida, e a DCB mantém-se em expansão, apesar do pagamento da parcela da dívida e da não contratação de novas operações de crédito.

Os pontos acima indicam que o ajuste fiscal é condição necessária, mas pode não ser suficiente para o enquadramento dos Estados nas regras da Resolução nº 40. O baixo crescimento da receita tributária e o elevado custo da dívida dificultam a sustentação da trajetória de redução do endividamento e, ao mesmo tempo, *amarram* a capacidade estadual de elevar os gastos.

Os Estados com limite máximo de endividamento abaixo daquele permitido pela Resolução nº 40 enquadram-se na **situação 2**. Isto é, os Estados com a relação **DCL / RCL \leq 2** podem contratar novas operações de crédito, desde que respeitem os demais parâmetros da LRF (como os limites com despesas de pessoal) e as regras da Resolução SF nº 43 de 2001 (alterada pela Resolução SF nº 3 / 2002). Assim, novos empréstimos só poderão ocorrer se o montante global das operações realizadas em um exercício financeiro não for superior a 16% da RCL; o gasto anual com amortizações, juros e demais encargos da dívida não superar 11,5% da RCL; e a unidade respeitar a regra de conduta permanente, mantendo o valor global da dívida abaixo do teto estabelecido pelo Senado Federal.⁶

As unidades devem ainda obedecer a outras condições na contratação de empréstimos: i) não podem estar inadimplentes com instituições integrantes do sistema financeiro nacional⁷; ii) não podem conceder garantias superiores a 22% da RCL⁸; e iii) a emissão de títulos da dívida pública, até

⁶ A legislação determina que estão excluídas desses limites as operações de crédito contratadas com a União, organismos multilaterais de crédito ou instituições oficiais de crédito ou de fomento, com a finalidade de financiar projetos de investimento para administração das receitas e da gestão fiscal, financeira e patrimonial no âmbito do programa proposto pelo Poder Executivo Federal.

⁷ O Art.16 da Resolução SF n. 40/2001 vedava a contratação de operações de crédito pelas unidades inadimplentes em relação à dívida consolidada, mobiliária ou ARO e aos precatórios judiciais emitidos a partir de 5 de maio de 2000. A Resolução n. 3/2002 ampliou a possibilidade de contratação de novas operações de crédito, permitindo que se tomem novos empréstimos, mesmo devendo precatórios.

⁸ O limite de 22% da RCL imposto pela Resolução SF n. 40/2001 foi alterado para 32% da RCL pela Resolução n. 3/2002, desde que as unidades estejam cumprindo o Programa de Ajuste Fiscal acordado com a União, que estejam nos últimos 24 meses honrando as garantias prestadas, que estejam dentro do limite da DCL definido na Resolução n. 40/2001 e cumpram os limites de gasto com pessoal previsto na LRF.

31/12/2010, só pode ocorrer no montante necessário ao refinanciamento do principal, devidamente atualizado das obrigações representadas por esses títulos, respeitando o percentual mínimo de 5% para o resgate dos títulos da dívida pública⁹. A imposição desses limites tem como objetivo vedar possíveis brechas para os Estados descumprirem as regras de conduta permanente e evitar que o montante de comprometimento da RCL com o pagamento dos encargos da dívida seja inferior ao determinado na legislação.

A restrição para os Estados realizarem novas operações de crédito é amenizada no caso de a relação DCL / RCL ao longo do período de ajuste de 15 anos atingir valores abaixo da trajetória definida para o endividamento global. Se isso ocorrer, as unidades continuarão desfrutando do mesmo prazo para retornar ao limite de endividamento e podem contratar novas operações de crédito, desde que a trajetória decrescente de endividamento se mantenha. Mas, por outro lado, se o limite de endividamento for alcançado antes do prazo de 15 anos, a unidade cairá na regra permanente e, portanto, terá de observar a relação **DCL / RCL ≤ 2**.

A nova institucionalidade fixou, além das regras permanentes, normas que se aplicam, caso os Estados superem os limites previstos na legislação. No período de excesso de endividamento, a LRF (art. 31) determina (regras de uso temporário) que se a dívida consolidada ultrapassar o respectivo limite ao final de um quadrimestre, terá de ser reconduzida a ele até o término dos três subsequentes, reduzindo o excedente em pelo menos 25% no primeiro deles. Afora isso, enquanto perdurar o excesso, a unidade deverá obedecer a algumas condições: i) não poderá realizar operações de crédito; ii) deverá obter o resultado primário necessário à recondução da dívida ao limite e; iii) uma vez vencido o prazo para o retorno da dívida ao limite, ficará impedida de receber transferências voluntárias. Assim, a LRF obriga os Estados, no caso de o limite de endividamento não ser respeitado, a promover um ajuste fiscal de curto prazo, forçando a geração de superávits primários, inclusive com limitação de empenho de despesas, fora aquelas que constituam obrigações constitucionais e legais, bem como as destinadas ao pagamento do serviço da dívida. (LRF, Art. 9º).

IV O endividamento e a situação financeira estadual

A reforma patrimonial e o redesenho do contexto institucional limitaram o poder estadual de burlar as restrições de gastos e de se contrapor à lógica da política macroeconômica. Este controle no plano estadual fez parte do movimento de revisão da forma de gestão da política fiscal, objetivando adequá-la ao novo *consensus* internacional. Neste paradigma, a perspectiva analítica é outra. O exame da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) e dos seus efeitos sobre a demanda agregada deixou de ocupar o centro das atenções. O propósito agora é a construção de condições fiscais favoráveis de médio e longo prazos. Isto implica trabalhar com expectativas baseadas nas probabilidades de que determinados cenários futuros deem segurança aos agentes econômicos sobre a sustentabilidade da dívida pública.

A satisfação dessas expectativas do mercado ganhou *status* de instrumento central de gestão macroeconômica e de fator determinante na atração de novos investimentos. A aprovação

⁹ No caso de o dispêndio com o pagamento da dívida ser inferior a 11,5% da RCL, o estado deve promover resgate adicional de títulos, além dos 5% definidos anteriormente, até atingir o dispêndio anual de 11,5%.

da LRF obedeceu a essa lógica de criar regras estáveis de comportamento dos entes federativos e dar previsibilidade ao movimento da situação fiscal. A definição de parâmetros para o gasto com pessoal e de regras de manutenção do equilíbrio fiscal limitou os espaços para os estados fugirem do controle dos gastos e ampliarem as despesas sem a disponibilidade de recursos. Além disso, a obrigatoriedade de respeitarem as regras de redução do endividamento restringiu a contratação de empréstimos e exigiu superávits primários e operacionais suficientes à sustentação da trajetória delineada para a dívida pública.

A LRF cumpriu o papel de fiador da disciplina e de pilar do novo regime fiscal estabelecido no acordo de 1998 com o FMI. A fixação de metas de resultado primário para o setor público consolidado demandou compromissos de austeridade fiscal e de sustentabilidade da dívida dos governos estaduais. Os Estados tiveram de respeitar a institucionalidade em construção e os limites de gastos. Nesse sentido, o controle recente das finanças estaduais tem pouco a ver com outros momentos em que não se alterou a lógica da gestão fiscal. A nova realidade no trato das finanças estaduais interfere no caráter da federação brasileira. O redesenho das relações de poder envolvendo as esferas de governo, com os governadores cedendo espaços para Brasília, deu força à gestão macroeconômica e retirou do poder estadual a possibilidade de negar a política fiscal restritiva.

Entretanto, o maior controle fiscal sobre as finanças estaduais não conseguiu solucionar as dificuldades financeiras e criar um regime fiscal sólido. Os dados indicam que, apesar do enorme esforço fiscal realizado, a situação estadual é problemática. A maioria dos Estados mantém os gastos com pessoal sob controle. Quando a LRF entrou em vigor, em 2000, as despesas de pessoal do Executivo estavam acima do limite legal (49% da RCL) em sete Estados. Em 2002, Minas Gerais era o único com índice bem superior ao da determinação legal (61,67%). Santa Catarina (49,44%) e Rio Grande do Norte (49,02%) estavam próximos aos valores exigidos na LRF (ver Tabela 1).

As condições da Dívida Consolidada Líquida (DCL) são bem menos confortáveis. Em 2002, oito unidades ultrapassaram os limites legais de endividamento, entre elas, as de maior nível de renda do País (São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro). A dificuldade já existia no ano anterior. Além disso, o critério de medição do endividamento estadual com a correção apenas das dívidas pelo IGP-DI gerou distorções e contribuiu para o agravamento do quadro. A deterioração ocorreu tanto nas unidades não enquadradas nos limites legais como em outras 13 que se enquadraram nos limites (ver Tabela 2).

A redução do endividamento esbarrou em condições adversas. No plano da receita fiscal, é inegável a realização de enorme esforço tributário. A carga tributária estadual cresceu desde 1998 graças, sobretudo, aos mecanismos tributários (substituição tributária e tributação monofásica em serviços de distribuição de energia e comunicações) utilizados na arrecadação, que compensaram, em parte, o baixo potencial de expansão da receita decorrente do medíocre crescimento da economia (ver Gráfico 1). O esforço fiscal, no entanto, não impediu a relação dívida / RCL de crescer. O movimento de variáveis-chaves com influência no comportamento da dívida, como a correção da dívida pelo IGP-DI, a desvalorização cambial e os efeitos da Selic sobre a parcela não renegociada dificultaram a manutenção da trajetória decrescente da dívida.

O baixo potencial de arrecadação não deixou alternativa senão controlar gastos, com o objetivo de garantir os superávits primários exigidos no atendimento das normas legais de comportamento da dívida. Essa saída *amarrou* as finanças estaduais e forçou a adoção de contínuos cortes de gastos, sem, no entanto, garantir um regime sólido com perspectiva de relaxamento do controle fiscal.

Tabela 1
Despesa líquida com pessoal – Poder executivo dos Estados

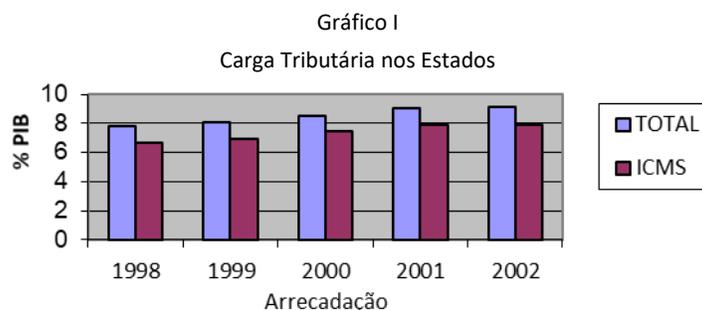
UF	Despesa com Pessoal - Executivo			Receita Corrente Líquida - RCL			Relação DLP/RCL (%)		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
AC	320.390	370.578	439.769	677.082	784.799	975.983	47,32	47,22	45,06
AL	529.607	611.847	692.715	1.195.875	1.375.355	1.477.875	44,29	44,49	46,87
AM	861.788	932.216	1.103.455	1.925.171	2.288.852	2.767.751	44,76	40,73	39,87
AP	250.000	265.757	247.511	678.300	701.103	794.910	36,86	37,91	31,14
BA	1.970.983	2.195.055	3.240.103	5.492.482	5.715.509	6.693.303	35,89	38,41	48,41
CE	1.321.548	1.843.000	1.871.000	3.103.121	3.628.078	3.863.702	42,59	50,80	48,43
DF	1.055.579	1.165.876	1.359.824	3.209.332	3.419.965	3.990.683	32,89	34,09	34,07
ES	977.225	1.029.085	1.063.153	2.176.256	2.565.412	2.560.765	44,90	40,11	41,52
GO	1.313.716	1.474.605	1.855.521	2.671.633	3.208.572	3.820.033	49,17	45,96	48,57
MA	870.808	993.864	1.041.231	1.794.116	2.121.935	2.370.422	48,54	46,84	43,93
MG	6.150.000	7.170.322	7.735.116	9.629.796	11.412.858	12.542.039	63,86	62,83	61,67
MS	609.958	744.839	614.126	1.335.384	1.531.786	1.756.128	45,68	48,63	34,97
MT	745.872	819.413	921.062	1.748.543	2.085.871	2.512.858	42,66	39,28	36,65
PA	977.782	1.154.556	1.381.771	2.313.543	2.706.265	3.204.737	42,26	42,66	43,12
PB	673.212	708.921	936.702	1.599.214	1.801.118	1.944.563	42,10	39,36	48,17
PE	1.702.072	1.832.140	2.048.301	3.458.438	3.803.157	4.361.020	49,22	48,17	46,97
PI	522.438	607.942	770.225	1.155.252	1.290.514	1.586.525	45,22	47,11	48,55
PR	2.602.458	3.071.227	3.335.849	5.709.876	6.260.845	7.490.807	45,58	49,05	44,53
RJ	4.600.584	4.782.106	5.670.261	11.529.908	13.608.848	15.100.326	39,90	35,14	37,55
RN	666.741	816.645	980.190	1.620.144	1.784.766	1.999.524	41,15	45,76	49,02
RO	406.482	401.970	488.022	902.789	1.022.129	1.201.624	45,03	39,33	40,61
RR	200.000	199.298	227.717	517.009	604.774	730.866	38,68	32,95	31,16
RS	4.106.292	3.825.221	4.103.566	6.657.896	7.378.894	8.414.927	61,68	51,84	48,77
SC	1.710.773	1.796.422	2.162.069	3.288.096	3.904.463	4.373.551	52,03	46,01	49,44
SE	700.000	661.504	771.466	1.209.361	1.395.943	1.674.710	57,88	47,39	46,07
SP	15.913.965	17.103.072	19.039.721	32.298.817	35.683.659	39.675.808	49,27	47,93	47,99
TO	314.988	389.747	583.017	922.333	1.084.734	1.391.422	34,15	35,93	41,90
Total	52.075.261	56.967.229	64.683.463	108.819.767	123.170.204	139.276.862	47,85	46,25	46,44

Fontes: Relatórios Fiscais publicados pelos estados em cumprimento à Lei de Responsabilidade Fiscal

Tabela 2
Dívida consolidada líquida dos Estados

UF	Dívida Consolidada Líquida - DCL			Receita Corrente Líquida - RCL			Relação DCL/RCL		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
AC	705.834	653.786	700.863	677.082	784.799	975.983	1,04	0,83	0,72
AL	2.670.510	2.451.353	3.372.025	1.195.875	1.375.355	1.477.875	2,23	1,78	2,28
AM	1.925.679	1.568.313	1.852.835	1.925.171	2.288.852	2.767.751	1,00	0,69	0,67
AP	31.016	35.232	73.391	678.300	701.103	794.910	0,05	0,05	0,09
BA	9.124.206	9.830.165	12.156.457	5.492.482	5.715.509	6.693.303	1,66	1,72	1,82
CE	2.711.864	3.402.000	4.598.909	3.103.121	3.628.078	3.863.702	0,87	0,94	1,19
DF	1.153.478	1.200.158	1.649.958	3.209.332	3.419.965	3.990.683	0,36	0,35	0,41
ES	2.129.037	2.123.028	2.963.875	2.176.256	2.565.412	2.560.765	0,98	0,83	1,16
GO	8.369.621	9.029.903	10.611.539	2.671.633	3.208.572	3.820.033	3,13	2,81	2,78
MA	4.624.286	4.452.327	5.484.811	1.794.116	2.121.935	2.370.422	2,58	2,10	2,31
MG	13.614.394	26.757.537	32.941.741	9.629.796	11.412.858	12.542.039	1,41	2,34	2,63
MS	4.133.669	4.398.690	5.319.408	1.335.384	1.531.786	1.756.128	3,10	2,87	3,03
MT	4.379.490	4.107.381	3.995.655	1.748.543	2.085.871	2.512.858	2,50	1,97	1,59
PA	1.314.362	1.713.754	2.247.807	2.313.543	2.706.265	3.204.737	0,57	0,63	0,70
PB	2.438.937	1.977.968	2.769.785	1.599.214	1.801.118	1.944.563	1,53	1,10	1,42
PE	2.961.347	4.253.625	5.412.441	3.458.438	3.803.157	4.361.020	0,86	1,12	1,24
PI	2.002.176	2.241.789	2.721.127	1.155.252	1.290.514	1.586.525	1,73	1,74	1,72
PR	7.353.797	8.395.766	11.725.314	5.709.876	6.260.845	7.490.807	1,29	1,34	1,57
RJ	23.870.049	25.840.552	35.449.514	11.529.908	13.608.848	15.100.326	2,07	1,90	2,35
RN	1.148.656	964.036	1.291.901	1.620.144	1.784.766	1.999.524	0,71	0,54	0,65
RO	1.002.894	1.076.043	932.657	902.789	1.022.129	1.201.624	1,11	1,05	0,78
RR	160.000	171.309	233.638	517.009	604.774	730.866	0,31	0,28	0,32
RS	17.740.010	18.535.183	23.496.895	6.657.896	7.378.894	8.414.927	2,66	2,51	2,79
SC	6.018.289	5.680.842	8.537.927	3.288.096	3.904.463	4.373.551	1,83	1,45	1,95
SE	1.064.373	1.086.809	1.215.480	1.209.361	1.395.943	1.674.710	0,88	0,78	0,73
SP	62.347.593	70.308.906	88.627.482	32.298.817	35.683.659	39.675.808	1,93	1,97	2,23
TO	323.219	291.442	515.266	922.333	1.084.734	1.391.422	0,35	0,27	0,37
Total	185.318.786	212.547.897	270.898.700	108.819.767	123.170.204	139.276.862	1,70	1,73	1,95

Fontes: Relatórios Fiscais publicados pelos estados em cumprimento à Lei de Responsabilidade Fiscal.



Fonte: Secretaria da Receita Federal.

O exame dos relatórios de responsabilidade fiscal de sete dos principais Estados brasileiros revela que, apesar do controle dos gastos públicos, os problemas de ordem fiscal são relevantes. Os dados mostram que as unidades quase sempre alcançaram superávits nas contas primárias. O Rio Grande do Sul é o único com resultados primários negativos nos últimos dois anos. Os outros cumpriram a missão de contribuir para o superávit primário global. A presença dos superávits

primários, no entanto, não garantiu a estabilidade fiscal. O pagamento do serviço da dívida pública superou o valor dos superávits primários em todas as unidades da amostra, com exceção de Goiás, que, mesmo após os gastos com juros e amortizações, manteve saldos fiscais positivos (ver Tabela 3).

Este ponto é crucial. O esforço fiscal realizado, com o aumento da arrecadação e os cortes de despesas, não impediu os Estados de manter níveis significativos de necessidade de financiamento no último triênio. A obrigação de recorrer a recursos de terceiros não é recente e se pode dizer que foi a regra de outros momentos. A novidade está na persistência desse quadro, mesmo diante da restrição fiscal e do controle do acesso ao crédito a que as unidades estão submetidas. Os fatores que explicam essa situação são conhecidos. Apesar das imposições cobrando austeridade fiscal, o peso do serviço da dívida estadual não permitiu qualquer folga fiscal. Nos Estados pesquisados, o gasto com a dívida manteve-se superior a 11% da RCL, chegando, em alguns momentos, a atingir mais de 15%. Goiás é o único que compromete parcela menor da RCL com o serviço da dívida. Isto explica, em parte, a sua capacidade de arcar a dívida só com os superávits primários. Os demais, mesmo mantendo superávits primários, ficaram na dependência de outras fontes de financiamento porque os recursos primários não foram suficientes para a cobertura das despesas com a dívida.

Os Estados tiveram de cobrir as necessidades de financiamento recorrendo à alienação de bens, concessões ou privatizações e às operações de crédito. Esses dois fatores, como indicam os dados da Tabela 3, não foram expressivos. As privatizações relevantes já ocorreram e não se esperam novos ganhos. Por outro lado, o acesso a capital de terceiros foi limitada. A análise anterior da LRF apontou a existência de restrições na colocação de títulos da dívida mobiliária e na contratação de novos créditos, impedindo que esses recursos cobrissem o valor total das necessidades de financiamento.

A consequência foi a presença, quase constante, de atrasos/deficiências financeiras nas unidades que compõem a amostra. As exceções foram Bahia (2002) e Goiás (2001 e 2002). Os outros Estados tiveram de recorrer a cancelamentos de restos a pagar e contar com os ganhos de receitas financeiras na tentativa de evitar o rombo das contas públicas.

O baixo potencial dos recursos de fontes alternativas revela um quadro de sensível restrição fiscal. A queda das receitas de privatização e os limites de acesso a recursos de terceiros reduziram a capacidade de financiamento estadual, geraram recorrentes atrasos e/ou deficiências financeiras e obrigaram a ampliação do arrocho fiscal.

Os indícios são preocupantes e apontam um círculo fiscal perverso. A busca de superávits primários, embora exitosa, não conseguiu frear a expansão da dívida pública, sujeita às variações do índice de preços e do câmbio. O crescimento da dívida acima da RCL e os sinais de que a trajetória decrescente da relação dívida / RCL não seria cumprida reforçaram a restrição de acesso a novos créditos – de acordo com a LRF – e criaram novas demandas de ampliação dos superávits primários. Este movimento, entretanto, esbarra em dificuldades importantes. Primeiro, já foi feito esforço anterior de controle dos gastos, implicando que são crescentes as resistências à ampliação dos cortes. Segundo, as chances de aumentar a arrecadação com base em nova tributação são pequenas, uma vez que a carga tributária cresceu bastante nos anos recentes. Terceiro, o baixo dinamismo da economia brasileira restringiu o potencial de arrecadação.

Tabela 3

	São Paulo			Rio Grande do Sul			Minas Gerais			Rio de Janeiro		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
I - Resultado Primário	1.606.756	2.556.917	3.011.269	256.381	(294.643)	(64.528)	1.575.602	270.556	448.875	1.096.659	721.296	255.808
II - Serviço da Dívida Líquida	3.563.620	4.035.702	4.546.763	852.521	973.717	1.198.813	1.729.576	1.657.666	1.509.229	1.336.473	1.575.465	1.998.884
+ Juros	2.680.316	3.145.050	3.411.744	227.737	244.750	274.464	808.103	1.170.163	1.077.532	966.033	1.188.098	1.489.941
+ Amortizações	883.304	890.652	1.135.019	624.784	728.967	924.349	921.473	487.503	431.697	370.440	387.367	508.943
I - II = III Nec. Financiamento	(1.956.864)	(1.478.785)	(1.535.494)	(596.140)	(1.268.360)	(1.263.341)	(153.974)	(1.387.110)	(1.060.354)	(239.814)	(854.169)	(1.743.076)
IV Fontes de Financiamento	981.767	312.173	1.028.865	722.091	441.666	324.183	998.294	240.925	287.019	225.965	465.103	426.653
Alienação de Bens	697.222	102.483	539.759	426.305	313.010	186.001	850.778	186.317	216.915	4.817	136.545	5.839
Operações de Crédito	284.545	209.690	489.106	295.786	128.656	138.182	147.516	54.608	70.104	221.148	328.558	420.814
IV-III = Atrasos/Deficiência Fin.	(975.097)	(1.166.612)	(506.629)	125.951	(826.694)	(939.158)	844.320	(1.146.185)	(773.335)	(13.849)	(389.066)	(1.316.423)

	São Paulo			Rio Grande do Sul			Minas Gerais			Rio de Janeiro		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Dívida Consolidada	68.862.446	77.841.720	97.157.151	20.882.370	20.342.323	25.359.832	26.000.571	29.141.590	34.699.602	27.814.315	32.227.362	36.557.577
Dívida Cons. Líquida	62.843.812	70.782.036	89.427.100	18.963.118	18.535.183	23.496.895	13.669.159	26.757.537	32.941.741	23.870.049	30.460.053	35.449.514
Serviço da Dívida	3.563.620	4.035.702	4.546.763	852.521	973.717	1.198.813	1.729.576	1.657.666	1.509.229	1.336.473	1.575.465	1.998.884
Oper. de Crédito	284.545	209.690	489.106	295.785	128.656	138.182	147.516	54.608	70.104	221.148	328.558	420.814
Alienaç. de Bens	697.222	102.483	539.759	426.305	313.010	186.001	850.778	186.317	216.915	4.817	136.545	5.839
Serv. Líquido Dívida	2.581.853	3.723.529	3.517.898	130.431	532.051	874.630	731.282	1.416.741	1.222.210	1.110.508	1.110.362	1.572.231
Rec. Corrente Líquida	32.298.817	35.683.659	39.675.808	6.657.895	7.378.894	8.414.927	9.629.796	11.412.858	12.542.039	11.529.908	13.608.848	15.100.326
Relações	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Serv. Div / Div.Consolidada	5,2%	5,2%	4,7%	4,1%	4,8%	4,7%	6,7%	5,7%	4,3%	4,8%	4,9%	5,5%
Serv. Dívida / RCL.	11,0%	11,3%	11,5%	12,8%	13,2%	14,2%	18,0%	14,5%	12,0%	11,6%	11,6%	13,2%
DC / RCL	213,20%	218,14%	244,88%	313,65%	275,68%	301,37%	270,00%	255,34%	276,67%	241,24%	236,81%	242,10%
DCL / RCL	194,57%	198,36%	225,39%	284,82%	251,19%	279,23%	141,95%	234,45%	262,65%	207,03%	223,83%	234,76%
Oper. Crédito / RCL	0,88%	0,59%	1,23%	4,44%	1,74%	1,64%	1,53%	0,48%	0,56%	1,92%	2,41%	2,79%

	Goiás			Ceará			Bahia		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
I – Resultado Primário	(44.906)	372.907	532.442	225.211	328.184	434.041	644	170.920	642037
II – Serviço da Dívida Líquida	96.870	338.997	329.703	425.702	505.958	663.817	699.044	881.253	1.027.667
+ Juros	57.886	198.358	201.168	217.344	250.325	295.313	426.336	448.999	475.998
+ Amortizações	38.984	140.639	128.535	208.358	255.633	368.504	272.708	432.254	551.669
I – II = III Nec. Financiamento	(141.776)	33.910	202.739	(200.491)	(177.774)	(229.776)	(698.400)	(710.333)	(385.630)
IV Fontes de Financiamento	66.590	130.153	33.490	193.461	117.498	218.996	339.914	446.122	514.611
Alienação de Bens	0	127.621	12.111	-	-	1.070	7.078	2.768	69.667
Operações de Crédito	66.590	2.532	21.379	193.461	117.498	217.926	332.836	443.354	444.944
IV-III = Atrasos/Deficiência Fin.	(75.186)	164.063	236.229	(7.030)	(60.276)	(10.780)	(358.486)	(264.211)	128.981

	Goiás			Ceará			Bahia		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Dívida Consolidada	8.369.621	9.029.903	10.766.139	3.598.132	3.890.623	4.894.768	8.973.434	10.010.129	12.626.092
Dívida Cons. Líquida	7.928.464	8.701.059	10.611.539	2.711.864	3.401.786	4.543.190	8.362.056	9.477.509	12.156.457
Serviço da Dívida	96.870	338.997	329.703	425.702	250.325	663.817	699.044	881.253	1.027.667
Oper. de Crédito	66.590	2.532	21.379	193.461	117.498	217.926	332.836	443.354	444.944
Alienaç. de Bens	-	127.621	12.111	-	-	1.070	7.078	2.768	69.667
Serv. Líquido Dívida	30.280	208.844	296.213	232.241	132.827	444.821	359.130	435.131	513.056
Rec. Corrente Líquida	2.671.632	3.202.572	3.718.863	3.103.121	3.628.078	3.866.405	5.492.482	5.715.509	6.693.303
Relações	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
Serv. Dív / Div.Consolidada	1,2%	3,8%	3,1%	11,8%	6,4%	13,6%	7,8%	8,8%	8,1%
Serv. Dívida / RCL.	3,6%	10,6%	8,9%	13,7%	6,9%	17,2%	12,7%	15,4%	15,4%
DC / RCL	313,28%	281,96%	289,5%	115,95%	107,24%	126,6%	163,38%	175,14%	188,6%
DCL / RCL	296,76%	271,69%	285,3%	87,39%	93,76%	117,5%	152,25%	165,82%	181,6%
Oper. Crédito / RCL	2,49%	0,08%	0,6%	6,23%	3,24%	5,6%	6,06%	7,76%	6,6%

Assim, as evidências indicam que o ajuste fiscal realizado não solucionou a questão do endividamento estadual e gerou um quadro potencial de paralisia fiscal, pois a tentativa de conter a deterioração financeira tem provocado cortes contínuos de gastos, sem que seja possível deslumbrar condições favoráveis à frente.

A saída desse impasse seria a volta do crescimento econômico. Mas, como isso não depende da vontade dos governadores, deve crescer a pressão por ganhos em outras frentes, mesmo reconhecendo a dificuldade dos pleitos. Primeiro, a renegociação dos limites de pagamento da dívida estadual. A questão encontra resistências, e o debate não está maduro. Segundo, a adoção do mesmo índice de correção para a dívida e para a RCL. A mudança irá corrigir uma falha e trará alívio às contas estaduais, sem, no entanto, solucionar o problema. Finalmente, a pressão por ganhos tributários e melhoria na distribuição da receita disponível tende a aumentar. Todavia, a restrição financeira federal é um empecilho e não é plausível esperar avanços significativos. Os limites desses caminhos alternativos recolocam o impasse e a dependência em relação ao retorno do crescimento.

V A reforma tributária e os governos estaduais

A reforma tributária, apesar do alarde com que foi apresentada e do *status* de medida inadiável, tem alcance restrito e só tangencia as dificuldades mencionadas nos itens anteriores. Não parece correto falar em reforma, mas em mudanças pontuais de aspectos tributários, sem vigência definida e com implicações imprecisas sobre a carga tributária. A distribuição dos recursos e dos encargos entre as esferas de governo não entrou na pauta de discussão e os ganhos estaduais praticamente restringiram-se ao aumento potencial do ICMS com a uniformização das alíquotas.

A proposta de reforma tributária não pode ser encarada como instrumento capaz de alterar a atual realidade financeira estadual. Os ganhos fiscais diretos são pouco relevantes e o alcance efetivo das medidas no aprimoramento do sistema tributário é duvidoso. Qual seria, então, o sentido da reforma para os governos estaduais? A atenção recai no uso da uniformização das alíquotas e da legislação do ICMS como outro veículo do processo de revisão do pacto federativo iniciado nos anos do governo Fernando Henrique Cardoso.

A questão interfere no caráter da federação. O domínio estadual sobre a principal fonte das receitas próprias sempre foi visto como elemento básico da realidade tributária brasileira. Desde os primórdios da República, a estrutura tributária assegurou aos governos estaduais o direito sobre o imposto de maior poder de arrecadação e a condição de manipular livremente o tributo¹⁰. A ditadura militar manteve o principal imposto na órbita estadual, mas passou a manipular o antigo ICM. Os Estados, com a volta da democracia, reconquistaram os direitos sobre o tributo. A Constituição de 1988 colocou a autonomia estadual como um dos pilares da discussão do sistema tributário. Os Estados retomaram a autonomia na fixação das alíquotas do novo ICMS, desde que

¹⁰ Cf. Lopreato (2002, cap. 1). Na Constituição de 1889, os governos estaduais garantiram o direito sobre o imposto de exportação, o de maior rentabilidade fiscal. As mudanças realizadas em 1946 não alteraram esse quadro. Os Estados asseguraram o direito de cobrança do IVC (Imposto de Vendas e Consignaões) e tinham plena liberdade de manipular as alíquotas.

respeitadas as atribuições do Senado Federal de fixar as alíquotas mínimas e máximas nas operações internas e as alíquotas aplicáveis às operações interestaduais e de exportação¹¹.

Nos últimos anos, as restrições financeiras e o aviltamento da atuação do CONFAZ provocaram o esgarçamento das formas de regulação tributária e desencadearam o processo insustentável de guerra fiscal, com reflexos no sistema tributário e nas condições de competitividade da economia. O efeito deletério dessa política poderia ser minimizado no âmbito do próprio CONFAZ, preservando as individualidades e os interesses do todo. Todavia, em vez de dar força ao CONFAZ, a proposta de reforma defende a ideia de retirar o poder estadual de manipular as alíquotas, abolindo a liberdade da administração tributária para fazer política fiscal e defender os interesses específicos de cada unidade.

As mudanças do ICMS podem ser vistas como outro elo da sequência de instrumentos de intervenção nas relações federativas, com implicação fundamental na autonomia estadual de decidir sobre questões de ordem fiscal-financeira. Não se defende aqui o caos financeiro vivido pelas finanças estaduais desde os anos oitenta. O objetivo é destacar o caráter das mudanças. O momento exigia medidas de cunho restritivo, mas os movimentos que se seguiram ultrapassaram esse desiderato. A renegociação da dívida e a reforma patrimonial tiveram como preocupação central o controle dos caminhos financeiros usados nos governos estaduais para fugir aos limites dados pela órbita fiscal. A LRF ampliou o controle e introduziu regras a ser obedecidas na gestão fiscal. A proposta de reforma reforça o caminho nessa mesma direção, retirando o direito estadual de arbitrar sobre o seu principal imposto e a liberdade de defender interesses particulares.

A alteração é relevante. O objetivo é alimentar a corrida na busca por competitividade da economia, mas, por outro lado, atropela um dos ícones da federação brasileira. Na verdade, a revisão do federalismo avançou e não se discutiu, de modo aberto, o seu sentido. As medidas restringindo o espaço de poder dos governos estaduais foram anunciadas como metas em acordos com organismos internacionais, visando o controle fiscal, a defesa da gestão monetária e a ideia de competitividade, sem se deter na discussão da federação brasileira. Esta questão não emergiu no debate, mas foi o resultado palpável das medidas adotadas.

VI Considerações finais

O texto pretendeu apresentar dois eixos básicos de argumentação. O primeiro deles envolveu a discussão de questões relacionadas ao federalismo brasileiro, mostrando que os governos estaduais perderam espaço de poder. A renegociação das dívidas estaduais e a LRF foram marcos desse processo e definiram regras de controle fiscal. A proposta de reforma tributária, em nome de eventuais ganhos de competitividade, trilha o mesmo caminho. A revitalização do CONFAZ não entrou em pauta, e a atenção se voltou para a unificação das alíquotas e da legislação do ICMS, com reflexo sobre a liberdade estadual de legislar sobre o tributo e de defender as suas especificidades.

O segundo destacou as condições financeiras de sete das principais unidades estaduais. O quadro é preocupante. Os Estados, apesar dos superávits primários, são prisioneiros da restrição

¹¹ Cf. Oliveira (1995, p. 116 e ss.).

fiscal e apresentam constantemente atrasos ou deficiências financeiras. O pagamento de encargos da dívida e o acesso limitado a outras fontes de financiamento, ao lado do medíocre comportamento da economia, delineiam uma situação de semiparalisia fiscal.

A perspectiva do quadro fiscal não é favorável sem a retomada consistente do crescimento da economia. Os governos estaduais não têm força para alterar essa realidade. Estão cada vez mais presos às determinações federais de controle de gastos e às regras de geração dos superávits primários exigidos na sustentabilidade da dívida pública. Agora, a reforma definiu outro instrumento redutor do espaço de atuação estadual em nome de eventuais ganhos na competitividade da economia. As implicações são evidentes: estão se consolidando mudanças na institucionalidade que interferem diretamente nos rumos do federalismo brasileiro, com perdas de espaço de decisão dos governos estaduais.

Referências bibliográficas

CANUTO, O. Brindes ao superávit primário. *O Estado de São Paulo*, 3 set. 2002.

FISHER, S. *Remarks to the Argentine Bankers Association*. 2001. Speeches in: www.imf.org.

LOPREATO, F. L. C. *O endividamento dos governos estaduais nos anos 90*. Campinas: UNICAMP. IE, 2000. (Texto para Discussão, n. 94).

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

MORA, M. *O processo de endividamento dos estados: problemas e limites à descentralização e à autonomia*. Dissertação (Mestrado)—Rio de Janeiro: UFRJ, 1998

MORA, M. *Federalismo e dívida Estadual no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA, 2002. (Texto para Discussão, n. 866).

NASCIMENTO, E. R.; GERARDO, J. C. *Dois anos da Lei de Responsabilidade Fiscal: perspectivas para a gestão pública brasileira*. Brasília, DF: Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional, 2002.

NASCIMENTO, E. R.; DEBUS, I. *Entendendo a Lei de Responsabilidade Fiscal*. Brasília, DF: Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional, 2002.

OLIVEIRA, F. A. *Crise, reforma e desordem do Sistema Tributário Nacional*. Campinas, SP: Editora da Unicamp, 1995.

Finanças estaduais: alguns avanços, mas... (os exemplos de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul) ¹

Introdução

A implementação do Plano Real agravou a crise das finanças estaduais presente desde os anos 80, tornando inadiável a renegociação das dívidas e o ajuste fiscal. O Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (Lei n. 9.496/1997) procurou evitar o colapso das finanças estaduais e afastar a ameaça de comprometimento da política de estabilização, abrindo caminho à retomada do controle financeiro e à superação do difícil momento, em melhores condições do que ocorreria caso não houvesse o apoio federal.

Este trabalho propõe-se a mostrar os avanços e algumas das dificuldades existentes uma década após o lançamento do programa de ajuste fiscal. Os Estados, embora tenham cumprido as medidas preconizadas no plano, convivem com restrições financeiras. O volume de investimento mantém-se baixo, o embate com a questão dos gastos com pessoal continua presente e observa-se o crescimento do estoque da dívida pública, graças, sobretudo, ao valor acumulado da parcela dos encargos não pagos, os chamados resíduos, que são incorporados ao montante final da dívida.

A análise recairá sobre três dos principais Estados brasileiros (São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul), por serem os responsáveis por uma parcela preponderante do total dos recursos envolvidos na renegociação das dívidas, além de apresentarem características em comum no momento de adoção do programa de ajuste e de revelarem aspectos particulares na evolução recente.

1 Crise das finanças estaduais, Plano Real e a criação de um novo regime fiscal

A trajetória das finanças estaduais é o resultado de determinações envolvendo, de um lado, a situação peculiar de cada unidade e, de outro, a crise fiscal em que se envolveu o setor público brasileiro a partir do problema da dívida externa no início dos anos 80. A política de enfrentamento da crise da dívida externa, privilegiando a manutenção dos compromissos financeiros e as transferências de recursos ao exterior, marcou o momento do colapso do padrão de financiamento público criado com as reformas do PAEG e levou todos os segmentos do setor público estadual a entrarem em crise (Lopreato, 2002).

A perenidade da crise cambial aprofundou os problemas fiscais. Os Estados, fragilizados financeiramente, ampliaram a dependência do crédito e do socorro federal e, ao mesmo tempo, viram crescer a articulação entre o tesouro, as empresas e os bancos estaduais, bem como a colocação de títulos da dívida pública. As iniciativas do Governo Federal para controlar o endividamento e para retirar o apoio financeiro aos Estados esbarraram no risco de gerar o caos administrativo e de romper o precário equilíbrio macroeconômico, provocando o desenlace da crise

¹ Publicado originalmente em *Econômica*, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, p. 187-214, dez. 2008.

econômica. Além disso, o momento de alta inflação inibiu a revisão da estrutura de financiamento pública e contribuiu para o aprofundamento da crise fiscal.

O novo cenário internacional e os movimentos do início dos anos 90 de abertura comercial e financeira permitiram a reintegração da economia brasileira ao mercado financeiro global. O retorno do financiamento externo criou as condições para o sucesso do Plano Real no controle da inflação e abriu espaços à revisão da estratégia de desenvolvimento anterior. A proposta liberal, apoiada na soberania dos mercados e na lógica de gestão da política macroeconômica definida por compromissos previamente anunciados, alterou o regime fiscal e a forma de enfrentamento da crise estadual. O objetivo foi evitar que o desequilíbrio das contas públicas ameaçasse a expectativa de valorização dos capitais externos necessários ao financiamento do balanço de pagamentos e colocasse em risco o processo de estabilização em curso.

O fim do regime de alta inflação e das elevadas taxas de juros adotadas no plano de estabilização agravaram a crise financeira estadual. Os governadores, presos aos problemas da dívida pública e dos bancos estaduais, perderam o controle das contas públicas e se tornaram reféns da crise, permitindo que o Governo Federal ditasse as regras do jogo e definisse condições de controle de endividamento de difícil passagem em outros tempos.

O processo de renegociação da dívida pública enquadrou os Estados na estratégia de desenvolvimento adotada, os obrigando a cumprirem duras regras de ajuste fiscal e a se desfazerem de empresas e de bancos estaduais, que, até aquele momento, serviam de instrumentos de alavancagem financeira e de ampliação de gastos públicos (Lei n. 9.496/1997).

O programa de ajuste fiscal interrompeu o entrelaçamento financeiro entre o tesouro, empresas e bancos estaduais e ampliou o controle sobre os focos de descontrole das contas públicas. Esta nova estrutura do setor público estadual limitou o poder de atuação de cada unidade, em grande medida, à sua potencialidade fiscal e ao arranjo das contas públicas. Com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF-LC n. 101 de 04/05/2000), completou-se a mudança do aparato institucional e tratou-se de definir os parâmetros de comportamento orçamentário, estabelecendo limites legais para os valores da dívida consolidada, das operações de crédito e das despesas de pessoal. Além disso, regras de conduta foram criadas, forçando as unidades a respeitarem os limites de gastos e de endividamento e, no caso de cometerem excessos, a retornarem a eles em curto espaço de tempo (Nascimento; Debus, s.d.).

A lógica do novo aparato institucional, comprometida com a geração de *superávits* primários e com o pagamento do serviço da dívida, delineou os espaços de atuação estadual e cobrou respeito às normas legais estabelecidas, sob pena de sofrerem sanções financeiras e o bloqueio das transferências legais (Lopreato, 2006). A capacidade que os Estados possuíam de ampliar gastos e de contratar novas operações de crédito ficou atrelada ao movimento geral da economia que, sendo responsável pelo comportamento da receita tributária e dos índices de atualização da dívida pública, definiu o potencial dos Estados para cumprirem as metas fiscais e elevarem o patamar de gastos.

2 O processo de ajuste fiscal: até onde chegou?

O novo aparato institucional forçou a adoção do ajuste fiscal e o cumprimento dos compromissos definidos anualmente no “Termo de Entendimento Técnico”², criado como parte do programa de reestruturação da dívida. Os instrumentos adotados pela esfera federal estabeleceram, pela primeira vez, normas de acompanhamento das metas fiscais anunciadas e das condições de sua implementação, não dando margem aos Estados de negarem a lógica do ajuste fiscal. O jogo político praticado pelos governadores durante o regime de alta inflação em defesa de suas políticas de gastos, apesar de não sair de cena, perdeu espaço. O poder federal passou a ditar as regras e a cobrar resultados, sinalizando a existência de pouca (ou nenhuma) flexibilidade na adoção de sanções caso o acordo não fosse observado.

O esforço fiscal, refém da instabilidade macroeconômica, não logrou os resultados esperados nos primeiros anos de vigência. A estratégia de desenvolvimento concentrada na defesa intransigente da política de estabilização, a abertura ao mundo das finanças globais e a prática de altas taxas de juros levaram o país a conviver com um crescimento médio do PIB de 2,5% entre 1996 e 2006 e com ciclos atrelados ao movimento do crédito internacional, restringindo a capacidade dos Estados de superar o quadro de fragilidade financeira.

Os três Estados analisados não divergiram da situação presente na maioria das outras unidades. As taxas médias de crescimento do PIB de São Paulo e do Rio Grande do Sul ficaram abaixo da média nacional, enquanto a do Rio de Janeiro apresentou melhor desempenho em função das atividades ligadas ao petróleo.

O baixo crescimento do PIB refletiu-se no comportamento pouco expressivo do ICMS em comparação com o IGP-DI. Este movimento só não foi menos favorável devido ao aumento da arrecadação nos setores de telecomunicações, energia elétrica e combustível.³ O processo de privatização, a crise energética e a alta do preço do petróleo no mercado internacional elevaram o peso relativo dessas áreas no montante do ICMS, beneficiando o desempenho da receita tributária, que, mesmo assim, teve fraco desempenho nos três Estados, pelo menos, até 2002, ganhando impulso no último triênio.

² É o termo dado ao documento fixando o conjunto de metas fiscais acordadas anualmente entre a Secretaria do Tesouro Nacional e os governos estaduais.

³ A tributação sobre essas áreas cresceu nos três Estados. No Rio de Janeiro, a participação dessas fontes na arrecadação total do ICMS saltou de 36,7% em 1998 para 46,2% em 2007. Em São Paulo, cresceu de 28,6% para 39,1% no mesmo período. Rio Grande do Sul, o peso dessas áreas subiu de 33,5% para 42,6%, impulsionado pelo aumento da alíquota do ICMS nas três áreas a partir de 2004.

Tabela 1
Índices de Evolução do IGP-DI, IPCA e ICMS

	Índices de Preços		Rio de Janeiro		São Paulo		Rio Grande do Sul	
	IGP-DI	IPCA	ICMS	REC.TR.	ICMS	REC.TR.	ICMS	REC.TR.
1998	100	100	100	100	100	100	100	100
1999	120	109	114	113	108	108	110	109
2000	132	115	128	129	131	129	133	132
2001	145	124	147	148	144	145	158	158
2002	184	140	164	177	160	160	176	172
2003	198	153	176	208	173	174	212	217
2004	222	165	205	241	197	199	228	235
2005	225	174	211	249	219	222	269	272
2006	233	179	233	275	248	246	279	290
2007	252	187	246	296	271	278	290	306

Fonte: STN e Ipeadata

Rec. Tr = Receita Tributária

O baixo dinamismo econômico, no entanto, não impediu o programa fiscal de ditar a lógica de condução das contas públicas, obrigando os Estados a cumprirem os parâmetros definidos na legislação vigente. Os indicadores negociados no “Termo de Entendimento Técnico” foram acompanhados de perto e seguiram a determinação legal da LRF. Ademais, a defesa da responsabilidade fiscal ganhou *status* político e transformou-se em bandeira eleitoral, passando a ser valorizada como paradigma de boa administração.

Tabela 2
Evolução do *superávit* primário

	Rio de Janeiro		São Paulo		Rio Grande do Sul	
	Primário*	SP/RCL	Primário*	SP/RCL	Primário*	SP/RCL
2000	1.096.659	9,51%	1.606.756	4,97%	455.044	6,83%
2001	721.296	5,30%	2.556.917	7,17%	-294.643	-3,99%
2002	255.808	1,69%	3.011.269	7,59%	-64.528	-0,77%
2003	1.860.623	9,71%	3.549.842	8,12%	-99.580	-1,01%
2004	2.204.018	10,49%	3.704.348	7,49%	35.979	0,34%
2005	1.971.290	8,54%	3.458.154	6,09%	572.131	4,63%
2006	1.891.736	7,24%	5.028.344	8,05%	454.197	3,41%
2007	3.491.927	13,01%	5.868.551	8,32%	954.249	6,82%

Fonte: STN – Indicadores fiscais

* valores correntes em milhares de reais

RCL= Receita Corrente Líquida

O olhar sobre os principais indicadores fiscais apontou avanços nas três unidades, apesar das diferenças existentes e da difícil situação financeira do RS. O sinal mais evidente dessa nova postura de gestão fiscal revelou-se na presença de *superávits* primários e na adoção dessa regra como norma de conduta aceita por todos. O RS, diferenciando-se do movimento observado em SP

e RJ, não se enquadrou de imediato e conviveu com *déficits* nos anos iniciais da década, alcançando *superávits* primários só a partir de 2004, quando passou a acompanhar a tendência geral (Tabela 2).

Além disso, o programa de ajuste fiscal e a LRF deram ênfase ao controle das despesas de pessoal (DP), refletindo a preocupação presente desde a Lei Camata (LC 96 de 31/05/1999) com o valor do gasto e com a forma pouco precisa dos registros contábeis^{4, 5}. Os indicadores fiscais, divulgados pela STN, mostram que os três Estados cumpriram o preceito legal e apresentaram tendência de queda da relação DP/RCL⁶. No caso de SP, as privatizações, os programas de demissão voluntária e a não-reposição dos aposentados reduziram o número de funcionários ativos de 912 mil em 1994 para 743,3 mil em 2005 e favoreceram a contração dos gastos com pessoal. Porém, o elevado gasto com inativos e pensionistas (cujo número saltou de 386,9 mil para 476,2 mil no período citado) e os entraves na adoção do regime de previdência dos servidores públicos dificultaram avanços mais significativos desse indicador.

A queda das despesas de pessoal no RJ foi mais expressiva, devido, fundamentalmente, ao fato de ter concluído a implementação do Regime Próprio de Previdência Social para Servidores Públicos (RPPSP) e ter deixado de registrar os gastos com inativos e pensionistas como despesas de pessoal (Tabela 3)⁷.

⁴ A LRF estabeleceu critérios para a apuração do valor da despesa de pessoal (distintos daqueles observados na composição do grupo de despesa “Pessoal e Encargos Sociais”) e fixou o teto de gasto em 60% da RCL, bem como determinou que, no caso deste limite ser ultrapassado, é obrigatório eliminar o excesso nos dois quadrimestres seguintes, sendo pelo menos um terço no primeiro (Lei 101/2000, art. 23). Além disso, definiu que o total de 60% deve ser distribuído da seguinte forma na esfera estadual: 3% para o Legislativo, incluindo o Tribunal de Contas; 6% para o Judiciário; 49% para o Executivo e 2% para o Ministério Público.

⁵ Cf. Manual Básico – A Lei de Responsabilidade Fiscal (TCESP, 2007, p. 35): “De acordo com a Portaria Interministerial 163/2001, as seguintes rubricas integram a despesa de pessoal: aposentadorias; pensões; contratações por prazo determinado; salário-família de servidores estatutários; vencimentos e vantagens fixas – pessoal civil (salário, adicionais, gratificações, pró-labore, 13º salário etc.); obrigações patronais (FGTS, contribuições previdenciárias etc.); outras despesas variáveis (horas-extras, substituições etc.); outras despesas de pessoal decorrentes de contratos de terceirização (§1º, art. 18 da LRF); outras obrigações tributárias e contributivas (PIS/PASEP); sentenças judiciais referentes a demandas trabalhistas; despesas de exercícios anteriores relativas a pessoal e indenizações e restituições trabalhistas. O art. 18 da LRF refere-se, à exaustão, às espécies remuneratórias, nada tendo a ver, destarte, com verbas indenizatórias, as quais, bem por isso, não ingressam nos limites da despesa de pessoal (ex.: vale-refeição, cesta básica, vale-transporte, diárias de viagem, entre outras). A LRF inseriu, de forma genérica, a mão-de-obra terceirizada, **substitutiva de servidores**, no âmbito dos gastos de pessoal, preocupando-se, por certo, com o crescimento de prática muito em voga no setor público (art. 18, §1º).”

⁶ Os relatórios de gestão fiscal, apresentados obrigatoriamente pelos Estados a cada quadrimestre, divulgam as despesas de pessoal referentes ao Executivo, cujo limite legal é de 49% da RCL.

⁷ A LRF definiu regra própria do que deve ser registrado como despesa de pessoal e obrigou os Estados a seguirem as normas previdenciárias fixadas pela legislação federal. Como será visto à frente, com a adoção plena do novo modelo previdenciário, a legislação permitiu que os gastos com inativos e pensionistas deixassem de ser registrados como despesas de pessoal.

Tabela 3
Despesa Líquida de Pessoal / RCL

Poder Executivo			
	RJ	SP	RS
2000	39,90%	49,27%	61,68%
2001	35,14%	47,93%	51,84%
2002	37,55%	47,99%	48,77%
2003	39,27%	46,68%	48,69%
2004	31,25%	44,53%	43,28%
2005	30,99%	42,36%	40,03%
2006	27,49%	42,84%	41,30%
2007	26,16%	41,55%	42,31%

Fonte: STN – Indicadores fiscais.

A situação do RS revelou-se peculiar. O valor das despesas de pessoal alcançou 61,68% da RCL em 2000 e superou o limite fixado na LRF. Isto obrigou o Estado a enquadrar-se no teto legal em curto espaço de tempo. O Estado cumpriu com essa determinação em 2002 e manteve a tendência de queda nos seguintes. O atraso na adoção do novo regime previdenciário limitou as reduções das despesas de pessoal e o valor de 42,31% da RCL alcançado em 2007 ocorreu, em boa medida, graças ao que se pode chamar de “forma particular de apropriação dos dados”.⁸

Os valores de despesas de pessoal apresentados acima refletiram situações distintas e deixaram claro que se deve ter atenção para evitar comparações descuidadas ou tirar conclusões apressadas sobre a dimensão correta dessas despesas e as dificuldades em relação aos aposentados e pensionistas. As diferenças no registro das despesas de pessoal de cada unidade podem ser explicadas, em alguma medida, pelo estágio na adoção do RPPSP e pelas especificidades dos preceitos fixados pelos respectivos Tribunais de Contas. Essas diferenças, embora passíveis de serem superadas em algum momento, contribuem para obscurecer o entendimento atual sobre o que está sendo considerado no valor das despesas de pessoal, exigindo, portanto, cuidado no trato da informação isolada.

⁸ Apesar das normas fixadas pela LRF, há diferenças de cálculo entre os Estados. Em São Paulo, de acordo com o TCESP (2007, p.37), uma vez apurado o total das despesas com pessoal, procede-se às seguintes exclusões: (-) Indenizações por demissão de servidores ou empregados; (-) Gastos com sessões extraordinárias (até 15/02/2006); (-) Despesas de incentivo à demissão voluntária; (-) Despesas com precatórios trabalhistas; (-) Contribuição dos servidores ao RPPS; (-) Contribuição patronal ao RPPS (*); (-) Receitas de compensação previdenciária e; (-) Receitas diretamente arrecadadas pelo RPPS (rendimentos, alienações etc.) .O Rio de Janeiro segue o mesmo padrão. No Rio Grande do Sul, apura-se a despesa total com pessoal da seguinte forma: Despesa Total com Pessoal (=) (+) Despesa Líquida com Pessoal Ativo (Vencimentos, salários, subsídios, soldo, gratificações, vantagens temporais, salário-família e obrigações patronais, deduzido o Imposto de Renda Retido na Fonte); (+) Despesa Líquida com Inativos (Proventos de aposentadoria e reforma, incluindo salário-família, com dedução da parcela proporcional da Receitas de Contribuição Previdenciária dos Servidores, das receitas da Compensação Financeira entre Regimes e do Imposto de Renda Retido na Fonte). Como consta do parecer do TCERS (2006, p.74), a partir de 2001, seguindo a informação TCE 43/2001 e a determinação do Parecer Coletivo n. 2/2002, não estão incluídas as despesas com pensões, assistência médica, auxílio-refeição, auxílio-transporte; auxílio-crèche, bolsa de estudo, auxílio-funeral e se deduz a parcela do Imposto de Renda Retido na Fonte dos Servidores (IRRF).

A evolução recente do indicador de dívida consolidada líquida (DCL) também sinalizou avanços na situação financeira estadual, contrastando com a deterioração enfrentada nos primeiros anos pós-estabilização, quando a queda da inflação e a política de juros elevados determinaram o crescimento do estoque da dívida e o descontrole financeiro, sobretudo nas unidades com alta parcela de dívida mobiliária.

A obrigatoriedade de gerar *superávits* primários e de pagar parte da dívida, ao lado das restrições à contratação de novos créditos, freou o movimento de crescente desequilíbrio do imediato pós-Plano Real, mas não foi suficiente para reverter o quadro inicial de dificuldade. A situação voltou a deteriorar-se nos anos seguintes à crise na Ásia. Os Estados, reféns do baixo crescimento econômico, dos limites à contratação de empréstimos e da expansão do índice (IGP-DI) usado na atualização monetária da dívida, tiveram que ampliar o controle dos gastos públicos e buscar apoio na esfera federal para superar o momento difícil⁹.

A estabilidade econômica alcançada após 2004 permitiu a SP e ao RJ manterem a relação Dívida Consolidada Líquida/Receita Corrente Líquida (DCL/RCL) abaixo do índice definido na LRF. O mesmo não ocorreu no RS (tabela 4). O Estado sustentou valores acima do limite legal, não cumpriu a trajetória esperada de redução da dívida e efetuou os pagamentos dos encargos, frequentemente, com atraso. Isto lhe gerou punições e elevou o custo de carregamento da dívida, alimentando os sinais de fragilidade financeira.¹⁰ O RS, entretanto, não deixou de atender à lógica do programa de ajuste, pagando amortizações bem superiores às captações de novos recursos e acatando as regras de gestão das contas públicas.

Tabela 4
Relação DCL/RCL

	RJ	S.P.	R.S.
2000	2,07%	1,93%	2,66%
2001	1,90%	1,97%	2,51%
2002	2,35%	2,27%	2,79%
2003	2,01%	2,24%	2,80%
2004	2,04%	2,23%	2,83%
2005	1,90%	1,97%	2,58%
2006	1,72%	1,89%	2,53%
2007	1,74%	1,70%	2,54%

Fonte: STN – Indicadores fiscais.

⁹ O Senado Federal, diante das dificuldades dos Estados em cumprir a LRF, aprovou a Resolução nº 20 de 2003, que suspendeu, durante o período de 1º de janeiro de 2003 a 30 de abril de 2005, a obrigatoriedade das unidades que haviam ultrapassado o teto da relação DCL/RCL (2/1) ou a trajetória negociada de evolução da dívida de retornarem aos limites definidos na legislação.

¹⁰ Nas normas estabelecidas nos contratos de renegociação da dívida, se o Estado efetuar o pagamento das parcelas de amortização com atraso, ocorrerá a troca do índice de atualização monetária do contrato de IGP-DI + 6% para Selic + 1%. A troca acarreta a expansão desse encargo sempre que a Selic superar o IGP-DI. No caso do RS, isso não alterou o seu fluxo de caixa, pois o valor dos encargos da dívida já estava no limite de 13% fixado para o comprometimento da RLR. O resultado foi o aumento do resíduo a ser pago no final do contrato e do montante total da dívida.

O controle das contas públicas, apesar dos sinais positivos anunciados pelos indicadores fiscais, não conseguiu lidar com o aparente esvaziamento do poder estadual como força motora da federação brasileira. Os indícios são de que os Estados enfrentam uma crise estrutural, definida pela perda de seus espaços de atuação e de capacidade de ordenarem as ações em seu território.

As evidências desse fenômeno decorreram, de um lado, do menor grau de liberdade da política estadual com o aumento da rigidez orçamentária e da tendência de reconcentração da receita tributária disponível na esfera federal, decorrente da expansão da receita da União a partir de contribuições sociais não compartilhadas com os governos subnacionais e da queda do peso do ICMS na carga tributária total. Por outro lado, foi visível a deterioração do potencial dos gastos estaduais, provocada por: (i) a crise fiscal; (ii) a desmontagem das articulações com a esfera federal e das relações no interior das próprias unidades, com a privatização de bancos e empresas estaduais, responsáveis, na fase anterior, por definirem a atuação e o valor das despesas estaduais em diferentes áreas¹¹ e; (iii) o comprometimento com o ajuste fiscal e o pagamento dos encargos da dívida renegociada com a esfera federal¹². Este conjunto de elementos enfraqueceu o poder de atuação e a capacidade dos Estados de desempenharem o papel histórico de coordenação política e econômica das atividades realizadas em seu território e ator central no pacto federativo.

Os municípios, por sua vez, apoiados na crescente participação no valor da receita tributária disponível e na articulação direta com a esfera federal como agentes dos programas sociais e de transferência de renda (por exemplo: SUS, Fundef e Bolsa Família), ganharam espaço como elementos atuantes da federação brasileira e ocuparam parte do vazio deixado pelo retraimento das despesas estaduais. Porém, o fizeram, em grande medida, com perda de autonomia nas decisões de gastos, pois ficaram atrelados às diretrizes estabelecidas pelo governo central. Esta forma peculiar de descentralização e de articulação direta com a esfera federal, baseada na crescente dependência de verbas de transferências e de convênios federais, levou os municípios a agirem descolados da órbita do poder estadual, esvaziando a capacidade dos Estados de elaborarem e coordenarem políticas em áreas relevantes da atuação pública, criando um vazio ocupado pelo poder central (Prado, 2007).

O resultado revelou-se um modelo particular de federalismo. Os governos estaduais vivem, atualmente, um processo de perda de expressão econômica e política, apesar de continuarem detendo peso expressivo na ordem federativa. Os sinais indicam que alterações na federação brasileira estão em curso. A crise fiscal vivida desde os anos 80, as restrições decorrentes do ajuste fiscal, a menor participação na receita tributária disponível, aliada às características da evolução recente de cada esfera de governo, desencadearam um lento processo de mudanças na correlação de forças, dando lugar ao dimensionamento crescente do poder federal e da importância dos municípios, enquanto a atuação dos Estados perde fôlego e emite sinais de uma cessão de espaços

¹¹ A articulação com a esfera federal ocorria por diversos caminhos, destacando-se: os sistemas nacionais de energia elétrica e telecomunicações; as articulações entre as unidades historicamente ligadas à administração direta (transporte, saneamento e habitação) com o repasse de recursos e vinculações com as agências públicas de financiamento; as empresas ligadas ao setor primário, responsáveis por assistência técnica e extensão rural e as formas de repasses articuladas com políticas de desenvolvimento regional.

¹² É importante destacar que o esforço fiscal cresceu com o processo de privatização dos bancos e das empresas estaduais, que transferiram o valor de suas dívidas e de seus encargos com inativos e pensionistas para o tesouro.

no jogo federativo. Esta questão ganhou força como ponto basilar do debate sobre o futuro do federalismo brasileiro. Os efeitos já foram sentidos, mas os seus desdobramentos não se completaram e estão na dependência da evolução do quadro econômico.

3 Os percalços do ajuste fiscal

A leitura dos indicadores de gestão fiscal apontou a ocorrência de avanços no ajuste fiscal e a superação do período crítico de deterioração das finanças estaduais, pelo menos em SP e RJ. Entretanto, as metas-síntese do programa de ajuste enfrentaram dificuldades e limitaram o poder dos Estados de interferir nos rumos da federação brasileira, indicando que o caminho a percorrer ainda é longo.

3.1 Alguns problemas: a estrutura institucional e as despesas de pessoal

A falta de melhor estrutura institucional merece atenção. A crise do setor público brasileiro decorrente do problema da dívida externa levou ao colapso do modelo anterior de intervenção institucional e ao processo de privatização de empresas e instituições financeiras. A visão que orientou a remontagem do modelo institucional não priorizou as ações a favor, por exemplo, da defesa do desenvolvimento tecnológico e científico, do incentivo às exportações, do crescimento industrial e de programas necessários à sustentação do crescimento. A ausência de instrumentos impulsionadores do crescimento deixou as unidades presas à política de cortes de gastos públicos, com poucas condições de responderem aos desafios do novo momento e de interferirem na estratégia de desenvolvimento.

A superação da fase aguda do ajuste fiscal em SP e RJ criou a chance de se revisitar a discussão sobre a institucionalidade e as formas de atuação governamental, abrindo espaços a alguns avanços. No RS, no entanto, os dirigentes, focados no embate com a situação fiscal, tornaram-se reféns da política de ajuste, cerceando o debate de uma agenda alternativa comprometida com o desenvolvimento e a expansão do potencial de crescimento estadual.

Outra questão de destaque na evolução recente das finanças estaduais foi a luta contra as despesas de pessoal. Os indicadores de gestão fiscal apontaram a queda da relação DP/RCL após a adoção do programa de ajuste fiscal. Porém, como se chamou atenção anteriormente, esse movimento deve ser analisado à luz do novo formato institucional dado ao tratamento dos inativos e pensionistas a partir da LRF e das recentes reformas previdenciárias.

A nova legislação trouxe outro entendimento do que se insere no conceito de “despesa de pessoal”. Os Estados tiveram de alterar o aparato institucional e a forma de financiamento das despesas com inativos e pensionistas, com o objetivo de se adaptarem às reformas previdenciárias dos governos FHC (EC n. 20 de 15/11/1998) e Lula (EC n. 41 de 19/12/2003 e EC n. 47 de 05/07/2005). A legislação federal definiu o novo modelo e as unidades foram obrigadas a seguir as normas legais, estabelecendo: (i) a criação de um órgão responsável pela gestão do regime próprio de previdência; (ii) a cobrança de uma alíquota sobre os ganhos dos servidores ativos e da parcela dos proventos dos inativos e pensionistas que exceder o teto do Regime Geral da Previdência Social (RGPS) equivalente, no mínimo, à dos servidores federais (11%); (iii) a constituição de um fundo

previdenciário, com autonomia de gestão, responsável pelo pagamento dos inativos e pensionistas, com a contribuição patronal igual ao dobro do pagamento dos servidores (22%).

A legislação estabeleceu que, após a criação plena do novo modelo institucional, os Estados poderiam retirar o valor total dos gastos com inativos e pensionistas do conceito de “despesa de pessoal”, passando a registrar nessa rubrica apenas os gastos com os ativos. O mérito do conceito usado na LRF foi o de separar cada uma das contas e o de melhorar o conhecimento sobre a forma de financiamento dos inativos e pensionistas. Porém, isto não eliminou, pelo menos a curto prazo, o efeito restritivo desses gastos sobre as contas públicas.

O problema de financiamento continuou presente e se transferiu ao fundo de previdência, recolocando o debate. A introdução de alíquotas mais elevadas de contribuição previdenciária no novo modelo atendeu às necessidades do fluxo futuro de gastos com inativos e pensionistas, mas não resolveu o problema de como financiar o seu estoque atual. Os Estados continuaram forçados a aportar parte do volume de recursos necessários ao pagamento dos inativos e pensionistas, já que a arrecadação previdenciária no modelo anterior, além de se dar com alíquota mais baixa, incorporava-se à receita corrente e não era reservada à cobertura desses gastos. Criou-se, então, uma “dívida” do tesouro estadual que precisava ser honrada e interferia na gestão orçamentária. Assim, o valor da despesa de pessoal, conforme apresentado no indicador de gestão fiscal, escondeu o real impacto dos gastos de pessoal na execução orçamentária, exigindo que a análise se faça em conjunto com as condições do RPPSP.

O efeito negativo sobre o potencial de gasto estadual dependeu da solução dada em cada caso e do quanto caminhou a criação do regime próprio estadual. O novo modelo institucional avançou nas três unidades, mas se encontram em estágios diferentes, exigindo cuidado na análise comparativa do indicador de despesa de pessoal. A situação do RS mostrou-se a mais delicada. O número de inativos e pensionistas é proporcionalmente elevado e, em 2006, exigiu R\$ 105,50 de cada R\$ 100,00 gastos com os ativos (TCE-RS, 2006, p. 73). Além disso, não se consolidou o novo formato de gestão. O Estado definiu o IPERGS como gestor único do RPPSP, estipulou a cobrança da alíquota de 11% dos servidores públicos e estabeleceu a contribuição patronal como o dobro (22%) do valor pago pelos servidores ativos, inativos e pensionistas. Entretanto, a constituição de um fundo de natureza financeira, capaz de cobrir o pagamento dos benefícios previdenciários, continuou pendente e não ocorreu o repasse das contribuições patronais ao órgão gestor do RPPSP, obrigando o caixa estadual a arcar com o pagamento dos inativos, bem como complementar os gastos do IPERGS com as pensões.

A questão de como resolver o problema dos servidores inativos, sem contar com uma reserva financeira suficiente para dar suporte aos benefícios pagos, persistiu em aberto. O valor do *déficit* previdenciário chegou a R\$ 3,99 bilhões em 2006 e não há solução fácil para o problema. A constituição do fundo previdenciário exigiria grande esforço de capitalização, pois o tesouro deixaria de compensar as despesas com as contribuições dos servidores ativos e ainda teria de fazer o repasse do valor equivalente à contribuição patronal, comprometendo parcela elevada da RCL¹³.

¹³ Na avaliação do TCE-RS (2006, p. 113) o Estado, caso o fundo previdenciário fosse constituído em 2006, teria de abrir mão do valor das contribuições dos servidores ativos, equivalente a R\$ 351,12 milhões, e repassar ao RPPSP o dobro desse valor como contribuição patronal (R\$ 702,23 milhões), além de arcar com o valor das despesas líquidas dos benefícios dos inativos e pensionistas, o que levaria o valor do gasto a cerca de 40% da RCL.

A situação financeira estadual dificultou a busca por saídas, mas, ao mesmo tempo, tornou-se imperiosa. Os dados da execução orçamentária, *que incluem os gastos com pensões e outros não considerados no conceito da LRF*, indicaram a questão das despesas de pessoal como fator de comprometimento dos demais gastos e a colocaram como desafio no encaminhamento do arranjo das contas públicas (tabela 5). O problema seria ainda mais grave caso fossem levados em conta: (i) o fato de os gastos não incorporarem as repercussões financeiras da decisão judicial contrária ao Estado sobre a não-adoção dos índices salariais concedidos em 1996 (TCE-RS, 2006); (ii) os sinais de que a recente queda nos gastos de pessoal apresentados na execução orçamentária deveu-se mais à opção de classificar como despesas de custeio parte dos gastos antes registrados como de pessoal do que a medidas efetivas de controle de gastos (Gobetti, 2006)¹⁴.

Tabela 5
Despesa de Pessoal / RCL

	RJ	RS	SP
2002	62,04%	79,02%	60,27%
2003	57,47%	76,03%	59,97%
2004	53,71%	72,94%	57,16%
2005	31,74%	69,17%	55,42%
2006	30,28%	71,79%	55,77%

Fonte: STN – Execução orçamentária.

A governadora Yeda Crucius, como meio de enfrentar a crise e reestruturar as finanças estaduais, encaminhou à Assembléia Legislativa um projeto de lei propondo: (i) a criação de um órgão autônomo gestor da previdência pública estadual; (ii) a instituição do regime de previdência complementar para os servidores, mediante capitalização com contribuições paritárias; (iii) o estabelecimento de um teto de aposentadoria para os servidores a ser custeado pelo tesouro; (iv) a transferência de parte dos recursos da venda de imóveis para a capitalização do fundo previdenciário (Governo RS, 2007).

As medidas foram na direção do novo modelo previdenciário e destacaram os entraves presentes na estrutura de gasto estadual. A solução, entretanto, exigirá enorme esforço e, uma vez aprovada, pouco aliviará a situação financeira a curto prazo.

A reformulação institucional de São Paulo avançou mais do que a do Rio Grande do Sul. Foi aprovada a adequação das contribuições previdenciárias às normas federais e a criação da entidade gestora única do regime próprio dos servidores públicos (SPPrev, LC n. 1010/2007 e LC n. 1012/2007). Não obstante, o fundo previdenciário, embora legalmente autorizado, não se

¹⁴ Como indicou Gobetti (2006, p. 5): “[...] também é notável a redução da despesa de pessoal como proporção da RCL de 73,7% em média entre 2000-2002 para 67,1% em 2005. Ao examinarmos as despesas de pessoal e de custeio no relatório analítico da execução orçamentária, detectamos que uma parcela significativa dessa redução da despesa de pessoal explica o aumento no gasto de custeio. Isto porque a partir de 2003, o governo estadual passou a contabilizar uma série de auxílios pagos a servidores públicos, como viagens, ajuda de custo, alimentação, transporte, creche e até auxílio funeral, como elementos ou sub-elementos de despesa de ‘outras despesas de custeio’”.

constituiu, uma vez que, para isso, seria preciso obter os recursos exigidos para saldar a “dívida” com o regime previdenciário próprio do Estado.

A inexistência do fundo obrigou o tesouro estadual a responder pelo fluxo de gastos com os inativos que, em 2005, alcançou o total de 20,8% da RCL, sendo que, deste total, 4,4% foram cobertos com a contribuição previdenciária e os outros 16,4% (R\$ 9,29 bilhões) corresponderam a recursos orçamentários, registrados como despesas de pessoal.

O regime próprio de previdência do Rio de Janeiro completou todo o processo de adequação às normas da legislação federal e criou o fundo previdenciário responsável pelo pagamento dos inativos e pensionistas (RioPrevidência). As condições de seu financiamento estiveram diretamente ligadas a dois contratos assinados com a União durante o processo de renegociação da dívida estadual. O primeiro negociou a cessão ao governo federal de parte dos direitos de crédito sobre a exploração do petróleo (*royalties* e participação especial), recebendo, em troca, (i) o abatimento da parcela de 20% à vista exigido no acordo e; (ii) os Certificados Financeiros do Tesouro (CFT) utilizados na capitalização do fundo de previdência recém-criado.¹⁵ O segundo acertou a constituição de uma reserva monetária (a chamada conta A), com recursos originários de empréstimo contraído por meio de um instrumento próprio com a Caixa Econômica Federal, a fim de garantir as obrigações previdenciárias assumidas com a liquidação do Banerj.

O Estado, diante das dificuldades financeiras enfrentadas em 2003, voltou a celebrar outro contrato com a esfera federal, antecipando os pagamentos dos CFT que venceriam a partir de 2007 e estabelecendo, em troca, a transferência ao RioPrevidência de parte das receitas a que faz jus, a título de compensação financeira pela exploração do petróleo. A operação completou-se em janeiro de 2006, com a incorporação ao patrimônio do fundo dos direitos de propriedade sobre as receitas do petróleo e sobre as receitas oriundas da dívida ativa tributária e dos créditos tributários parcelados, ampliando a disponibilidade de recursos à disposição do órgão gestor do regime próprio de previdência¹⁶.

As receitas próprias previdenciárias, com a capitalização do fundo, alcançaram 76,59% do total dos recursos utilizados no custeio do RPPSP em 2006 e os repasses previdenciários correspondem aos outros 23,41% do total arrecadado, divididos em contribuição patronal (15,36%) e repasses do tesouro para a cobertura de *déficit* (8,05%) no valor de R\$ 521,70 milhões. É interessante observar que, do valor total das receitas próprias previdenciárias (R\$ 4,97 bilhões), as contribuições dos servidores públicos responderam por 16,08% e os recursos provenientes do

¹⁵ Em função da Renegociação da Dívida Estadual, foi celebrado, em 29 de outubro de 1999, o Contrato de Cessão de Créditos sobre participação na arrecadação de *Royalties*, entre a União e o Rio de Janeiro. Este instrumento teve como objeto a antecipação de receita a ser gerada pelos *royalties* da prospecção do petróleo. O valor carregado aos cofres estaduais serviu para amortizar integralmente o saldo da conta gráfica, que correspondeu a 20% do valor de R\$ 10.196.048.066,81 negociado com a União. Por esse acordo, o Estado cedeu e transferiu à União parte dos seus direitos de crédito sobre *royalties* e participação especial, no valor de face total de R\$ 10.834.607.939,20 a preços de 20/10/99. O valor presente desses créditos, pelo critério do fluxo de caixa descontado, equivaleu a R\$ 5.776.729.446,50. Desse total, R\$ 2.039.209.613,36 foram utilizados no abatimento do saldo da conta gráfica e o restante (R\$ 3.737.519.833,14) correspondeu aos títulos representados por Certificados Financeiros do Tesouro, a serem utilizados pelo Estado na capitalização do RioPrevidência (TCE-RJ, 1999, fl. 896).

¹⁶ Cf. os Decretos 37.571 de 12/05/2005, alterado pelos Decretos 37.824 e 38.162 de 25/08/2005.

petróleo por 40,16%. Outros 25,61% vieram das receitas com os CFT's que, originalmente, também são atrelados ao petróleo; ou seja, o petróleo colocou o Rio em condição peculiar diante de São Paulo e do Rio Grande do Sul (TCE-RJ, 2007).

A regulamentação do RioPrevidência fez com que, a partir de 2005, os gastos de aposentadoria e pensões deixassem de ser classificados como despesas de pessoal e os repasses orçamentários necessários à cobertura do *déficit* previdenciário fossem registrados como “outras despesas correntes”, diferentemente do que ocorreu com o mesmo tipo de gasto nas outras duas unidades. A consequência foi a redução expressiva do valor atribuído às despesas de pessoal, embora, é importante destacar, o comprometimento do potencial tributário no financiamento das despesas com inativos e pensionistas continue elevado e constitua fator de restrição aos gastos em outras áreas.

Em resumo, a mudança institucional na área previdenciária escancarou as dificuldades de financiamento dos inativos e pensionistas e tornou menos obscuro o trato das despesas de pessoal, sem, no entanto, eliminar o entrave existente sobre o potencial de investimento estadual, apenas deslocando-o de lugar.

3.2 Cresceu o *superávit* primário e os encargos da dívida são pagos, mas ...

O crescimento do *superávit* primário e o declínio da relação DCL/RCL surgiram como os sinais mais visíveis do programa de ajuste e do compromisso com o pagamento dos encargos da dívida pública. As dificuldades, no entanto, persistem. O exame da Tabela 6 mostrou que os três Estados, mesmo com a geração de *superávits* primários, tiveram, com exceção do Rio de Janeiro em 2007, necessidade de financiamento bruto (NFB); ou seja, o esforço fiscal não permitiu a cobertura dos gastos com juros e amortização, mesmo levando em conta o teto de gastos com o serviço da dívida, obrigando o comprometimento de outras fontes de recursos no pagamento da dívida. As restrições à contratação de operações de crédito forçaram o uso de recursos alternativos na cobertura da NFB, como a alienação de bens, além dos ganhos com aplicações financeiras, outras receitas de capital e expedientes *ad hoc*, por exemplo, o atraso de pagamentos e o cancelamento de restos a pagar.

O uso desses expedientes permitiu a São Paulo e ao Rio de Janeiro saldarem o serviço da dívida e obterem saldos financeiros. O mesmo não ocorreu no Rio Grande do Sul. A precariedade das condições de financiamento evidenciou-se tanto na constante presença de NFB como na existência de deficiência financeira de 2004 a 2006. O Estado reverteu a situação em 2007 graças ao valor excepcional da venda de ativos, mas, como essa forma de captação de recursos não deve se sustentar, o quadro anterior provavelmente voltará a se repetir em 2008, indicando que a situação, depois de transcorridos dez anos da renegociação da dívida pública, pouco se alterou e a busca do equilíbrio financeiro continuou como ponto basilar de sua agenda fiscal.

Tabela 6
Condições de Financiamento dos Governos Estaduais

Rio de Janeiro	R\$mil correntes			
	2004	2005	2006	2007
I – Resultado primário	2.204.018	1.971.290	1.891.735	3.491.927
II – Juros da dívida	1.673.602	1.997.551	2.167.339	2.373.213
III = (I – II) – Nec. Financiamento Líquida	530.416	(26.261)	(275.604)	1.118.714
IV – Amortizações	849.983	712.696	728.646	840.568
V = (III +IV) = Nec. Financiamento Bruta	(319.567)	(738.958)	(1.004.250)	278.146
Alienação de bens	9.325	354.562	228.728	768
Operações de crédito	260.894	280.750	352.734	163.674
Aplicações financeiras	198.506	181.027	226.586	291.816
Outras receitas de capital	24.097	101.604	244.490	194.001
VI = saldos / deficiência financeira	173.255	178.985	48.288	928.405
São Paulo				
	2004	2005	2006	2007
I – Resultado primário	3.704.348	3.458.154	5.213.765	5.868.551
II – Juros da dívida	4.126.911	4.966.355	5.319.288	5.128.332
III = (I – II) – Nec. Financiamento Líquida	(422.563)	(1.508.201)	(105.523)	740.219
IV – Amortizações	1.369.090	1.428.827	3.396.093	2.188.981
V = (III +IV) = Nec. Financiamento Bruta	(1.791.653)	(2.937.028)	(3.501.616)	(1.448.762)
Alienação de bens	36.891	1.213.119	1.622.601	31.521
Operações de crédito	548.143	375.856	381.196	256.074
Aplicações financeiras	1.155.956	1.488.437	1.365.357	1.195.619
Outras receitas de capital	200.973	114.496	161.802	460.362
VI = saldos / deficiência financeira	150.310	254.880	29.340	494.814
Rio Grande do Sul				
	2004	2005	2006	2007
I – Resultado primário	35.979	572.131	454.197	954.250
II – Juros da dívida	280.666	293.903	285.446	269.812
III = (I – II) – Nec. Financiamento Líquida	(244.687)	278.228	168.751	684.438
IV – Amortizações	1.178.341	1.420.401	1.490.015	1.560.568
V = (III +IV) = Nec. Financiamento Bruta	(1.423.028)	(1.142.173)	(1.321.264)	(876.130)
Alienação de bens	169.045	29.215	231.689	1.290.006
Operações de crédito	230.075	127.324	29.411	0
Aplicações financeiras	36.929	55.291	27.763	80.382
Outras receitas de capital	10.178	12.272	52.739	148.974
VI = saldos / deficiência financeira	(976.801)	(918.071)	(979.662)	643.232

Fonte: Elaboração própria

Dados dos Relatórios da LFR – Demonstrativo do Resultado Primário.

O peso da dívida pública, embora não tenha o caráter explosivo característico do momento anterior ao programa de ajuste fiscal, manteve-se como empecilho ao arranjo das contas públicas. A renegociação descolou a dinâmica da dívida do valor da taxa básica de juros e estabeleceu um

limite máximo para o comprometimento da receita líquida real (RLR)¹⁷ com o pagamento dos encargos da dívida, permitindo, assim, a retomada do controle do processo de endividamento e a superação da ameaça de caos financeiro presente no início do Plano Real.

As regras da negociação, no entanto, deixaram marcas pouco visíveis se o olhar se fixar apenas na relação DCL/RCL. A primeira resultou da existência de duas categorias de dívida: (i) a parcela negociada em que os pagamentos de juros e amortização estão sujeitos ao limite máximo de comprometimento da RLR; (ii) o montante da dívida não negociada com o Tesouro Nacional em que não houve a proposição do limite. A presença de dívidas intra e extra limite, mesmo considerando que a parcela negociada seja superior, elevou o percentual de gastos com juros e amortização acima do teto fixado no acordo com a União e representou óbice adicional ao potencial de atuação dos governos estaduais.

O outro ponto de destaque foi o efeito da atualização monetária na dinâmica recente da dívida pública estadual. O programa de ajuste fiscal forçou o pagamento dos encargos da dívida e estabeleceu limites à contratação de operações de crédito inferiores ao valor das amortizações pagas. Mesmo assim, não evitou o aumento do estoque da dívida nos últimos anos, impulsionada pela atualização monetária.

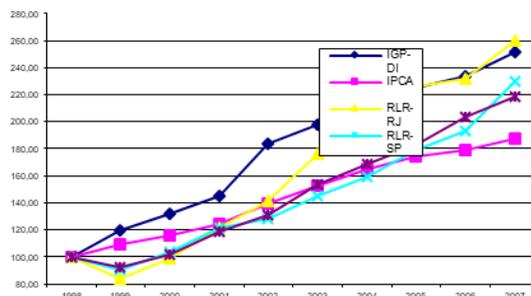
O movimento pode ser creditado, em boa medida, à escolha do IGP-DI, em lugar do IPCA, no papel de indexador da dívida estadual renegociada. O IGP-DI, como reflete diretamente as mudanças da taxa de câmbio e dos preços no mercado externo, ampliou o risco de alterações do cenário internacional influenciarem o comportamento da dívida e as condições do processo de ajuste fiscal, como ocorreu durante o período de instabilidade entre 1997 e 2002, que afetou o IGP-DI e o levou a crescer invariavelmente acima do IPCA, provocando forte impacto no estoque e no custo financeiro da dívida.

A escolha alternativa de utilizar o IPCA teria reduzido o ritmo de crescimento do estoque e a dinâmica da dívida se aproximaria do movimento interno da economia, deixando o valor dos encargos menos sujeitos à instabilidade internacional (Gráfico 1).

Além disso, o IGP-DI cresceu acima do valor das RLR, com exceção do Rio de Janeiro no último triênio, o que implicou um aumento da participação dos encargos na RLR e reforçou o efeito da atualização monetária sobre a dívida. O movimento não interferiu no fluxo de caixa em razão da norma legal limitar a 13% da RLR o valor mensal dos encargos da dívida renegociada, mas acarretou o aumento do que se denomina de *resíduo*, ou seja, a parcela dos encargos não-pagos incorporados ao montante da dívida a ser objeto de novo financiamento ao final do contrato em vigência.

¹⁷ Cf. a STN, a RLR é a receita realizada nos doze meses anteriores ao mês imediatamente anterior àquele em que se estiver apurando, excluídas as receitas provenientes de operações de crédito, de alienação de bens, de transferências voluntárias ou de doações recebidas com o fim específico de atender despesas de capital e, no caso dos Estados, as transferências aos municípios, por participações constitucionais e legais. A Lei n. 10.195/2001 determinou que o cálculo da RLR exclua da receita realizada as deduções tratadas na Lei n. 9.424/1996 (que dispõe sobre o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino Fundamental e de Valorização do Magistério – Fundef).

Gráfico 1
Índice de evolução do IGP-IPCA e Receita Líquida Real



O Rio Grande do Sul, por sua vez, ainda foi penalizado com a troca de indexadores por atrasar os pagamentos das parcelas de amortização. O fato não trouxe implicações fiscais relevantes enquanto o IGP-DI esteve acima da Selic, mas a inversão ocorrida em 2005 e 2006 afetou o estoque da dívida, que continuou crescendo atrelado ao indexador de valor mais alto, piorando o já debilitado quadro das finanças gaúchas¹⁸.

A questão do resíduo assumiu grandes proporções nos três Estados. O seu peso cresceu sistematicamente e se tornou responsável por uma parcela expressiva do valor da dívida renegociada. Os dados da Tabela 7 mostraram que, apesar de os pagamentos dos encargos alcançarem até 13% da RLR, o estoque da dívida renegociada expandiu-se e atingiu em São Paulo R\$ 120,2 bilhões em 2006, valor maior do que o dobro daquele existente em 1999 (R\$ 53,8 bilhões), com peso expressivo do resíduo (R\$ 39,9 bilhões). A dinâmica de crescimento da dívida revelou-se a mesma nas outras duas unidades. O estoque da dívida renegociada mais do que dobrou no Rio de Janeiro, alcançando em 2006 o montante de R\$ 29,5 bilhões, com o resíduo respondendo por cerca de ¼ desse valor. No Rio Grande do Sul, a dívida intra-limite chegou a R\$ 28,2 bilhões em 2006 e o valor do resíduo seguiu padrão semelhante aos demais Estados¹⁹.

¹⁸ O TCE-RS (2006, p. 198) estimou que o aumento do estoque da dívida alcançou R\$ 490 milhões em valores atualizados para janeiro de 2007.

¹⁹ No Rio Grande do Sul, o acordo de renegociação da dívida pública baseado na Lei 9496/1997 transformou a dívida fundada em duas categorias: (i) a dívida intra-limite, que contempla os contratos da dívida renegociados com a União sob a égide da Lei 9496/1997, com compromisso máximo de 13% da RLR; (ii) a extra-limite, que contempla os demais contratos. A conta resíduo incorporou o total não amortizado em face da adequação da dívida intra-limite ao teto mensal de 13% da RLR (TCE-RS, 2003, p. 228). Com essa divisão, o comprometimento do Estado com a dívida contratual não se restringiu ao limite estabelecido na Lei 9496/1997 e alcançou 16,7% da RLR em 2006 (TCE-RS, 2006, p. 195).

Tabela 7

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
29.568									
18.038									
Fundada	21.489	22.833	26.123		36.178	39.471	43.110	44.974	47.037
Renegociada	n.d.	13.560	15.609		21.624	23.894	26.954	28.030	29.545
Resíduo	n.d.	82	926	1.893	3.037	4.199	5.946	7.053	8.237
São Paulo									
Fundada	51.290	60.751	68.511	77.129	96.433	105.835	119.336	121.915	127.448
Renegociada	45.793	53.825	60.579	68.543	84.815	94.948	109.125	112.972	120.214
Resíduo	2.613	5.270	8.052	11.285	16.655	22.123	29.383	34.372	39.950
Rio Grande do Sul*									
Fundada	13.853	16.011	17.838	19.987	24.752	26.644	29.094	30.327	31.921
Renegociada	n.d.	15.512	17.258	16.863	20.697	22.550	25.201	26.596	28.247
Resíduo	n.d.	483	1.098	1.736	2.785	3.842	5.217	6.491	7.746

Fonte: Relatórios dos respectivos TCEs

* Os valores de 1999 e 2000 incluem toda a dívida por contrato e não apenas as renegociadas ** valores correntes.

Caso essa tendência não se reverta a tempo – o que irá depender da taxa de crescimento econômico e do comportamento do IGP-DI –, o resultado do ajuste fiscal poderá não ser o esperado, deixando o estoque de dívida pública, ao final do prazo do contrato de renegociação, muito superior ao previsto inicialmente. Isto é, depois de longo período de restrição financeira, os Estados continuariam presos ao compromisso de pagar elevado serviço da dívida, com o sacrifício de áreas carentes de melhor atendimento público.

A retomada do crescimento abriu espaço às manifestações contrárias ao processo de renegociação das dívidas e surgiram propostas de securitização da dívida e de refinanciamento junto a investidores privados, em busca de menor custo financeiro (Giambiagi et al., 2008). A solução não é trivial. O atual patamar da Selic praticamente afasta o interesse privado em conceder financiamentos aos governos estaduais a um custo menor do que o vigente. Entretanto, é preciso pensar, urgentemente, em como conciliar a preocupação estadual com o custo da dívida e o interesse federal em não desistir do programa de ajuste fiscal.

O momento pode ser propício às mudanças. A economia apresentou taxas relevantes de crescimento e o IGP-DI, depois dos baixos níveis alcançados em 2005 e 2006, elevou-se a partir de agosto de 2007. O patamar do IGP-DI em 2008 voltou a pressionar o custo e a ampliar o problema de gestão da dívida pública estadual, colocando em risco parte dos ganhos até agora alcançados, pois, se não for encontrada uma saída capaz de rever o processo de indexação e reduzir o custo da dívida renegociada, crescerão os encargos e os entraves ao ajuste estadual.

A dificuldade em encontrar a solução desse problema no âmbito das próprias unidades propiciou, novamente, a expectativa de a União ser chamada a assumir parte desse ônus, o que, diante do objetivo de cumprir o programa de ajuste fiscal, irá ampliar as restrições e manter o progressivo esvaziamento das ações estaduais na ordem federativa.

4 Considerações finais

O texto chamou a atenção para alguns aspectos da evolução recente de três dos principais Estados brasileiros. Os indicadores fiscais mostraram números favoráveis, manteve-se o compromisso de gerar *superávits* primários e de pagar o serviço da dívida pública e não se colocou em xeque o respeito às normas legais estabelecidas. O programa de ajuste, sem dúvida, mudou a dinâmica das finanças estaduais e se constituiu em ponto de inflexão da lógica de gestão fiscal.

Um olhar além das aparências, no entanto, realçou a presença de entraves no manejo das contas públicas. O programa de ajuste fiscal, apesar de seguir caminhos comuns a todas as unidades, apresentou resultados diferenciados e não afastou a crise financeira do Rio Grande do Sul. Além disso, as informações sobre a questão da despesa de pessoal, ou mais propriamente das despesas com inativos e pensionistas, as condições de necessidade de financiamento e a evolução da dívida pública, trazem alertas de que o caminho a percorrer é longo.

O ponto de destaque, talvez, sejam os indícios de que o programa de ajuste fiscal serviu como um dos instrumentos responsáveis por debilitar a posição estadual na ordem federativa. O propósito aqui não foi o de negá-lo, mas o de destacar que a agenda fiscal, preocupada exclusivamente com a questão do ajuste, não se voltou para os problemas do federalismo brasileiro e deixou de lado os sinais de esvaziamento do poder estadual e da perda dos seus espaços de atuação. Os efeitos desse processo não se completaram e podem se agravar caso alguns dos parâmetros de condução do programa de ajuste fiscal, particularmente da dívida pública, não sejam alterados, sem abrir mão dos ganhos até agora alcançados.

O elevado grau de heterogeneidade econômica e social e a dispersão das ações públicas devido ao elevado número de municípios não permitem prescindir da presença ativa dos governos estaduais na coordenação das atividades realizadas em seu território. O enfraquecimento deles cria embaraços para se dar respostas aos desafios econômicos e aos problemas de gestão de políticas públicas.

Referências bibliográficas

ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL. Secretaria de Estado da Fazenda. *A verdade sobre as finanças do Estado do Rio Grande do Sul*. Porto Alegre, RS, ago. 2007.

ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL. *Plano de Recuperação do Estado do RS – Enfrentando a verdade das finanças para investir no futuro dos gaúchos*. Porto Alegre, RS, out. 2007.

GIAMBIAGI, F.; BLANCO, F.; ARDEO, V. Proposta de recriação de uma Dívida Estadual e Municipal com o Setor Financeiro Privado. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, jun. 2008.

GOBETTI, S.W. *Uma análise das finanças estaduais do RS – 1998-2005*. 2006. Mimeo.

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

LOPREATO, F. L. C. A política fiscal: mudanças e perspectivas. In: CARNEIRO, R. (Org.). *A supremacia dos mercados: a política econômica do governo Lula*. São Paulo: Editora Unesp, 2006.

Finanças estaduais: alguns avanços, mas... (os exemplos de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul)

NASCIMENTO, E. R.; DEBUS, I. *Lei Complementar n. 101/2000 – Entendendo a Lei de Responsabilidade Fiscal*. Brasília: Tesouro Nacional, STN, s.d. Disponível em: www.tesouro.fazenda.gov.br.

PRADO, S. *A questão fiscal na Federação Brasileira; diagnósticos e alternativas*. Brasília: CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, Escritório no Brasil, mar. 2007.

TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Contas Anuais do Governo do Estado: exercício de 2006/ rel. Conselheiro Eduardo Bittancourt Carvalho*. São Paulo, 2006.

TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Manual Básico A Lei de Responsabilidade Fiscal*. São Paulo, 2007.

TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. *Contas de Gestão do Estado do Rio de Janeiro: exercício de 2006*. Rio de Janeiro, 2007.

TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL. *Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Governo do Estado: exercícios 2003 e 2006*. Porto Alegre: TCE/RS.

1 Introdução

A economia brasileira, depois de um período de crescimento e de entusiasmo com o futuro, passou a enfrentar crise sem precedente, com queda expressiva do PIB e desarranjo das contas públicas. A desaceleração econômica afetou o setor público como um todo. Os governos estaduais, após superar a fase de forte ajuste decorrente do processo de renegociação das dívidas de 1997 e sustentar relativa estabilidade financeira desde o governo Lula, enfrentaram novamente problemas de controle das contas públicas.

A situação financeira dos governos estaduais depende da interação de diferentes fatores. No plano geral, é importante a posição dos estados na estrutura federativa, no que se refere à distribuição da receita disponível e dos encargos e ao acesso a fontes de financiamento, fatores responsáveis por definir o modelo de inserção estadual na federação, bem como o poder das unidades de responderem às situações específicas por meio de aumento de tributos e de novos financiamentos.

O atual arranjo federativo definiu-se com as alterações da Constituição de 1988 e do governo Fernando Henrique Cardoso e permaneceu, fundamentalmente, o mesmo nos anos seguintes (Lopreato, 2020). Os estados perderam espaços de atuação com a privatização das empresas estatais e dos bancos estaduais e com o novo regime fiscal definido na renegociação da dívida pública (Lei 9496/1997) e na Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF (LC n. 101, 2000). A obrigação de gerar superávits primários e de pagar os encargos da dívida, associada ao condicionamento do acesso ao crédito ao movimento da dívida, atrelou a dinâmica orçamentária ao comportamento da arrecadação do Tesouro (Lopreato, 2013, cap. 4).

A receita corrente líquida estadual (RCL)³ passou a balizar o resultado das contas públicas e a servir de referência do volume de gastos. O acesso restrito ao crédito fez com que a atuação estadual ficasse, em grande medida, atrelada às oscilações da arrecadação, que, por sua vez, depende, de um lado, do quadro geral da economia e do valor das transferências constitucionais e, de outro, da situação específica de cada estado, particularmente do ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços), responsável por parcela expressiva da RCL. Ou seja, o comportamento econômico geral tem reflexo na receita própria estadual e no valor das

¹ Trabalho publicado originalmente como capítulo do livro: Conjuntura, estrutura e teoria – o capitalismo contemporâneo nas análises do Cecon (2017-2021). Organizadores: Lucas Teixeira; Pedro Paulo Zahluth Bastos | Coleção Centros e Núcleos. Editora CRV / Unicamp, IE, 2021.

² Texto concluído em março de 2018 com informações disponíveis do ano de 2016.

³ A receita corrente líquida (RCL) logicamente é composta por receitas correntes e compreende somatório das receitas tributárias, de contribuições, patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências correntes e outras receitas também correntes. São também computados no cálculo da receita corrente líquida os valores pagos e recebidos em decorrência da Lei Kandir (Lei Complementar n. 87/1996) e do Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (FUNDEB).

transferências constitucionais, de tal modo que a situação financeira estadual oscila ao sabor da conjuntura. Entretanto, o efeito da conjuntura sobre a receita própria dos estados estadual varia de acordo com a estrutura econômica de cada unidade e com as elasticidades dos tributos, o que explica as diferenças de comportamento existentes.

A hipótese do texto é que os estados, com baixa capacidade de acesso ao crédito, atrelaram a evolução das despesas ao movimento da RCL. Isto é, a RCL, dado os encargos obrigatórios da dívida pública, explica, em grande medida, o volume de gastos correntes e de investimentos. A tentativa de manter o controle das contas públicas, principalmente na vigência de um estrito regime fiscal, levou os estados a vincularem as despesas ao comportamento da RCL.

O movimento, no entanto, nem sempre é simétrico. Nos períodos de alta, a tendência é ampliar gastos e atender as demandas reprimidas. Na fase de baixa, apresentam-se as dificuldades de corte de gastos, tanto em razão da resistência em adotar medidas restritivas como do elevado volume de despesas obrigatórias, como são os casos das vinculações com educação e saúde, além das despesas de pessoal e dos encargos da dívida pública.

O processo não é uniforme e as condições específicas de cada estado provocam situações diferenciadas, já que o ajuste das contas públicas depende de diversos fatores, como: governança, estrutura de gastos e condição econômica local. Além disso, é importante considerar o momento em que ocorre o desequilíbrio fiscal. Em períodos de aceleração econômica, os problemas fiscais, normalmente, restringem-se a unidades isoladas e decorrem de questões próprias, podendo ser sanados mais facilmente, pois contam com um quadro geral favorável. Por outro lado, em momentos de quedas relevantes do PIB nacional a dificuldade é de outra natureza, porque as unidades tendem a ser atingidas pela crise, já que, isoladamente, dificilmente conseguem evitar os efeitos do debacle econômico. Assim, as unidades, mesmo contando com boa gestão financeira, estão sujeitas a enfrentar problemas, uma vez que a velocidade de queda da receita e o alto nível de despesas obrigatórias limitam os procedimentos de ajuste e arrastam o conjunto das unidades à crise, em escalas e tempos diferentes.

A dimensão da crise econômica recente, com quedas superiores a 3,5% do PIB em 2015 e 2016, depois de dois anos de baixo crescimento, certamente, daria poucas chances de os estados evitarem a deterioração fiscal, sobretudo, depois de um período de expansão das despesas acompanhando o bom comportamento da economia.

A tese proposta no artigo é que, apesar das diferenças entre as unidades, a profundidade da queda da arrecadação provocou o processo generalizado de deterioração fiscal e sinais evidentes de perda de capacidade de gestão da crise. Os estados, circunscritos aos limites do arranjo federativo e do regime fiscal, além de obrigados a cumprirem o compromisso de pagar os encargos da dívida pública, tornaram-se dependentes do suporte federal, situação que parecia superada com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A queda da RCL e a dificuldade de honrar a dívida pública desnudaram um cenário semelhante àquele que resultou na renegociação das dívidas estaduais nos anos 90.

A crise envolveu o conjunto dos governos estaduais. A queda da arrecadação e a estrutura das despesas obrigatórias limitaram o processo de ajuste e tornaram comum a realização de cortes e busca de fontes alternativas de receitas. A crise, apesar de geral, repercutiu de modo diferenciado

entre as várias unidades. Com o objetivo de perscrutar essas especificidades, optou-se por investigar oito dos principais estados brasileiros (PA, BA, PE, GO, MG, RJ, SP e RS), representantes de todas as regiões do País, visando olhar de perto essas unidades. O foco nas contas públicas de cada um desses estados visa destacar as características próprias, levando em conta os determinantes gerais da crise.

O texto relembra, inicialmente, as restrições impostas pelo processo de renegociação das dívidas no período FHC e a melhor situação financeira estadual no momento em que a retomada do crescimento no governo Lula elevou a arrecadação e favoreceu a expansão dos gastos públicos. O passo seguinte foi discutir as causas da crise estadual pós 2014 e os seus desdobramentos. A crise impôs limites aos estados em lidar com a deterioração das contas públicas e levou a outro processo de renegociação da dívida com a União, com reflexos na autonomia e na participação estadual na federação brasileira. Finalmente, as considerações finais tratam de recuperar os delineamentos gerais do texto e sublinhar as dificuldades das unidades em sustentar o espaço que ocupam no cenário nacional.

2 A política fiscal e o papel dos governos estaduais

2.1 O ajuste forçado no governo FHC

A crise da dívida externa do início dos anos 80 provocou a crise fiscal de todo o setor público brasileiro e o colapso do padrão de intervenção estatal criado com as reformas do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) (Lopreato, 2002, 2013).

O setor público, como proprietário de quase toda a dívida externa, não gerou os recursos em moeda nacional necessários ao pagamento dos juros da dívida externa. As crescentes restrições de financiamento levaram o governo central a valer-se da colocação da dívida pública e da expansão monetária como meios de sustentar as obrigações financeiras e o manejo das contas públicas (Batista, 1991). A fragilidade fiscal revelou-se na dependência do financiamento estatal em relação à moeda indexada até o controle da inflação no Plano Real (Mendonça de Barros, 1983). O giro integral da dívida pública no *overnight* evitou a desestruturação das condições econômicas, mas, ao mesmo tempo, deixou marcas profundas na interação da política fiscal com a gestão monetária (Lopreato, 2018).

A renegociação da dívida externa abriu caminho à estabilização e permitiu rever a atuação do setor público e promover o ajuste fiscal. O Plano Real, seguindo a visão de Bacha (1993), definiu o déficit potencial como causa determinante da inflação e defendeu a adoção de amplo conjunto de reformas, capaz de caracterizar uma mudança do regime fiscal, como requisito à estabilização e à sustentação das variáveis juros e câmbio (Lopreato, 2013, cap. 4).

O diagnóstico, com base na proposta teórica de sustentabilidade da dívida, defendida por figuras ligadas ao que veio a ser conhecida como a nova síntese neoclássica⁴, sustentou a tese de que era preciso tornar largamente aceito o comprometimento perene de obter superávits primários e déficits nominais restritos o suficiente para alcançar credibilidade e passar a influenciar as expectativas dos agentes privados.

⁴ Cf. Woodford (2009) essa visão teórica, resultado da integração das propostas dos novo-clássicos e dos novos keynesianos, constituiu-se nos anos 90 e passou a ser o *mainstream* dominante.

O novo regime fiscal adotou como um dos pilares a privatização das empresas estatais buscando rever o padrão característico de intervenção do Estado do período nacional desenvolvimentista. O fim dos sistemas nacionais (Telebras, Eletrobras e outros) alterou as formas de articulação da União com as esferas subnacionais até então usadas na costura do pacto de poder. Além disso, a execução orçamentária passou a ter como norma a definição, a priori, do superávit primário e a adaptação do montante de gastos à evolução da receita. A cada período a avaliação do resultado fiscal indica a necessidade ou não de realizar o contingenciamento de gastos para se alcançar o superávit primário desejado.

A renegociação das dívidas (Lei n. 9.496 de 1997) tornou-se, por sua vez, instrumento de intervenção nas relações no interior dos estados e de controle do endividamento. As privatizações de empresas e bancos estaduais alteraram o modelo de gestão das contas públicas estaduais, até então baseado nas articulações entre o Tesouro, Empresas e Bancos Estaduais, e concentraram o *locus* da fiscalidade no Tesouro, submetido às regras fiscais definidas no processo.

A gestão das finanças estaduais, condicionada pelos parâmetros fiscais da Lei n. 9.496/97, reafirmados na LRF, viu-se forçada a gerar os superávits primários necessários ao pagamento dos juros e de parte do principal da dívida com a União, até o endividamento atingir o montante acordado, caso contrário, os repasses do FPE (Fundo de Participação dos Estados) e recursos do ICMS poderiam ser bloqueados (Mora, 2002).

O baixo crescimento das receitas próprias e a virtual ausência de acesso ao crédito transformaram os estados em prisioneiros da lógica do ajuste fiscal, caminho praticamente único capaz de assegurar o cumprimento das exigências das regras fiscais. Isto é, as novas regras de execução orçamentária deixaram as unidades com pouca margem de manobra para escaparem da política de corte de gastos, sem comprometerem as exigências de gerar superávit primário e pagar o serviço da dívida negociada com a União.

Os estados tiveram de se adaptar aos tempos e perseguiram as metas propostas, com ganhos nos indicadores de despesas de pessoal e de endividamento, reduzindo o desequilíbrio fiscal gerado pela perda dos mecanismos de ajuste das contas públicas devido à queda da inflação no imediato pós Plano Real (Almeida, 1997). A melhoria dos indicadores fiscais, no entanto, pouco se refletiu no poder de atuação dos governos estaduais. O baixo desempenho do PIB depois da crise da Ásia (1997) e o peso dos encargos financeiros, atrelados ao índice de atualização monetária da dívida (IGP-DI), dificultaram a retomada dos investimentos e sacramentaram o lento processo de perda de relevância dos governos estaduais iniciado nos anos 80 e agravado com o processo de renegociação das dívidas (Prado, 2007; Piancastelli; Boueri, 2008).

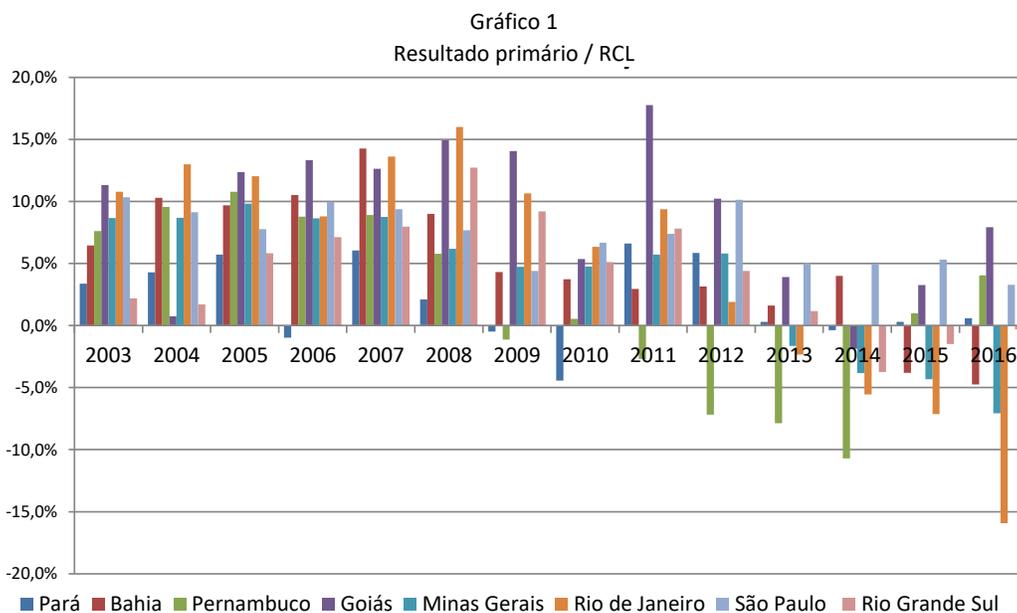
O processo marcou um momento de reconfiguração do federalismo brasileiro. A União, depois de perder arrecadação e manter encargos em decorrência das decisões da Constituição de 1988, buscou rever essa situação, dando início ao movimento de retomada da receita tributária e de centralização do poder, por meio da revisão das normas da descentralização fiscal, da definição de programas de políticas públicas e de repasse de verbas condicionadas, além do controle da política de renegociação das dívidas dos governos subnacionais (Arretche, 2012; Abrucio, 2005; Grin et al., 2017). Enquanto que os estados, privados das empresas e bancos estaduais e submetidos às regras de controle fiscal, perderam capacidade de gastos e espaços na intermediação das relações intergovernamentais, com o crescimento do poder dos municípios e da articulação direta com a esfera federal.

2.2 O desafio no governo Lula e o retorno à crise financeira

O governo Lula marcou o momento de certo desafio das finanças estaduais. Por um lado, o período mais duro de ajuste foi superado. Por outro, as condições econômicas ganharam alento, sobretudo a partir de 2006. A expansão do PIB nacional, em decorrência do aumento dos preços das commodities no mercado internacional e das políticas a favor do crescimento, beneficiou o conjunto dos estados com ganhos da RCL, em razão do melhor desempenho das transferências federais e da arrecadação própria estadual, assegurada pelo comportamento do ICMS.

Os estados avançaram o processo de ajuste fiscal, com condições mais favoráveis de superávits primários (Gráfico 1 e Anexo 1) e menor grau de endividamento, graças à retomada do crescimento, uma vez que não se alterou nenhuma das regras institucionais estabelecidas na renegociação das dívidas estaduais e na LRF, bem como não mudou as normas de endividamento definidas nas Resoluções 40 e 41 do Senado Federal. Ou seja, o valor da taxa de juro e o índice de correção da dívida definidos nos contratos, o comprometimento da receita com o pagamento dos encargos e as regras temporárias de ajuste fiscal no caso de desobediência dos tetos de gastos fixados pela LRF, além da obrigação de gerar os superávits primários, continuaram a ditar o comportamento estadual.

O melhor desempenho econômico nacional favoreceu o conjunto das unidades, embora de forma diferenciada, no período de 2003 a 2012. As regras de gestão fiscal, seguidas desde a renegociação das dívidas, foram quase sempre observadas, exceto, em alguns momentos, por PA (déficits primários em 2006, 2009 e 2010) e PE (déficits em 2009, 2011 e 2012). O comportamento da economia nacional, diante da crise mundial, explica, em parte, a redução generalizada dos superávits primários em 2009 e a volta da trajetória de expansão até 2012 com a retomada da atividade econômica. Por outro lado, as situações do PA e de PE não seguem a tendência geral, com déficits em diferentes anos, atrelados às especificidades da atividade econômica local ou aos problemas de gestão fiscal, que exigiram investigação além do escopo do trabalho.



Fonte: STN – Programas de Reestruturação e Ajuste dos Estados.

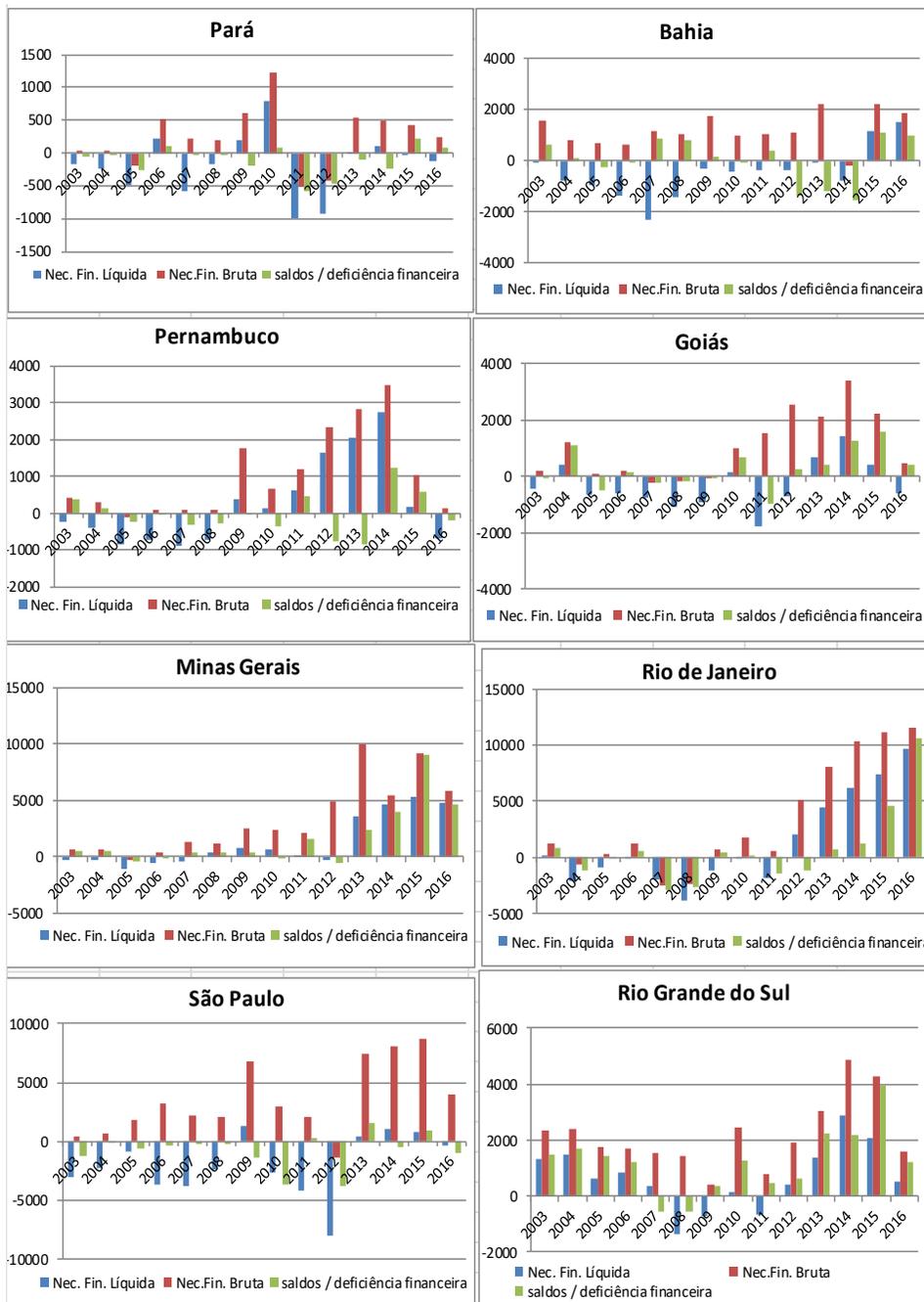
O ano de 2013 é um marco do processo de deterioração das finanças estaduais. O movimento, como sempre ocorre, não é totalmente sincronizado, mas há nítida tendência de queda generalizada dos superávits primários e valores negativos em número significativo de unidades. O movimento, por ser geral, não pode ser explicado simplesmente por questões de má conduta fiscal, embora problemas de diferentes ordens possam estar presentes. São Paulo foi o único estado com números positivos, apesar de menores, em todos os anos até 2016, enquanto que o Rio de Janeiro experimenta ritmo acelerado de piora da situação financeira do Rio de Janeiro, depois de ter sustentado valores significativos de superávits primários até 2011.

O exame da necessidade de financiamento líquida (NFL) e bruta (NFB) e a ocorrência ou não de deficiência financeira agrega outros elementos à análise da deterioração financeira estadual (Gráfico 2 e Anexo 2)⁵. É interessante notar que o movimento das finanças estaduais seguiu de perto a tendência da economia nacional. O aprofundamento da crise econômica atingiu a todos, independentemente das especificidades locais. Ou seja, o efeito do PIB nacional é central para se entender a situação das finanças estaduais e não se pode atribuir a debacle simplesmente a um processo generalizado de má gestão. Não obstante, a análise das contas individuais indica a existência de especificidades, com os estados sendo afetados e dando respostas distintas diante da crise, o que exigiria melhor investigação das causas que levaram àquela situação.

Pode-se dividir o período, em uma primeira aproximação, em três fases distintas, que, como já se afirmou, tenderam a acompanhar o movimento geral da economia, embora as condições específicas também estejam presentes, diferenciando o movimento das unidades. A primeira fase estendeu-se até 2006. O baixo ritmo de expansão da economia e o comprometimento com o serviço da dívida levaram os estados a seguir trajetória restritiva, em busca de manter os superávits primários e fazer frente aos gastos. A maior parte das unidades (BA, PE, MG e SP) cobriu as despesas com juros e não apresentou NFL durante o período, enquanto outros três estados (PA, GO e RJ) incorreram em NFL em apenas um dos anos até 2006. O RS foi a exceção. O estado, limitado por condições particulares, embora tenha alcançado superávits primários, não cobriu os gastos com juros em nenhum dos anos e conviveu com a obrigação de obter formas alternativas de financiamento.

⁵ Considera-se Necessidade de Financiamento Líquida (NFL) como sendo o valor do resultado primário menos o pagamento de juros e a Necessidade de Financiamento Bruta (NFB) como NFL menos o pagamento das amortizações. O valor do saldo ou deficiência financeira refere-se ao fato de o estado ter obtido ou não o montante necessário para cobrir a NFB.

Gráfico 2
Necessidade de Financiamento Estadual



Fonte: Anexo 1 – Valores a preços de dezembro 2016 IPCA.

O exame dos gastos com as amortizações dá outra configuração a esse quadro. O limite de 13% de comprometimento da RCL com o serviço da dívida não impediu que os estados da BA, GO, SP e RS, depois de pagar as amortizações, tivessem NFB em todos os anos do período e os demais

(PA, PE, MG e RJ) a evitassem em apenas um dos anos. Ou seja, as unidades, apesar das diferentes condições próprias, em um quadro de baixo crescimento, continuam a depender de fontes alternativas de financiamento para cobrirem os gastos e não incorrerem em deficiência financeira.

A obediência estrita às regras de endividamento, definidas nos acordos de renegociação de 1997 e nas resoluções do Senado n. 41 e 42, limitou o acesso ao crédito e levou as unidades a dependerem de medidas *ad hoc*, como o uso de precatórios, o cancelamento de restos a pagar e a venda de ativos, como meio de cobrirem a ausência de empréstimos. Isto é, a obrigação de pagar o montante de juros e amortizações, aliada à restrição de acesso ao crédito, impuseram aos gestores estaduais a exigência de alcançarem superávit primário, mas, embora bem sucedidos nesta tarefa, os estados não lograram cobrir o total dos gastos com a dívida (juros + amortização), se restringiram a reduzir o valor da NFB e a conter a deficiência financeira.

A retomada do crescimento e a maior liberdade de acesso ao crédito, sobretudo no governo Dilma, levaram os estados a ter condições fiscais mais favoráveis de 2006 a 2012. As restrições fiscais e o escrutínio da Secretaria do Tesouro Nacional não foram abolidos, mas a melhoria do quadro macroeconômico, acompanhado pelo desempenho local, elevou a arrecadação e trouxe a expansão dos gastos, com a ampliação do espaço de atuação estadual. Este movimento, no entanto, colocou-se de modo diferenciado, a depender da situação da unidade. Na maior parte delas, a retomada dos gastos não trouxe sinais de deterioração financeira (BA e SP) ou piora do quadro, como nos casos de PA, GO, RJ e RS, com superávits suficientes para pagar, em 2008, 2009 e 2011, o total dos juros e reduzir o montante da NFB no período. Outras unidades, como MG e PE, depois de terem superávits primários suficientes para cobrir pelo menos os juros na fase anterior, viram a situação financeira deteriorar-se a partir de 2008 (MG) ou 2009 (PE) e a NFL e a NFL crescerem, sendo financiadas com a ampliação das operações de crédito.

A terceira etapa delineou-se com o cenário de reversão econômica em 2014 e a forte crise dos anos seguintes, com impacto direto na situação interna do conjunto de estados. A queda dos superávits primários e a obrigação de pagar o serviço da dívida explicitaram o quadro de deterioração das finanças estaduais. O montante de NFL e de NFB ampliou-se em todos os estados analisados, mesmo aqueles com melhores condições fiscais na fase anterior. As unidades, pressionadas pelo aumento das necessidades de financiamento, usaram o espaço disponível de acessar crédito, criado com a queda da relação dívida / RCL, para elevar a contratação de empréstimos. O uso do crédito como fonte de financiamento permitiu a parte dos estados alcançarem saldos financeiros em anos do período 2012 a 2015, enquanto que a falta de melhores condições de outros (PA, BA e PE) levou ao quadro de deficiência financeira.

O movimento geral da economia inibiu a capacidade de os estados reverterem a crise. A melhora parcial da situação financeira de 2016 ocorreu graças ao acordo de troca do indexador das dívidas estaduais negociado com a União, responsável por reduzir o gasto com o serviço da dívida, mas contou também com cortes expressivos de despesas, sobretudo de investimentos. A queda do conjunto das despesas gerou menor necessidade de financiamento em todos os estados, com a exceção do Rio de Janeiro. O estado, preso às condições próprias, decorrentes dos efeitos dos

eventos esportivos, da queda do preço do petróleo e da crise provocada pela Lava Jato das empresas estatais ali sediadas, associado aos problemas de gestão pública, viu a situação financeira agravar-se.

O corte de despesas e do pagamento do serviço da dívida estancou o aprofundamento da deterioração financeira, menos no Rio de Janeiro, mas, dado o quadro macroeconômico, não se vislumbrou algum alento às finanças estaduais. A resposta oficial, corroborada por analistas convencionais⁶, foi, como se verá a frente, a de ampliar o horizonte das restrições fiscais impostas aos estados, como se toda a questão se resumisse aos problemas de má gestão.

3 Os elementos que levaram à deterioração financeira estadual

O exame da situação financeira estadual no item acima requer detalhar as causas do processo de deterioração. A derrocada da situação econômica, certamente, constituiu-se em fator determinante e envolveu o conjunto dos entes federativos na crise. Porém, é preciso avaliar as especificidades de cada unidade a fim de entender melhor a dimensão dos problemas. Procura-se, a seguir, avaliar a trajetória da receita e dos principais itens das despesas, em busca de elementos específicos que ajudem a entender o desdobramento da crise.

3.1 Evolução das receitas estaduais

A ideia neste tópico é investigar o comportamento das receitas, visto como o elemento central a partir do qual repousa a expansão dos gastos, principalmente em condições em que há restrição de acesso a crédito. Em um país com significativas carências sociais e necessidade imperiosa de atender as demandas dos cidadãos não é trivial adotar políticas anticíclicas, o que exigiria aumentar a poupança corrente nas fases de expansão econômica a fim de sustentar gastos nos momentos de baixo crescimento. O que ocorre, geralmente, é a maior arrecadação desencadear a expansão dos gastos, muitos dos quais de caráter permanente. Como o conjunto das despesas, com a principal exceção dos investimentos, é resistente à baixa ou embutem taxas vegetativas de crescimento, como as despesas de pessoal, a queda abrupta das receitas invariavelmente provoca crises ou fortes restrições de ordem fiscal, independente de existir ou não má gestão no controle dos gastos.

As despesas, antes sustentáveis, passam a ter peso excessivo e geram desequilíbrios financeiros que, na ausência de fontes alternativas de financiamento, descortinam a precariedade das contas públicas, provocam cortes generalizados de gastos e aprofundam a crise. A situação torna nebuloso diferenciar os efeitos do ciclo econômico do resultado de possível má gestão fiscal. O atual arranjo do federalismo brasileiro não dá aos estados, diferente do que ocorre na esfera federal, a possibilidade de colocação de títulos de dívida pública em mercado. Além disso, o acesso ao crédito depende da existência ou não de margem de endividamento controlada pela STN. Assim,

⁶ Ver Almeida (2016); Lisboa e Vescovi (2016)

o raio de manobra no enfrentamento do desequilíbrio fiscal é pequeno em situação de crise, resta apelar ao corte de gastos e ao socorro federal, escancarando o quadro de crise.

A crise recente dos governos estaduais, observada de um plano mais geral, tem como determinante principal o movimento cíclico da economia. O fato de envolver a todas as unidades indica não se tratar de simples casos de má gestão fiscal, embora não se descarte, a priori, a sua contribuição para o entendimento do quadro atual. A crise ocorreu após período contínuo de expansão das receitas estaduais, com breve inflexão em 2009, suficientemente expressivo para sustentar o aumento dos gastos de programas econômicos e sociais e encobrir eventuais desvios de condução da política fiscal. Enquanto durou o crescimento da receita, foi viável conciliar diferentes interesses e atender a gama variada de demandas sem comprometer as finanças públicas.

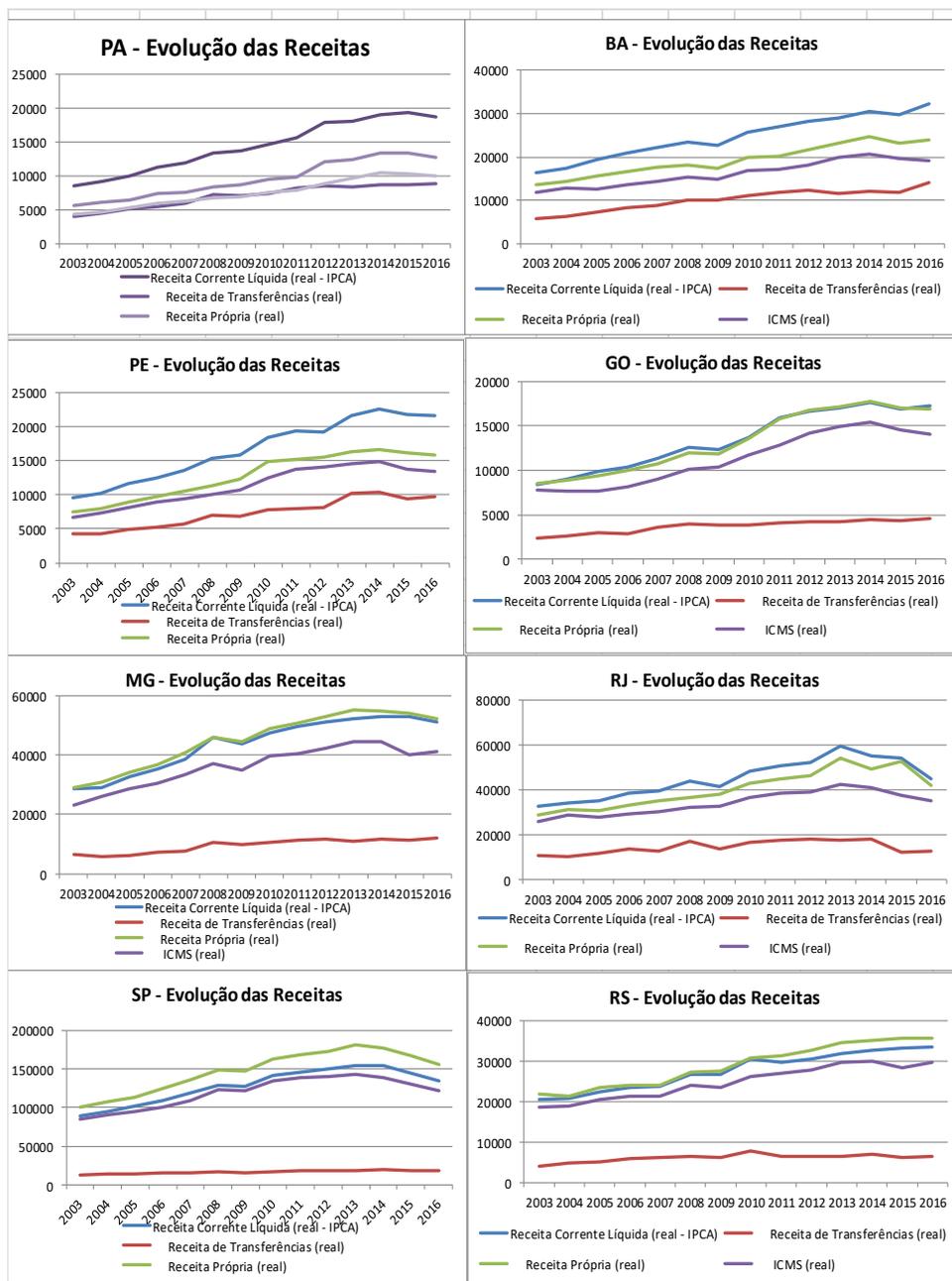
A grave crise econômica alterou a tendência anterior e provocou a queda do PIB em todas as regiões do País, com perda da receita tributária própria em MG, RJ e SP em 2014 e nos demais estados no ano seguinte (ver Gráfico 3). A perda de receita tributária passou então a ditar a dinâmica das finanças estaduais. O ritmo anterior de expansão acelerada da receita deu lugar ao movimento de queda contínua da receita estadual desde 2014 ou, no caso de algumas unidades (BA, GO e RS), observa-se ligeira retomada em 2016, graças ao aumento de impostos, sem, no entanto, retomar o patamar de 2013.

A mudança de trajetória da receita tributária escancarou a dificuldade de as unidades cobrirem as despesas e o resultado, como visto acima, foi o aumento das necessidades de financiamento e o surgimento de problemas fiscais de diferentes ordens. As questões relacionadas a fluxos (a diferença de ritmo de crescimento entre as receitas e despesas) e a estoques (o montante da dívida pública e o peso dos aposentados) ganharam dimensão não existente na situação anterior.

A evolução do ICMS, principal imposto estadual, definiu o comportamento das receitas estaduais. O movimento de queda de arrecadação envolveu a todos, independentemente das condições particulares. Em SP, RJ e MG o período de expansão da receita sustentou-se até 2013, com queda acentuada a seguir. A queda da produção industrial é o fator responsável pela perda da arrecadação em SP e o RJ é particularmente afetado pela crise da Petrobras e o fim dos grandes eventos esportivos. MG, por sua vez, teve perdas menores em razão de ter elevado as alíquotas do tributo. Nos demais estados da amostra (PA, BA, GO e RS), o crescimento do ICMS sustentou-se, embora em ritmo menor, até 2014, mas, dois anos seguintes, essas unidades seguiram a tendência geral de queda da receita, com exceção do RS, que sofreu perdas só em 2015 por ter adotado política semelhante à de MG e elevado a alíquota do imposto⁷.

⁷ No caso do RS, a partir de 1º de janeiro de 2016 passaram a vigorar novas alíquotas de ICMS: elevação do imposto de 17% para 18% na categoria geral e de 25% para 30% sobre os chamados produtos e serviços seletivos. No caso de MG, há aumento generalizado das alíquotas, com diferenciações. Entre outras medidas, houve aumento da carga tributária sobre produtos considerados supérfluos; o valor das alíquotas dos serviços de comunicação subiu de 25% para 27%; a redução de alíquota de ICMS de diversos produtos, antes tributados com alíquota de 12%, elevadas para 18%, bem como foram majoradas as alíquotas sobre energia elétrica, gasolina (de 29% para 31%) e álcool (de 14% para 16%).

Gráfico 3



O ICMS é o responsável principal por definir o comportamento da RCL. Porém, é preciso levar em conta o peso das transferências, exceto em SP e RS, onde o seu impacto é reduzido e pouco influi na dinâmica da arrecadação. Na BA, GO e MG, esses recursos ajudaram a recuperar a RCL em 2016 e no PA contribuíram para evitar queda maior de receita. No caso do RJ a situação é mais complexa porque as fortes perdas da receita estadual no último triênio resultaram da desaceleração da atividade interna, comprometida com o fim dos jogos e o comportamento das estatais sediadas

no estado, associadas à queda das transferências dos royalties do petróleo ocorridas em 2015 e 2016, configurando um quadro que vai além dos problemas de má gestão descobertos no período.

A dinâmica da receita estadual não explica toda a dimensão da crise. Não obstante, é certo que a inflexão ocorrida em 2013 provocou a deterioração das finanças estaduais e definiu a situação fiscal desde então. A queda de arrecadação em todas as unidades, em pelo menos um dos anos do último triênio, colocou-se como o fator responsável por aflorar os problemas de ordem fiscal, a ponto de inviabilizar, em alguns estados, os pagamentos de gastos básicos, como há muito não se via.

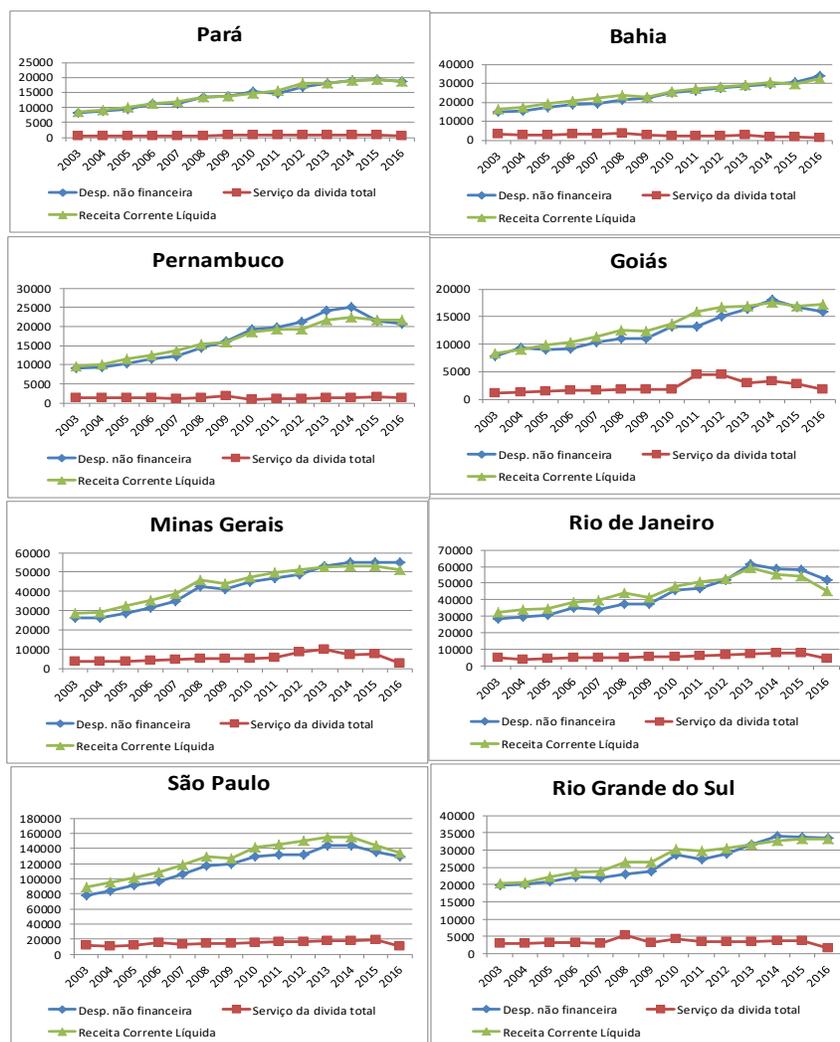
3.2 Evolução das despesas estaduais

A análise anterior indicou que a expansão da receita tributária tende a levar junto o crescimento das despesas públicas, a fim de responder às demandas de gastos, sobretudo, depois de anos de represamento de gastos em razão da obrigatoriedade de gerar superávits primários e de reduzir o peso da dívida pública. Esta tendência, comum nos entes públicos, ganhou novos ingredientes com a descentralização das políticas públicas presente na evolução recente do federalismo brasileiro. O atendimento dos diferentes programas sociais e o aumento dos gastos vinculados à segurança pública, simultaneamente ao pagamento do serviço da dívida pública, não podem ser desconsiderados quando se analisa a tendência de crescimento das despesas estaduais, nem tampouco o fato de que essa pressão ocorre no momento em que se assiste à deterioração do potencial de arrecadação do ICMS, maior responsável pela queda da participação dos estados na distribuição da receita tributária disponível (Afonso et. al, 2019).

A crise econômica, ao provocar a inflexão do crescimento da RCL, constituiu-se no elemento detonador do processo de deterioração financeira do triênio 2014/2016 presente em todas as unidades. O exame dos dados de evolução da RCL, comparados aos das despesas não financeiras (DnFs) e do serviço da dívida, ajuda a entender a situação das finanças estaduais no momento de reversão do ciclo econômico (Gráfico 4).

O problema atual das finanças estaduais, diferentemente do que ocorreu nos anos 90, não pode ser atribuído à incorporação explosiva dos juros. O serviço da dívida manteve certa estabilidade. Chegou a cair na maioria dos estados (PA, BA, PE, SP e RS) e a crescer em outros (GO, MG e RJ) como consequência do maior volume de operações de crédito depois de 2011, sem atingir a dimensão anterior. Mesmo assim, a questão voltou a ganhar destaque e a se colocar como entrave no ajuste fiscal, levando os estados, como se discute à frente, a negociar a redução dos encargos dos acordos de 1997 em busca de algum alívio financeiro, uma vez que a queda da arrecadação comprometeu a capacidade estadual de pagar o serviço da dívida e elevou a NFB.

Gráfico 4



Fonte: STN – Programa de Ajuste Fiscal. IPCA – base dez. 2016.

A análise centra-se na comparação das evoluções da RCL e das DnFs. O comportamento padrão, em todas as unidades, foi usar o aumento da arrecadação no atendimento do conjunto de demandas, em parte com gastos discricionários, possíveis de serem revertidos, e a outra parte com despesas permanentes de difícil compressão na fase de reversão cíclica.

O modelo de comportamento esperado é a DnF seguir de perto a expansão da RCL, com ajustes pontuais nos momentos em que os gastos superam as receitas, de modo a retornar à situação anterior. Nas variações de arrecadação dentro de padrões normais, o controle pontual dos gastos tende a atender a necessidade de garantir a estabilidade fiscal. Entretanto, em tempos de crise econômica, a situação, em geral, escapa do controle em caso de perda aguda e persistente do dinamismo da receita. Assim, o peso de despesas não financeiras de difícil contração coloca-se como entrave e deixam os estados sujeitos à deterioração fiscal, diante da dificuldade de acesso ao

crédito, do tempo de reação longo da queda das despesas ou da reconhecida resistência em cortar gastos, seja por motivo institucional seja por pressão de interesses particulares.

O debacle econômico recente colocou-se entre aqueles em que o processo de ajuste tradicional dificilmente é capaz de responder a tempo e evitar a crise, principalmente nas condições atuais em que os estados perderam participação na distribuição institucional de renda e os gastos obrigatórios são elevados. A crise explicitou-se em todas as unidades, embora tenham ocorrido variações ao sabor da estória fiscal de cada uma. A falta de alternativas levou a cortes generalizados de gastos que, frente à profundidade da crise, não necessariamente garantiram o sucesso do ajuste, pois as ações tinham como limite o desempenho da RCL e as restrições de acesso a outras fontes de financiamento.

O estado de São Paulo viveu situação ímpar entre os pares. Embora tenha seguido a regra comum de elevar as DnFs de acordo com a alta da RCL, foi o único a manter o valor da RCL acima dos gastos não financeiros em todos os anos. Porém, não passou incólume: a diferença entre DnF e RCL caiu paulatinamente desde 2013 e quase desapareceu em 2016, a ponto de comprometer o pagamento do serviço da dívida, fator responsável por elevar o montante da NFB no último triênio.

A situação dos outros estados de maior nível econômico revelou-se pior, os dados indicaram sinais evidentes de deterioração fiscal antes de a crise ganhar vulto. No RJ, os gastos não financeiros tornaram-se maiores do que a RCL a partir de 2011 e em MG e RS em 2013. Com a economia em deterioração, a crise atingiu de modo particular essas unidades no último triênio e forçou a política de corte de gastos – adotada em tempos distintos: RJ adere aos cortes desde 2014; o RS o faz a partir de 2015 e MG é o último a seguir o mesmo procedimento – que acabou por se mostrar incapaz de reverter o quadro fiscal, uma vez que o medíocre comportamento da receita restringiu os gastos tradicionais e o pagamento do serviço da dívida, desnudando o momento de desarranjo orçamentário. O estado carioca viveu a situação mais dramática, com o não pagamento dos salários dos servidores públicos e das despesas de serviços básicos, como saúde e educação, enquanto que em MG e no RS a situação chegou próxima, com evidentes dificuldades em sustentar os gastos tradicionais.

A tendência de as DnFs seguirem de perto a RCL verificou-se também nos estados de menor poder econômico (PA, BA, PE e GO). Porém, os comportamentos variaram no tempo, de acordo com as especificidades locais. Até 2008, as semelhanças foram marcantes, com o ciclo econômico favorecendo a todos e a expansão da RCL se mantendo acima dos gastos não financeiros. A partir daí, surgiram as divergências, em razão de os estados responderem de modo diferente à retração de 2009, à queda do crescimento pós 2010 e à maior disponibilidade de crédito.

Na BA, a RCL cresceu, por estreita margem, acima das DnFs no período de 2009 a 2014. A situação mudou quando a crise afetou a receita. O menor dinamismo da arrecadação, associado à decisão do governo de não realizar uma política rigorosa de cortes, provocou a deterioração da situação fiscal no último biênio e o aumento das NFL e NFB. GO adotou outra lógica. A queda do ritmo de expansão da receita em 2014 levou o estado a deixar de cobrir os gastos não financeiros. A opção foi adotar rígida política de corte de gastos no biênio seguinte, o que permitiu o retorno à condição de RCL maior do que as DnFs e a contenção do avanço da necessidade de financiamento.

Os outros dois estados (PA e PE) diferenciavam-se pelo fato de viverem períodos de dificuldade fiscal antes da crise, com as DnFs superiores ao montante da RCL, e de estarem pressionados pela Secretaria do Tesouro Nacional para cortarem gastos e observarem as metas fiscais. No PA, as DnFs superaram a RCL no biênio 2009/2010 e medidas de ajuste conseguiram recuperar os superávits primários a ponto de pagar o total do serviço da dívida no biênio 2011 e 2012. Porém, o esforço fiscal realizado não foi suficiente para evitar a crise quando ocorreu a deterioração do ambiente macroeconômico. A redução do superávit primário, com o déficit de 2014, colocou o estado em condições semelhantes aos outros, com problemas fiscais e aumento da NFL e NFB. Em PE, a estabilidade fiscal prevaleceu até 2008. A situação deteriorou-se a partir daí, quando a RCL deixou de cobrir os gastos não financeiros e cresceu a necessidade de financiamento de 2009 a 2014. Na fase aguda da crise econômica, a falta de opção diante do quadro provável de caos financeiro levou à adoção de uma política de cortes de gastos, que conseguiu recuperar os superávits primários e manter a RCL acima das DnFs, de modo a reverter a situação do período anterior no biênio 2015-2016.

3.3 Os componentes centrais das DnFs e a política de ajuste

O objetivo a seguir é examinar os componentes centrais das DnFs e avaliar qual foi a reação adotada com vista a conter a deterioração fiscal. A opção foi investigar as despesas de pessoal e os investimentos, por serem valores de destaque entre os gastos não financeiros e alvos privilegiados dos programas de ajuste das contas públicas.

A tentativa de corte das despesas de pessoal é recorrente em anos de austeridade. Porém, a alta sensibilidade política da matéria e as restrições institucionais limitam o alcance das propostas. A contenção dos reajustes salariais, sobretudo em anos de crise aguda, não parece ser suficiente para garantir o arranjo das contas públicas. A queda da arrecadação eleva a participação dos gastos com pessoal no montante da receita pública e reforça o enrijecimento da estrutura de gastos. A questão do peso dos ativos e inativos recoloca-se então com força no debate e cresce o clamor pela realização de cortes. O problema, no entanto, vai além das simples decisões sobre índices de reajustes anuais. A questão dos aposentados depende de arranjos institucionais que garantam o financiamento sustentável dessa conta e a dificuldade em atacar essa matéria limita o raio de manobra do ajuste.

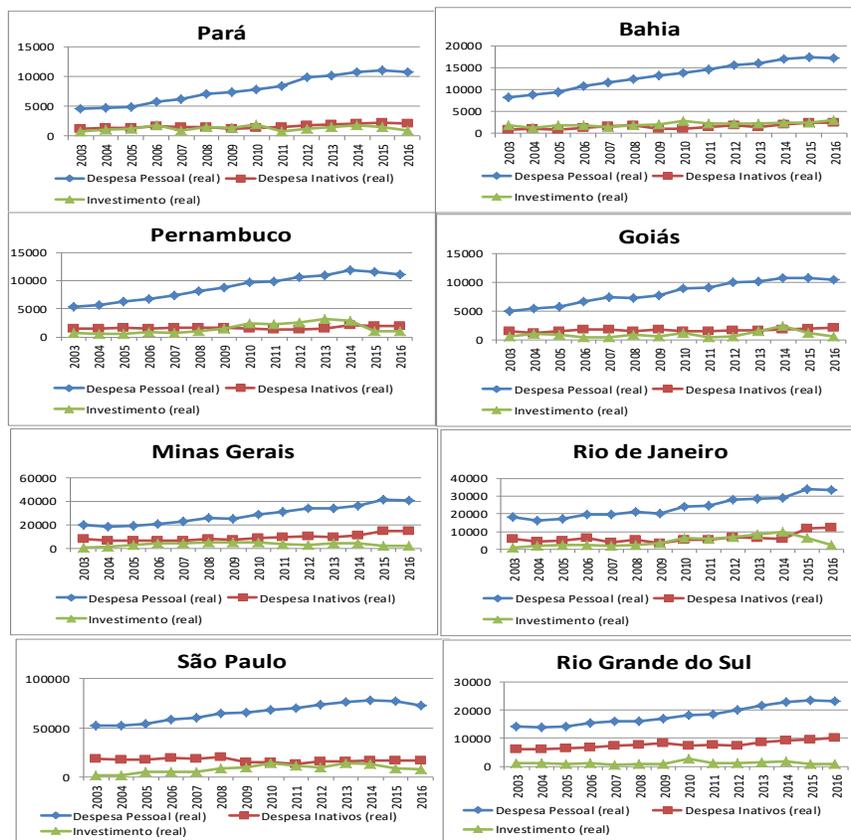
Os investimentos, embora nem sempre ocupem lugar de destaque na composição das despesas, acabam, frequentemente, por serem alvos diletos da política de austeridade por constituírem gastos livres e sujeitos à discricionariedade do gestor público, ao contrário de parcela expressiva dos outros gastos.

3.3.1 Despesas de pessoal e de inativos

A presença de gastos de pessoal elevados e crescentes é característica comum a todos os estados (Gráfico 5). As razões desse crescimento são complexas e o simples olhar sobre os números do gasto de pessoal diz pouco. A resposta fácil e usual é apontar a irresponsabilidade dos dirigentes estaduais. Não se pode, a priori, descartar a hipótese de má gestão, mas, vale lembrar, a questão está presente em todas as unidades e não é razoável pressupor a irresponsabilidade de todos os

dirigentes e atribuir o fenômeno à simples malversação de verbas, critério que mais ajuda a esconder do que a clarear os fatos.

Gráfico 5



Fonte: SNT Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal – valores de dez. 2016 – IPCA.

O alto gasto de pessoal decorre de diferentes causas. Entre elas, vale destacar o crescimento vegetativo da folha de pagamento e o fato de os tesouros responderem por parcela dos gastos com inativos graças à falta da montagem a tempo de um sistema de previdência pública. Além disso, é preciso considerar a dificuldade de lidar com as pressões dos funcionários públicos, que demandam ganhos salariais nos momentos de expansão econômica e lutam para evitar perdas nas fases de desaceleração, por serem atores com peso político e condições de defenderem os seus interesses em uma sociedade marcada por privilégios em detrimento de despesas de caráter civilizatório em favor da maioria.

Outra parte da explicação está na dinâmica do arranjo federativo que, ao distribuir as responsabilidades, atribui aos estados e municípios participação relevante em áreas altamente demandantes de pessoal. O processo de descentralização das políticas públicas levou à contratação de novos funcionários à medida que cresceu a prestação de serviços à população em áreas como saúde, educação e assistência social, além de segurança pública, contribuindo para determinar o

peso das despesas de pessoal na estrutura de gastos e no total das receitas disponíveis. No plano individual, o movimento depende também de decisões particulares envolvendo modelo de atuação, governança e política de pessoal. Assim, é comum constatar diferenças palpáveis quando se observa a situação das unidades: um grupo (PA, BA, PE, RJ e SP), de diferentes regiões do país, tem gastos com pessoal variando de 50% a 60% das DnFs e da RCL e, outro (GO, MG e RS), de 60% a 70%, chegando a superar esta marca em alguns anos (GO e MG) (Tabela 1).

Tabela 1
Indicadores de Despesa de Pessoal

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pará														
Pessoal / Desp. Não Fin.	56,8%	54,5%	51,5%	51,5%	55,8%	52,2%	53,1%	50,9%	57,4%	58,3%	57,1%	56,1%	57,6%	58,1%
Inativos/Pessoal	28,0%	27,8%	29,8%	29,6%	23,6%	21,0%	17,3%	17,3%	17,4%	18,0%	19,1%	19,3%	20,2%	19,9%
Pessoal / RCL	54,3%	52,3%	48,2%	51,8%	52,3%	52,2%	53,6%	53,4%	53,3%	55,0%	56,7%	56,0%	57,0%	57,4%
Inativos / RCL	15,2%	14,6%	14,4%	15,3%	12,3%	10,9%	9,3%	9,2%	9,3%	9,9%	10,8%	10,8%	11,5%	11,4%
Bahia														
Pessoal / Desp. Não Fin.	54,8%	56,5%	54,9%	57,8%	60,6%	58,3%	60,0%	54,1%	55,4%	56,1%	56,0%	57,0%	57,0%	50,3%
Inativos/Pessoal	10,8%	11,2%	9,8%	11,8%	14,0%	14,9%	7,2%	8,2%	10,5%	11,4%	9,3%	11,6%	13,6%	14,3%
Pessoal / RCL	50,7%	50,6%	49,1%	51,4%	52,0%	52,9%	58,6%	53,2%	54,0%	55,2%	55,2%	55,6%	58,5%	53,3%
Inativos / RCL	5,5%	5,7%	4,8%	6,1%	7,3%	7,9%	4,2%	4,4%	5,7%	6,3%	5,1%	6,4%	8,0%	7,6%
Pernambuco														
Pessoal / Desp. Não Fin.	60,5%	60,7%	60,6%	59,6%	60,0%	56,3%	54,4%	50,6%	49,7%	50,2%	45,6%	47,5%	53,6%	53,3%
Inativos/Pessoal	26,7%	27,1%	26,0%	22,2%	23,4%	19,7%	18,6%	15,7%	13,4%	13,4%	13,7%	17,3%	17,3%	18,1%
Pessoal / RCL	57,1%	57,1%	54,0%	54,2%	54,5%	53,4%	55,6%	52,7%	51,0%	55,2%	51,0%	53,0%	52,9%	51,0%
Inativos / RCL	15,3%	15,3%	14,0%	12,0%	12,8%	10,5%	10,3%	8,3%	6,8%	7,4%	7,0%	9,2%	9,2%	9,2%
Goiás														
Pessoal / Desp. Não Fin.	63,7%	59,5%	64,4%	73,0%	72,7%	65,4%	69,9%	66,9%	68,8%	66,5%	61,8%	59,0%	64,7%	65,9%
Inativos/Pessoal	29,6%	22,2%	27,7%	26,2%	25,4%	21,8%	23,6%	17,2%	16,3%	17,5%	17,3%	16,6%	19,0%	20,5%
Pessoal / RCL	59,1%	61,1%	58,1%	65,1%	65,6%	57,6%	62,6%	64,7%	57,4%	60,0%	59,8%	60,6%	63,8%	60,9%
Inativos / RCL	17,5%	13,5%	16,1%	17,1%	16,6%	12,6%	14,8%	11,1%	9,4%	10,5%	10,3%	10,0%	12,1%	12,5%
Minas Gerais														
Pessoal / Desp. Não Fin.	79,0%	75,1%	70,2%	67,6%	68,7%	64,5%	63,7%	66,1%	69,1%	70,6%	65,8%	67,5%	75,2%	73,4%
Inativos/Pessoal	41,2%	33,7%	32,0%	30,0%	29,2%	30,5%	27,5%	29,8%	30,3%	30,0%	28,3%	30,0%	36,1%	36,8%
Pessoal / RCL	70,7%	64,1%	58,8%	58,6%	59,6%	56,5%	58,0%	60,3%	63,0%	65,8%	65,1%	68,6%	78,0%	78,8%
Inativos / RCL	29,6%	22,9%	19,8%	18,2%	18,0%	18,1%	16,5%	18,7%	19,7%	20,2%	18,9%	20,9%	28,2%	29,0%
Rio de Janeiro														
Pessoal / Desp. Não Fin.	64,1%	55,6%	56,2%	55,3%	57,9%	57,1%	54,1%	52,2%	52,1%	53,4%	46,8%	49,5%	58,8%	64,8%
Inativos/Pessoal	32,3%	26,1%	28,1%	32,8%	19,1%	25,0%	17,0%	22,7%	21,4%	25,2%	21,7%	20,3%	34,2%	36,8%
Pessoal / RCL	56,5%	47,9%	49,4%	50,6%	49,9%	48,5%	49,2%	49,6%	48,2%	53,2%	48,3%	52,7%	62,8%	74,7%
Inativos / RCL	18,2%	12,5%	13,9%	16,6%	9,5%	12,1%	8,4%	11,3%	10,3%	13,4%	10,5%	10,7%	21,5%	27,5%
São Paulo														
Pessoal / Desp. Não Fin.	67,5%	62,4%	59,2%	60,8%	56,9%	54,8%	54,8%	52,5%	53,3%	55,4%	52,9%	53,9%	56,5%	56,1%
Inativos/Pessoal	34,7%	34,3%	33,3%	32,9%	31,4%	31,9%	22,6%	21,9%	19,2%	21,8%	21,0%	21,5%	22,3%	23,3%
Pessoal / RCL	59,1%	55,7%	53,2%	53,8%	50,7%	49,9%	51,5%	48,0%	48,1%	48,7%	49,4%	50,4%	53,3%	54,3%
Inativos / RCL	20,6%	19,1%	17,7%	17,7%	15,9%	15,9%	11,6%	10,5%	9,2%	10,6%	10,4%	10,8%	11,9%	12,6%
Rio Grande Sul														
Pessoal / Desp. Não Fin.	71,3%	69,2%	68,4%	69,7%	73,7%	70,0%	71,4%	62,9%	68,1%	68,7%	68,4%	67,4%	69,8%	69,3%
Inativos/Pessoal	43,4%	43,7%	44,2%	44,6%	46,1%	47,4%	48,5%	41,0%	40,4%	36,7%	39,8%	39,5%	41,1%	43,9%
Pessoal / RCL	69,0%	67,7%	64,0%	65,5%	67,6%	60,4%	64,3%	59,6%	62,4%	65,4%	67,9%	70,3%	70,6%	69,4%
Inativos / RCL	29,9%	29,6%	28,3%	29,2%	31,2%	28,6%	31,2%	24,4%	25,2%	24,0%	27,0%	27,8%	29,0%	30,5%

Fonte: STN – Programa de Ajuste Fiscal – Elaboração própria.

A presença de diferentes padrões de estrutura de gastos de pessoal não parece influenciar diretamente a forma de as unidades tratarem a questão no decorrer do ciclo, apesar de o alto comprometimento com esses gastos gerarem perdas de graus de liberdade no manejo das contas públicas. Em uma primeira fase, até 2006, o menor dinamismo da receita e a geração dos superávits primários levaram à contenção de contratações e de reajustes salariais, prevalecendo a tendência de estabilidade dos gastos em termos reais. No período de 2006 a 2012, o quadro macroeconômico impulsionou a retomada dos gastos e o aumento das contratações. Na reversão do ciclo econômico, os sinais de fragilidade fiscal provocaram reações, em tempos diferentes, em defesa da solvência estadual, com controle da expansão e depois cortes das despesas, contrariando interesses dos servidores.

O corte, como variável de ajuste das contas públicas, tem limites evidentes e não trouxe avanço palpável. Pelo contrário, o baixo dinamismo da receita, aliado ao fato de que a redução de

outras áreas foi maior, resultou, em geral, em piora dos indicadores. Nos estados do primeiro grupo, o RJ apresentou a situação mais delicada. A queda da receita agravou o problema a ponto de a regra da LFR ser desrespeitada e gerar a quase paralisia da administração pública, enquanto que no PA, PE e SP o problema foi menos acentuado, mas indicativo da gravidade do momento. A BA, por sua vez, viu o quadro se deteriorar no limiar da crise e conseguiu, no último ano da série, reverter o quadro e apresentar melhores indicadores. Nos estados do segundo grupo, o alto comprometimento das receitas com a despesa de pessoal trouxe complicações adicionais, uma vez que a rigidez desses gastos leva à perda de graus de liberdade, ampliando o alcance da crise. MG e RS são casos típicos: os sinais anteriores de dificuldades agravaram-se e os problemas fiscais comprometeram o espaço de atuação estadual. A opção de GO de realizar cortes mais profundos, associado ao fato de a queda de arrecadação ter sido menor, conteve a deterioração dos indicadores.

A dificuldade de lidar com a despesa de pessoal está, em grande medida, atrelada à condição do trato da conta de inativos e pensionistas. Os inativos, de acordo com a regra geral adotada até a aprovação da reforma da Previdência, definida na Lei Federal n. 9717/1998, permaneciam na folha de pagamento do respectivo órgão estadual. As pensões vinculavam-se a institutos específicos, mantidos por contribuições dos funcionários. A aprovação da lei federal levou os estados, cada um a seu tempo, a criarem instituições com a finalidade de serem os gestores únicos do regime próprio da previdência social estadual (RPPS), financiados com recursos dos servidores e a contrapartida estadual, com alíquotas estabelecidas por legislação estadual, também responsável por definir se o órgão previdenciário incorporaria a todos os servidores – civis, militares e membros dos três poderes – ou apenas parte deles, criando situações diferenciadas entre as unidades.

O novo regime estabeleceu condições distintas entre os servidores do mesmo estado. A adoção de um fundo financeiro, de repartição simples, contemplou aqueles já pertencentes à carreira e um fundo previdenciário, em regime de capitalização, passou a incorporar os funcionários admitidos a partir daquela data. A partir deste momento, a despesa com inativos e pensionistas tornou-se o valor exigido para cobrir a insuficiência financeira do órgão gestor, agregado ao gasto de outros servidores não incorporados ao RPPS.

A década de 2000 trouxe outra mudança institucional: os estados criaram o regime de previdência complementar, fixando o limite máximo de concessão de aposentadoria⁸. Com as novas regras, os inativos e pensionistas passaram a receber tratamento semelhante ao do Regime Geral da Previdência Social (RGPS). A sistemática adotada sinaliza a possibilidade de condições futuras de financiamento mais favoráveis. O problema, no entanto, persiste a depender da governança de cada estado e do estágio em que se encontra a execução da medida em cada estado. Além disso, o estoque de servidores no antigo regime é alto e a transição longa, o que eleva os custos das administrações estaduais.

Os estados mais desenvolvidos (MG, RJ, SP e RS), provavelmente por terem ampliados os serviços mais cedo e pagarem remunerações maiores, apresentam gastos com os inativos e

⁸ Os estados de SP, MG, RJ, RS, GO e BA já institucionalizaram as normas da previdência complementar e no PA está em processo.

pensionistas mais expressivos do que os demais, sobretudo MG e RS que, como se viu acima, são as unidades onde os pesos dos gastos de pessoal na RCL e nas DnFs são mais elevados.

A situação mais problemática entre as unidades avaliadas é a do estado do sul. A participação dos inativos e pensionistas no gasto de pessoal manteve-se quase sempre acima de 40% e alcançou valores próximos a 50% no triênio 2007/2009, constituindo um entrave ao trato das contas públicas (Tabela 1)⁹. Quando se olha em relação à RCL, os valores oscilaram entre o mínimo de 24% e o máximo de 30%. O fato de os gastos do Poder Legislativo, Judiciário e Ministério Público Estadual não terem sido, no momento inicial da reforma, incorporados ao órgão de gestão previdenciária e continuarem sob a responsabilidade das entidades onde os servidores estavam lotados, ampliou o problema e levou o estado a usar os recursos do fundo de capitalização na cobertura das despesas dos benefícios previdenciários, criando um problema para o futuro.

A condição de MG não é menos desafiadora, embora melhor do que a do RS. O peso dos inativos alcançou 41,2% da despesa de pessoal no início da série, caiu a 27,5% em 2009 com as mudanças institucionais e voltou a subir no biênio final (36,1% e 36,8%) devido à crise. A participação na RCL teve comportamento semelhante. No momento de expansão acelerada da receita, a relação caiu sistematicamente e chegou a atingir 16,5% em 2009. Porém, o fim do período de maior bonança trouxe crescente comprometimento da receita com inativos e pensionistas, agravado em 2015 (28,2%) e 2016 (29,0%), a indicar problemas de governança na gestão dos inativos.

Os indicadores de SP e RJ, embora melhores do que os de MG e RS, merecem atenção. A reforma trouxe ganhos: os índices tiveram queda até a crise. Os efeitos da reversão afetaram de modo diferenciado as unidades. SP teve piora dos dados, acompanhando o conjunto dos estados, mas dentro do esperado em momentos de contração econômica. O impacto da crise na deterioração das condições de pagamento dos inativos do RJ assumiu características específicas em razão da queda dos royalties do petróleo, usados no financiamento da RioPrevidência, e da necessidade de cobrir gastos das autarquias. Isto elevou o peso dos inativos na despesa de pessoal de pouco mais de 20% no biênio 2010/2011 para 34,2% em 2015 e 36,8% no ano seguinte. Já em relação à RCL, a média que era de 10,8% de 2007 a 2014, alcançou 21,5% em 2015 e 27,5% em 2016, refletindo, em grande medida, as circunstâncias específicas da crise carioca, induzidas pelos efeitos da Lava Jato na deterioração da receita estadual e da queda do preço do petróleo.

As condições dos outros estados são distintas entre si e na comparação com as unidades analisadas acima. Goiás, por ter, como já visto, índices da relação Pessoal/DnFs semelhantes aos de MG e RS, é o que mais se aproxima do que foi observado nos estados de maior poder econômico. A relação inativos/pessoal que foi de 29,6% em 2003, se manteve acima de 22% até 2009. A criação do GoiasPrev, gestora única do RRPS, levou a participação a cair, em média, para 17% no quinquênio seguinte, voltando a subir com a crise (20,5% em 2016). A relação inativos/RCL acompanhou esse movimento: depois de atingir 17,5% em 2003, sustentou a média de 10,3% no período de 2010 a 2014 e cresceu nos dois anos seguintes (12,1% e 12,5%).

O PA, apesar de ter níveis de gastos pessoal nas DnFs menores, apresentou índices de despesas de inativos próximos aos de GO, graças, possivelmente, ao atraso na incorporação do

⁹ Os dados da Tabela abrangem o total dos inativos, isto é, inativos e pensionistas.

conjunto dos servidores ao Instituto de Gestão de Previdência do Estado do Pará (IGEPREV). Já PE encontra-se em um patamar pouco abaixo: a participação dos inativos na despesa de pessoal foi relativamente alta até 2007 (média de 25,1% no quinquênio 2003/2007), caiu paulatinamente nos anos seguintes (média de 13,6% entre 2011 e 2013) com as reformas e subiu no último triênio com a crise (média de 17,6%), sem, no entanto, retomar o patamar anterior. Em relação ao peso dos inativos na RCL, fica evidente que as oscilações ocorreram em razão do menor dinamismo da arrecadação no período de crise, mas o índice que havia alcançado 15,3% em 2003 permaneceu abaixo de 10% desde 2010.

A situação da BA é a mais confortável. O indicador Inativos/Pessoal, embora com valores oscilantes, alcançaram níveis baixos nos momentos ruins (14,9% em 2008 e 14,3% em 2016) e média bem inferior nos demais anos. A relação dos inativos na RCL, com pico de 8,0% em 2015 e média de 5,8% nos anos anteriores, aponta que a questão não é um entrave à gestão fiscal. Entretanto, esta assertiva pode se revelar não inteiramente verdadeira, uma vez que, desde 2011, o estado optou por alterar dispositivos específicos da conta de capitalização e permitiu a utilização dos recursos para a finalidade exclusiva de pagamento de benefícios previdenciários. Ou seja, os dados recentes podem mascarar maiores dispêndios no futuro.

3.4 Os gastos com investimentos

O comportamento dos investimentos no período do estudo respondeu a duas determinações básicas. Primeiro, o valor aplicado dependeu, fundamentalmente, do volume de recursos disponíveis depois de pagas as despesas obrigatórias e o serviço da dívida, pois o acesso ao crédito esteve limitado, sobretudo até 2006, pelas condições da renegociação das dívidas estaduais e da LRF. Segundo, o fato de os investimentos não terem vinculação obrigatória e dependerem da discricionariedade do gestor, colocam-se, em uma estrutura de gastos rígida, como candidatos imediatos a servirem de variável de ajuste das contas públicas. Quando há queda da arrecadação e necessidade de ajustes, os investimentos são invariavelmente afetados e, a depender da dimensão da crise, sofrem cortes expressivos. Ou seja, os movimentos de expansão e contração seguiram de perto a dinâmica de arrecadação atrelada ao ciclo do produto e às condições específicas do estado.

As unidades, de modo geral, mantiveram a tendência das últimas décadas de realizar poucos investimentos, com o patamar mantendo-se baixo na maior parte do tempo, e, frequentemente, inferior a 5% da RCL, a depender do volume de recursos fiscais livres e da possibilidade de acessar crédito (Tabela 2). No período até 2005, o baixo crescimento e os gastos com o serviço da dívida, na ausência de crédito, limitaram os investimentos. Ocorreu a expansão quando o aumento da arrecadação, vinculada à aceleração do PIB, permitiu atender, simultaneamente, o programa de ajuste fiscal e o aumento dos gastos, apesar de o volume de crédito continuar baixo. O término do governo Lula, aliado à praxe política de novos governadores de cortar gastos no primeiro ano de mandato, levou à queda dos investimentos em 2011, revertidos a seguir, com base na estratégia do governo Dilma de ampliar a oferta de crédito a fim de incentivar os investimentos estaduais e elevar o PIB. A maior contratação de empréstimos garantiu, apesar do menor ritmo de expansão da receita tributária, o aumento dos investimentos até o momento de crise.

Tabela 2
Evolução dos investimentos

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pará														
Investimento / RCL	9,9%	11,7%	12,9%	15,5%	7,3%	11,3%	9,6%	13,6%	4,9%	6,9%	8,3%	9,2%	7,5%	5,0%
ano base (2004 = 100)	78	100	120	161	80	140	121	185	60	114	139	163	135	86
ano anterior=100	**	129	120	134	50	175	86	153	39	159	122	117	83	64
Bahia														
Investimento / RCL	10,8%	7,8%	9,6%	8,8%	6,3%	8,2%	8,9%	10,9%	8,4%	8,0%	7,7%	8,1%	8,6%	9,7%
ano base (2004 = 100)	131	100	138	138	104	143	150	209	122	168	165	183	189	232
ano anterior=100	**	77	138	100	76	138	105	139	81	100	98	111	104	123
Pernambuco														
Investimento / RCL	8,0%	7,3%	5,3%	6,5%	5,2%	7,2%	9,8%	12,8%	11,7%	13,1%	14,7%	12,8%	5,0%	4,8%
ano base (2004 = 100)	117	100	95	126	110	170	239	365	364	389	488	445	167	159
ano anterior=100	**	85	95	132	87	155	140	153	95	112	125	91	38	95
Goiás														
Investimento / RCL	7,1%	12,2%	8,7%	4,8%	4,7%	6,9%	5,4%	8,5%	2,9%	4,0%	8,6%	13,7%	7,0%	3,6%
ano base (2004 = 100)	53	100	78	45	49	78	60	106	53	61	132	219	107	56
ano anterior=100	**	187	78	57	109	161	77	177	39	147	219	166	49	52
Minas Gerais														
Investimento / RCL	2,7%	5,8%	9,6%	11,7%	11,0%	12,0%	11,6%	10,9%	7,7%	6,4%	9,1%	8,2%	4,8%	4,4%
ano base (2004 = 100)	46	100	187	246	253	326	302	306	122	196	282	260	151	135
ano anterior=100	**	217	187	132	103	129	93	101	74	86	144	92	58	89
Rio de Janeiro														
Investimento / RCL	3,6%	6,1%	6,5%	6,9%	4,7%	5,1%	8,4%	13,3%	11,8%	13,0%	13,9%	17,6%	12,2%	5,2%
ano base (2004 = 100)	56	100	109	127	90	108	167	308	262	325	394	464	317	112
ano anterior=100	**	178	109	117	71	121	154	185	93	114	121	118	68	35
São Paulo														
Investimento / RCL	1,9%	2,1%	5,3%	4,8%	4,5%	7,2%	7,7%	10,3%	7,8%	6,4%	9,1%	8,9%	5,9%	5,8%
ano base (2004 = 100)	83	100	268	259	266	465	489	727	211	482	705	686	425	388
ano anterior=100	**	121	268	96	103	175	105	149	78	85	146	97	62	91
Rio Grande do Sul														
Investimento / RCL	5,3%	5,0%	4,2%	4,3%	2,4%	3,4%	3,2%	8,9%	3,7%	3,9%	5,1%	5,1%	2,1%	2,5%
ano base (2004 = 100)	105	100	90	99	56	87	83	262	120	116	156	163	68	80
ano anterior=100	**	95	90	110	56	157	95	316	41	108	134	104	42	117

Fonte: STN – Programa de Ajuste Fiscal – Elaboração própria.

A deterioração do ambiente econômico, ao afetar a arrecadação tributária, abortou a estratégia de expansão dos investimentos no último triênio. Os sinais de piora da situação financeira deram lugar à crise das finanças estaduais e levou a cortes de investimentos, somados a outros, como parte da tentativa de conter a fragilização das contas públicas, nem sempre com sucesso.

A situação de três das unidades de maior renda (RJ, MG e RS) ganhou contornos graves e os investimentos caíram a patamares medíocres. O caso do RS é singular. O estado, prisioneiro do serviço da dívida e do elevado índice de dispêndio com pessoal, apresentou o valor médio da relação Investimento/RCL mais baixo entre os casos estudados, pouco se valendo do ciclo de crescimento do governo Lula. O patamar de investimentos do quadriênio 2007/2010 é inferior ao do período anterior, com exceção de 2010, ano em que o indicador alcançou o maior valor da série. O investimento voltou a cair em 2011, refletindo o ciclo político. O aumento das operações de crédito permitiu a retomada desses gastos no triênio seguinte, mas o movimento logo se perdeu com a redução dos empréstimos e o agravamento da situação fiscal. O aumento do déficit primário e da NFB, apesar do alívio do serviço da dívida em 2016, forçou à realização de cortes, concentrados em investimentos, que teve quedas no último biênio superiores a 50% em relação ao valor realizado em 2014.

O desempenho de MG, apesar de ter gastos com dívida e de pessoal próximos ao RS, foi superior. Os índices de Investimento/RCL, com média de 11,4% entre 2006 e 2010, revelou melhor aproveitamento do ciclo econômico. O corte de 2011, consistente com o ciclo político, deu lugar à retomada do movimento de alta, sustentado por operações de crédito, apesar de sinais de piora da

situação fiscal expressos na NFB e na perda da capacidade de geração de poupança corrente. A reversão do quadro macroeconômico, acompanhada pelas condições internas, escancarou o problema fiscal e, dado o baixo raio de manobra, os investimentos tiveram queda no biênio 2015-2016 superiores a 40% da média do biênio anterior.

A situação do RJ, atípica, ganhou contornos graves graças às circunstâncias dos eventos esportivos. Os investimentos realizados de 2009 a 2014, em termos reais, mais do que dobraram (Gráfico 5) em comparação aos anos anteriores e o desempenho do índice Investimento/RCL é quase semelhante. O aumento da RCL até 2013 ajudou a sustentar esses gastos. Porém, o efeito negativo da situação econômica nacional, associada às perdas dos *royalties* do petróleo e aos problemas criados pela Lava Jato nas estatais situadas no estado, comprometeu a evolução da receita e os investimentos continuaram impulsionados por empréstimos, quando já eram evidentes os sinais de deterioração fiscal, com a expansão, desde 2012, da NFB e, no ano seguinte, dos déficits primários.

Os compromissos com os eventos esportivos impediram o estado de rever os investimentos. A precária situação fiscal revelou-se quando o final dos jogos se juntou aos problemas antes existentes e criou o quadro de *tempestade perfeita*¹⁰. A contração da receita veio associada à queda das operações de crédito e ao crescimento do serviço da dívida em 2014 e 2015. O quadro anterior, já merecedor de atenção, transformou-se em derrocada, com os investimentos em 2016 alcançando índice próximo a 25% do montante realizado em 2014.

SP diferenciou-se dos demais estados de maior renda. A variação dos investimentos acompanhou o ciclo da economia nacional, determinado em boa medida pelo comportamento da economia local. Nos anos iniciais da série, o baixo dinamismo e a ausência de crédito, aliado ao compromisso de gerar superávits primários e pagar o serviço da dívida, determinaram o baixo patamar de gastos. O crescimento pós 2006 permitiu elevar o investimento, apesar do gasto com o serviço da dívida, com oscilações definidas pelo ciclo político: alta até 2010, retração em 2011 e retomada nos anos seguintes.

A crise alterou esse quadro no último triênio. A perda de dinamismo da receita provocou cortes de despesas, com ênfase nos investimentos, como meio de garantir superávits primários e conter a piora da situação fiscal. Os valores de 2015 e 2016 caíram, respectivamente, 38% e 44% em relação ao realizado em 2014, que já havia sido menor do que o do ano anterior.

A situação de GO merece atenção entre os estados de menor desenvolvimento. O estado conjuga elevado serviço da dívida e alta relação despesas de pessoal /despesas não financeiras, fatores inibidores da disponibilidade de recursos para investir. Com o acesso ao crédito limitado, os investimentos ficaram presos às oscilações da poupança corrente e ganharam alento em anos isolados, 2004, 2008 e 2010.

¹⁰ A imagem justifica-se graças ao conjunto de efeitos simultâneos envolvendo o Rio de Janeiro. A desaceleração econômica nacional, a queda do preço do petróleo, os efeitos da Lava Jato sobre a Petrobras e outras estatais situadas no estado e sobre setores, como a indústria naval, dependentes de investimentos públicos, aliado ao fim dos jogos, com os impactos decorrentes no turismo, comprometeram a economia local, que ainda teve, como cereja do bolo, a corrupção dos dirigentes.

A postura conservadora, de defesa de altos superávits primários, conteve esse avanço no biênio 2011/2012. A contratação de operações de crédito reverteu a situação nos dois anos seguintes, com alta nos investimentos, logo abortada em razão da piora das contas públicas. A situação de 2014, com as DnFs superiores à RCL, déficit primário e aumento da NFB, levou à adoção de cortes. A política de austeridade, razão de os investimentos caírem 51% em 2015 em relação ao ano anterior e voltarem a cair 48% em 2016, garantiu os superávits primários e DnFs compatíveis com a RCL.

PA e PE deram respostas semelhantes diante da crise, apesar de viverem situações distintas. O PA, com baixo serviço da dívida e menores indicadores da relação despesa de pessoal / DnFs sustentou índice médio de investimentos/RCL de 11,5% até 2010, sem contar com a disponibilidade de crédito, às custas, no entanto, de déficits primários em 2009 e 2010. A política de ajuste de 2011 e 2012 permitiu superar essa fase e voltar a expandir os investimentos, com apoio de empréstimos e queda dos superávits primários, até registrar déficit em 2014. PE, preso ao pagamento do serviço da dívida e à geração de superávits primários, apresentou índices médios de investimentos/RCL baixos até 2008 (6,6%). A guinada do comportamento estadual ocorreu no período seguinte (2009 a 2014). O estado elevou os investimentos aproveitando a queda do serviço da dívida e a contratação de empréstimo, mas, ao mesmo tempo, enfrentou seguidos déficits primários (2011 a 2014) e ampliação da NFB.

Os estados, acuados com a deterioração fiscal e a menor disponibilidade de crédito, cortaram os investimentos em 2015 (PA 17% e PE 62%) e novamente em 2016 (PA 36% e PE 5%), como meio de retomar os superávits primários e reduzir a NFB.

A BA viveu situação peculiar. O estado, apesar do alto gasto com o serviço da dívida até 2010, manteve superávits primários capazes de pagar os juros da dívida e níveis de investimento/RCL com baixa volatilidade, salvo o ciclo político. O comportamento de 2012 a 2016 merece destaque, pois, em contraposição às outras unidades, sustentou índices médios de investimentos/RCL (8,4%) semelhantes aos dos anos anteriores, chegando a elevar o gasto em 2016, momento agudo da crise.

A queda do serviço da dívida e a redução dos superávits primários, com apoio de operações de crédito, sustentaram a postura fiscal não conservadora. Entretanto, esta política não evitou a aparição de déficits primários e de aumento da NFB no último biênio, que, sem a retomada da economia, pode retirar graus de liberdade das autoridades estaduais.

3.5 O serviço da dívida

A crise fiscal recolocou questões que pareciam superadas com a renegociação das dívidas estaduais de 1997 (Mora, 2002). Naquele momento, os estados, incapazes de enfrentar o quadro de deterioração fiscal, tiveram de apelar ao governo federal e negociar o estoque da dívida. O processo de negociação procurou, primeiro, dar condições de compatibilizar o fluxo de pagamentos à capacidade financeira de honrar o serviço da dívida e, segundo, tratou de encaminhar alterações de ordem patrimonial e de revisão do arranjo federativo.

A obrigação de as unidades gerarem superávits primários e privatizarem as empresas, com a finalidade de pagar parte da dívida e de obter taxa de juros mais favoráveis no financiamento, aliado ao controle da contratação de novos créditos, redesenhou o arranjo federativo. Os estados, enfraquecidos econômica e politicamente, trilharam um caminho de perda gradual de expressão e de subordinação na gestão da política fiscal e no controle das políticas públicas, caracterizando o que pode ser chamado de um federalismo centralizado (Arretche, 2012; Abrucio, 2005; Tavares, 2005).

A renegociação da dívida e a institucionalização do novo regime fiscal com a LRF pareciam suficientes para evitar outros momentos de insolvência financeira, ao garantir à União poder de supervisionar o cumprimento das regras fiscais e ditar a conduta dos governos estaduais. A discussão, no entanto, tratou da questão de responsabilidade fiscal e deixou de lado o debate sobre federalismo, que poderia colocar em foco a perda de relevância dos governos estaduais.¹¹

Os estados, sem as empresas e bancos e presos a normas fiscais restritivas, perderam espaço no arranjo federativo e viram crescer a força da União. A situação econômica favorável do período de Lula trouxe alívio fiscal e deu abertura às unidades para questionarem as restrições e debaterem a posição estadual no cenário nacional. O encaminhamento de propostas de revisão das regras de indexação das dívidas com a União (até então baseadas na cobrança do IGP-DI mais juros) e de contratação de créditos internos e externos, relançaram, no plano federativo, a disputa por ganhos de graus de liberdade no trato da gestão fiscal e da ampliação do poder de atuação estadual.

O governo de Dilma deu alento a essas pautas, como parte do projeto de elevar o PIB, com a contribuição de investimentos dos governos estaduais, alinhada à revisão do ICMS. Em nome desta estratégia, a União ampliou o crédito e aceitou dar avals em contratos de empréstimos externos, além de atender a antiga reivindicação de rever a regra de indexação do acordo de dívidas de 1997 (LC n. 148 de 25/11/2014). A nova norma estabeleceu que os contratos, desde 2013, teriam juros de 4% a.a. e atualização monetária calculada com base na variação do IPCA, limitados ao valor da Selic. Além disso, a União estava autorizada a conceder descontos sobre os saldos devedores dos contratos no valor correspondente à diferença entre o valor de 1º de janeiro de 2013 e aquele calculado pela variação acumulada da taxa Selic desde a assinatura dos respectivos contratos (LC 148, art. 3º).

As discussões tomaram outro rumo com a crise econômica. O projeto de reformar o ICMS e a negociação, ainda embrionária, de revisão da atuação estadual perderam-se. A guinada da política econômica de 2015 sepultou o projeto anterior e colocou o debate em novos termos. A validação das regras recém-aprovadas deixou a linha de frente e ganhou destaque a questão da austeridade fiscal, com a União decidida a garantir o ajuste dos entes subnacionais. As reivindicações, preocupadas até então em dar força à atuação estadual, transformaram-se em pedidos de

¹¹ A questão da perda de relevância dos governos estaduais está discutida em Prado (2013, 2007).

salvamento visando conter o processo de deterioração fiscal, com a renegociação das dívidas e o socorro financeiro aos estados.

O embate, em meio à crise, contrapôs forças com poderes desiguais e acirrou o conflito das relações federalistas. Os estados, presos à frágil situação das contas públicas, colocaram-se novamente na dependência do suporte federal e passaram a sofrer pressões de diferentes ordens para aprofundar os ajustes. Por outro lado, a União não pôde se frustrar a negociar, em razão, primeiro, da grave situação econômica e, segundo, da circunstância política de o Presidente da República precisar do apoio do Congresso para se sustentar no poder. Mas, a fragilidade estadual permitiu à União usar as negociações como instrumento de imposição de novas regras restritivas de conduta fiscal, a fim de forçar o controle das contas públicas, o que transformou o trato de questões pontuais em recurso de aumento da centralização no manejo do arranjo federativo.

O imbróglio das relações entre as esferas de governo desenvolveu-se simultaneamente ao caminhar do processo de indexação da dívida. A LC n. 151 de 5/8/2015 reafirmou o acordo anterior e vetou a possibilidade de a União postergar as medidas, ao estabelecer 31/1/2016 como a data limite para promover os aditivos contratuais e dar início à cobrança do serviço da dívida com base na nova regra, além de obriga-la a conceder descontos do saldo devedor da dívida, recalculado a partir da Selic.

A disputa em torno da renegociação dos acordos de 1997 constituiu o passo seguinte, com os estados em busca da redução dos encargos financeiros na tentativa de conter a crise. O governo federal, preso à política de ajuste fiscal, aceitou (PLC 257/2016) alongar os contratos por até 240 meses e autorizar a redução extraordinária de 40% da prestação mensal por um período de 24 meses, desde que a contrapartida estadual fosse a aprovação de leis com medidas de controle fiscal¹² e o atendimento de outras demandas¹³ em caso de redução das prestações.

¹² As leis deveriam contemplar, com duração de 24 meses, as seguintes medidas: I) não conceder vantagem, aumento, reajustes ou adequação de remunerações a qualquer título; ii) limitar o crescimento das outras despesas correntes à variação da inflação (IPCA); iii) Não conceder renúncia ou qualquer tipo de benefício fiscal; iii) suspender admissão ou contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas as reposições decorrentes de vacância, aposentadoria ou falecimento de servidores nas áreas de educação, saúde e segurança; iv) reduzir em 10% (dez por cento) a despesa mensal com cargos de livre provimento. Além disso, as unidades eram obrigadas a sancionar leis com os seguintes dispositivos: i) instituição do regime de previdência complementar; ii) instituição de monitoramento fiscal contínuo das contas do ente, de modo a propor medidas necessárias para a manutenção do equilíbrio fiscal; iv) elevação das alíquotas de contribuição previdenciária dos servidores e patronal ao regime próprio de previdência social para 14% e 28%; v) reforma do regime jurídico dos servidores ativos e inativos, civis e militares e vi) definição de limite máximo para acréscimo da despesa orçamentária não financeira, deduzida dos investimentos e das inversões financeiras, ao montante correspondente à 80% do crescimento nominal da RCL do exercício anterior.

¹³ I – redução em 20% da despesa mensal com cargos de livre provimento, em comparação com a do mês de junho de 2014; II – vedação à contratação de operação de crédito por prazo equivalente ao dobro do prazo constante do requerimento de que trata o art. 6º [24 meses]; e III – limitação das despesas com publicidade e propaganda a 50% da média dos empenhos efetuados nos últimos três exercícios, por prazo em que for acordada a redução extraordinária.

As exigências travaram o processo até que o LC n. 156 de 28/12/2016 permitiu a renegociação das dívidas com a União e o BNDES¹⁴ e definiu, como regra de controle fiscal, a obrigação de os estados aprovarem leis fixando, nos dois exercícios subsequentes à assinatura do termo aditivo, a variação da inflação como limite de crescimento anual das despesas primárias. A maioria dos estados (todos da amostra do estudo e 18 no total) aceitou o acordo e teve redução do serviço da dívida^{15, 16}. Os envolvidos comprometeram-se, por um período de 24 meses, a seguir a lógica de controle fiscal definida na Emenda Constitucional do teto de gastos (EC n. 95/2016), em troca dos benefícios financeiros do termo aditivo¹⁷ e da redução extraordinária da parcela mensal durante os meses de janeiro de 2017 a junho de 2018¹⁸.

O processo não se esgotou aí. O jogo das relações intergovernamentais ganhou outros desdobramentos à medida que alguns estados, diante do lento processo de recuperação econômica e das dificuldades em lutar com os entraves internos, continuaram a viver grave situação financeira e a demandar o apoio federal. Em consonância com o diagnóstico de que a solução da crise depende da austeridade fiscal, a União estabeleceu o Regime de Recuperação Fiscal – RRF (LC n. 159 de 19/5/2017), voltado a atender casos específicos¹⁹. O programa recolocou regras de controle fiscal semelhantes às que foram rejeitadas na negociação do antigo PLC n. 257/2016. Naquele momento, a força conjunta dos estados teve sucesso em se contrapor à vontade federal e encaminhar proposta alternativa. No processo de negociação do RRF as tratativas são com estados isolados, em crise financeira e baixo poder de barganha. Sem capacidade de resistência, o acordo implica em aceitar

¹⁴ De acordo com a STN: “Serão renegociadas as operações contratadas até 31 de dezembro de 2015, e cuja carência tenha cessado até 31 de dezembro de 2016. Para essas operações, será concedido um alongamento de prazo de até 20 anos para pagamento, com até 4 anos de carência.”

¹⁵ Venceu no dia 23 de dezembro de 2017 o prazo para que os Estados e o Distrito Federal assinassem as renegociações referentes aos alongamentos de dívidas com a União da Lei 9.496/97 e de linhas de crédito com recursos do BNDES previstas pela Lei Complementar 156/2016. A lei previu o alongamento de dívidas das unidades da Federação com a União referentes a duas leis anteriores (9.496/97 e 8.727/93), a renegociação de linhas de crédito com recursos do BNDES e a adesão ao Novo Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste fiscal dos Estados (PAF).

¹⁶ O Tesouro Nacional divulgou em 11/1/2018 um balanço da renegociação e os valores potenciais da redução do serviço da dívida. Ver anexo 4. Um desacordo ente o Tesouro e Minas Gerais, com a alegação federal de haver atrasos na entrega de documentos para a assinatura dos aditivos ao contrato de renegociação da dívida, levou o governo a tentar impedir o repasse de recursos ao estado (R\$ 6 bilhões), que recorreu ao STF e conseguiu suspender a medida.

(¹⁷) Cf. o Art. 1º § 5º, os efeitos passariam a valer a partir de 1/7/2016.

¹⁸ Cf. o Art.3º, §4º, as reduções, de janeiro de 2017 a junho de 2018, ocorreriam, respectivamente, da seguinte forma: I – 94,73%; II – 89,47%; III – 84,21%; IV – 78,94%; V – 73,68%; VI – 68,42%; VII – 63,15%; VIII – 57,89%; IX – 52,63%; X – 47,36%; XI – 42,10%; XII – 36,84%; XIII – 31,57%; XIV – 26,31%; XV – 21,05%; XVI – 15,78%; XVII – 10,52%; XVIII – 5,26%.

¹⁹ Como coloca o Art. 3º: considera-se habilitado para aderir ao Regime de Recuperação Fiscal o Estado que atender, cumulativamente, aos seguintes requisitos: I – receita corrente líquida anual menor que a dívida consolidada ao final do exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; II – despesas liquidadas com pessoal, com juros e amortizações, que somados representem, no mínimo, 70% (setenta por cento) da receita corrente líquida aferida no exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; e III – valor total de obrigações contraídas maior que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação.

duras regras de ajustamento, em troca de apoio para sustentarem gastos essenciais e evitarem o caos administrativo^{20, 21}.

O programa, em vigência no RJ²² e em análise no RS, defendeu regras de conduta fiscal pouco compatível com a convivência típica de relações federalistas. Embora não se possa abstrair o fato de a situação financeira estadual ser grave e necessitar de ajustes, a disputa desigual ora em pauta pouco tem a ver com princípios federalistas, onde se pressupõe existir entes em condições de balizarem o próprio futuro. As negociações realçaram a presença de forças desiguais, em que a disputa se resolve no arranjo de forças no enfrentamento de questões pontuais, sem se colocar em pauta a discussão sobre o caráter do atual pacto federativo e o que se quer da federação brasileira.

As regras do RRF revelam sintomas de um pacto federalista doente, em que se destaca a perda de relevância dos governos estaduais; a quase atomização das forças municipais e a

²⁰ Art 2º § 1º A lei ou o conjunto de leis de que trata o *caput* deste artigo deverá implementar as seguintes medidas: I – a autorização de privatização de empresas dos setores financeiro, de energia, de saneamento e outros, com vistas à utilização dos recursos para quitação de passivos; II – a adoção pelo Regime Próprio de Previdência Social mantido pelo Estado; III – a redução dos incentivos ou benefícios de natureza tributária dos quais decorram renúncias de receitas instituídos por lei estadual ou distrital, de, no mínimo, 10% a.a.; IV – a revisão do regime jurídico único dos servidores estaduais da administração pública direta, autárquica e fundacional para suprimir benefícios ou vantagens não previstos no regime jurídico único dos servidores públicos da União; V – a instituição, se cabível, do regime de previdência; VI – a proibição de realizar saques em contas de depósitos judiciais; VII – a autorização para realizar leilões de pagamento, nos quais será adotado o critério de julgamento por maior desconto, para fins de prioridade na quitação de obrigações inscritas em restos a pagar ou inadimplidas.

Art. 8º São vedados ao Estado durante a vigência do Regime de Recuperação Fiscal: I – a concessão, a qualquer título, de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração de membros dos Poderes ou de órgãos, de servidores e empregados públicos e de militares; II – a criação de cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa; III – a alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa; IV – a admissão ou a contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas as reposições de cargos de chefia e de direção que não acarretem aumento de despesa e aquelas decorrentes de vacância de cargo efetivo ou vitalício; V – a realização de concurso público, ressalvadas as hipóteses de reposição de vacância; VI – a criação ou a majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou benefícios de qualquer natureza em favor de membros dos Poderes, do Ministério Público ou da Defensoria Pública, de servidores e empregados públicos e de militares; VII – a criação de despesa obrigatória de caráter continuado; VIII – a adoção de medida que implique reajuste de despesa obrigatória acima da variação anual do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), ou da variação anual da receita corrente líquida, o que for menor; IX – a concessão ou a ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária da qual decorra renúncia de receita; X – o empenho ou a contratação de despesas com publicidade e propaganda, exceto para as áreas de saúde, segurança, educação no trânsito e outras de demonstrada utilidade pública; XI – a celebração de convênio, acordo, ajuste ou outros tipos de instrumentos que envolvam a transferência de recursos para outros entes federativos ou para organizações da sociedade civil e XII – a contratação de operações de crédito e o recebimento ou a concessão de garantia.

²¹ A Lei 13631/2018 aprovou normas que relaxam alguns pontos para a assinatura dos aditivos de renegociação da dívida. Com o novo texto, não será mais necessário demonstrar regularidade no Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), no cumprimento das regras relativas ao funcionamento dos regimes próprios de Previdência Social (os dos servidores públicos) e no comprometimento máximo da receita corrente líquida (RCL) com despesas relativas às parcerias público-privadas (PPPs). Também será dispensada a apresentação de certidões de regularidade do Cadastro Informativo de Créditos não Quitados do Setor Público Federal (Cadin); do pagamento de tributos federais (exceto contribuições previdenciárias) da Dívida Ativa da União, além do cumprimento de obrigações determinadas nas leis.

²² Ver programa de ajuste do RJ na STN <http://tesouro.gov.br/web/stn/rrf>.

dificuldade de aglutinação em torno de projetos comuns, com a União a ditar normas atreladas à definição de programas e convênios.

4 Considerações finais

O atual quadro das finanças estaduais aponta o fim de um ciclo iniciado com a renegociação das dívidas de 1997. A obrigação de pagar os encargos da dívida, aliada ao controle de gastos e às restrições de contratação de empréstimos, culminando com a LRF, definiu regras de austeridade alardeadas como a solução da crise fiscal estadual e a garantia de que a situação não viria a se repetir.

Os resultados iniciais indicaram que as expectativas criadas com a adoção das regras fiscais eram consistentes. O ajuste fiscal pareceu inelutável e os sinais de melhora das contas públicas tornaram-se visíveis na primeira década, apesar da pouca atenção dada à perda de poder relativo dos estados no arranjo federativo.

A retomada do crescimento no governo Lula trouxe algum alento. A capacidade de investimento cresceu e melhoraram as condições de endividamento. Os estados, mesmo com situações diferentes, sustentaram, concomitantemente, aumento dos gastos e redução das NFL e NFB. Os anos dourados do ciclo, no entanto, tiveram vida curta. A queda do ritmo de crescimento da economia, acompanhado no âmbito local, trouxe sinais de piora da situação fiscal, embora de forma não generalizada, a indicar o esgotamento dessa fase promissora, que levou a se desfazer a condição ímpar de conjugar elevação de gastos com melhoria da situação fiscal.

Os estados, diante da perda do dinamismo nacional, tiveram dificuldades de sustentar o ritmo de crescimento interno e de expansão da RCL, abrindo o caminho ao descompasso entre arrecadação e gastos. A ausência de crédito forçaria os estados a conter as despesas. A estratégia oficial de assegurar linhas de crédito deu margem a que unidades reduzissem os superávits primários e financiassem os investimentos com operações de crédito, com reflexo no aumento da NFL e NFB.

Os problemas até este momento eram pontuais, atrelados à situação específica de cada unidade e à condição de gestão fiscal. A situação ganhou outro rumo quando se aprofundou a crise econômica. A gravidade da situação comprometeu o conjunto das economias locais. A queda do PIB, ao afetar o valor das transferências e da receita própria, tornou inviável sustentar a elevação anterior dos gastos e expôs a vulnerabilidade das finanças estaduais.

A dimensão da crise variou de acordo com a especificidade de cada unidade, tendo em vista a situação econômica local e a estrutura de gastos, fatores responsáveis por determinar o tamanho do estrago na receita fiscal e a relevância das despesas obrigatórias com despesas de pessoal (ativo e inativo) e com o serviço da dívida pública.

A falta de alternativa em lidar com a crise provocou cortes generalizados de despesas, sobretudo de investimentos, por serem os gastos discricionários por excelência. A austeridade colocou-se como o caminho possível e acentuou o caráter pró-cíclico da gestão das finanças estaduais.

A crise econômica levou os estados a viverem situações fiscais que lembraram àquelas que a renegociação da dívida buscou combater em 1997. O forte arrocho fiscal, o controle do acesso ao crédito e a obrigação de pagar a dívida pública, depois de 20 anos, não trouxeram o resultado esperado.

A fragilidade das finanças estaduais colocou em xeque o arranjo anterior. A solução proposta de enfrentamento da crise pouco inovou em relação ao que se definiu no passado. A necessidade de voltar a renegociar a dívida, o arrocho previsto nos programas e a crítica aberta de que a situação é produto de má gestão reproduzem a situação anterior. As medidas repetem-se sem que, novamente, se levasse em conta a própria inevitabilidade da crise fiscal diante da queda tão profunda do PIB, nem que se colocasse em questão problemas de outra ordem, envolvendo a inserção estadual na federação brasileira, as formas de financiamento disponíveis, o fato de a base da arrecadação estadual, o ICMS, se assentar na indústria, com crescente perda de participação no PIB, o problema da guerra fiscal e o comportamento das transferências constitucionais, todos eles fatores de impacto na capacidade de receita estadual.

A atual crise coloca a oportunidade de repensar o pacto federativo e o papel dos governos estaduais na federação. Várias questões estão sem respostas. Qual o caminho da federação brasileira? Qual o papel que cabe aos estados desempenhar? Como seria possível repensar a distribuição de recursos e encargos? Como rever o sistema de transferências e a distribuição regional da carga tributária? Como pensar formas de cooperação entre os entes? As discussões sobre essas questões abrem espaços para se pensar as finanças estaduais para além das medidas pontuais, preocupadas somente em apagar incêndio a cada novo momento de crise.

Referências bibliográficas

- ABRUCIO, F. L. A Coordenação Federativa no Brasil: a experiência do período FHC e os desafios do governo Lula. *Rev. Sociol. Polít.*, Curitiba, 24, p. 41-67, jun. 2005.
- ALMEIDA, A. O. Déficit e endividamento estadual (1979-1995). Campinas, 1997. Dissertação (Mestrado)—Instituto de Economia da Unicamp.
- ALMEIDA, M. *O ajuste fiscal dos Estados*. 2016. Disponível em: <https://www.joserobertoafonso.com.br/ajuste-fiscal-almeida-et-al/>.
- ARRETCHE, M. *Democracia, federalismo e centralização no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora FGV; Editora Fiocruz, 2012.
- AFONSO, J. R.; CASTRO, K. P. Carga Tributaria Brasileña en perspectiva histórica. Estadísticas Revisadas. *Revista de Administración Tributaria*, n. 45, sept. 2019.
- BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 1, p. 5-17, 1994.
- BATISTA JR, P. N. Déficit e financiamento do setor público brasileiro: 1983-1988. *Revista de Economia Política*, v. 10, n. 4. out./dez. 1991.
- GRIN, E. J. et. al. *La recentralización en el federalismo brasileño: una salida con muchas sendas*. Trabalho preparado para sua apresentação no 9º Congresso Latinoamericano de Ciência Política,

organizado pela Associação Latino-americana de Ciência Política (ALACIP). Montevideo, 26 ao 28 de julho de 2017.

LISBOA, M.; VESCOVI, A. P. *A crise fiscal dos Estados*. 2016. Disponível em: <https://www.joserobertoafonso.com.br/ajuste-fiscal-almeida-et-al/>.

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

LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Editora UNESP, 2013.

LOPREATO, F. L. C. *Uma razão a mais para se pensar o porquê de a taxa de juros ser tão alta no Brasil*. Campinas: IE-Unicamp, 2018. (Texto para Discussão, n. 327).

MENDONÇA de BARROS, L. C. A moeda indexada. *Economia e Sociedade*, Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, n. 2, ago. 1993.

MORA, M. *Federalismo e dívida estadual no Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA, mar. 2002. (Texto para Discussão, n. 866).

PIANCASTELLI, M.; BOUERI, R. *Dívida dos Estados 10 anos depois*. Rio de Janeiro: IPEA, dez. 2008. (Texto para Discussão, n. 1366).

PRADO, S. *A questão fiscal na Federação Brasileira; diagnósticos e alternativas*. Brasília: CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, Escritório no Brasil, mar. 2007.

PRADO, S. *Cinco ensaios sobre federalismo e a Federação Brasileira*. Tese (Livre Docência)– Campinas, IE-Unicamp, 2013.

TAVARES DE ALMEIDA, M. H. Recentralizando a federação? *Revista de Sociologia e Política*, Curitiba, 24, p. 29-40, jun. 2005.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279, 2009.

Anexos

Anexo 1

Resultado Primário / RCL														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pará	3,4%	4,3%	5,7%	-1,0%	6,0%	2,1%	-0,5%	-4,4%	6,6%	5,8%	0,3%	-0,4%	0,3%	0,6%
Bahia	6,5%	10,3%	9,7%	10,5%	14,3%	9,0%	4,3%	3,7%	2,9%	3,2%	1,6%	4,0%	-3,8%	-4,7%
Pernambuco	7,6%	9,6%	10,8%	8,8%	8,9%	5,8%	-1,1%	0,5%	-2,7%	-7,2%	-7,9%	-10,7%	1,0%	4,0%
Goiás	11,3%	0,7%	12,4%	13,3%	12,6%	14,9%	14,1%	5,4%	17,8%	10,2%	3,9%	-1,9%	3,3%	7,9%
Minas Gerais	8,7%	8,7%	9,8%	8,6%	8,7%	6,2%	4,7%	4,8%	5,7%	5,8%	-1,6%	-3,8%	-4,3%	-7,1%
Rio de Janeiro	10,8%	13,0%	12,0%	8,8%	13,6%	16,0%	10,6%	6,3%	9,4%	1,9%	-2,3%	-5,5%	-7,1%	-15,9%
São Paulo	10,3%	9,1%	7,8%	10,0%	9,4%	7,7%	4,4%	6,7%	7,4%	10,1%	5,0%	4,9%	5,3%	3,3%
Rio Grande Sul	2,2%	1,7%	5,8%	7,1%	8,0%	12,7%	9,2%	5,1%	7,8%	4,4%	1,2%	-3,7%	-1,5%	-0,3%

Fonte: STN-Programas de Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados

Anexo 2

Necessidade de Financiamento Líquida e Bruta (R\$ milhões correntes)

PARÁ														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	134	197	306	-60	408	171	-42	-433	738	785	41	-60	53	111
II - Juros da dívida	57	74	45	56	73	62	83	95	40	92	43	19	44	-24
III - Nec. Fin. Líquida = (I + II)	-76	-123	-261	116	-335	-109	125	528	-698	-693	2	79	-9	-134
IV - Amortizações	94	144	160	170	184	235	263	281	337	380	422	335	402	387
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	18	22	-100	286	-151	125	388	810	-361	-314	425	415	393	253
VI - Fontes de financiamento	41	23	41	233	109	135	512	769	43	44	512	617	179	160
Operações de crédito	35	35	24	232	108	133	512	756	42	42	499	614	179	159
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-23	-2	-141	53	-260	-10	-124	50	-405	-358	-87	-202	214	93
BAHIA														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	488	887	990	1.203	1.803	1.280	616	637	563	667	367	1.026	-1.054	-1529
II - Juros da dívida	458	509	471	460	487	417	409	366	315	382	338	352	43	-14
III - Nec. Fin. Líquida = (I + II)	-30	-377	-519	-743	-1.315	-863	-207	-272	-248	-285	-29	-675	1.097	1516
IV - Amortizações	755	772	873	1.086	1.269	1.511	1.318	921	979	1.109	1.766	826	976	866
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	725	395	355	343	-47	648	1.111	650	731	824	1.737	-151	2.073	1892
VI - Fontes de financiamento	422	348	494	390	161	144	1.011	65	453	1.859	2.664	1.426	1.024	918
Operações de crédito	420	314	254	386	160	133	1.009	652	449	1.855	2.657	1.422	1.015	907
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	303	47	-140	-47	-208	504	100	-7	278	-1.035	-927	-1.275	1.049	973
PERNAMBUCO														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	338	424	661	599	686	535	-112	65	-369	-1.032	-1.345	-2.030	199	876
II - Juros da dívida (líquido devido)	223	219	205	204	176	100	126	153	69	184	266	294	364	203
III - Nec. Fin. Líquida = (I + II)	-115	-205	-456	-394	-510	-435	238	88	438	1.216	1.610	2.324	165	-674
IV - Amortizações	318	352	406	448	413	480	879	340	405	535	635	612	799	807
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	203	147	-50	54	-97	45	1.117	428	843	1.751	2.245	2.935	964	133
VI - Fontes de financiamento	31	72	65	68	81	216	1.128	668	517	2.317	2.910	1.886	423	322
Operações de crédito	31	71	64	66	80	213	1.111	664	517	2.310	2.904	1.886	419	322
VII = atraso / deficiência financeira (V-VI)	172	75	-116	-14	-178	-171	-11	-240	326	-565	-665	-1.049	542	-189
GOIÁS														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	439	33	648	751	818	1.134	1.088	488	2.000	1.274	526	-279	512	1.363
II - Juros da dívida (líquido devido)	239	250	300	426	399	494	506	600	736	764	1.062	923	887	786
III - Nec. Fin. Líquida = (I + II)	-200	218	-349	-325	-419	-640	-582	112	-1.263	-511	536	1.202	375	-776
IV - Amortizações	284	374	411	442	495	526	572	544	2.335	2.409	1.131	1.659	1.670	1.041
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	84	592	63	117	76	-115	-9	656	1.071	1.898	1.667	2.861	2.045	465
VI - Fontes de financiamento	63	49	88	50	47	0	1	199	1.761	1.725	1.344	1.804	557	35
Operações de crédito	32	48	31	29	13	0	0	198	1.760	1.725	1.344	1.804	557	34
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-21	543	-251	67	30	-115	-11	457	-689	173	322	1.056	1.488	430
MINAS GERAIS														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	1.157	1.264	1.698	1.661	1.916	1.715	1.306	1.494	2.005	2.220	-683	-1.715	-2.136	-3.606
II - Juros da dívida	1.031	1.134	1.147	1.351	1.686	1.922	1.786	1.905	2.068	1.999	2.119	2.165	2.833	1.106
III - Nec. Fin. Líquida = (I + II)	-126	-130	-550	-310	-230	207	480	411	63	-221	2.802	3.880	4.970	4.712
IV - Amortizações	425	417	396	540	452	516	1.085	1.191	1.424	3.925	5.046	2.874	3.479	1.491
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	299	288	-154	230	222	723	1.565	1.603	1.487	3.703	7.847	4.566	8.449	5.866
VI - Fontes de financiamento	45	36	108	284	199	480	1.321	1.627	382	4.169	6.021	1.281	36	1.176
Operações de crédito	18	11	64	253	196	556	1.306	1.598	304	3.830	5.876	336	27	1.154
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	254	252	-263	-54	22	243	244	-24	1.106	-466	1.826	3.285	8.413	4.690
RIO DE JANEIRO														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	1.636	2.212	2.223	1.850	3.064	4.263	2.780	2.034	3.365	743	-1.097	-2.583	-3.591	-7.175
II - Juros da dívida	1.654	1.142	1.721	1.807	1.947	1.943	2.007	1.979	2.088	2.282	2.470	2.638	3.330	2.457
III - Nec. Fin. Líquida = (I + II)	18	1.070	-502	-43	-1.117	-2.320	-773	-55	-1.277	1.539	3.567	5.221	6.921	9.633
IV - Amortizações	577	769	700	714	825	868	1.226	1.232	1.726	2.317	2.848	3.452	3.452	1.984
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	596	-301	198	672	-292	-1.452	453	1.177	449	3.856	6.415	8.673	10.373	11.616
VI - Fontes de financiamento	189	256	277	353	164	176	722	1.295	1.455	4.755	5.868	7.646	6.055	1.047
Operações de crédito	189	256	280	353	164	176	725	1.295	1.272	4.755	5.030	7.605	4.995	1.047
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	407	-558	-80	319	-457	-1.628	271	118	-1.004	-900	547	1.027	4.318	10.569
SÃO PAULO														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	4.282	4.293	4.178	5.918	6.302	5.972	3.526	6.254	7.615	11.382	6.148	6.435	7.088	4.408
II - Juros da dívida	2.870	3.137	3.696	3.907	4.160	4.501	4.353	4.482	4.663	5.375	6.436	7.367	7.845	4.075
III - Nec. Fin. Líquida = (I + II)	-1.411	-1.157	-482	-2.011	-2.141	-1.471	827	-1.772	-2.952	-6.008	288	932	757	-332
IV - Amortizações	1.587	1.515	1.427	3.765	2.144	2.713	3.467	3.751	4.379	5.012	5.615	5.907	7.311	4.279
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	175	358	944	1.754	3	1.242	4.294	1.979	1.427	-995	5.903	6.840	8.068	3.947
VI - Fontes de financiamento	754	408	1.260	1.984	222	1.357	5.189	4.388	1.234	1.827	4.713	7.294	7.169	4.990
Operações de crédito	336	375	223	367	193	939	1.957	1.588	1.197	815	4.705	6.468	6.096	4.951
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-578	-50	-316	-231	-219	-114	-895	-2.409	193	-2.823	1.190	-455	899	-1.043
RIO GRANDE DO SUL														
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	207	175	688	778	1.076	2.047	1.537	1.033	1.645	1.004	291	-1.028	-460	-104
II - Juros da dívida	835	920	1.019	1.234	1.266	1.213	1.101	1.146	1.192	1.299	1.387	1.382	1.491	412
III - Nec. Fin. Líquida = (I + II)	628	745	331	456	190	-834	-436	113	-463	295	1.096	2.411	1.951	516
IV - Amortizações	468	456	592	467	462	1.701	680	1.621	1.021	1.155	1.325	1.677		

Anexo 3

	Serviço da Dívida													
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pará														
Serv. da Dívida / RCL	5,5%	5,9%	5,3%	4,7%	4,6%	4,5%	4,7%	4,7%	4,9%	4,3%	4,2%	3,3%	3,5%	3,0%
Serv. da Div. / D. Total	4,7%	5,0%	4,6%	3,9%	4,0%	3,8%	3,9%	3,7%	4,3%	3,8%	3,5%	2,8%	3,0%	2,6%
Bahia														
Serv. da Dívida / RCL	18,2%	16,1%	14,4%	14,7%	14,6%	14,6%	12,9%	8,4%	7,7%	7,7%	9,9%	5,3%	5,8%	4,4%
Serv. da Div. / D. Total	13,9%	12,7%	11,6%	11,9%	12,2%	11,7%	10,0%	6,7%	6,2%	6,2%	7,7%	4,4%	4,6%	3,3%
Pernambuco														
Serv. da Dívida / RCL	13,5%	13,5%	11,2%	10,7%	8,8%	8,0%	11,4%	5,0%	5,2%	6,3%	6,4%	6,1%	7,1%	6,1%
Serv. da Div. / D. Total	10,6%	10,6%	9,3%	8,8%	7,4%	6,6%	8,6%	3,9%	4,1%	4,6%	4,7%	4,5%	5,7%	#DIV/0!
Goias														
Serv. da Dívida / RCL	13,9%	14,0%	13,7%	15,5%	13,9%	13,6%	14,6%	13,1%	27,9%	26,9%	17,3%	18,2%	16,3%	10,6%
Serv. da Div. / D. Total	10,4%	9,9%	10,9%	12,1%	11,0%	10,9%	11,4%	9,7%	20,6%	18,9%	12,5%	12,5%	11,6%	10,6%
Minas Gerais														
Serv. da Dívida / RCL	12,1%	12,1%	11,6%	12,2%	11,6%	10,9%	11,8%	10,7%	11,3%	16,3%	18,5%	12,7%	13,7%	5,5%
Serv. da Div. / D. Total	9,6%	9,3%	9,2%	9,5%	9,1%	8,5%	9,0%	8,2%	8,6%	11,9%	12,7%	9,3%	10,5%	4,3%
Rio de Janeiro														
Serv. da Dívida / RCL	15,9%	12,0%	13,6%	12,6%	13,2%	11,8%	13,5%	11,1%	11,7%	12,6%	12,3%	14,3%	14,5%	10,5%
Serv. da Div. / D. Total	12,6%	9,9%	11,0%	10,1%	10,9%	10,0%	10,6%	8,7%	9,3%	9,5%	9,1%	10,1%	10,2%	#DIV/0!
São Paulo														
Serv. da Dívida / RCL	13,1%	11,7%	11,9%	14,6%	10,9%	11,3%	11,6%	10,7%	11,1%	11,3%	11,4%	11,9%	12,8%	7,9%
Serv. da Div. / D. Total	10,1%	9,0%	9,1%	11,0%	8,4%	8,5%	8,5%	8,1%	8,5%	8,8%	8,5%	8,9%	9,4%	5,9%
Rio Grande do Sul														
Serv. da Dívida / RCL	15,0%	14,2%	14,5%	13,7%	12,0%	19,8%	12,6%	14,6%	11,7%	11,6%	11,4%	11,8%	11,4%	4,5%
Serv. da Div. / D. Total	10,7%	10,2%	10,6%	10,2%	9,1%	14,8%	9,7%	10,7%	8,9%	8,6%	8,2%	8,2%	8,2%	3,6%

Fonte: STN - Programa de Ajuste Fiscal

Anexo 4

Balanco da Lei Complementar nº 156/2016

Estado	Renegociação de dívidas com a União da Lei 8.436/97						Renegociação de dívidas sem recursos do BNDES			Renegociação de dívidas da Lei 8.727/93**		Adesão ao Novo PAF (Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados)
	Solicitou	Valor da dívida renegociada	Alongamento da dívida em 240 meses (art. 1º LC 156)	Redução regressiva das parcelas de jul/16 a jun/18 (art. 3º LC 156)	Parcelamento de pagamentos não realizados por decisão do STJ (art. 5º LC 156)	Redução potencial no fluxo de pagamentos da dívida com a União de jul/16 a jun/18*	Solicitou	Número de renegociações	Valor das renegociações - Contratos autorizados pela STN	Valor das dívidas vencidas passíveis de alongamento em 240 meses (art. 12-A LC 156)	Valor das dívidas vencidas passíveis de alongamento (arts. 12 e 13 LC 156)	
Acre	sim	R\$ 311.945.371	Deferido	Em análise	Não solicitado	R\$ 67.580.210	sim	10	R\$ 530.566.459	-	R\$ 3.318.665	sim
Alagoas	sim	R\$ 6.226.194.346	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 1.280.616.438	sim	3	R\$ 613.102.161	-	R\$ 66.800.811	sim
Amapá	não					R\$ 14.858.138	sim	1	R\$ 420.990.519	-	-	não tem PAF
Amazonas	não						não			-	R\$ 139.206.678	não
Bahia	não					R\$ 937.154.629	sim	3	R\$ 1.767.634.482	-	R\$ 11.725.002	sim
Ceará	sim	R\$ 879.149.981	Deferido	Não solicitado	Não solicitado	R\$ 157.840.387	sim	6	R\$ 1.307.108.538	-	R\$ 467.107.056	sim
Distrito Federal	não					R\$ 159.445.975	não			-	-	não
Espírito Santo	sim	R\$ 1.257.066.933	Deferido	Deferido	Não solicitado	R\$ 174.913.299	sim	1	R\$ 359.482.113	-	R\$ 926.253.452	sim
Goias	sim	R\$ 3.349.775.154	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 698.132.446	não			R\$ 4.931.105.055	R\$ 13.512.191	sim
Maranhão	não						sim	2	R\$ 1.048.798.115	-	R\$ 23.785.242	sim
Mato Grosso	sim	R\$ 1.841.036.059	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 437.768.537	sim	4	R\$ 822.291.099	-	R\$ 12.325.630	sim
Mato Grosso do Sul	sim	R\$ 3.300.168.109	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 2.287.085.538	sim	2	R\$ 341.251.036	-	-	sim
Minas Gerais	sim	R\$ 73.567.521.225	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 8.509.503.624	sim	2	R\$ 1.229.611.284	-	R\$ 653.812.282	sim
Pará	sim	R\$ 865.643.620	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 185.255.028	não			-	R\$ 8.871.522	sim
Paraná	sim	R\$ 711.806.913	Deferido	Em análise	Não solicitado	R\$ 69.322.297	sim	3	R\$ 900.262.960	-	R\$ 65.614.287	sim
Paraná	sim	R\$ 9.311.603.669	Deferido	Deferido	Deferido	R\$ 1.722.937.188	sim	1	R\$ 730.518.342	-	R\$ 337.198.137	sim
Pernambuco	sim	R\$ 2.877.583.371	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 625.466.808	sim	39	R\$ 1.184.981.421	-	R\$ 122.281.713	sim
Piauí					Dívida liquidada		sim	2	R\$ 515.871.104	-	R\$ 18.820.618	não tem PAF
Rio de Janeiro	sim	R\$ 68.200.406.891	Deferido	Não solicitado	Não solicitado	R\$ 5.181.139.273	não			-	R\$ 44.460.274	sim
Rio Grande do Norte	não						não			-	R\$ 3.120.919	não tem PAF
Rio Grande do Sul	sim	R\$ 51.022.239.635	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 5.365.879.782	sim	3	R\$ 786.818.370	-	R\$ 120.426.414	sim
Roraima	sim	R\$ 2.106.684.884	Deferido	Em análise	Não solicitado	R\$ 350.643.472	sim	-	-	-	R\$ 12.760.828	sim
Roraima	não						sim	-	-	-	-	não
Santa Catarina	sim	R\$ 8.600.057.374	Deferido	Deferido	Deferido	R\$ 1.732.306.729	sim	2	R\$ 440.762.011	-	R\$ 13.002.651	sim
São Paulo	sim	R\$ 223.539.966.235	Deferido	Deferido	Deferido	R\$ 14.609.926.848	sim	2	R\$ 1.708.858.163	-	R\$ 34.293.316	sim
Sergipe	sim	R\$ 896.246.019	Deferido	Deferido	Deferido	R\$ 176.083.649	sim	2	R\$ 212.065.957	-	R\$ 10.828.356	sim
Total	-	R\$ 458.865.095.791	18 Deferidos	6 Deferidos 10 Em análise	4 Deferidos 8 Em análise	R\$ 44.743.860.285	-	88	R\$ 14.916.914.122	R\$ 4.931.105.055	R\$ 3.109.535.040	20 Adesões

* Estimativa considerando os efeitos acumulados das renegociações da dívida com a União.

** Apenas GO solicitou alongamento de sua dívida vencida da Lei 8.727, tendo firmado a renegociação.

PARTE IV
GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

1 Introdução

A evolução da dívida pública é um problema central da política fiscal brasileira e muitos a consideram como fator determinante do atual patamar da taxa de juros e responsável por alguns dos momentos de instabilidade da última década. Porém, pouco se avançou no trato da dívida pública.

As crises sucessivas e a instabilidade de juros e câmbio dificultaram o processo de alongamento da dívida e a construção da curva a termo da taxa de juros. O esforço fiscal privilegiou o superávit primário, sem alterar substancialmente a gestão da dívida pública. Após mais de uma década da estabilização econômica, permanecem traços semelhantes ao do período de alta inflação, quando atuou como instrumento contra o desenlace da crise econômica e a hiperinflação aberta.

A obrigação de financiar o setor público levou à construção de uma institucionalidade particular, comprometida, antes de tudo, em impedir o colapso do mercado de títulos e o descontrole inflacionário. A presença dominante da moeda indexada, no jogo do *overnight*, evitou a hiperinflação aberta, mas deixou marcas no mercado financeiro brasileiro.

A estabilização monetária pós 1994 não veio acompanhada de mudanças institucionais capazes de alterar o *modus operandi* então vigentes e trouxe consequências importantes: primeiro, preservou o papel das LFT como elo de ligação entre o mercado monetário e a dívida pública; segundo, manteve a baixa maturidade da dívida mobiliária e, finalmente, criou dificuldades à redução da taxa de juros e ao desenvolvimento de um mercado de títulos da dívida pública capaz de servir de *benchmark* aos títulos privados.

A preservação desse *modus operandi* atendeu os interesses tanto das autoridades econômicas como dos carregadores da dívida pública, felizes parceiros de um jogo *win-win*², em que tudo se passa como se o risco das decisões em aplicações em títulos públicos não devesse ser considerado.

A recente convergência entre as expectativas de inflação e a inflação observada e a melhoria das condições do balanço de pagamentos deram estabilidade aos principais indexadores da dívida pública e permitem avançar no tratamento do mercado de títulos da dívida pública, buscando desfazer o emaranhado que o aproxima do mercado monetário, local, por excelência, de gestão da taxa de juros básica da economia.

A oportunidade de repensar a questão da dívida pública não tinha, até agora, se colocado de modo tão claro. A presença de enorme estoque de dívida mobiliária e a cultura de defesa da valorização da riqueza financeira dificultaram as alterações. O momento atual é um convite à ação.

¹ Publicado originalmente como Texto para Discussão n. 139, IE-Unicamp, jan. 2008.

² Expressão usada por um analista de mercado americano em conversa com técnico de instituição financeira local sobre as condições do mercado brasileiro.

Não se trata de tarefa fácil. Não é simples mexer com interesses consolidados e posições arraigadas, mas é possível discutir mudanças.

A proposta é promover alterações institucionais capazes de superar a herança inflacionária presente no mercado de títulos públicos, aproximando as suas características de outras experiências, em que o risco de mercado é parte das regras do jogo e não se alimenta a prática de aplicações no curto prazo, favorecendo, com isso, a redução do custo da dívida pública, a queda da taxa de juros e a construção da curva de estrutura a termo da taxa de juros, bem como a expansão do mercado secundário e de títulos privados.

O texto, além dessa introdução, apresenta uma discussão inicial sobre a particular organização do mercado de títulos públicos na fase de alta inflação. A seção seguinte discute a gestão recente do mercado de títulos públicos e a ideia de que permanecem as características anteriores à estabilização. A seção 4 apresenta a evolução da dívida pública depois de 1998, destacando as rápidas mudanças na composição e no perfil da dívida mobiliária. A seção 5 discute as ideias sobre o alongamento da dívida e as mudanças institucionais, enfatizando o debate entre os defensores da ordem natural e os que apostam na intervenção no mercado de títulos públicos para afastar a herança do período inflacionário. O último tópico apresenta as considerações finais.

2 Alta inflação, moeda indexada e dívida pública

O texto parte da hipótese de que a situação atual tem as suas raízes definidas na construção peculiar do mercado de dívida pública brasileira e nas condições específicas criadas durante a crise dos anos 1980. A luta contra a hiperinflação aberta levou o Banco Central (BC) a defender regras comprometidas com a atratividade a qualquer custo dos títulos públicos e a atuar de modo a minimizar o risco de mercado das instituições financeiras no carregamento dos títulos, com o objetivo de evitar que a incerteza de valorização da riqueza financeira provocasse a fuga dos investidores e forçasse a monetização da dívida, abreviando o caminho da hiperinflação.

A construção do mercado de dívida pública teve início na reforma financeira de 1964. A criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) indexadas a índices de preços e o desenvolvimento das operações de mercado aberto lastreadas em títulos públicos deram origem à expansão dos ativos financeiros com correção monetária *a posteriori*, usados como forma de financiamento não inflacionário para o setor público.

A chamada *moeda indexada* desempenhou papel discreto nos primeiros anos após a sua criação³. O sucesso alcançado no controle da inflação levou à ampliação das operações prefixadas e ao uso preferencial das Letras do Tesouro Nacional (LTN) no mercado de dívida pública. Entretanto, as operações ganharam novos rumos com a expansão da inflação pós 1973 e do custo de oportunidade de manter os recursos ociosos. Cresceu a demanda por títulos com correção monetária e por aplicações de curto prazo, em busca da valorização financeira das sobras de caixa. Por outro lado, a deterioração das condições de financiamento do setor público impulsionou as

³ A discussão desse item apoia-se em Mendonça de Barros (1993).

operações do mercado aberto e a participação do governo como principal tomador dos recursos líquidos, realçando o papel da dívida pública na condução da política econômica.

O crescimento do mercado de títulos públicos reafirmou o caráter peculiar do modelo de gestão da dívida presente desde o nascimento do *open market*. A ausência de tomadores finais transferiu a responsabilidade do carregamento dos títulos públicos às instituições financeiras, financiadas com recursos captados junto ao público. O mercado operava por meio da chamada carta de recompra, em que o governo vendia os títulos com o compromisso de recomprá-lo após um prazo acordado entre as partes. Além disso, o BC adotou como norma operacional básica o procedimento da zeragem automática, isto é, recomprava ao final do dia, com taxa igual à do mercado, a parcela da carteira de títulos das instituições financeiras que não conseguia financiamento no mercado e/ou vendia títulos, com compromisso de recompra, para as instituições com sobra de caixa. Assim, eliminava o risco das instituições operarem com prejuízo por terem comprado um volume de títulos acima daquele em condições de obter financiamento no mercado ou ampliava o ganho no caso da captação de recursos superar as expectativas.

A norma prática do gerenciamento da dívida estabelecia ainda o compromisso informal de que as instituições não teriam perdas com o carregamento da dívida pública, ou seja, o governo assegurava implicitamente que a rentabilidade dos títulos cobriria o custo de captação dos recursos no mercado, atrelado às taxas do *overnight*. Este mecanismo operava sem sobressaltos nos períodos de estabilidade da política monetária. A rentabilidade dos títulos públicos permanecia acima da taxa básica de juros e assegurava os ganhos das instituições financeiras e das aplicações das empresas e famílias. Porém, aumentos dos juros provocavam o descasamento entre a rentabilidade das carteiras e as taxas do *over* usados como base na remuneração dos recursos captados em mercado, ferindo o acordo implícito de preservação do lucro no carregamento da dívida e provocando *stress* no mercado.

O BC, fiel ao compromisso assumido, entrava no mercado trocando os papéis, recomprando os títulos antigos e vendendo outros com remuneração adequada à nova taxa do *overnight*, com o objetivo de evitar a desvalorização das carteiras e a perda de interesse no carregamento da dívida pública, causando dificuldades ao financiamento do setor público. O mecanismo de troca dos títulos, ao lado da zeragem automática, restringia o risco dos agentes e permitia a manutenção de posições ativas e passivas com descasamento de prazos. De modo que, o carregamento de títulos de longa maturação, financiados com recursos captados diariamente, ocorria sem gerar traumas significados no mercado.

O modelo operacional do mercado de dívida pública, praticamente, eliminou o risco do sistema financeiro e consolidou os interesses em torno da rolagem da dívida pública: o governo garantiu o financiamento público e as instituições financeiras, empresas e famílias desfrutaram de liquidez, baixo risco e juros reais positivos.

A relevância desse modelo de gestão da dívida pública cresceu a partir da segunda metade dos anos 70, com a aceleração inflacionária e os problemas de balanço de pagamentos. A volatilidade dos juros e do câmbio levou ao crescimento do peso das ORTN na carteira das instituições financeiras, ampliando o risco de carregamento da dívida pública. Por outro lado, o BC, diante da dificuldade de financiamento do balanço de pagamentos, elevou a taxa de juros e direcionou a demanda de crédito ao exterior, ampliando a entrada de capitais externos e a liquidez

interna. O resultado foi a maior colocação de títulos da dívida pública e a pressão sobre os juros, incentivando o endividamento externo e recolocando o problema de controle da liquidez. O movimento, conhecido como ciranda financeira, ampliou o estoque da dívida pública e o cuidado com o destino da riqueza acumulada em títulos públicos.

O risco de desvalorização da riqueza financeira com a não convergência entre a inflação esperada e a observada, ao lado da volatilidade do câmbio e dos expurgos promovidos por Delfim Neto na correção monetária, deram força ao uso dos mecanismos de defesa da rentabilidade das instituições financeiras ao final da década, na tentativa de evitar que o descasamento das suas posições ativas e passivas trouxesse risco sistêmico e embaraços à gestão da dívida.

A assinatura do acordo de renegociação da dívida externa em 1983 acirrou a instabilidade do processo de gestão da dívida pública. O comprometimento da estrutura de financiamento público com a estatização da dívida externa e a dificuldade de elevar a carga tributária ou de definir caminhos de renegociação do estoque da dívida acirraram a crise fiscal e deixaram o governo refém da colocação de novos títulos. O pagamento dos encargos externos atrelou-se à dívida interna e as autoridades perderam espaços. O BC não teve alternativa senão sinalizar que os sobressaltos da política monetária não trariam risco ao sistema e reafirmar os procedimentos anteriores, aprimorando o mecanismo da carta de recompra e da zeragem automática.

O compromisso informal com a minimização dos riscos das instituições financeiras não era novidade, contudo, as condições do mercado de títulos públicos no início dos anos 80 realçaram o papel do BC. O formato da gestão da dívida pública atendeu aos interesses dos envolvidos e institucionalizou a prática de um mercado sem risco, em que o setor público, em última instância, é o responsável por socorrer o sistema financeiro e arcar com o custo das alterações da política monetária. Isto deu liberdade ao governo de manipular os juros e evitar o desenlace da crise e a dolarização da economia. As empresas e famílias beneficiaram-se com a liquidez diária das aplicações e a garantia de valorização da riqueza financeira. Por outro lado, as instituições financeiras viveram o mundo dos sonhos, de ganhar sem correr riscos, desfrutando do *floating* e de generosos *spreads* no carregamento da dívida pública, certas de que não seriam afetadas caso não se confirmassem as suas previsões.

A situação ganhou outros ingredientes após o fracasso do Plano Cruzado. O medo de novos congelamentos acirrou a incerteza e a aceleração dos preços, ampliando os riscos de descasamento das remunerações e dos prazos. A dificuldade de estimar a inflação futura revelou a necessidade de alterações frequentes e significativas na taxa de juros, trazendo instabilidade à gestão da dívida pública até então baseada na indexação clássica aos índices de preços.

O problema colocou-se já na saída do congelamento de preços em fins de 1986. A drástica elevação das taxas de juros requerida naquele momento acarretaria riscos expressivos de crise sistêmica em função das perdas nas carteiras das instituições financeiras, construídas com base em expectativas de que a baixa inflação teria vida mais longa (Resende, 2006). O lançamento das Letras do BC (LBC), com prazos de até um ano e indexação atrelada à taxa do *overnight*, procurou proteger o sistema financeiro, demarcando o momento final de definição do modelo institucional capaz de lidar com aquela situação de incerteza radical. O fim do descasamento de remuneração do ativo e passivo das instituições financeiras facilitou a condução da política monetária, eliminou o risco de mercado e assegurou a colocação dos títulos públicos.

O modelo de indexação à taxa do *overnight* representou o aprimoramento do modelo anterior e o auge da chamada *moeda indexada*, atrelando a remuneração dos depósitos a um indicador financeiro capaz de captar a evolução *esperada* dos preços, o que deixou de ocorrer com o uso dos índices de preços na fase de aceleração inflacionária.

A confiança de que o estoque de riqueza líquida não sofreria perdas colocou o *overnight* como refúgio seguro das aplicações e eliminou de vez a distinção entre moeda e poupança financeira, consolidando a *cultura* de elevados ganhos e baixos riscos e os interesses dos agentes envolvidos. O manejo da moeda indexada permitiu atravessar o difícil momento sem o trauma da hiperinflação aberta, mas legou o ônus desse processo ao setor público.

O arcabouço institucional não sofreu alterações significativas nos anos seguintes. Os planos de estabilização, todos de curta duração, não mexeram na lógica do modelo de gestão da dívida pública, embora contribuíssem, a cada congelamento, para evitar a explosão do estoque da dívida. Sem resolver o problema da restrição externa e o estrangulamento do setor público, não conseguiram alterar a lógica do mercado de títulos públicos.

3 Estabilidade sem desmontagem das características básicas do modelo anterior

O atual cenário macroeconômico, com a estabilidade dos preços e a superação do problema de restrição externa, permite repensar a evolução recente da economia brasileira e questionar a validade de manter as condições de gestão da dívida pública semelhantes às do período de alta inflação. A obrigação de transferir recursos ao exterior e a dificuldade de financiamento do balanço de pagamentos, elementos centrais por trás da crise da década dos 1980, não estão mais presentes, afastando a ameaça de descontrole dos preços. Os eventuais repiques inflacionários devem, agora, ser enfrentados com o manejo normal da política monetária.

O momento da economia mundial favorece o equilíbrio das contas externas e contém a instabilidade de câmbio e juros. Além disso, o desajuste das contas públicas foi afastado e a definição de um novo regime fiscal estabilizou a dívida pública.⁴ A determinação legal obrigando o governo a definir a meta de superávit primário na Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO) explicitou o comprometimento com a trajetória sustentável da dívida pública e alterou os procedimentos da execução orçamentária. O uso do contingenciamento dos gastos para garantir as metas propostas deu caráter compulsório ao superávit primário e papel de *resíduo* às despesas custeio e capital (OCC). Por outro lado, a definição de regras fiscais, com a aprovação da Lei de Responsável Fiscal (LRF) em 2001, consolidou o processo de renegociação da dívida e ampliou o controle das contas de Estados e Municípios. Enfim, o atual arcabouço institucional, embora ainda carente de alterações, garante a disciplina fiscal e elimina o risco de calote, ampliando os espaços de discussão de outros temas da agenda pública, deixados de lado durante a fase em que a estabilização colocou-se como único ponto do debate.

As mudanças das condições macroeconômicas, no entanto, não se refletiram em alterações nos procedimentos do mercado de títulos da dívida pública. As características anteriores ainda se mantêm quase intactas, como se o País vivesse a situação excepcional dos 1980 e fosse preciso

⁴ Ver Lopreato (2006) e Guardia (2004).

diariamente defender a demanda por títulos da dívida pública e lutar contra a ameaça de fuga dos ativos financeiros. O controle inflacionário permitiu abandonar a rolagem diária da dívida no *overnight* e consolidou a separação do papel da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) na administração da dívida e do BC na gestão do mercado monetário; porém, pouco interferiu na articulação dos mercados monetário e de dívida pública, preservando traços marcantes do período de alta inflação.

Os mecanismos de proteção das instituições financeiras contra o risco de oscilação dos juros e câmbio e de perda de rentabilidade no carregamento da dívida continuam ativos e sustentam as relações dos mercados de títulos públicos e o monetário. A vigência de condições semelhantes à fase de alta inflação desnuda os interesses constituídos no atual quadro institucional e a dificuldade de romper a inércia de costumes arraigados e de mexer na cultura estabelecida. Daí a questão: por que não se avançou? Certamente, o motivo imediato é a resistência do setor financeiro em aceitar mudanças e o alongamento da dívida em condições de instabilidade. Não há dúvida que o nosso histórico de incerteza amplia a resistência. Entretanto, o cenário atual abre perspectivas de rever certos arranjos em vigor. Não é tarefa simples contrariar a cultura consolidada há longo tempo. Mas, a aceitação pacífica da vontade das instituições financeiras coloca o Estado a reboque dos acontecimentos e afasta a discussão sobre o *status quo*.

A situação econômica permite propor soluções, que, até recentemente, não tinham chance de vingar. Propostas de alterações no mercado de dívida pública dificilmente teriam passagem no lançamento do Plano Real. O alto risco de ruptura limitava o alcance das reformas e indicava que o melhor seria trilhar caminhos seguros, dando atenção à estabilização e mantendo inalterados os mecanismos de convivência da dívida com a inflação. A opção foi preservar a força de ação da política monetária na defesa da âncora cambial e do controle de preços, sem ter de se preocupar com o seu possível impacto no sistema financeiro.

As crises internacionais de 1997 e 1998, além dos períodos de instabilidade decorrentes do colapso da âncora cambial e da sucessão do Governo FHC, não deram chances às mudanças no mercado de dívida pública. O aumento da relação dívida/PIB e a volatilidade de câmbio e juros elevaram o risco e a incerteza sobre o comportamento dos títulos, crescendo a resistência em abandonar as LFT e aceitar o alongamento da dívida, restringindo o esforço das autoridades em evitar que o *stress* no mercado de dívida contaminasse o restante da economia.

O caminho mais fácil foi trabalhar no limite da aceitação do mercado sem questionar as regras estabelecidas no *open market* e manter o foco da atuação do BC nos aspectos tradicionais do mercado monetário. A intervenção no gerenciamento da liquidez diária manteve-se, sobretudo, por meio das operações compromissadas, procurando evitar que as oscilações no estoque total de reservas bancárias afastassem as taxas de curtíssimo prazo das metas estabelecidas pela política monetária (Torres, 1999).

O uso do mercado aberto e das operações compromissadas como instrumento central no controle da liquidez não diferem da tendência internacional, mas, alguns procedimentos dão especificidades ao mercado brasileiro.

O controle da liquidez ocorre com a utilização das operações compromissadas e dos leilões informais (*go-arounds*) de títulos ou, mais frequentemente, de dinheiro. Nos leilões informais de

dinheiro, o BC opera dinheiro com garantia em títulos, com o compromisso de que a operação seja desfeita no prazo acordado. Em geral, os títulos usados no mercado aberto são prefixados, mas é possível operar com títulos de diferentes espécies e maturidades como colateral das operações de controle de liquidez. As instituições financeiras podem, assim, definir, de acordo com as expectativas do momento, a composição mais lucrativa de suas carteiras e rolarem esses títulos no *overnight*, encurtando a maturidade das carteiras e favorecendo a fusão do mercado monetário e do mercado de dívida pública.⁵

O outro ponto importante é a continuidade do mecanismo de zeragem automática. Não se trata aqui do instrumento tradicional da zeragem do mercado de reservas bancárias, usada com o propósito de ajustar as oscilações de liquidez do sistema, de modo a conter a volatilidade e sustentar os juros de curto prazo no nível fixado na meta operacional. O mecanismo da zeragem automática é de natureza distinta, com as operações sendo realizadas depois de encerradas as transações ordinárias no mercado de reserva e, como afirma Torres (1999, p. 119-120), “...destina-se a atender as necessidades individuais de zeragem do fluxo do caixa de bancos que por qualquer motivo não a fizeram ao longo do dia. Como a taxa de juros dessas operações é punitiva, sua utilização é marginal.” Este instrumento, usado como regra básica no período de alta inflação, perdeu expressão com o fim da rolagem diária da dívida no *overnight* e o avanço da atuação dos *dealers* especialistas nas operações com títulos do TN no mercado secundário. A presença destes agentes incentivou as transações no mercado secundário e deu liquidez ao sistema com a maior participação do mercado interbancário. Todavia, o mecanismo da zeragem automática, apesar de perder a relevância do período de alta inflação, mantém-se como forma de evitar turbulência e de sinalizar às instituições financeiras de que contam com o socorro da autoridade monetária para que possam efetuar o ajuste do fluxo de caixa.

O principal elemento responsável pela preservação do esquema operacional do período de alta inflação, entretanto, não está na zeragem automática, mas na permanência dos títulos indexados à Selic. A existência das LFT dá aos carregadores da dívida pública proteção nos casos de instabilidade ou de expectativa de elevação dos juros, atuando como refúgio seguro contra a incerteza e servindo de prêmio à liquidez, com alta remuneração. Mas, atende também os interesses da autoridade monetária. A expressiva presença da LFT na composição da dívida pública dá liberdade ao BC de manipular os juros sem levar em conta o risco de mercado dos títulos e o risco sistêmico, mantendo o foco na política de estabilização. Além disso, facilita a rolagem da dívida nos momentos de volatilidade de juros porque reduz o risco de carregamento dos títulos e afasta a ameaça de não financiamento das contas públicas.

⁵ A política monetária americana tem como alternativa a criação temporária de reservas. Como colocou o Federal Reserve of New York I (2002, p. 31). “*The Desk uses short-term RPs with dealers to add reserves on a temporary basis. Under the RP arrangement, the Desk buys securities from dealers who agree to repurchase them at a specified price on a specified date. The added reserves are extinguished automatically when the RPs mature. It is much more convenient for the Fed to inject large amounts of reserves on a temporary basis through RPs—or System RPs as they are usually called—than through outright purchases. RPs allow the Desk to respond quickly when reserves fall short of desired levels and they can smooth the pattern of reserves for the maintenance period by meeting needs for particular days. Moreover, transaction costs for RPs are very low, and acceptable collateral is broadly based to include Treasury bills, notes and bonds and certain federal agency securities held by both dealers and their customers.*”

A presença dos títulos indexados à Selic dá um caráter particular ao mercado de títulos públicos brasileiro: anula-se o risco decorrente de mudanças na política monetária, que é uma das características intrínsecas de todo mercado financeiro. A possibilidade de queda dos preços desses títulos não está afastada, como mostrou a crise de 2002. Entretanto, o uso dos leilões de troca e do resgate antecipado dos títulos, tornou pouco efetivo esse risco potencial. Nos momentos de *stress* no mercado monetário e de títulos públicos, como será visto na seção 4, o BC/TN entra em ação e, em nome do controle do risco de refinanciamento da dívida, recompra os papéis de vencimento longo e amplia a oferta dos de curto (LFT e títulos ou *swaps* cambiais) ou simplesmente dá liquidez aos títulos, ocupando parte do espaço do mercado secundário e contribuindo para evitar a ocorrência de perdas no preço dos papéis.

A recomposição da carteira de títulos, por meio de leilões de troca e resgates antecipados, permite, por outro lado, sustentar os ganhos das instituições financeiras no momento em que a tranquilidade volta ao mercado. A perspectiva de queda da taxa de juros (câmbio), ao lado do alto volume de títulos de curto prazo, leva o mercado a aceitar maior participação dos títulos prefixados e de maturidade mais longa. Porém, esse movimento tende a ser limitado, em razão do custo da troca para o setor público e do interesse dos carregadores da dívida. Como a taxa de juros básica oferece boa rentabilidade, isso restringe a disposição dos agentes buscarem maiores lucros comprando títulos longos, desvinculados da Selic, pois o ganho marginal é baixo comparado ao risco a ser assumido.

A redução mais expressiva da Selic amplia a tendência de demanda por títulos prefixados e de maior maturidade, com as instituições aceitando maior risco, conscientes de que, no caso de turbulências, se manterá a prática habitual de recompra dos papéis, assegurando a rentabilidade das carteiras e os ganhos do sistema financeiro.

O movimento da política monetária acaba, assim, condicionando a gestão da dívida pública e definindo as condições de defesa das posições assumidas pelas instituições financeiras. Nas palavras de Franco (2006. p.274), “*tudo se passa como se houvesse em todos os papéis em circulação um ‘put implícito’ contra o DEMAB, a ser exercido em flutuações significativas dos juros.*” Em outras palavras, o sistema financeiro continuou trabalhando no esquema *win-win*, apesar do cenário de estabilidade, com as instituições ganhando sempre, pois a presença desse seguro implícito define, nos momentos de turbulência do mercado, o piso dos ganhos, mas não estabelece o valor do teto.

A dominância desse *modus operandi* de gestão da dívida pública, mesmo depois da estabilização, explicitou traços significativos da evolução econômica recente. A simples definição da estratégia de alongamento da dívida mobiliária não basta, porque, de fato, os gestores têm pouco controle sobre a sua composição e vão a reboque do mercado, como prisioneiros das demandas das instituições financeiras.

Isto reforça a característica peculiar da economia brasileira de manter estreita vinculação entre a meta operacional da política monetária e a situação das contas públicas. As decisões do Copom de elevar os juros atingem diretamente o setor público, dado o peso dos títulos Selic na composição da dívida e a possibilidade das instituições recomprem as suas carteiras, beneficiando-se da alta dos juros. Na situação inversa o movimento é semelhante: a rápida recomposição da estrutura da dívida, com títulos prefixados, reduz o efeito da queda dos juros e da valorização do câmbio nas contas públicas.

Além disso, o não redesenho do aparato institucional favoreceu a consolidação da política de altas taxas de juros como característica basilar da economia brasileira. A liberdade do BC de manipular a política monetária, livre do risco de gerar uma crise sistêmica, transformou a política de juros altos e voláteis em instrumento de uso fácil, aceito sem reserva no âmbito das instituições financeiras. Apesar dos reflexos negativos na demanda de crédito, essas perdas potenciais são compensadas pelos ganhos de tesouraria e não afetam os interesses dos agentes financeiros.

O problema colocar-se-ia no caso de comprometimento da credibilidade da dívida pública, com reflexos na qualidade dos títulos e na valorização da riqueza financeira. A austeridade da política fiscal assumiu então o papel de peça central da roleta especulativa e avalista da ortodoxia monetária. Por isso, o sistema financeiro faz coro a favor do controle fiscal e defende o compromisso com a ideia de sustentabilidade da dívida, mas não se volta contra a prática contínua da política fácil de juros.

Essa construção institucional peculiar é, na visão de Pastore (2006), responsável pela baixa eficácia da política monetária, em razão de não existir nas LFT o efeito riqueza decorrente do aumento dos juros. Embora não se possa sobre-estimar a relevância desse canal de transmissão da política monetária (Farhi, 2007), é interessante observar que o efeito riqueza não deixa de ocorrer apenas na parcela da dívida composta pelas LFT, mas se amplia devido ao *put implícito* oferecido aos outros títulos que, nos momentos de instabilidade, é trocada por títulos mais curtos e indexados aos juros básicos da economia. Os efeitos tradicionais da política monetária perdem força e exigem juros mais elevados e por um período de tempo maior para atingir o efeito desejado no combate à inflação.

A permanência do arcabouço institucional do período inflacionário trouxe outras consequências relevantes, como a restrição ao desenvolvimento do mercado de títulos públicos e privados. O elevado peso dos títulos indexados à Selic, ao lado da possibilidade de carregamento dos títulos públicos no *overnight*, favoreceu a baixa liquidez do mercado secundário e limitou a expansão do mercado de títulos públicos, originando um círculo vicioso. Os títulos com juros fixos chamam mais atenção e são mais negociados por terem maior duração e variação de preços, atraindo os investidores interessados em especular em busca de ganhos financeiros (Moura, 2006). Contudo, os papéis indexados aos juros básicos constituem o pilar do mercado de títulos públicos, mas, como coloca Amante et al. (2007), têm baixa atratividade de negociação no mercado secundário por oferecerem limitadas oportunidades de ganhos. Daí a peculiaridade das LFT: elas ocupam o espaço reservado ao mercado secundário, protegem o investidor contra os riscos de oscilações de preços tradicionalmente assumidos pelo mercado privado e oferecem poucas oportunidades de ganhos extras nas negociações no mercado.

Além disso, a ausência de risco e a alta rentabilidade dos títulos públicos inibiram o alongamento da dívida pública e a construção da curva de estrutura a termo da taxa de juros. Os demandantes de títulos não têm por que correr o risco de alongar as suas aplicações e alterar a composição da dívida. É mais seguro manter aplicações de curto prazo e em LFT. O ganho adicional com o alongamento da dívida é pouco relevante diante da segurança de ancorar as aplicações no curto prazo, ou seja, interessa manter a carteira com maturidade de até um ano e alta participação das LFT. A demanda de títulos mais longos só se concretiza com remuneração elevada, expectativa consistente de queda dos juros e acordo implícito de cobertura do risco do mercado.

Cria-se um viés a favor da concentração do mercado no curto prazo, originando outro círculo vicioso, onde a rentabilidade de curto prazo é considerada como elemento de entrave ao alongamento da dívida e o não alongamento é visto como causa da perenidade das altas taxas de juros e do custo elevado de rolagem da dívida (Andima, 2003; Carneiro, 2006).

O nível elevado dos juros no mercado de títulos públicos, por servir de *benchmark* a outros segmentos, acabou contaminando o mercado privado, obrigado a responder pelo custo de oportunidade de aplicação em títulos públicos com elevada rentabilidade e baixo risco de mercado e de crédito. Esta alternativa baliza o custo de financiamento e limita o mercado de capitais, deslocando a demanda de crédito para o BNDES. Por outro lado, o peso das LFT e o perfil de curto prazo da dívida pública obstaculizaram a criação da estrutura a termo da taxa de juros e definiram a *yield curve* invertida como característica da economia brasileira.

A difícil construção da estrutura a termo da taxa de juros impediu o uso das *yields curves* dos títulos públicos como indicação de taxas de juros específicas de cada uma das datas cobertas por eles (Castellanos, 1998). A estabilidade posterior a 2005 incentivou o desenvolvimento das estruturas a termo de taxa de juros dos títulos federais no mercado interno e externo, favorecendo o lançamento de títulos indexados ao R\$. Mas, este processo está em construção e depende da continuidade das condições favoráveis do mercado internacional.

Em suma, a forma particular de articulação do mercado monetário e do mercado de títulos da dívida pública, mesmo depois de completada mais de uma década da estabilização, não foi superada e colocou entraves ao crescimento. Os reflexos atingiram a taxa de juros, o custo e o perfil da dívida pública e o desenvolvimento do mercado de títulos públicos e privados. A atual convergência das expectativas sobre o câmbio e a inflação esperada e efetiva oferece ótima oportunidade de alterar as regras sem contrair os interesses das instituições, investidores e autoridade monetária. A decisão de mexer na cultura do ganho fácil não é simples, mas precisa ser feita e só o será em condições favoráveis como a atual (2007).

4 Estratégia e composição recente da dívida pública

O fim do processo de alta inflação não se refletiu como se esperava na composição e maturidade da dívida pública e o mercado continuou definindo as regras do jogo. Não bastou as autoridades definirem a estratégia de alongamento da dívida e de expansão dos títulos prefixados e indexados a índices de preços. Os esforços de alongar a dívida, reduzir o peso dos títulos indexados à Selic e ao câmbio, aumentar a liquidez e melhorar a precificação dos títulos só se mostraram eficazes quando coincidentes com o interesse do sistema financeiro. Em tempos agitados, a estratégia naufragou, prevalecendo o comportamento histórico de oferecer o *put implícito* a todos os títulos, para voltar a ganhar espaço após a superação da crise.

O mercado pode, assim, *surfear* seguindo a conjuntura econômica, acumulando ganhos nos períodos conturbados e defendendo posições lucrativas com o declínio dos juros e a valorização cambial. Esta lógica encontrou eco na instabilidade econômica. As crises internacionais de 1997/1998, o fim do regime de âncora cambial e a mudança presidencial de 2002 reacenderam os temores de insolvência da dívida. A tentativa de mexer no *status quo* teria pouca chance de sucesso, sendo grande o risco de conturbar a gestão da dívida. Porém, a melhoria do cenário econômico

permite adotar estratégias que olhem além do refinanciamento da dívida e nos aproxime de outras experiências internacionais (Garcia; Salomão 2006).

A estabilidade das expectativas sobre câmbio, juros e preços reduziu o risco do sistema financeiro em abrir mão da liquidez. Além disso, os ganhos com os títulos Selic estão perdendo atratividade, incentivando a busca de soluções criativas, desvinculadas do ganho fácil na rolagem dos títulos públicos no mercado de curto prazo. A partir de 2005, foi possível, com relativo sucesso, alongar e melhorar o perfil da dívida pública (Tabela 1). A participação dos títulos prefixados e indexados a índices de preços ganhou expressão; ao mesmo tempo, perderam espaço os vinculados à Selic e ao câmbio, tornando a dívida pública mais previsível e menos suscetível a choques externos (Tabela 2)⁶. Por outro lado, o prazo médio da dívida tem crescido desde a metade de 2006, como resultado do menor peso dos títulos a vencer até 12 meses, indicando que, embora embrionário, está em curso um processo de alongamento da dívida (Tabelas 1 e 2 do Anexo).

Tabela 1
Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após swap cambial)

Indicadores	Janeiro 05	Janeiro 06	Julho 06	dez/06	Janeiro 07	Marco 07	Abril 07	Maio 07
Estoque de DPMFi	826,70	984,93	1.013,93	1.093,50	1.087,90	1.142,65	1.151,47	1.173,91
Prazo Médio (meses)	28,50	28,76	29,95	31,06	31,88	31,88	32,69	33,28
% a vencer em 12 ms	43,94%	40,57%	41,20%	35,67%	36,86%	35,03%	36,17%	33,80%
Composição								
Prefixados	18,71%	30,36%	30,36%	36,13%	34,53%	37,26%	36,17%	37,02%
Selic	56,00%	46,95%	46,95%	40,23%	41,29%	38,75%	39,57%	40,00%
Câmbio	8,03%	-1,44%	-1,44%	-1,10%	-1,09%	-1,01%	-1,39%	-2,24%
Índice de Preços	14,56%	21,23%	21,91%	22,54%	23,05%	22,66%	23,32%	22,94%
TR e Outros	2,69%	2,23%	2,23%	2,21%	2,23%	2,35%	2,32%	2,28%

Fonte: Banco Central. Nota para a Imprensa mercado aberto.

Tabela 2
Exposição cambial
DPMFi e operações de swap cambial

Mês	Em bilhões		
	DPMFi	swap	Total
Dezembro/01	178,6		178,6
Dezembro/02	139,5	91,1	230,6
Dezembro/03	78,7	82,7	161,4
Dezembro/04	41,7	38,3	80,1
Dezembro/05	26,4	-15,0	11,4
Dezembro/06	14,2	-26,2	-12,0
Março/07	13,7	-25,3	-11,6
Abril/07	13,4	-29,3	-16,0
Maio/07	12,7	-32,0	-19,3

Fonte: Banco Central. Nota para a Imprensa mercado aberto.

⁶ O cálculo da STN (2007) de *stress* da dívida diante de mudanças nas variáveis câmbio e juros, envolvendo as dívidas interna e externa, aponta que a vulnerabilidade é menor do que a observada no período anterior a 2004 (Tabela 3 do Anexo).

Cabe lembrar, entretanto, que o comportamento observado desde 2005 não é de todo novo. Os momentos anteriores de estabilidade e relaxamento da política monetária facilitaram o alongamento da dívida e a redução dos títulos indexados a câmbio e juros. Mas, tão logo mudou o cenário macroeconômico, os portadores de títulos valeram-se das regras vigentes para, em curto espaço de tempo, ajustar a estrutura da dívida aos seus interesses.

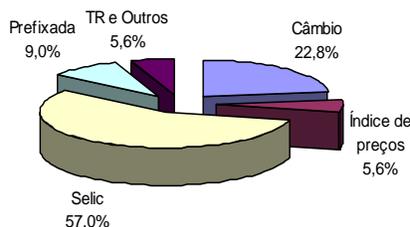
O perfil da dívida só melhorou em resposta às condições de demanda, como ocorreu em 1996, após a superação da crise mexicana. O alto valor dos juros e a expectativa de afrouxamento da política monetária levaram o mercado a deixar os títulos Selic e a operar com os prefixados, dando a impressão de que o processo traumático de rolagem da dívida da fase anterior seria superado. A situação voltou a sofrer alterações com as crises da Ásia e da Rússia e o fim do ciclo de liquidez. Os títulos indexados aos juros e ao câmbio passaram a responder por mais de 90% do total da dívida interna em 1998 (Tabela 3). No biênio seguinte, com a crise cambial, a situação pouco se alterou, com alto índice da dívida a vencer em 12 meses (54,9% em 1999 e 44% em 2000); participação acima de 50% dos títulos Selic e peso expressivo dos títulos cambiais (Gráficos 1 e 2).

Tabela 3
Títulos públicos federais – Participação por indexador

	1996	1997	1998
Total - R\$ bilhoes	176211	255509	414901
Cambio	9,4	15,4	21,0
TR	7,9	8,0	5,4
IGP-M	1,8	0,3	0,3
Over/Selic	18,6	34,8	69,1
Prefixado	61,0	40,9	3,5
TJLP	1,4	0,6	0,2
TBF	0,0	0,0	0,5
IGP-DI	0,0	0,0	0,1
Total	100,0	100,0	100,0

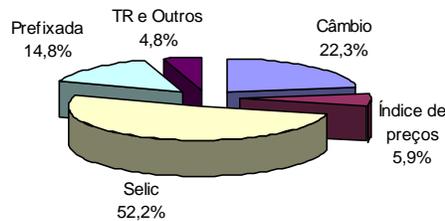
Fonte: Relatório Anual do Banco Central – 1999.

Gráfico 1
Composição da DPFI (dezembro/00)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

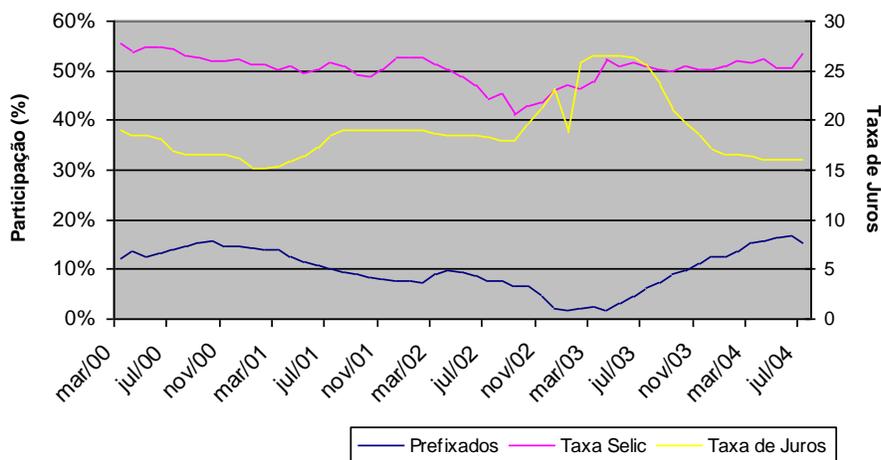
Gráfico 2
Composição da DPFI (dezembro/00)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

A implantação da política de metas de inflação e a queda dos juros a partir de março de 1999 favoreceram a retomada da estratégia de ampliar o peso dos títulos prefixados. As instituições beneficiaram-se do ganho certo no momento em que todos apostavam no declínio dos juros e ampliaram a demanda desses títulos (Gráfico 3). Esta tendência durou até maio de 2001 quando mudou a política monetária. O peso dos títulos prefixados caiu à metade (7,8% em dezembro de 2001) e cresceu a participação dos títulos vinculados ao câmbio e aos juros, que, em conjunto, responderam por 81,4% da DPFI no final do ano, refletindo a incerteza diante da crise americana.

Gráfico 3
Evolução da taxa de juros e da participação da DPFI dos títulos indexados à Selic e prefixados (Março de 2000 a julho de 2004)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

O quadro tornou-se mais agudo em 2002. A volatilidade de câmbio e juros e a ameaça de insustentabilidade da dívida limitaram o raio de ação e os gestores se limitaram a manter a qualidade dos títulos e afastar o risco de mercado, objetivando impedir que o *stress* colocasse em xeque a política de estabilização.

A atuação do BC e do TN ocorreu em várias frentes, respondendo ao momento de incerteza. A crise das LFT é ilustrativa a esse respeito. Os gestores da dívida preocuparam-se em evitar que a desvalorização dos preços das LFT, resultado da implementação das normas de marcação a mercado, se estendesse a outros títulos. O problema ganhou relevância quando ficou claro que os FIF, com carteiras recheadas de LFT, tinham estrutura de financiamento incompatível com o volume de resgates. Isto provocou a ampliação das vendas e a queda dos preços dos títulos. A depreciação dos preços das LFT e a volatilidade das contas dos fundos trouxeram apreensão ao mercado – pouco acostumado a perdas – levando o BC/TN a agir, elevando o valor dos resgates líquidos e recomprando os títulos mais longos em troca de outros curtos.

A desvalorização cambial, por sua vez, levou a ampliação da oferta de títulos cambiais e a troca dos títulos longos das carteiras próprias das instituições financeiras e das carteiras dos fundos por papéis e *swaps* mais curtos. A medida mais importante talvez tenha sido a autorização dada aos fundos de voltarem a contabilizar pela curva do papel os ativos indexados à Selic ou ao DI com prazo inferior a 365 dias, tranquilizando os administradores (Selaimen, 2002).

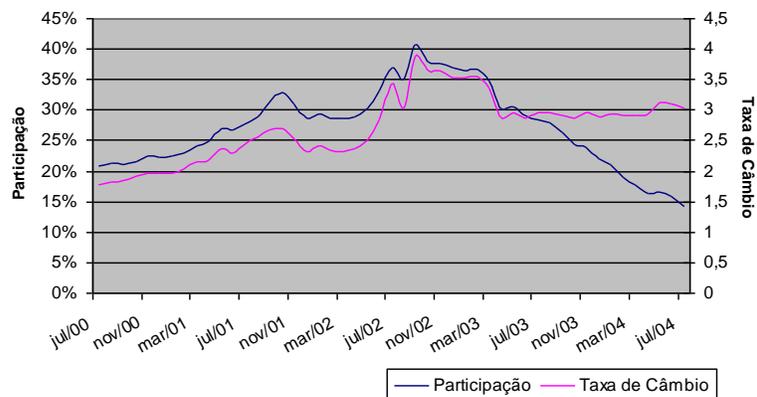
Tabela 4
Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após swap cambial)

Indicadores	dez 00	julh 01	dez 01	julh 02	dez 02	dez 03
Estoque de DPMFi	510,70	597,28	624,08	674,40	623,19	731,43
Prazo Médio	29,85	35,69	34,97	32,58	33,24	31,37
% a vencer em 12 meses	44,04%	29,48%	27,74%	37,49%	41,06%	35,34%
Composição do Estoque						
Prefixados	14,76%	10,16%	7,82%	7,67%	2,19%	12,51%
Selic	52,24%	51,53%	52,79%	44,45%	46,21%	50,08%
Câmbio	22,27%	27,76%	28,61%	37,05%	37,00%	22,06%
Índice de Preços	5,94%	6,70%	6,99%	8,97%	12,54%	13,55%
TR e Outros	4,78%	3,86%	3,79%	1,86%	2,06%	1,79%

Fonte: Banco Central – Nota para a Imprensa mercado aberto.

As instituições, com a volta da calma ao mercado, adequaram a estrutura de suas carteiras e preservaram os ganhos, às custas de alterações significativas na composição da dívida pública (tabela 4). Os títulos indexados ao câmbio tiveram forte expansão, sobretudo no período de abril a setembro de 2002. Este movimento acompanhou *pari passu* a volatilidade do câmbio no biênio 2001/2002, ilustrando bem a capacidade do mercado de adequar o perfil da dívida às alterações de curto prazo dos principais indexadores (gráfico 4). Além disso, o receio de inflação elevou a demanda por títulos indexados a índices de preços, sobretudo ao IGP, mais sensíveis à desvalorização cambial, como forma de se prevenir diante da incerteza macroeconômica.

Gráfico 4
Evolução da taxa de câmbio e da participação dos títulos indexados ao câmbio na DPMFi
(julho 2000 a julho 2004)



Fonte: Secretaria do Tesouro.

O movimento de busca do *hedge* cambial foi acompanhado de drástica redução dos títulos prefixados, anulando o esforço da estratégia anterior que buscava elevar o peso desses títulos na composição da dívida, ampliar o mercado secundário e construir a estrutura a termo da taxa de juros. A queda dos títulos prefixados, de maior giro, afetou os negócios no mercado secundário. O montante da dívida a vencer em doze meses alcançou 41,1% e os títulos indexados à Selic e ao câmbio responderam por 83,2% da dívida ao final de 2002.

A estratégia de alongar prazos e de alterar o perfil da dívida teria de ser reconstruída em condições adversas: o choque cambial nos preços anunciava forte rigidez da política monetária; a deterioração da relação dívida/PIB e o risco de crédito elevaram o custo médio e, finalmente, o volume de resgates no ano, responsável por manter o estoque de títulos em poder do público no mesmo patamar do ano anterior, estreitaram os espaços de gestão da dívida (Tabela 4 do Anexo).

Os obstáculos limitaram as mudanças na gestão da dívida pública e as proposições se restringiram a recuperar a confiança nos títulos e os espaços de atuação. A decisão do Governo Lula de preservar a política econômica de consenso do *mainstream* facilitou a superação da fase de instabilidade e a estratégia de gestão da dívida voltou a focar pontos semelhantes aos anteriores, preocupada em reduzir as LFT e ampliar os títulos prefixados e indexados a índices de preços de prazos mais longos.

A composição da dívida pública entre 2003 e 2005 manteve-se atrelada ao movimento do câmbio e dos juros. Depois que o câmbio atingiu o pico, ocorreu rápida troca de papéis cambiais por LFT e títulos prefixados, levando o setor público a responder por todo o custo da oscilação cambial: perdeu na alta e na baixa do dólar e livrou as instituições do ônus da aposta na desvalorização do câmbio.⁷ Por outro lado, cresceu a presença dos títulos prefixados, dominada quase que totalmente

⁷ Segundo Franco (2006 p. 284): "Na verdade, do ponto de vista de um tesoureiro com o encargo de administrar passivos, a troca de papéis cambiais por LFT e pré-fixados de custo equivalente ou maior, a partir do momento em que o dólar atingiu o seu pico, resultou no fato de o Tesouro 'perder' toda a apreciação cambial (de R\$ 3,80 para R\$ 2,20) do período, substituindo-a por juros Selic. O prejuízo para os cofres públicos pode ser estimado em cerca de 5% do PIB."

pelos títulos de maturidade de até doze meses, de maior giro no mercado, sinalizando a opção pela liquidez (Tabela 5)

Tabela 5
Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após swap cambial)

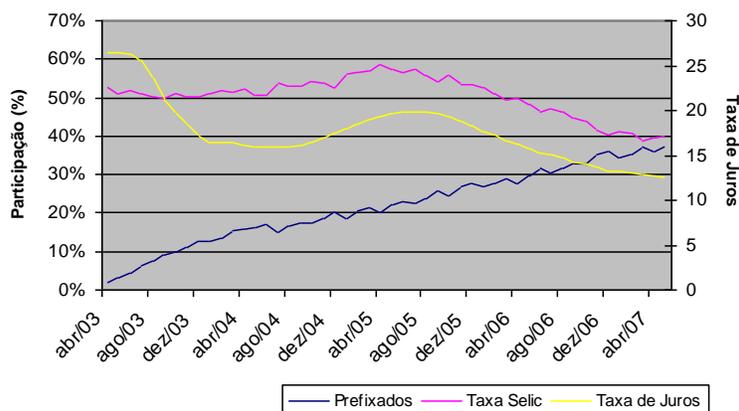
Indicadores	jan/03	jan/04	jan/05	marc 05	abr/05	jul/05	Ago-05	jan/06
Estoque de DPMFi	636,86	737,34	826,70	873,61	873,83	915,67	920,79	984,93
Prazo Médio	32,43	31,37	28,50	27,76	27,92	27,57	27,39	28,76
% a vencer em 12 meses	42,29%	35,68%	43,94%	42,97%	42,85%	44,15%	42,71%	40,57%
Composição do Estoque								
Prefixados	1,91%	12,57%	18,71%	21,52%	20,25%	22,37%	23,87%	30,36%
Selic	47,23%	51,05%	56,00%	56,98%	58,50%	57,32%	55,85%	46,95%
Câmbio	36,37%	21,03%	8,03%	4,94%	4,62%	4,15%	4,11%	-1,44%
Índice de Preços	12,47%	13,55%	14,56%	13,99%	14,10%	13,70%	13,71%	21,23%
TR e Outros	2,03%	1,80%	2,69%	2,57%	2,53%	2,47%	2,46%	2,23%

Fonte: Banco Central – Nota para a imprensa mercado aberto.

A menor volatilidade dos principais indexadores afastou o risco de insolvência da dívida e permitiu retomar a situação anterior à ocorrência das crises do final dos anos 90. A participação dos títulos prefixados, praticamente zerada entre dezembro de 2002 e abril de 2003, voltou a crescer, porém, dominada quase que exclusivamente pelos títulos de maturidade de até doze meses, sinalizando a opção pela liquidez (Tabela 5).

Além disso, as LFT continuaram no papel de refúgio das aplicações e, seguindo a volatilidade dos juros, atingiu o pico entre fevereiro e julho de 2005. As instituições puderam ajustar as suas carteiras ao comportamento da taxa referencial do mercado monetário (Gráfico 5), reafirmando o caráter peculiar da posição das LFT no mercado de dívida pública.

Gráfico 5
Evolução da taxa de juros na participação na DPMFi dos títulos indexados à Selic e prefixados (abril de 2003 a maio de 2007)

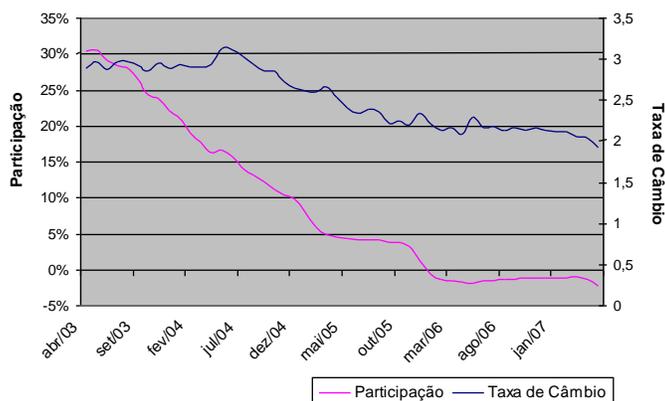


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

As maiores alterações no perfil da dívida pública ocorreram a partir da metade de 2005. A convergência das expectativas sobre juros, câmbio e inflação assegurou a continuidade da estratégia de gestão da dívida pública. A posição atual (maio, 2007) é favorável quando comparada a outros momentos, mas persistem traços estruturais da trajetória da dívida. O insuficiente alongamento, com a parcela a vencer em 12 meses atingindo 33,8% e o peso dos títulos indexados à Selic (40%) são sintomas peculiares da estrutura da dívida pública brasileira.

A recente estabilidade do cenário macroeconômico oferece a oportunidade de trilhar o caminho de outras economias. O interesse comum entre os principais atores favorece a realização de reformas de difícil concretização no momento anterior. A valorização da taxa de câmbio eliminou a atratividade dos títulos cambiais e, dada a situação das contas externas e das reservas internacionais, a tendência é de baixa procura desses títulos (Gráfico 6).

Gráfico 6
Evolução da taxa de câmbio e da participação dos títulos indexados ao câmbio na DPMFi
(abril de 2003 a maio de 2007)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

O efeito da queda esperada dos juros é outro elemento em favor da revisão da carteira de títulos. A estabilidade inflacionária e a menor volatilidade dos juros reduzem o risco de mercado e torna possível abrir mão do seguro oferecido pelas LFT em troca de maiores ganhos com outros títulos. As LFT, por ter baixa variação de preços e oportunidade limitada de ganhos de capital, não despertam interesse de comercialização, criando a chance de se buscar maiores ganhos com títulos (LTN e NTN) mais negociados no mercado secundário (Gráfico 1 do Anexo).

Tabela 7
 Detentores dos títulos federais em poder do público – posição da carteira própria (a)

Fechamento de 31/5/07																Em R\$ milhões		
TÍTULOS	CARTEIRA PRÓPRIA														TOTAL EM PODER DO PÚBLICO			
	BANCO COMERCIAL NACIONAL (b)		BANCO COMERCIAL ESTRANGEIRO (b)		BANCO DE INVESTIMENTO NACIONAL (c)		BANCO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO (c)		CORRETORA - DISTRIBUIDORA NACIONAL		CORRETORA - DISTRIBUIDORA ESTRANGEIRA		OUTROS		TOTAL CARTEIRA PRÓPRIA		(9)	
	(1)	(1/9)	(2)	(2/9)	(3)	(3/9)	(4)	(4/9)	(5)	(5/9)	(6)	(6/9)	(7)	(7/9)	(8)	(8/9)		
LTN	82.132	24,5	20.735	6,2	2.354	0,7	4.221	1,3	130	-	12	-	-5.431	-1,6	104.154	31,1	334.680	
LFT	147.953	35,3	1.447	0,3	2.416	0,6	358	0,1	740	0,2	140	-	1.773	0,4	154.828	37,0	418.969	
LFT-A	1.525	40,1	182	4,8	195	5,1	-	-	286	7,5	-	-	-	-	2.188	57,6	3.800	
LFT-B	231	24,3	-	-	21	2,2	-	-	76	8,0	-	-	25	2,7	353	37,1	949	
LFT (d)	5.110	99,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	5.111	99,5	5.139	
BTN/BIB	3	9,0	3	9,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	18,1	32	
NTN-A3	-	-	-	-	66	0,8	-	-	-	-	-	-	-	-	66	0,8	7.969	
NTN-P	2.721	79,8	0	-	10	0,3	-	-	-	-	-	-	670	19,7	3.401	99,8	3.408	
NTN-B	45.632	23,6	5.040	2,6	1.095	0,6	534	0,3	69	-	-	-	23	-	52.393	27,1	193.041	
NTN-C	2.897	4,6	448	0,7	101	0,2	19	-	0	-	-	-	1.130	1,8	4.595	7,3	62.801	
NTN-D	150	12,8	124	10,6	7	0,6	41	3,5	-	-	-	-	-	-	322	27,5	1.174	
NTN-P	90	97,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	2,8	93	100,0	93	
NTN-M	30	31,1	44	44,7	-	-	2	2,4	-	-	-	-	-	-	77	78,1	98	
NTN-M	-	-	20	100,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20	100,0	20	
NTN-I	80	6,3	17	1,3	754	59,0	-	-	-	-	-	-	-	-	852	66,6	1.278	
NTN-A1	129	49,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	129	49,1	263	
NTN-F	34.242	34,3	7.839	7,8	-	-	703	0,7	2	-	-	-	9	-	42.796	42,8	99.916	
NTN-A6	24	10,2	-	-	-	-	-	-	99	41,5	-	-	-	-	123	51,7	238	
TOTAL	322.951	28,5	35.899	3,2	7.019	0,6	5.879	0,5	1.403	0,1	152	-	-1.797	-0,2	371.505	32,8	1.133.869	

(a) Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos.

(b) Inclui os bancos múltiplos com carteira comercial e sem carteira de investimentos ou com carteiras comercial e de investimentos que apresentam exigível sobre recursos à vista.

(c) Inclui os bancos múltiplos sem carteira comercial ou com carteiras comercial e de investimentos que não apresentam exigível sobre recursos à vista.

(d) Títulos emitidos por meio de colocação direta.

Fonte: Banco Central – Nota para a Imprensa mercado aberto.

Além disso, as LFT, com a queda dos juros, perdem o mercado cativo atrelado aos FIF. Um estudo da ANBID [s.d.], comparando os FIF com a caderneta de poupança, indica que a taxa Selic próxima de 10% a.a., aliada aos efeitos da tributação e das taxas de administração dos fundos, torna a rentabilidade da poupança equivalente ao retorno líquido dos Fundos DI (Tabela 5 do Anexo). Isto coloca em questão as carteiras dos FIF com peso elevado dos títulos Selic e abre espaço à ampliação da oferta de aplicações financeiras aos clientes.

A tendência provável, caso se sustente a queda dos juros, é o abandono paulatino do carregamento de LFT, mas este movimento avançou pouco até o momento. O exame dos detentores dos títulos federais em poder do público de maio de 2007 aponta que a participação das LFT nas carteiras próprias das instituições financeiras alcançou 43,7% e das aplicações dos FIF em títulos públicos 42,0%. Isto é, as instituições financeiras – sobretudo os bancos oficiais – e os FIF, responsáveis por 77,7% do total dos títulos em poder do público, estão ancorados no título símbolo de uma era passada e resistem a abandonar a posição de altos ganhos e baixos riscos (Tabela 6).

O comportamento dos agentes revela diferenças significativas na composição das carteiras próprias. Os bancos comerciais e de investimentos nacionais respondem por 88,8% do valor total das carteiras próprias e concentram, respectivamente, 47,9% e 34,4% das aplicações em LFT, enquanto que as instituições congêneres estrangeiras usam bem menos as LFT (4,5% e 6,1%), preferindo carregar LTN e NTN. As corretoras-distribuidoras nacionais, por sua vez, aplicam pouco mais de 50% dos recursos em LFT, ao passo que as estrangeiras lastreiam as suas operações quase exclusivamente nestes títulos (Tabela 7), mas, o peso delas no valor total das carteiras próprias é pouco significativo e não determinam a tendência do mercado.

O que se conclui é que o mercado de títulos da dívida pública, apesar dos avanços recentes, continua exposto aos juros de curto prazo e as instituições nacionais, sobretudo, resistem em abandonar a posição tradicional. O peso das LFT e o elevado valor da dívida pública a vencer em 12 meses indicam que a estabilidade macroeconômica ainda não conseguiu romper a inércia e criar condições próximas a de outras economias emergentes.

5 O que fazer com o mercado de dívida pública?

A discussão sobre o que fazer com o mercado de títulos públicos e, particularmente, o destino das LFT, não é consensual. No entendimento de alguns, o alongamento da dívida e a morte das LFT serão o resultado natural da consolidação fiscal e do fim das condições de incerteza na economia brasileira. Resende (2006) e Arida (2006) questionam a ideia de que as LFT são empecilho ao alongamento da dívida e à redução dos juros. Creem que são importantes nos momentos de *stress*, por facilitarem o refinanciamento da dívida e reduzirem o seu custo, além de conter o risco de crise sistêmica.

A causa central da eficácia duvidosa da política monetária e dos altos juros da economia brasileira, na opinião de Resende (2006), está localizada na perenidade do desequilíbrio fiscal e na presença de fatores relacionados ao que denomina de incerteza jurisdicional (Arida, Bacha e Resende, 2005). O risco sistêmico ou de jurisdição é o fator determinante do peso das LFTs e do encurtamento da dívida pública e, enquanto os investidores mantiverem essa percepção, o autor não acredita em mudanças. O efeito da adoção de medidas artificiais de alongamento da dívida e

de colocação de títulos prefixados seria marginal, podendo, até mesmo, ampliar o custo e a fragilidade de refinanciamento da dívida no caso de ocorrência de crises.

O autor aceita a atuação do BC de recomprar os títulos e de incorrer em altos custos fiscais diante do risco de colapso do sistema. Reconhece que a forte participação das LFT na composição da dívida agrava o custo fiscal em caso de política monetária restritiva. Porém, considera esse efeito menos importante se comparado com o gasto de resgatar o sistema financeiro diante do risco de crise sistêmica. Chega a conclusão de que pouco se pode fazer: *“o alongamento da dívida, e suas vantagens operacionais e fiscais, são consequências de uma boa política, isto é, da redução do risco e da incerteza. A menor participação das LFT na dívida deve, portanto, resultar naturalmente, do abrandamento da percepção de risco e de incerteza, e não de uma imposição por via regulatória”* (p. 227).

O ponto de vista de Arida (2006) é semelhante ao de Resende (2006). Não vê a presença das LFT como responsável por inibir a queda dos juros e o alongamento da dívida pública e acredita que a única vantagem na eliminação desses títulos seria a menor volatilidade dos juros e da relação dívida/PIB. Lembra que o Tesouro, em contrapartida, teria de arcar com um custo esperado maior da dívida pública em caso de deterioração do estado das expectativas. Não aceita a ideia de que *“há, no Brasil, uma preferência irracional ou cultural por LFT, mas sim uma exigência de prêmios de riscos elevados para aplicações com maior duração em razão dos riscos e incertezas a que a economia ainda está sujeita”* (p. 240). Por esse motivo, as aplicações em LFT ajudam a mitigar o risco e operam a favor da estabilidade.

O meio de se superar esse problema, na opinião desse autor, é manter o movimento natural e gradativo de melhoria da situação econômica e das incertezas. A estabilidade levará à queda dos juros e à construção da estrutura a termo da taxa de juros. O que resta, então, é perseverar na defesa dos fundamentos básicos e o sucesso dessa trajetória provocará o fim das LFT, nas palavras de Bacha & Oliveira Filho (2006), de morte morrida e não de morte matada. Pois, como colocou Moraes (2006), nos países com uma estrutura de taxa de juros bem definida, não há razão para que o mercado busque formas de proteção como as que são oferecidas pelas LFT.

A posição desses autores deixa de lado alguns aspectos a serem destacados. Moura (2006) lembra que a resistência em abrir mão das LFT está na dificuldade do mercado privado cumprir o papel que as LFT exercem na cobertura de risco de mercado. Em sua opinião, o caminho das operações privadas nos mercados futuros de taxas de juros (*swaps* e futuros de DI) esbarra em dois problemas: primeiro, os mercados de derivativos exigem ajustes diários em função das oscilações de preços dos contratos; segundo, os contratos referenciados ao CDI estão sujeitos a alterações em relação ao valor da Selic, de modo que podem não dar a proteção integral no caso de alterações das taxas de juros básicas. A situação é particularmente relevante nos momentos de turbulência, levando as instituições a buscarem o seguro oferecido pelas LFT, dado que as opções do mercado privado não oferecem *hedge* perfeito para as oscilações da taxa de juros.

Moura (2006) lembra ainda que a mera existência das LFT inibe e torna redundante a existência de um mercado secundário, pois ocupa parte de suas funções, reforçando a posição do Tesouro como garantidor em última instância dos riscos de mercado. A presença das LFT, aliado a política de recompra ou trocar dos títulos nos momentos de incerteza e de rolagem dos títulos no *overnight*, atrofia o desenvolvimento do mercado secundário, inibindo o avanço dessa peça

fundamental no esforço de expansão do mercado de títulos públicos (Castellanos, 1998; World Bank/IMF, 2001). Este fato reforça o papel das LFT e da ação do BC/TN, alimentando a cultura em favor da continuidade do *status quo*.

A presença das LFT é vista de modo crítico por outros analistas. Franco (2006) lembra que a adoção das LFT ocorreu em resposta a uma situação de emergência e gerou uma cultura difícil de ser alterada, mesmo depois de superadas as condições que lhe deram origem, “*o fato é que as condições excepcionais foram ultrapassadas, mas as instituições que então se desenvolveram, e que são sintetizadas pelas LFT, mantiveram-se intactas. E como estamos tratando de instituições, não devemos esperar que a mudança de ambiente em si determine espontaneamente a sua modificação em um curto espaço de tempo.*” (p. 275). Na visão do autor, o momento requer a intervenção direta na operação do mercado de títulos públicos e de sua integração com o mercado monetário. É preciso alterar a *cultura* gerada pelo processo de alta inflação e eliminar o *seguro* dado às instituições de que o governo irá atuar de modo a evitar o risco de mercado. Não se trata apenas de negar as operações com as LFT, mas de ir mais longe e alterar a prática em relação aos outros títulos e a dependência que se estabeleceu entre a indústria de fundos, as LFT e o processo de rolagem da dívida pública, mudando o *modus operandi* do mercado de reservas bancárias e o marco regulatório dos fundos.

A posição de Carneiro (2006), embora mais moderada, também caminha no sentido de que se deve mudar, pois “*não realizar nada de novo quer dizer persistir em reformar o Brasil com juros altos*” (p.213). Em sua opinião, é preciso reconhecer as LFT como um sintoma de anomalia financeira e um dos fatores responsáveis pelos juros elevados, pois deixou de existir a situação passada em que o eventual fracasso na rolagem da dívida poderia gerar uma corrida contra a moeda e desestabilizar o sistema monetário. Além disso, não vê evidências de que os problemas de monetização excessiva, devido a anomalias na demanda de títulos, não pudessem ser solucionados por meio dos instrumentos tradicionais do BC ou da atuação conjunta com o Tesouro.

O autor acredita que o risco de não rolagem da dívida não parece ser tão relevante a ponto de justificar o peso ou o papel das LFT no mercado de dívida pública e na operacionalização do mercado monetário. Entretanto, realça que esses títulos, mesmo deixando de ser o lastro das operações do *overnight*, seguem atuando com destaque como lastro dos fundos referenciados ao custo das reservas bancárias e fonte de liquidez de outros fundos. A mudança observada no decorrer do tempo reduziu o peso da dívida pública no balanço dos bancos e o risco de crise sistêmica; mas, por outro lado, ampliou a articulação das LFT com a indústria de fundos, sinalizando que a confusão entre moeda e poupança financeira continua presente e ainda se preserva a questão do excesso de liquidez bem remunerada.

Carneiro (2006) vê na queda dos juros o caminho natural em direção à diversificação de ativos e à diminuição da demanda por LFT, mas, enquanto o efeito dessas mudanças não chega, crê que *a importância das LFT na composição da dívida pública parece excessiva para o nível de risco contra o qual ela representa um seguro* (p. 216) e indaga se a combinação entre juros elevados e demanda por liquidez bem remunerada não será um fator de inércia na determinação dos juros básicos, apontando que há argumentos a favor de uma estratégia menos passiva capaz de levar à melhoria da dívida pública. Com o que concorda Lopes (2006) que defende uma estratégia capaz de transformar, no decorrer do tempo, a dívida pública em LFT em dívida mais longa com taxas

flutuantes, até o momento em que se alcance uma estrutura de prazos desejável e se torne possível substituí-las por papéis prefixados.

As opiniões de Moura (2006), Franco (2006), Carneiro (2006) e Lopes (2006) reforçam a tese de que não se justifica retardar a implementação de uma estratégia repensando a presença das LFT, bem como a garantia dada ao sistema financeiro contra as oscilações *normais* da política econômica de curto prazo. As alterações irão exigir um período de transição, mas devem propor como meta acabar com as LFT e separar o mercado de dívida pública do mercado monetário. A situação econômica é propícia ao desencadeamento de medidas capazes de dar fim à herança do período inflacionário. Entretanto, o que parece inibir as mudanças é: a facilidade oferecida à ação da política monetária, a dificuldade de contrariar interesses dos investidores e do mercado financeiro e a falta de incentivo em propor medidas diante do risco de turbulência caso o processo seja mal formulado.

As LFT, como elemento síntese da situação presente, ocupam o centro das atenções nas propostas de mudanças no mercado de títulos públicos. Porém, a eliminação delas é apenas parte do processo e não pode ser desvinculada de outras medidas envolvendo alterações do marco regulatório, incentivando a demanda por títulos mais longos no mercado financeiro doméstico. Não há como pensar em mudanças no papel das LFT sem alterar a atual legislação que dá ao público o direito de liquidez diária nos fundos. A existência deste tipo de regulamentação coíbe o alongamento da dívida, uma vez que as instituições devem carregar LFT ou manter operações compromissadas com remuneração atrelada ao *overnight* para que seja viável atender a necessidade de liquidez.

A legislação sobre os fundos de investimentos deveria ser alterada com o propósito de limitar a liquidez diária das cotas e o carregamento de carteiras atreladas aos títulos de curto prazo. O objetivo seria direcionar os investidores às aplicações mais sofisticadas e de menor liquidez, abrindo espaços à geração de uma família de fundos capaz de atender interesses variados em termos de risco e de prazo de maturidade, impulsionando os fundos multimercados e as compras diretas do Tesouro. As aplicações de liquidez diária continuariam existindo, mas com remuneração desvinculada da taxa referencial do mercado monetário. Com isso, se sepultaria de vez uma das inovações criadas para garantir a valorização da riqueza financeira e a rolagem da dívida em condições de alta inflação, abrindo caminho à ampliação da demanda por títulos públicos de maior duração e com juros não atrelados ao movimento da política monetária de curto prazo.

A questão do marco regulatório não está presente apenas nos fundos de investimentos. As carteiras dos investidores institucionais ainda contam com forte presença das LFT e de títulos de mais curto prazo, descaracterizando a atuação deles como demandantes de dívida de mais longo prazo (Figueiredo; Megale, 2006). Os fundos de pensão, na busca por rentabilidade e segurança, adotam uma lógica de aplicação próxima a de investidores com outras características, reduzindo o possível efeito potencial no papel de tomadores de títulos longos. As aplicações diretas em títulos públicos, embora crescentes na atual década, responderam, em março de 2007, por 13,7% da carteira consolidada dessas instituições, valor abaixo do peso encontrado em outros países. A parcela mais relevante dos recursos (56,3%) continua sendo direcionada aos fundos de investimentos, pouco afeitos a carregarem dívida de longo prazo (Tabela 8).

Tabela 8
Carteira consolidada por tipo de aplicação
R\$ milhões

Discriminação	dez/98	%	dez/99	%	dez/00	%	dez/01	%	dez/02	%	dez/03	%	dez/04	%	dez/05	%	dez/06	%	fev/07	%	mar/07	%
01. Ações	17.465	19,2	30.259	26,3	30.669	23,6	28.614	18,5	26.684	15,8	40.968	19,0	51.188	20,0	59.975	20,3	73.848	21,0	72.430	20,1	74.694	20,4
02. Imóveis	9.684	10,7	10.110	8,8	10.460	8,0	10.554	6,8	11.330	6,7	11.601	5,4	11.565	4,5	11.836	4,2	11.862	3,3	11.649	3,2	11.511	3,2
03. Depósito a prazo	8.818	9,7	5.313	4,6	4.145	3,2	4.822	3,1	3.808	2,3	2.680	1,2	2.284	0,9	3.340	1,1	3.689	1,0	3.550	1,0	3.490	1,0
04. Fundos de investimentos - RF	20.648	22,8	36.423	31,6	47.710	36,7	62.411	40,4	69.089	41,0	96.343	44,6	119.101	46,6	137.038	46,4	158.252	44,9	164.348	45,7	163.227	44,7
05. Fundos de investimentos - RV	9.214	10,2	14.066	12,2	14.881	11,4	16.232	10,5	20.057	11,9	21.536	10,0	25.908	10,1	30.772	10,4	41.805	11,9	41.912	11,6	42.288	11,6
06. Empréstimo a participantes	1.740	1,9	1.805	1,6	2.279	1,8	2.742	1,8	3.190	1,9	3.992	1,8	4.883	1,9	5.650	1,9	6.519	1,9	6.616	1,8	6.672	1,8
07. Financiamento imobiliário	4.021	4,4	3.868	3,4	3.797	2,9	3.848	2,5	3.438	2,0	3.365	1,6	3.015	1,2	2.483	0,8	2.325	0,7	2.319	0,6	2.313	0,6
08. Debentures	3.229	3,6	2.892	2,5	2.660	2,0	3.201	2,1	3.733	2,2	3.707	1,7	3.467	1,4	3.428	1,2	4.632	1,3	4.820	1,3	4.732	1,3
09. Títulos públicos	5.918	6,5	7.307	6,3	8.588	6,6	17.513	11,3	22.471	13,3	27.419	12,7	29.871	11,7	35.818	12,1	43.972	12,5	45.753	12,7	50.130	13,7
10. Outros	2.382	2,6	3.011	2,6	4.687	3,6	4.496	2,9	4.612	2,7	4.492	2,1	4.429	1,7	4.777	1,6	5.429	1,5	6.504	1,8	6.246	1,7
11. Oper. c./ patrocinadoras	7.637	8,4	70	0,1	201	0,2	144	0,1	76	0,0	77	0,0	78	0,0	72	0,0	63	0,0	62	0,0	61	0,0
Total	90.757	100	115.124	100	130.077	100	154.578	100	168.498	100	216.180	100	255.788	100	295.250	100	352.196	100	359.962	100	365.364	100

Fonte: Abrapp.

A queda da taxa Selic coloca em dúvida a estratégia recente dos fundos de pensão, que, até o momento, mantiveram as metas de retorno atreladas às aplicações em títulos públicos, sobretudo, por meio dos fundos de investimentos. Caso se mantenha essa trajetória, os fundos de pensão deverão rever as suas posições, buscando outros tipos de investimentos, com maior risco, para sustentar a margem de rentabilidade. Como os fundos de pensão mantêm as suas metas atuariais normalmente definidas a partir de índices de preços, abre-se importante espaço de colocação de títulos públicos indexados à inflação, de longo prazo, importantes na busca de maior maturidade da dívida pública.

É preciso ampliar a discussão sobre a atuação dos fundos de pensão e das seguradoras, uma vez que a tendência de queda dos juros e o debate sobre o fim das LFT interferem na lógica de suas aplicações, que, como todo o restante do mercado, ainda estão atreladas às condições de alta instabilidade. As alterações na composição de suas carteiras devem compor uma discussão mais ampla visando adequar o mercado de títulos da dívida pública ao cenário de estabilidade da economia brasileira.

6 Considerações finais

A gestão da dívida pública está no epicentro da política econômica desde o início dos anos 80 quando, prisioneira da crise fiscal, tratou de atrair os recursos líquidos do setor privado e garantir as condições de rolagem, dado o risco latente de que a fuga das aplicações e a monetização dos títulos levassem à hiperinflação aberta.

O auge da moeda indexada, com o lançamento das LBC (atuais LFT), constituiu o ponto culminante da construção de um aparato institucional voltado para manter o financiamento público e evitar o desenlace da crise diante do fracasso do Plano Cruzado. O que deveria ser o *modus*

operandi de transição, no momento de incerteza radical, acabou se transformando em característica econômica, definida pela estreita conexão entre os mercados monetário e de títulos públicos e pela confusão do que é moeda e poupança financeira.

A opção de não mexer nas LFT, elemento síntese da moeda indexada, no lançamento do Plano Real deve ser atribuída ao momento excepcional e ao papel da dívida pública no programa de estabilização. A obrigatoriedade de definir um rol de ativos em condições de garantir a valorização do capital necessário ao financiamento do balanço de pagamentos limitou as mudanças no mercado de dívida pública, diante do risco de contaminar as expectativas sobre câmbio e juros. Além disso, a agenda econômica centrada no combate à inflação tornou difícil adotar medidas contrárias ao poder do BC de definir juros e sustentar o câmbio.

A opção foi manter, em sua essência, o processo de gestão da dívida pública do período de alta inflação. As mudanças restringiram-se a acabar com a rolagem diária no *overnight* e a obter algum espaço de alongamento da dívida, sem tocar na simbiose com o mercado monetário e a confusão entre moeda e poupança financeira..

A sustentação desse aparato institucional permitiu ao sistema financeiro, contando como a troca e recompra de títulos, ajustar as suas posições aos movimentos dos juros e do câmbio. Este processo legou ao setor público o ônus decorrente das mudanças dos indexadores da dívida e a responsabilidade de oferecer o ônus contra riscos. Isto talvez explique a conclusão do estudo da Andima (2003) baseado em entrevistas com executivos das instituições afiliadas: *parece haver consenso quanto à percepção de que há espaço para que o Tesouro assuma uma atitude mais agressiva no mercado* (p. 52).

A simbiose do mercado monetário com o de dívida pública preservou características importantes do período de alta inflação. A confusão entre moeda e poupança não deixou de existir. Os títulos públicos seguiram como substitutos das reservas de liquidez de bancos e fundos, com a peculiaridade de que pagam taxas de juros significativamente elevadas considerando o seu grau de liquidez. Além disso, o uso de política monetária restritiva afeta diretamente a *yield curve* e o custo dos títulos governamentais, bem como se torna *benchmark* do mercado como um todo, contaminando as operações com títulos privados. O que coloca as altas taxas de juros da dívida pública como padrão de referência de rentabilidade do conjunto da economia.

A oferta de títulos públicos, de alta rentabilidade e baixo risco, restringe o desenvolvimento do mercado privado: de um lado, os investidores não veem razão em buscar alternativas se o ganho for pequeno em comparação ao risco a ser enfrentado e, por outro, é difícil ampliar os prazos dos títulos privados em razão da dificuldade de garantirem a valorização da riqueza caso haja aumento de juros. O risco potencial de perdas limita a expansão do volume e dos prazos das operações no mercado de capitais, criando obstáculos à diversificação das formas de financiamento privado.

A convergência das expectativas sobre os indexadores da dívida pública e o momento da economia mundial, ao lado das condições favoráveis do balanço de pagamentos, das reservas internacionais e das contas públicas, oferecem ótima oportunidade de desmontar esse anacronismo característico do capitalismo brasileiro. A separação entre o mercado monetário e o de dívida pública, necessariamente, passa pela eliminação das LFT, síntese e pilar central da situação atual. Mas, o fim das LFT não é uma panacéia. É parte de um movimento mais amplo de revisão da cultura

de gestão da dívida pública e de questionamento da prática dominada por regras viciadas, segundo as quais, as instituições participam de um jogo em que só existe a alternativa *win-win* e estão certas de que, em todas as ocasiões, desfrutam de um seguro implícito capaz de lhes assegurar elevada rentabilidade e risco desprezível.

As mudanças terão de ser acompanhadas pela definição de novos marcos regulatórios de toda a indústria de fundos e das regras de acesso dos investidores ao mercado financeiro. A possibilidade de liquidez diária seria assegurada apenas aos recursos monetários, distintos da poupança financeira, com remuneração não vinculada aos juros básicos da economia. A criação de um leque de opções de aplicações, conciliando risco e prazos, daria condições aos fundos de diversificarem e alongarem as carteiras. Isto facilitaria a gestão da dívida pública e ampliaria o universo de aplicadores interessados em rentabilidade e não em liquidez, sobretudo, dos investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, preocupados com a solvência de longo prazo.

A revisão proposta implicaria em perda de graus de liberdade da política monetária. O risco de provocar uma crise em todo o sistema financeiro limitaria o poder do BC de promover altas bruscas da taxa de juros e exigiria melhoria na eficácia dos canais de transmissão da política monetária. Por outro lado, o setor público ganharia com a redução do custo de refinanciamento da dívida, a maior liquidez do mercado secundário e a redefinição da demanda dos investidores institucionais, ampliando a possibilidade de colocação de títulos de prazos e taxas diferenciadas, com influência direta na construção da curva de estrutura a termo da taxa de juros e de *benchmarks*, fundamentais no desenvolvimento do mercado de títulos privados.

A política fiscal, por sua vez, poderia voltar a se preocupar com outros aspectos de sua agenda e não ficar só presa à geração do superávit primário exigido no pagamento dos juros e na sustentabilidade da dívida pública. Os problemas do sistema tributário, do pacto federativo e da retomada dos investimentos teriam chance de se tornarem prioridade e instrumentos a favor do crescimento.

A inércia, o risco de enfrentar interesses consolidados e o receio de abrir mão da liberdade de manipular a taxa de juros podem frear o ímpeto de mudanças. As instituições financeiras, de qualquer modo, mantida a trajetória de queda dos juros, devem buscar saídas mais vantajosas desvinculadas do carregamento dos títulos indexados à Selic. Entretanto, desperdiçar essa janela de oportunidade e manter a posição passiva, esperando a morte natural das LFT e as alterações propostas pelas instituições, significa tirar o BC /TN do comando do processo e se tornar refém de eventuais alterações do cenário macroeconômico. Certamente, as mudanças não podem ser feitas de um só golpe, mas é importante que entrem em pauta e se defina o caminho a ser trilhado.

Referências bibliográficas

ANBID. *Estudo de hipóteses de taxa Selic potencial para equilíbrio entre a rentabilidade da caderneta de poupança e dos fundos DI. s.l.: s.n.t., s.d.* Disponível em http://www.anbid.com.br/institucional/documentos_download/Fundos/Estudo.

AMANTE, A.; ARAUJO, M.; JEANNEAU, S. The search for liquidity in the Brazilian domestic government bond market. In: *BIS Quartely Review*, Jun. 2007

ANDIMA Dívida Pública – propostas para ampliar a liquidez. *Relatório Econômico*. Rio de Janeiro, 2003

ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L.C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

ARIDA, P.; BACHA, E. L.; RESENDE, A. L. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I., HERRERA, S. (Org.). *Inflation targeting, debt, and the brazilian experience – 1999 to 2003*. Cambridge: The MIT Press, 2005.

BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. Introdução. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

CARNEIRO, D. D. Letras Financeiras do Tesouro e normalidade financeira: haverá um ‘peso problem’? In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

CASTELLANOS, J. Developing government bond markets. Washington, D.C., Mar. 1998. Disponível em: <http://www.iadb.org/sds/doc/ifm-111e.pdf>.

FARHI, M. *Efetividade e dilemas do regime de metas de inflação*. Projeto de Pesquisa: O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Subprojeto IV. BNDES, 2007. Mimeo.

FEDERAL RESERVE of NEW YORK. *Undertanding open market operations*, chapter five: Implementing Monetary Policy I, 2002.

FIGUEIREDO, L. F.; MEGALE, C. O processo de alongamento da dívida pública mobiliária federal. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

FRANCO, G. H. B. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

GARCIA, M. G. P.; SALOMÃO, J. Alongamento dos títulos de renda fixa no Brasil In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

GUARDIA, E. R. As razões do ajuste fiscal. In: GIAMBIAGI, F.; REIS, F.; URANI, R. Reformas no Brasil: balanço e agenda. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira, 2004.

LOPES, F. A questão do alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

LOPREATO, F. L. C. A política fiscal: mudanças e perspectivas. In: CARNEIRO, R. (Org.). *A supremacia dos mercados: a política econômica do governo Lula*. Ed. Unesp, 2006.

MENDONÇA DE BARROS, L. C. A moeda indexada. *Economia e Sociedade*, Instituto de Economia da Unicamp, n. 2, ago. 1993.

MORAES, P. L. B. As Letras Financeiras do Tesouro e o alongamento da dívida pública. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

MOURA, A. Letras Financeiras do Tesouro: quousque tandem? In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

PASTORE, A. C. As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

RESENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

SELAIMEN, S. B. Choques na economia afetam estratégia do Tesouro e do BC. In: *Retrospectiva 2002*. ANDIMA. Disponível em: www.andima.com.br.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Dívida Pública Federal: Relatório Anual 2006*. Brasília, n. 4, 2007.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento*. Brasília, 2001 a 2007

TORRES, M. J. R. *Operacionalidade da política monetária no Brasil*. Tese (Doutoramento)–Campinas, IE-Unicamp, 1999.

WORLD BANK; INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Developing Government Bond Markets: a handbook*. Washington, D.C., 2001.

Anexo

Tabela 1
Estrutura de vencimento da DPMFi em poder do público

	bilhões									
	dez/05		jul/06		dez/06		abr/07		mai/07	
Vencimento	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Até 12 meses	407,91	41,64%	417,70	41,20%	390,05	35,67%	416,53	36,17%	396,76	33,80%
De 1 a 2 anos	253,36	25,86%	243,29	23,99%	277,77	25,40%	238,16	20,68%	277,18	23,61%
De 2 a 3 anos	150,81	15,39%	139,74	13,78%	167,38	15,31%	199,99	17,37%	179,44	15,29%
De 3 a 4r anos	67,33	6,87%	58,44	5,76%	92,83	8,49%	104,83	9,10%	133,37	11,36%
De 4 a 5 anos	18,46	1,88%	62,47	6,16%	51,55	4,71%	72,25	6,27%	57,80	4,92%
Acima 5 anos	81,79	8,35%	92,31	9,10%	113,92	10,42%	119,71	10,40%	129,36	11,02%
Total	979,66	100,00%	1.013,93	100,00%	1.093,49	100,00%	1.151,47	100,00%	1.173,91	100,00%

Fonte: STN – Relatório mensal da dívida pública federal – Maio 07.

Tabela 2
Prazo médio das emissões da DPMFi em oferta pública, por indexador

	Meses			
	Prefixados	Selic	Índice Preços	DPMFi
Dezembro/04	11,26	23,13	95,39	18,52
Dezembro/05	20,00	51,79	37,36	33,30
Dezembro/06	23,32	44,28	79,76	36,40
Janeiro/07	23,76	42,00	53,64	28,47
Fevereiro/07	22,83	33,90	97,57	33,70
Março/07	24,07	41,78	82,37	35,52
Abril/07	27,87	44,08	76,92	43,11
Mai /07	28,21	45,02	80,38	45,02

Fonte: STN – Relatório mensal da dívida pública federal – Maio 07.

Tabela 3
Teste de stress sobre juros e câmbio

Indexador	Participação no total da DPF (%)					Impacto Stress – R\$ bilhões e (%PIB)				
	2002	2003	2004	2005	2006	2202	2003	2004	2005	2006
Selic	42,4	46,5	45,7	43,9	33,4	52,72 (3,3%)	57,81 (3,6%)	56,78 (3,1%)	54,59 (2,8%)	41,53 (2,0%)
Câmbio	45,8	32,4	24,2	17,6	12,7	299,37 (18,9%)	211,91 (13,3%)	158,18 (8,5%)	115,04 (5,9%)	83,01 (3,9%)
Total	88,2	78,9	69,9	61,5	46,1	352,09 (22,2%)	269,72 (16,9%)	214,96 (11,6%)	169,63 (8,7%)	124,54 (5,9%)

Fonte: STN – Relatório Anual da Dívida Pública Federal 2006.

Tabela 5
Retornos projetados das aplicações em Poupança e Fundos DI

Selic (a)	TBF Estimada (b) = 0,9650* (a) ¹ %a.a.	TBF Estimada (c) %a.a.	TR	Poupança (e) = (d) + 0,5 a.m. %a.m.	Estimativa Fundos DI (líquido IR) (f) = 0,7852* (a) ² %a.m.	Fundos/Poupança (g) = (f) / (e)	Poupança %a.a.	Fundos DI (líquido IR) %a.a.
16,00	15,44	1,20	0,1719	0,67	0,98	145,44	8,37	12,38
15,00	14,48	1,13	0,1812	0,68	0,92	135,04	8,49	11,61
14,00	13,51	1,06	0,1800	0,68	0,86	126,77	8,47	10,85
12,00	11,58	0,92	0,1561	0,66	0,75	113,56	8,16	9,32
11,00	10,62	0,84	0,1433	0,64	0,69	106,62	8,00	8,55
10,00	9,65	0,77	0,1199	0,62	0,63	101,01	7,70	7,78
9,50	9,17	0,73	0,0831	0,58	0,60	102,23	7,23	7,39
9,00	8,59	0,70	0,0859	0,59	0,57	96,59	7,26	7,01
8,50	8,20	0,66	0,0488	0,55	0,54	97,60	6,79	6,62
8,00	7,72	0,62	0,0514	0,55	0,51	91,63	6,82	6,23
7,50	7,24	0,58	0,0139	0,51	0,47	92,36	6,34	5,85
7,00	6,76	0,55	0,0062	0,51	0,44	87,71	6,25	5,46
6,50	6,27	0,51	-0,0316	0,47	0,41	88,20	5,77	5,07
6,00	5,79	0,47	-0,0496	0,45	0,38	84,86	5,54	4,68

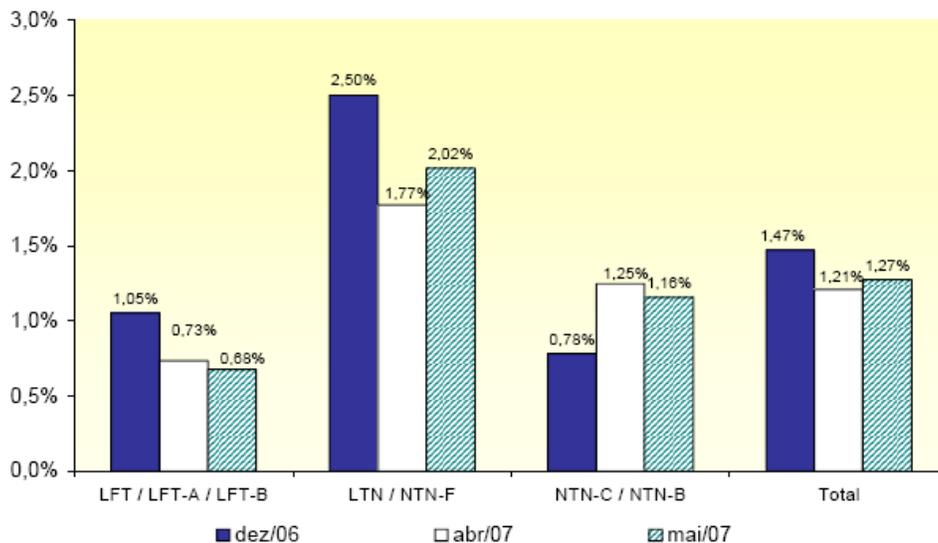
Fonte: ANBID

¹ Multiplicador obtido à partir da média histórica da relação entre TBF/SELIC, mês a mês, no período de Janeiro de 1999 a Dezembro 2003, conforme descrito no anexo.

² Multiplicador obtido à partir da média histórica da relação entre Rentabilidade dos Fundos DI/SELIC, mês a mês, no período de Jar de 1999 a Dezembro 2003.

Gráfico 1

Volume diário de títulos públicos negociados no mercado secundário como % dos respectivos estoques



Fonte: STN – Relatório mensal da dívida pública federal – Maio 07.

1 Introdução

O objetivo deste capítulo é analisar a dinâmica recente da dívida pública brasileira e discutir o ponto de vista de que a plena superação dos traços do período de alta inflação está atrelada à alteração da lógica de curto prazo dominante no mercado financeiro brasileiro. Certamente, a atual situação da dívida pública não pode ser comparada à existente na década de 1980 nem mesmo a que prevaleceu na primeira década pós-estabilização, mas persistem sintomas do tempo em que o elevado risco e a volatilidade da taxa de juros restringiam a maturidade da dívida e sustentavam a alta participação dos títulos indexados à taxa de juros flutuante.

A queda e a menor volatilidade da taxa de juros real criaram a oportunidade de aprofundar as mudanças ocorridas na dívida pública durante a última década e de atacar a cultura do curto prazo do mercado financeiro brasileiro – herança do período de alta inflação –, responsável por limitar o processo de alongamento da dívida e a redução do peso dos títulos indexados à taxa de juros flutuante (Letras Financeiras do Tesouro – LFTs).

A condição oferecida aos aplicadores de resgatar diariamente as aplicações condiciona a estrutura ativa das instituições financeiras e força a manutenção de alta parcela de títulos de curto prazo atrelados a juros flutuantes, como meio de evitar o descasamento de prazos e atender a demanda potencial de resgates.

O texto defende a proposta de que é necessário realizar reformas institucionais capazes de alongar o perfil das aplicações financeiras e minimizar o culto à liquidez, com rentabilidade assegurada. Assim, as instituições financeiras teriam condições de alongar a estrutura de seus ativos e abandonar a dependência de carregamento de LFTs ou de outras aplicações que cumpram caráter semelhante.

Este capítulo está estruturado do seguinte modo. A primeira seção aborda aspectos teóricos, mostrando a mudança da política de gestão da dívida de acordo com a perspectiva da visão macroeconômica dominante. De instrumento de defesa da estabilidade, na visão de Tobin, assumiu outro caráter na concepção da nova síntese neoclássica. O problema da gestão da dívida ganhou dimensão própria, como peça à parte da política monetária e mesmo da política fiscal, com a tarefa de garantir o menor custo de longo prazo no pagamento das obrigações financeiras a um grau prudente de risco.

A segunda seção mostra como a gestão da dívida brasileira, consistente com as alterações no plano teórico, deixou de ser vista como mero instrumento caudatário de outras políticas e, seguindo a tendência mundial, alterou a institucionalidade em busca de autonomia e de condições de minimizar custo e risco.

¹ Publicado originalmente em *Presente e Futuro do Desenvolvimento Brasileiro*, Editores: Calixtre, A.B.; Biancarelli, A.M.; Cintra, M.A.M., IPEA, Brasília, 2014, com informações disponíveis até junho de 2013.

A terceira seção analisa a experiência brasileira desde o Plano Real até o governo de Luiz Inácio Lula da Silva e defende que, apesar das diferenças que marcaram o período, observa-se a continuidade de traços da dinâmica característicos da fase de alta inflação. A presença de títulos LFTs e a baixa maturidade continuam como marcas indelévels da trajetória da dívida brasileira e garantem aos carregadores dos títulos alta rentabilidade, liquidez e baixo risco.

A análise da seção final aborda a proposta de mudanças institucionais como meio de abrir caminho à continuidade das alterações recentes na estrutura da dívida pública brasileira e eliminar os entraves existentes para a forte redução das LFTs e ampliação da maturidade.

2 Gestão da dívida: aspectos teóricos

A gestão da dívida pública, até os anos 1990, não era vista como questão macroeconômica com lugar próprio, independente de outras políticas, mas como uma extensão da política monetária e fiscal. A discussão sobre os objetivos da administração da dívida pública relacionava-se aos problemas de política macroeconômica e envolvia a análise de diferentes aspectos considerados nas escolas teóricas do pensamento econômico.

A política de administração da dívida pública sofreu, durante longo tempo, influência decisiva da visão da velha síntese neoclássica. O texto de Tobin (1963) serviu de referência teórica fundamental e colocou a gestão da dívida pública primariamente como ferramenta da política macroeconômica de estabilização, voltada para garantir níveis de inflação e emprego satisfatórios, com equilíbrio do balanço de pagamentos, por meio de um *mix* adequado de política fiscal e monetária.

A política de gestão da dívida pública, como instrumento de defesa da estabilidade macroeconômica, na visão de Tobin, não se distingue, de modo claro, da política monetária, pois o Tesouro e o Banco Central estão, em um sentido amplo, engajados na gestão da dívida e ambos têm o poder de influenciar o seu aspecto geral². A questão, a partir deste ponto de vista, não pode ser dividida a ponto de se colocar, de um lado, o controle monetário e, de outro, o carregamento da dívida. O Banco Central, ao tomar as decisões de política monetária e fixar a taxa de redesconto e o montante das reservas bancárias, interfere na composição e no custo da dívida pública, bem como no modelo ótimo de administração da dívida pública, atrelado diretamente à definição dos instrumentos usados na defesa dos objetivos da política de estabilização.

² Como demonstra Tobin (1993, p. 149): “Distinções semânticas e especializações institucionais não devem obscurecer a indivisibilidade essencial do problema. As autoridades monetárias do *Federal Reserve* não podem tomar decisões sensatas sobre a demanda de títulos da dívida, ou sobre outros instrumentos que controlam, sem levar em conta as ações do Tesouro em relação à oferta de dívida de longo prazo. Nem pode o Tesouro, independentemente dos seus objectivos de gestão da dívida, persegui-los com inteligência, sem considerar o montante dos juros da dívida que o *Federal Reserve* vai deixar pendente” (tradução nossa). No original: “*Semantic distinctions and institutional specializations should not be permitted to obscure the essential indivisibility of the problem. The monetary authorities at the Federal Reserve cannot make sensible decisions about demand debt, or about the other instruments they control, without taking into account the Treasury’s actions regarding the supply of long debt. Neither can the Treasury, whatever its debt management objectives pursue them intelligently, without considering how much interest-bearing debt the Federal Reserve will leave outstanding.*”

A escolha dos instrumentos de política econômica pode levar o governo a usar a colocação de dívida para criar *funding*³ aos empréstimos das agências oficiais de crédito e influenciar, por meio da oferta de ativos com rentabilidade em condições de competir com o capital real, a taxa de retorno do capital, sinalizando qual o patamar de rentabilidade esperada da economia⁴.

A delimitação das ações e do grau desejado de controle monetário permite delinear o critério de gestão da dívida capaz de gerar o impacto econômico com menor custo para o Tesouro.⁵ A busca por reduzir o custo requer *expertise* na administração da dívida em lidar com tarefas variadas, como promover alterações no arcabouço institucional e na maturidade da dívida, usar títulos indexados à inflação e mudar os limites de carregamento de títulos públicos, que, no entender de Tobin, deveriam estar concentradas em uma única agência, de preferência, o Banco Central. A autoridade monetária, ao interferir na escolha da política de estabilização e no método de gestão da dívida, é capaz de influenciar, por meio da colocação de títulos curtos, a maturidade e o poder da dívida sobre a expansão monetária, bem como a atuação do sistema bancário, visto que cresce a parcela dos títulos substitutos próximos das reservas líquidas livres.

A discussão proposta por Tobin teve desdobramentos em outras perspectivas teóricas. Os novos clássicos abriram o caminho para a revisão do papel da gestão da dívida pública e de sua interação com a política econômica. Sargent e Wallace (1981; 1993) veem a dívida pública como reflexo da coordenação entre as políticas fiscal e monetária e da decisão de como financiar o déficit (*seignorage* ou títulos) em condições de dominância fiscal. A tentativa de reduzir o custo de financiamento em um primeiro momento, de modo a dar espaço à expansão fiscal, acaba por

³ De acordo com Tobin (1993, p. 171): “Os instrumentos de dívida do governo para servir aos propósitos úteis que servem hoje poderiam ser emitidos para financiar as atividades de empréstimo dos intermediários financeiros do governo. Se maior volume de recursos for necessário, o Federal Reserve poderia, por exemplo, monetizar as obrigações das agências de crédito do governo” (tradução nossa). No original: “*Government debt instruments to serve the useful purposes they serve today could be issued to finance the lending activities of government financial intermediaries. If more demand debt were needed, for example, the Federal Reserve could monetize the obligations of government lending agencies.*”

⁴ De acordo com Tobin (p. 150): “O curso da atividade econômica depende da diferença entre duas taxas de retorno sobre a propriedade de capital. Uma delas é a produtividade marginal esperada do capital, determinada pela tecnologia, oferta de fatores e expectativas sobre a economia. Isso não pode ser controlada pelos gestores da moeda e da dívida pública, exceto no sentido indireto de que, se de alguma forma conseguirem controlar a economia eles controlam todas as grandezas econômicas. A segunda taxa de retorno sobre o capital próprio é aquele no qual o público estaria disposto a manter o estoque de capital existente, de modo que as autoridades monetárias e de gestão da dívida podem esperar influenciar por meio de mudanças nas condições de oferta, rendimentos e tipos de dívidas que competem com o capital real para ocupar um lugar nas carteiras e nos balanços das unidades econômicas” (tradução nossa). No original: “*The course of economic activity depends on the difference between two rates of return on ownership of capital. One is the anticipated marginal productivity of capital, determined by technology, factor supplies, and expectations about the economy. This cannot be controlled by the managers of money and public debt, except in the indirect sense that if they somehow successfully control the economy they control all economic magnitudes. The second rate of return on capital equity is that at which the public would be willing to hold the existing stock of capital, which the monetary and debt authorities may hope to influence through changing supplies and yields and debts that compete with real capital for place in the portfolios and balance sheets of economic units.*”

⁵ Segundo Tobin (p. 176): “Na ausência de critérios mais importantes, a preferência poderá ser dada aos métodos de controle monetário que minimizem os custos de longo prazo da dívida pública federal para o Tesouro” (tradução nossa). No original: “*In the absence of more important criteria, preference could be given to methods of monetary control that minimize the long-run costs of the federal debt to the Treasury.*”

provocar o crescimento da dívida e o aperto futuro da política monetária. O crescente custo de carregamento da dívida, sem alterações da política fiscal a fim de garantir superávits primários, irá provocar, na fase seguinte, a ampliação da *seigniorage*, com reflexo na inflação.

A política monetária, na visão dos autores, não é suficiente para evitar a inflação caso persista a dominância fiscal e a gestão da dívida pública não deve ser vista como meio de procrastinar o ajuste fiscal (Togo, 2007). A discussão sugere reforçar a coordenação das políticas fiscal e monetária, evitar a situação de dominância fiscal e buscar a independência da gestão da dívida pública. A proposta nega a visão anterior de pensar a gestão da dívida pública como parte integrante da política de estabilização; ao contrário, a coloca como elemento com identidade própria, descolada da política de estabilização.

Os novos clássicos, além da questão proposta por Sargent e Wallace, sustentaram pontos que ganharam expressiva força analítica. A ideia de equivalência ricardiana conquistou relevância no debate ao defender que o montante e a composição da dívida não importam. Os agentes, diante da expansão dos gastos públicos, irão se prevenir contra a cobrança de novos impostos no futuro e cortar gastos, elevando a poupança e mantendo constante o consumo. Ou seja, a política fiscal não é expansionista e o problema da dívida pública é irrelevante, visto que, independentemente de sua composição, os agentes escolhem o portfólio adequado e mantêm o consumo constante.

Barro (1999) discute o caso em que há incertezas e não prevalece a equivalência ricardiana. O objetivo central da gestão ótima da dívida é evitar mudanças expressivas do déficit e da dívida, de modo a não tornar necessário obter níveis de tributação que gerem distorções à atividade econômica (*tax smoothing*). O governo pode recorrer ao déficit e à dívida, de forma temporária, em um momento de recessão, para manter os tributos relativamente estáveis, e pagar o excesso de dívida quando ocorrer a recuperação da receita.⁶ Como não valem as regras de equivalência ricardiana, a escolha entre financiar o gasto com novos impostos ou dívida pública é relevante. Porém, não importa na análise a característica da dívida (de curto ou longo prazo, tipo de título, interna ou externa), pois a opção dos agentes, racionais, irá resultar em custos semelhantes de dívida pública.

A escolha da maturidade da dívida pública é amplamente discutida no campo da teoria macroeconômica. A análise é proposta inicialmente no rastro da crítica novo clássica à política de gasto expansionista e às ações discricionárias geradoras de movimentos inesperados e de problemas de inconsistência intertemporal (Leong, 1999; Calvo e Guidotti, 1990). Além disso, ganhou espaço a análise do custo da dívida em condições adversas de refinanciamento. Missale e Blanchard (1991), com o olhar centrado na questão da consistência intertemporal, trabalham com

⁶ Barro (1999, p. 283) adverte: “A política de pagar a ampliação dos gastos públicos com a emissão de dívida só funciona se o gasto extra é temporário. Se a expansão do setor público for permanente, então o financiamento do déficit significa que os impostos deverão ser elevados ainda mais no futuro – em parte, para pagar o aumento dos gastos públicos e em parte para financiar a dívida extra. Assim, a resposta adequada para uma expansão permanente do setor público é o aumento correspondente das receitas fiscais” (tradução nossa). No original: “*The policy of paying for added public spending with debt issue works only if the extra spending is temporary. If the expansion of the public sector is permanent, then deficit finance means that taxes must be raised even more in the future – partly to pay for the added government expenditure and partly to finance the extra debt. Thus, the proper response to a permanent expansion of the public sector is a corresponding rise in tax revenues.*”

a hipótese de que, depois de certo patamar, a relação entre volume e maturidade da dívida é inversa. O governo, com dívida nominal elevada, é tentado a facilitar a alta de preços para reduzir o custo de carregamento. Entretanto, no caso de a autoridade estar comprometida com o controle inflacionário, a tendência é minimizar o ganho potencial com a inflação por meio da redução da maturidade da dívida. Se a dívida não for elevada, é possível escolher a maturidade mais conveniente, que, no plano teórico, é vista como de longo prazo e com estoques menos concentrados em datas específicas. A melhor distribuição dos vencimentos permite que a dívida, em momentos de crise, esteja menos sujeita a riscos e a movimentos constantes de renegociação a preços elevados (Giavazzi; Pagano, 1990; Alesina; Fran; Tabellini, 1990).

O debate sobre a maturidade da dívida envolve outras questões. A instabilidade política é vista como um fator que eleva a expectativa de inflação e provoca alterações na estrutura da dívida. Os gestores, em resposta à pressão do mercado por aumento da taxa de juros, ampliam a venda de títulos de curto prazo na tentativa de evitar a elevação do custo de rolagem da dívida. A independência do Banco Central, por sua vez, é percebida como a afirmação do comprometimento em controlar a inflação e evitar a inconsistência intertemporal. De acordo com Falcetti e Missale (2002) e Missale (2012), esta configuração institucional dá credibilidade à atuação da autoridade monetária e não requer, como é defendido por diferentes analistas (Campbell e Shiller, 1996; Shen, 1995; Price, 1997), a colocação de títulos indexados à inflação, à dívida externa ou de curto prazo, como meio de reduzir o custo de rolagem da dívida e contornar a leniência no controle dos preços. O Banco Central poderia, então, se beneficiar do lançamento de títulos em valores nominais, possivelmente, de longa maturação e reduzir o custo da dívida.

Missale (2012) volta a defender a maturidade da dívida, mesmo em tempo de crise, como elemento-chave na vulnerabilidade fiscal do governo. O autor defende, enfaticamente, a dívida longa, com títulos nominais ou indexados, e chama a atenção para o fato de que o atual consenso da estratégia de gestão da dívida, concentrada na relação custo-risco, ao concentrar em demasia o foco na minimização do custo, pode induzir os gestores a uma estratégia errada: abrir mão da dívida longa, em favor de uma dívida curta, com reflexo negativo na vulnerabilidade fiscal do governo.

A discussão sobre o desenho institucional avança com a liberalização das finanças e o domínio do arcabouço teórico convencional, baseado no consenso entre novos clássicos e novos keynesianos. Neste arranjo macroeconômico, conhecido como a nova síntese neoclássica (Woodford, 2009), a política monetária, por meio da taxa de juros, tornou-se responsável por ajustar o produto efetivo ao produto potencial, enquanto o objetivo da política fiscal voltou-se para assegurar a sustentabilidade da dívida pública e apoiar a ação da autoridade monetária no combate à inflação.

A mudança no plano teórico refletiu-se no tratamento da administração da dívida pública. O objetivo primário passou a ser o de assegurar fácil acesso ao mercado e o menor custo possível de longo prazo no pagamento das obrigações financeiras, consistente com um grau prudente de risco. A estratégia centrada na relação custo-risco constituiu o pilar do modelo de gestão baseado em micro fundamentos e deu lugar a alterações do arranjo institucional (IMF e World Bank, 2001). A administração da dívida pública passou a ser de responsabilidade de um órgão autônomo (Debt Management Office – DMO), por vezes independente, mas sujeito às diretrizes emanadas do Ministério da Fazenda (MF). A principal característica da mudança institucional, condizente com a

visão convencional dominante, é a separação entre a gestão da dívida e política fiscal, de um lado, e, de outro, a política monetária, conduzida pelo Banco Central independente, com o órgão de gestão da dívida atuando profissionalmente, de acordo com as regras de mercado, visando dar liquidez e transparência aos títulos públicos (Blommestein; Hubig, 2012).

Além disso, o modelo institucional proposto defende a clara separação funcional entre a gestão da dívida e a política fiscal. O papel do gestor é buscar o menor custo de rolagem da dívida e cabe à estratégia da política fiscal definir o montante aceitável da dívida pública, a partir da fixação do valor do superávit primário necessário para garantir o ajuste fiscal intertemporal e dar suporte à ação da política monetária de combate à inflação.

O modelo de gestão da dívida, apesar das especificidades de cada nação, convergiu para os parâmetros delineados em *Guidelines for Public Debt Management* (IMF e World Bank, 2001; 2003), que define como objetivo básico: “*to ensure that the government’s financing needs and its payment obligations are met at the lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk*”⁷. O manual define ainda a forma de interação com as políticas monetária e fiscal, as condições de transparência e *accountability*, o modelo institucional, a estratégia, a avaliação de custo e risco e o cuidado com o desenvolvimento e eficácia do mercado de títulos públicos. Wheeler (2004) aprofunda a análise e consolida o padrão de gerenciamento da dívida pública vigente ao defender o “*asset and liability management (ALM)*” como arcabouço básico de gestão da dívida e discutir os riscos envolvidos, os ganhos com o desenvolvimento do mercado de títulos públicos, além de descrever as inter-relações e conflitos entre a gestão da dívida e as políticas fiscal e monetária.

A convergência, no plano institucional e no objetivo básico de gerenciamento da dívida, não anulou as divergências impostas pelas condições próprias de cada nação. Nos países centrais, prevalece o perfil da dívida com maturidade mais longa e estrutura lastreada em títulos prefixados, bem como a presença relevante de títulos indexados a índices de preços. Nos países em desenvolvimento, em especial na América Latina, a instabilidade macroeconômica, característica comum durante longo período, resultou no encurtamento da dívida e, por vezes, na presença de títulos indexados à taxa de juros básicos da economia, como meio de reduzir o custo de rolagem da dívida (Turner, 2002; 2003). Por sua vez, a recente crise mundial colocou em xeque o tripé convencional da nova síntese neoclássica, como também abriu o debate sobre o arranjo institucional e a gestão da dívida pública nas condições de alta instabilidade financeira e vulnerabilidade fiscal, sobretudo de países europeus.

O elevado risco soberano e a incerteza sobre o comportamento futuro da taxa de juros interferiram nas relações entre gestão da dívida e as políticas monetária e fiscal. Blommestein e Turner (2012) e Turner (2011) discutem os problemas colocados pela possível situação de dominância fiscal provocada pela crise mundial. Apesar de nada ter se alterado formalmente, a crise provocou o uso de política monetária não convencional e obscureceu a separação entre a gestão da dívida pública e a política monetária, criando conflitos entre as duas instâncias. Os autores defendem que, mesmo sem consenso, é preciso repensar o modelo de gestão da dívida pública,

⁷ “Para garantir que as necessidades de financiamento do governo e suas obrigações de pagamento são atendidas com o menor custo possível a médio e longo prazo, consistente com um grau prudente de risco” (tradução nossa).

visto que o foco microeconômico pode entrar em conflito com considerações de caráter mais geral. Blommestein e Hubig (2012) reforçam a visão de que é preciso rever o atual modelo de atuação, com a política de gestão da dívida incorporando em suas decisões o atual quadro de crise e as implicações sobre o sistema financeiro e o *mix* de política econômica.

3 Institucionalidade e gestão da dívida pública

A gestão da dívida pública está estreitamente marcada pelas características institucionais responsáveis por delinear o modelo operacional e as relações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. O desenho vigente depende, de um lado, da realidade dos momentos históricos do país. O processo de desenvolvimento e a situação macroeconômica estabelecem os parâmetros gerais de atuação dos formuladores de política. A complexidade do mercado de títulos e a estabilidade econômica influenciam a decisão de escolher a espécie de título apropriada a cada momento, bem como a maturidade e as condições da dívida para atender a necessidade de financiamento público. Por outro lado, o arcabouço institucional é definido, em algum grau, tendo como referência o paradigma teórico usado na determinação do papel dívida pública no interior das relações entre a política monetária e política fiscal ou, mais especificamente, das atribuições do Banco Central e do Tesouro Nacional. A partir do momento em que a atuação da política fiscal e monetária é definida com base em outro referencial teórico, o quadro institucional perde funcionalidade e entra em pauta a questão de alterar o modelo vigente a fim de adaptá-lo às novas circunstâncias. No caso brasileiro, as reformas do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG) buscaram retomar a capacidade de financiamento e o poder de o setor público expandir o gasto e sustentar o crescimento. A reconstrução das condições de financiamento permitiu ao Estado ampliar o investimento das empresas públicas e praticar uma política fiscal ativa, por meio de amplo conjunto de isenções e incentivos fiscais em favor da acumulação interna das empresas, da rentabilidade de setores econômicos prioritários e da política de desenvolvimento regional (Lopreato, 2013).

A gestão da dívida pública, nesse arranjo macroeconômico, colocou-se como instrumento da política de estabilização, aproximando-se da proposta defendida por Tobin (1963). A criação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTNs), com correção monetária *a posteriori*, e o desenvolvimento das operações de mercado aberto lastreadas em títulos públicos impulsionaram a dívida pública e a colocaram como alternativa relevante de financiamento do setor público.

O modelo institucional trouxe condições peculiares de gestão da dívida pública. Nas relações com o mercado, as regras existentes criaram espaço cativo para a colocação de títulos públicos, ao determinar o direcionamento de parcela das aplicações dos fundos de investimentos e das reservas bancárias compulsórias. Além disso, coube às instituições financeiras a responsabilidade de carregamento dos títulos públicos, que, no financiamento de suas posições ativas, teriam de captar recursos junto ao público. A adoção da chamada carta de recompra e da zeragem automática buscou minimizar o risco de carregamento dos títulos públicos. A norma prática estabeleceu o compromisso informal de que as instituições não teriam perdas com esta ação. O governo assegurava implicitamente que a rentabilidade dos títulos cobriria o custo de captação dos recursos no mercado atrelado às taxas do *overnight*. Nos momentos de *stress* no mercado, quando o aumento dos juros provocava o descasamento entre a rentabilidade das carteiras e as taxas do *over*

usadas na remuneração dos recursos captados em mercado, o Banco Central do Brasil (BCB) trocava a carteira de títulos e reestabelecia a calma nos mercados.

As relações entre o Tesouro Nacional e o BCB também assumiram características particulares. O modelo de gestão da dívida pública acompanhou, de perto, as regras aceitas no plano teórico de atuar como coadjuvante da ação do Estado na política de defesa do crescimento. A dívida pública cumpria duplo papel: instrumento de controle da expansão monetária e responsável por garantir o financiamento do gasto público na política de estabilização. Neste plano, diferenciava-se pouco de outras experiências internacionais. O elemento peculiar talvez possa ser atribuído à dimensão política. O regime militar, mesmo sem fechar o Congresso, retirou dos parlamentares o poder de manipular o orçamento e esvaziou parcela relevante de suas atribuições, ao mesmo tempo em que criou um orçamento paralelo, controlado pelas autoridades monetárias, responsável por realizar políticas de fomento a diferentes setores e gastos fiscais à revelia do Congresso⁸.

A Lei Complementar n. 12, de 8 de novembro de 1971, reforçou a hipertrofia do Poder Executivo em matéria financeira. As autoridades monetárias, com autorização do Conselho Monetário Nacional (CMN), eram responsáveis por administrar a dívida pública e podiam lançar títulos, em nome do Tesouro Nacional, independentemente de estimativas e fixação das respectivas receitas e despesas no orçamento anual. As operações autorizadas incluíam: *i*) os títulos usados no giro e encargos da dívida e no financiamento das operações de crédito autorizadas em lei para equilíbrio da execução orçamentária anual; *ii*) a emissão dos títulos para a execução da política monetária; e *iii*) a autorização, ao ministro da Fazenda, de usar a disponibilidade do Tesouro Nacional no BCB com a finalidade de nivelar a conta que registra o giro da dívida pública e, no caso de a conta do Tesouro ser deficitária, o Banco Central podia subscrever diretamente títulos do Tesouro em valor equivalente (Oliveira, 1986).

O BCB, na prática, ganhou autorização para lançar títulos públicos com o objetivo de realizar política monetária, rolar o principal e os encargos da dívida pública e cobrir os déficits orçamentários, sem consulta ao Poder Legislativo e sem estar preso a limites de expansão da dívida. O arranjo institucional, ao misturar contas de caráter financeiro e fiscal no orçamento monetário, tornou nebulosa a separação entre as políticas monetária e fiscal no manejo da política de sustentação do crescimento e consagrou o poder das autoridades monetárias de autorizar gastos.

A crise dos anos 1980 desarticulou o modelo de intervenção estatal e escancarou a fragilidade do setor público. A alta inflação e o fim do regime militar explicitaram a urgência de mudar o relacionamento entre o Tesouro Nacional, o Banco Central e o Banco do Brasil. A reforma institucional, promovida no período 1986-1987, procurou eliminar os traços do autoritarismo e dar transparência às contas públicas, de modo a ampliar a abrangência do orçamento fiscal e a força do Poder Legislativo. Ademais, ganhou apelo a preocupação de controlar os gastos fiscais e a oferta de moeda, apontados, na visão convencional, como cruciais no combate à inflação (Biasoto Jr., 1994).

⁸ O orçamento monetário incorporou os fundos e programas existentes no Banco Central do Brasil (BCB); os gastos com o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR); o Programa de Garantia de Preços Mínimos; o Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro); a conta petróleo e os subsídios diretos ao trigo e aos programas de açúcar e álcool, encargos de dívida externa, entre outros.

O movimento de reforma desenvolveu-se em três frentes. A primeira tratou de congelar a conta movimento. O Banco do Brasil, com o fim do nivelamento automático das reservas, a transferência do caixa único do Tesouro para o Banco Central e as dotações específicas para a cobertura das ações como agente do Tesouro, perdeu o papel de autoridade monetária e sua atuação passou a estar enquadrada nos limites de qualquer instituição bancária.

A segunda atribuiu o caráter de autoridade clássica ao Banco Central, ao promover a unificação orçamentária e eliminar as características de instituição de fomento até então existentes. Os fundos e programas passaram ao controle do Tesouro Nacional e o Orçamento Geral da União (OGU) incorporou as contas fiscais, antes atreladas ao orçamento monetário, e os encargos da dívida pública. O Banco Central perdeu ainda a prerrogativa, atribuída pela Lei Complementar n. 12/1971, de lançar títulos da dívida pública com o objetivo de rolar o principal e encargos da dívida e de financiar as suas operações ativas. O OGU criou um anexo de operações de crédito, com os programas financiados com recursos do Banco do Brasil e do Banco Central (Orçamento das Operações Oficiais de Crédito).

A terceira frente estabeleceu novas condições de gestão dos gastos, além de instrumentos de monitoramento fiscal e financeiro no âmbito da União. A Secretaria do Tesouro Nacional (STN) tornou-se responsável pelo planejamento, pela coordenação e pelo controle financeiro do governo central e assumiu – por ser o órgão zelador do cumprimento das diretrizes de política fiscal –, a tarefa de elaborar e executar a política de dívida mobiliária federal, fiscalizar os governos subnacionais e acompanhar o desempenho das empresas estatais.

As novas regras alteraram as bases do modelo anterior. O Banco do Brasil transformou-se em banco comercial tradicional, a STN colocou-se como o órgão responsável por gerir a execução financeira e definir o volume de títulos públicos necessários ao financiamento da União e o Banco Central assumiu o papel de autoridade monetária clássica, com o relacionamento permanente com o Tesouro Nacional definido por sua atribuição de efetuar, como instrumento de política monetária, a compra e venda de títulos públicos federais e receber os depósitos das disponibilidades de caixa da União.

O novo arranjo institucional definiu um estatuto formal à gestão da dívida pública. O MF assumiu a tarefa de supervisionar e controlar a colocação e o resgate de títulos públicos, cabendo à STN definir as condições de colocação dos papéis. O Banco Central, como agente exclusivo do Tesouro, ficou responsável pela execução financeira dos serviços da dívida (Decreto n. 94.443 de 12 de junho de 1987). Por sua vez, o resultado da política fiscal e a rolagem da dívida ainda não incorporada ao orçamento tornaram-se os elementos determinantes do volume de emissões primárias do Tesouro. O Banco Central perdeu a prerrogativa de emitir títulos em nome do Tesouro para a cobertura de seus gastos. A instituição, no entanto, manteve o direito de operar a política monetária com a emissão de papéis próprios e a possibilidade de financiar o Tesouro continuou a existir⁹.

O Banco Central conservou a autorização de comprar títulos de emissão primária no caso de a colocação de papéis junto ao público não cobrir as necessidades de financiamento público. Na

⁹ O BCB lançou em 1986 as Letras do Banco Central (LBCs), títulos indexados à taxa do *overnight*, posteriormente substituídos pelas LFTs, emitidos pelo Tesouro, com características iguais. O BCB, para efeito de política monetária, passou a emitir os Bônus do Banco Central (BBCs).

Constituição de 1988, a norma mudou novamente e restringiu a referida compra direta do Tesouro até o montante equivalente ao principal dos títulos a vencer em sua carteira, ou seja, em termos legais a autoridade monetária passou a não poder mais financiar a expansão de gasto público (Pedras, 2009)^{10, 11}.

As alterações institucionais ganharam outro impulso com a crise cambial de 1999. O colapso do arranjo macroeconômico com âncora cambial levou o governo a redefinir a política econômica, optando por adotar o modelo canônico, baseado em meta de inflação, câmbio flutuante e geração de superávits primários capazes de garantir as condições de sustentabilidade da dívida pública. O novo modelo de política econômica, acompanhando o movimento delineado em outras economias ao redor do mundo, definiu a separação de responsabilidades. A autoridade monetária, agindo como órgão independente, passou a usar a taxa de juros no combate à inflação, deixando por conta da política fiscal a tarefa de gerar os superávits primários compatíveis com a condição de solvência da dívida pública. O compromisso com a sustentabilidade da dívida negou o espaço que a velha síntese neoclássica atribuía à política fiscal e a relegou ao papel de ancorar as variáveis câmbio e juros e evitar mudanças conjunturais bruscas.

A mudança do arranjo macroeconômico provocou alterações institucionais visando adequar a praxe brasileira à proposta básica dos organismos internacionais (IMF e World Bank, 2001; Wheeler, 2004). O movimento, de um lado, retirou do BCB o que restava de seu papel de gestor da dívida e, de outro, consolidou a distinção funcional entre o manejo da política fiscal e a gestão da dívida pública.

A Lei de Responsabilidade Fiscal (2000), por sua vez, proibiu a autoridade monetária de emitir títulos com objetivo de fazer política monetária e determinou que as operações compromissadas e definitivas, a partir de 2002, passariam a ser realizadas unicamente com títulos do Tesouro Nacional em carteira do Banco Central. A instituição deixou também de atuar como órgão responsável pelas emissões de títulos da dívida externa, transferindo a atribuição à STN (Rocha, 2009), de modo que o Tesouro Nacional centralizou todas as decisões de gerenciamento da dívida pública federal. O modelo institucional aproximou-se da experiência internacional, defendida pelos organismos multilaterais, alicerçada no conceito de DMO, que consagra a separação funcional entre a gestão da dívida pública, a cargo da STN, da condução da política fiscal no âmbito do MF.

O órgão gestor é responsável por apresentar a estratégia de administração da dívida e perseguir as diretrizes delineadas no Plano Anual de Financiamento (PAF). O enfoque usual, definido fundamentalmente no plano microeconômico, parte do princípio de que a tarefa essencial é minimizar os custos de financiamento de longo prazo e preservar níveis prudentes de risco, ajustando a estrutura e o perfil da dívida à situação macroeconômica e à condição específica de mercado.

¹⁰ Segundo o Decreto-Lei n. 2.376, de 25 de novembro de 1987: “se o Tesouro Nacional não fizer colocação de títulos junto ao público, em valor equivalente ao montante dos que forem resgatados, o Banco Central do Brasil poderá subscrever a parcela não colocada”.

¹¹ O BCB continuou como responsável pelas operações de dívida externa e manteve em sua carteira títulos do Tesouro Nacional para fazer frente a estes encargos. Com a renegociação no âmbito do Plano Brady, promoveu-se um ajuste de contas. O Tesouro Nacional emitiu os bônus correspondentes ao valor da dívida renegociada e houve a transferência para o Tesouro Nacional do passivo externo assumido em nome da União, com a consequente liquidação dos títulos federais usados como contrapartida da dívida.

4 Gestão da dívida pública: experiência brasileira do plano real ao final do governo Lula

O modelo de gestão da dívida brasileira, em termos institucionais, aproximou-se do desenho proposto pelas agências internacionais de tratar separadamente a política monetária, a política fiscal e a administração da dívida pública e de eliminar os resquícios de uso da dívida como instrumento de política de sustentação do crescimento.

A STN passou a gerenciar o conjunto da dívida pública (interna e externa), ganhou *expertise* no manejo das operações de colocação e resgate dos títulos e adotou estratégia de gestão direcionada a alongar o perfil da dívida e a ampliar a participação dos títulos prefixados e indexados à inflação, condizente com a prática internacional.

A clareza na definição dos objetivos da política de gestão da dívida teve de conviver com a situação de instabilidade macroeconômica vigente durante parte considerável do período que se estende do lançamento do Plano Real até o final do governo de Luiz Inácio Lula da Silva e não se logrou eliminar traços essenciais típicos do processo de gestão da dívida do período de alta inflação.

Não se quer dizer com isto que não houve mudanças e avanços, nem que o quadro do final da era Lula fosse igual ao da fase de aguda instabilidade. A situação atual deixou para trás o tempo em que praticamente todo o estoque da dívida girava no *overnight* e havia risco de não rolagem dos títulos. A incerteza radical dos anos 1980 eliminava o raio de manobra das autoridades e as obrigava a oferecer a rentabilidade reclamada pelo mercado para alcançar o montante de financiamento desejado pelo setor público. O mesmo se pode dizer dos anos da crise da Ásia e da Rússia e das fortes oscilações decorrentes da quebra do regime de âncora cambial em 1999 ou da transição do governo Fernando Henrique Cardoso para Lula. O melhor desempenho da economia após 2006 trouxe alterações significativas na maturidade e na composição da dívida pública, com a perda de participação dos títulos indexados a juros e câmbio e a expansão dos títulos prefixados e indexados à inflação, sem, no entanto, mexer na essência da dinâmica da dívida pública. Pode-se dizer que as diferenças de comportamento da dívida entre 1994 e 2010 ocorreram muito mais em função das mudanças da conjuntura econômica que propriamente de alterações do seu *modus operandi*.

Discute-se, a seguir, essa questão considerando três momentos: *i*) o período de âncora cambial (1994-1999); *ii*) a fase de instabilidade após a adoção do tripé convencional de política macroeconômica (1999-2005); e *iii*) o período posterior de Lula, com a economia mais estável e mudanças na forma de atuação estatal. O texto sinaliza, primeiro, as diferenças entre estas fases e, depois, destaca os traços de continuidade da dinâmica da gestão da dívida.

4.1 Diferenças que marcaram os três momentos: fatos estilizados

A relevância das mudanças institucionais não pode ser desconsiderada. A STN ganhou *expertise* e adotou modelos microeconômicos no manejo da dívida federal, mas os determinantes fundamentais de seu comportamento estão presos ao arranjo macroeconômico e à situação particular de cada momento.

O período inicial do Plano Real usou a dívida pública como espaço de valorização do capital necessário ao financiamento do balanço de pagamentos. O crescente déficit em transações correntes exigia a presença de um rol de ativos em condições de atrair os recursos para sua

cobertura e o juro real elevado cumpria a tarefa de remunerar o capital e de garantir a trajetória do câmbio.

O comportamento da dívida pública no período pouco se diferenciou da fase anterior. O giro deixou de ocorrer totalmente no *overnight*, mas a incerteza continuou a sustentar a emissão de títulos de curto prazo e indexados ao Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) – 79,1% em julho de 1994. A situação só veio a se alterar quando se configurou o quadro de queda sustentada da taxa de juros. Os títulos Selic perderam atratividade e alcançaram o índice mais baixo de participação no total da dívida – 14,6% em janeiro de 1995. Os títulos prefixados, com maturidade de até dois anos, ocuparam este espaço, o que parecia indicar sensíveis mudanças, com dinâmica próxima a dos mercados avançados.

As crises da Ásia, Rússia e brasileira alteraram rapidamente esse quadro. Os gestores, diante do risco de rolagem da dívida, sancionaram a demanda por títulos indexados a câmbio e a juros. O *stress* no mercado e a ameaça de contágio do restante da economia eliminaram os ganhos e a gestão da dívida reviveu a incerteza do período de alta inflação, com a soma dos títulos Selic e cambiais alcançando 90,1% da dívida total ao final de 1998 (Tabela 1).

A mudança do regime macroeconômico acalmou o mercado e permitiu a retomada da estratégia de longo prazo. Os títulos prefixados e indexados a índices de preços, paulatinamente, ganharam espaço, o que permitiu algum alongamento no perfil da dívida, sem, no entanto, alterar as características usuais de baixa maturidade e alta concentração em títulos indexados a juros e câmbio.

O movimento da dívida revela que a estratégia proposta nos PAFs da dívida pública só alcançou êxito relativo em anos de conjuntura favorável, quando, graças aos juros em queda, o mercado aceitava títulos mais longos e prefixados ou indexados à inflação, confiantes de que, em caso de flutuações significativas de juros ou câmbio, seriam socorridos e poderiam rever as suas posições (Lopreato, 2008; Franco, 2006).

Tabela 1
Títulos públicos federais – participação por indexador

	1996	1997	1998
Total – R\$ bilhões	176.211	255.509	414.901
Câmbio	9,4	15,4	21,0
TR	7,9	8,0	5,4
IGP-M	1,8	0,3	0,3
Over/Selic	18,6	34,8	69,1
Prefixado	61,0	40,9	3,5
TJLP	1,4	0,6	0,2
TBF	0,0	0,0	0,5
IGP-DI	0,0	0,0	0,1
Total	100,0	100,0	100,0

Fonte: BCB – Relatório Anual do Banco Central – 1999.

O comportamento da dívida no período de 1999 a 2004, apesar dos avanços em relação à fase turbulenta das crises internacionais, continuou atrelado, fundamentalmente, à instabilidade macroeconômica. A crise cambial e a eleição de Luiz Inácio Lula da Silva levaram os agentes a ancorarem as aplicações em títulos indexados ao câmbio e a juros, mudando de posição, na margem, a intervalos curtos, em caso de oportunidades de ganhos, sem, no entanto, alterar significativamente o perfil da dívida. Os títulos Selic e cambiais, somados, sustentaram participação superior a 70% ao longo de todo o período, beirando, em alguns momentos, os 80%. Além disso, não houve tendência de alongamento da dívida. Em 1999, a concentração de títulos a vencer em até dois anos alcançava 78,2%. Nos anos seguintes, ocorreu um movimento de queda, rapidamente revertido com a incerteza na transição de governo, voltando a apresentar a composição semelhante à anterior (Tabela 2).

Os sinais de mudança a partir de 2005 são mais expressivos. A recuperação econômica, marcada por menor instabilidade, expansão do produto interno bruto (PIB) e redução dos juros e da relação dívida/PIB, influenciou o perfil da dívida e a estratégia de gestão da dívida alcançou crescente sucesso. Observam-se três movimentos: *i)* a tendência crônica de valorização cambial levou os títulos indexados ao câmbio a perderem expressão, mesmo no momento agudo da crise de 2008; *ii)* a menor volatilidade dos juros, com orientação de baixa, implicou queda do peso dos títulos Selic e expansão dos prefixados e indexados à inflação, cada um deles com peso próximo a um terço do valor da dívida; e *iii)* o desempenho estável da economia favoreceu a elevação da maturidade da dívida, mas, ainda assim, os títulos a vencer em até dois anos alcançaram patamar próximo a 50% (Tabela 3).

O que é novo é o movimento consistente de melhoria do perfil da dívida. As oscilações são mais brandas e se incorporou de vez a busca por ampliar a maturidade e a presença dos títulos prefixados e indexados à inflação. A nova situação não deixa dúvidas de que se atingiu outra etapa. O fato de a gestão da dívida não mais ocupar a posição de mera caudatária do mercado alargou o raio de ação para alcançar a meta traçada de evolução da dívida pública e deixou para trás os riscos de insustentabilidade da dívida. Porém, os avanços não conseguiram eliminar características marcantes do período de alta inflação que até hoje influenciam a gestão da dívida pública.

Tabela 2
Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após *swap* cambial)

Indicadores	Dez./1999	Jul./2000	Dez./2000	Jul./2001	Dez./2001	Jul./2002	Dez./2002	Jul./2003	Dez./2003	Jul./2004	Dez./2004
Estoque de DPMFi	441,41	495,22	510,70	597,28	624,08	674,40	623,19	689,99	731,43	759,20	810,26
Prazo médio	27,13	29,02	29,85	35,69	34,97	32,58	33,24	31,21	31,37	29,85	28,13
Porcentagem a vencer até 1 ano	54,94	49,91	44,04	29,48	27,74	39,10	41,06	33,39	35,34	41,89	46,08
Porcentagem a vencer de 1 a 2 anos	23,26	15,33	12,38	20,13	23,50	17,88	17,16	17,16	25,63	27,13	28,06
Composição do estoque											
Prefixados	9,00%	13,86%	14,76%	10,16%	7,82%	7,67%	2,19%	6,31%	12,51%	15,13%	20,09%
Selic	57,02%	54,34%	52,24%	51,53%	52,79%	44,45%	46,21%	50,92%	50,08%	53,77%	52,41%
Câmbio	22,82%	20,75%	22,27%	27,76%	28,61%	37,05%	37,00%	28,44%	22,06%	14,11%	9,88%
Índice de preços	5,58%	5,61%	5,94%	6,70%	6,99%	8,97%	12,54%	12,37%	13,55%	15,12%	14,90%
TR e outros	5,83%	5,45%	4,78%	3,86%	3,79%	1,86%	2,06%	1,97%	1,79%	1,86%	2,72%

Fonte: Banco Central – Nota para a Imprensa mercado aberto, dezembro de 2012.

Tabela 3
Exposição da DPMFi em poder do público por tipo de rentabilidade (após *swap* cambial)

Indicadores	Jul./2005	Dez./2005	Jul./2006	Dez./2006	Jul./2007	Dez./2007	Jul./2008	Dez./2008	Jul./2009	Dez./2009	Jul./2010	Dez./2010
Estoque de DPMFi	915,67	979,66	1.013,93	1.093,50	1.171,12	1.224,87	1.204,40	1.264,82	1.349,89	1.398,42	1.509,12	1.603,94
Prazo médio	27,57	27,37	29,95	31,06	35,59	36,47	41,33	39,34	40,97	40,39	41,22	40,28
Porcentagem a vencer até 1 ano	44,15	41,64	41,20	35,67	33,72	30,15%	25,24	27,30	28,27	24,81	29,16	24,21
Porcentagem a vencer de 1 a 2 anos	26,14	25,86	23,99	25,40	21,05	22,59%	25,28	24,11	21,13	23,08	18,07	21,89
Composição do estoque												
Prefixados	22,37%	27,86%	30,36%	36,13%	36,32%	37,31%	30,88%	32,19%	30,06%	33,71%	34,13%	37,93%
Selic	57,32%	53,30%	46,95%	40,23%	38,90%	36,63%	39,66%	33,63%	39,85%	35,77%	34,24%	32,53%
Câmbio	4,15%	1,16%	-1,44%	-1,10%	-2,49%	-2,29%	-2,07%	3,26%	0,80%	0,70%	0,65%	0,57%
Índice de preços	13,70%	15,53%	21,91%	22,54%	24,91%	26,26%	29,47%	29,34%	27,88%	28,61%	29,91%	28,14%
TR e outros	2,47%	2,14%	2,23%	2,21%	2,36%	2,09%	2,05%	1,58%	1,42%	1,20%	1,07%	0,84%

Fonte: Banco Central – Nota para a Imprensa mercado aberto, dezembro 2012.

4.2 A continuidade de velhos traços

A superação da crônica instabilidade macroeconômica permitiu deixar para trás a rolagem do total da dívida no *overnight* e o risco de fuga dos títulos, mas, mesmo depois de transcorrido longo período pós-estabilização, elementos essenciais da lógica anterior continuam presentes. Os inquestionáveis avanços não escondem o fato de que até o fim do governo Lula a dinâmica da dívida pública manteve-se presa a velhos traços herdados do período de alta inflação e resistiu em abandonar a sólida posição montada em operações de curto prazo.

O elemento de mais destaque da dinâmica da dívida talvez esteja na sustentação de elevada taxa de juros real antes e durante todo o período em que Henrique Meirelles esteve à frente do Banco Central. A alta rentabilidade e o baixo risco tornaram a aplicação em títulos da dívida pública altamente vantajosa. Os agentes atrelados às aplicações de renda fixa, parte preponderante dos fundos de investimentos, fundos de pensão e fundos de previdência privada, atendiam as suas expectativas de ganho e risco com a compra de títulos públicos e tinham pouco interesse em buscar alternativas. A diversificação de portfólio, presente nos grandes fundos de pensão, basicamente de empresas estatais e nos fundos mais agressivos, não se tornou a norma. O ganho com outras aplicações, em geral, não compensava o risco da operação. O mais fácil era a escolha do portfólio tradicional, preso aos títulos públicos, com rentabilidade elevada, suficiente para atender a demanda dos aplicadores e não colocar em risco o valor da riqueza.

A alta e volátil taxa de juros levou os agentes a concentrarem as aplicações no curto prazo, o que tornou a baixa maturidade outro traço perene da dívida pública. A estabilidade inflacionária e o melhor desempenho macroeconômico posterior a 2006 não vieram acompanhados de mudanças voltadas a pôr fim à lógica de curto prazo das aplicações financeiras. Os agentes, sobretudo os fundos de investimentos e tesouraria dos bancos, pouco alteraram a disposição de sustentarem investimentos de alta liquidez. A crescente participação dos títulos indexados a índices de preços, bem aceitos pelos fundos de pensão e investidores internacionais, e as mudanças tributárias penalizando as aplicações curtas não evitaram a alta participação dos títulos a vencer em até dois anos ao final do governo Lula.

A estrutura dos fundos de investimentos continuou próxima à vigente na fase de alta inflação. A falta de alteração das regras de aplicação no mercado financeiro, com exceção da cobrança diferenciada do Imposto de Renda (IR), acabou por perenizar a possibilidade de aplicações de curto prazo, com saques diários. A chance de dispor dos recursos e de reavaliar o portfólio a qualquer momento compensava o pagamento de impostos mais elevados pelo fato de optar por não alongar os investimentos.

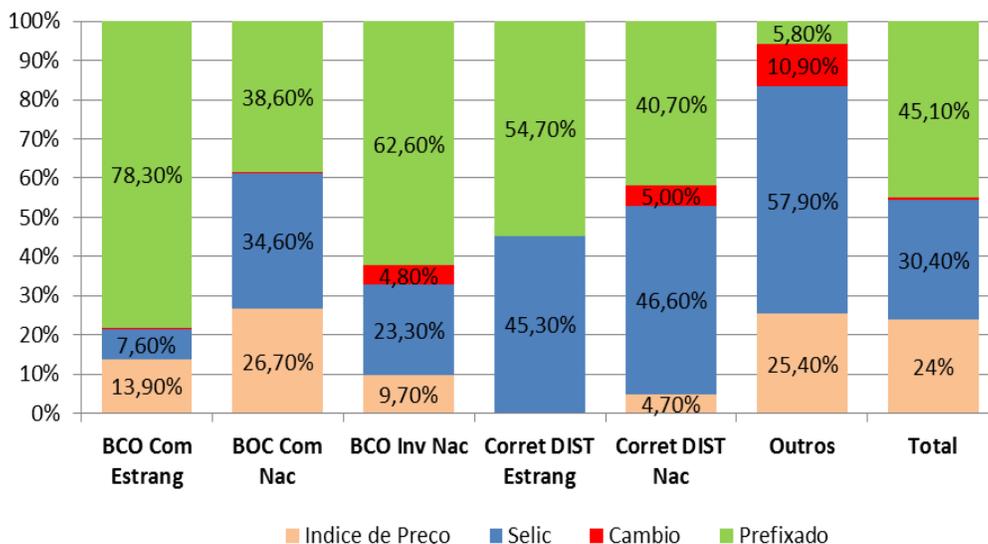
Os fundos de investimentos buscaram responder ao perfil do aplicador, mais ou menos agressivo, sem privilegiar os instrumentos com prazos rígidos de vencimento. Os fundos de previdência privada, criados como aplicação de maturidade longa, tiveram deturpadas as suas características. O direito de sacar o ganho a cada sessenta dias, mesmo sacrificando o benefício fiscal, eliminou parte de sua especificidade e colocou este ativo como alternativa próxima à dos outros fundos bancários, usados como investimentos de curto prazo, com o giro dos recursos no primeiro ano alcançando elevada parcela dos valores ingressantes. Os títulos privados tiveram de respeitar a regra de saque diário e se atrelarem ao Certificado de Depósito Interbancário (CDI) para terem condições semelhantes aos títulos públicos e concorrerem com os fundos tradicionais.

A lógica dominante no mercado brasileiro condicionou a estrutura de ativos das instituições financeiras, compelidas a manter em carteira um alto volume de títulos de curto prazo. Em parte, para atender a incerteza própria do comportamento de mercado e, outra parcela, como meio de sustentar o *turn over* das aplicações garantido pelos saques diários. Ou seja, a possibilidade de saque a qualquer tempo condiciona a composição do ativo e requer o carregamento de títulos de curto prazo para evitar o descasamento das posições ativas e passivas. O resultado é a presença ainda marcante, apesar da situação econômica mais estável, da participação dos títulos a vencer em até dois anos, definindo a baixa maturidade como característica da trajetória da dívida pública.

A relevância das LFTs é outra marca perene da gestão da dívida. Os títulos indexados aos juros básicos da economia nasceram no rastro do repique inflacionário provocado pelo fracasso do Plano Cruzado. A brusca elevação da taxa de juros, em nome da garantia de rolagem da dívida, colocou em risco a posição ativa das instituições financeiras que haviam constituído as suas carteiras com a perspectiva de continuidade da baixa inflação. O meio de evitar a crise foi trocar os títulos em posse dos bancos pelas LBCs, de emissão do Banco Central, indexadas à taxa de juros básica.

Os novos títulos, substituídos posteriormente pelas LFTs de emissão do Tesouro Nacional, atendiam aos interesses do mercado e passaram a ancorar a gestão da dívida. Isto deu ao Banco Central liberdade de elevar os juros sem colocar em risco a solvência dos agentes financeiros. Os carregadores da dívida, por sua vez, nos momentos de incerteza, ampliavam a demanda por estes títulos em busca de segurança na reprodução da riqueza financeira. O peso das LFTs na estrutura da dívida pública, associado à prática de rígida política monetária, respondia pela valorização do montante da poupança financeira e permitia a travessia do período de turbulência sem colocar em risco a situação ativa das instituições, beneficiadas com a alta dos juros, à custa, no entanto, da eficácia da política monetária.

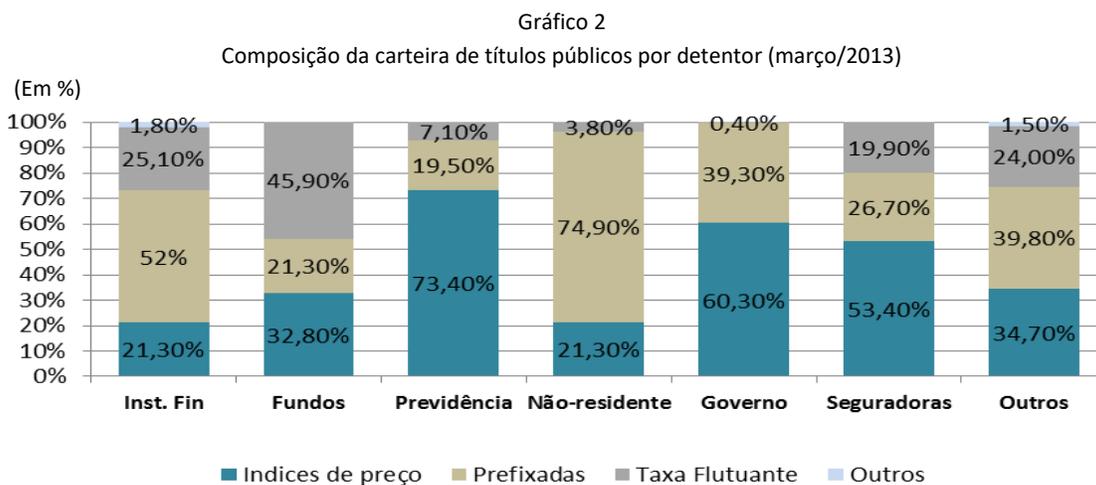
Gráfico 1
Composição da carteira de títulos públicos por indexador carteira própria (dez./2008)
(Em %)



Fonte: Banco Central do Brasil.

O uso das LFTs facilitou a convivência do Banco Central e dos detentores da dívida com a instabilidade gerada pela volatilidade dos juros. O Gráfico 1, reproduzido de Bittencourt (2009), deixa claro como as LFTs nos momentos de incerteza, como o final de 2008, assumem papel de destaque nas aplicações das tesourarias dos bancos nacionais, corretoras e outros agentes.

A decisão de reformar a economia mantendo a política de juros elevados transformou a estrutura da dívida pública com expressiva participação de títulos Selic, de *duration zero*, em peculiaridade da economia brasileira. A imbricação das políticas monetária e fiscal intensificou o mecanismo de transmissão entre a política de juros e o custo de financiamento da dívida e o converteu em relevante fator de determinação do resultado das contas públicas.



Fonte: STN-Relatório mensal da dívida pública federal – Brasília, março 2013.

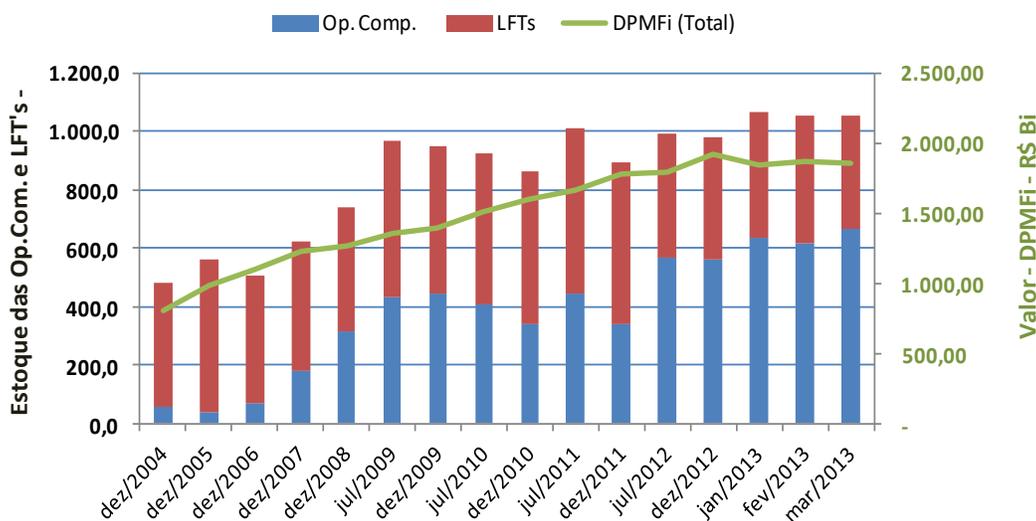
A política de troca e recompra de títulos, prática usual nos modelos de gestão baseados na proposição de custo *versus* risco, ajudou a tornar perene a lógica vigente. Alterações da política monetária provocam movimentos de ajuste de portfólio, facilitados pela baixa maturidade da dívida. O Tesouro Nacional, diante do risco de *stress* no mercado, propicia a troca ou recompra dos títulos. Assim, os detentores dos títulos conseguem, em curto período, rever a posição e evitar perdas no carregamento dos títulos. Ou seja, tudo se passa como se houvesse um seguro permanente em favor dos intermediários e depositantes nos momentos de *stress*.

O movimento *marked friendly* é reforçado pela atuação do BCB no manejo das operações compromissadas. A prática, usualmente aceita, ganhou traços peculiares no cenário brasileiro. A autoridade monetária, quando se depara com liquidez excessiva do mercado monetário – seja por fluxo de capital externo e compra de divisas, redução dos depósitos compulsórios e decisão da instituição bancária de não ofertar crédito e reter os recursos em caixa seja por resgate de títulos do Tesouro Nacional ou por opção dos agentes de não renovarem o montante da dívida a vencer – atua por meio de operações compromissadas, com a venda de títulos de sua carteira para recompra em data pactuada.

O uso das operações compromissadas deu a essa prática ares semelhantes ao observado na fase em que toda a riqueza financeira girava no *overnight*, uma vez que os saldos ociosos estão aplicados a curto prazo e a remuneração atrelada à taxa Selic, isto é, a ação permite valorizar o excesso de liquidez com juros equivalentes aos dos ganhos dos título público de longo prazo (Selic).

O mecanismo ganhou destaque no período recente. As operações compromissadas alcançaram no triênio 2004/2006, em média, cerca de 6% do valor da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi), mas, a partir de 2007, observa-se expressivo aumento. A expansão coincide com a ampliação das reservas internacionais e a crise mundial de 2008. O fluxo de divisas levou a autoridade monetária a entrar no mercado enxugando o excesso de liquidez. Por sua vez, o Banco Central, em resposta à crise, reduziu os depósitos compulsórios do sistema bancário na tentativa de sustentar o crédito, mas as instituições, diante do cenário incerto, elevaram a preferência pela liquidez e buscaram refúgio nas operações compromissadas, cujo montante atingiu R\$ 530,4 bilhões em janeiro de 2010, equivalente a 39,1% da DPMFi. No caso de se somar a este valor o volume de LFTs na mesma data (R\$ 517,2 bilhões), pode-se ver que 77,3% da dívida mobiliária interna giraram no mercado com taxas Selic, revelando traços semelhantes à de outros momentos da economia brasileira, com os agentes tendo a garantia de ancorar a liquidez em títulos públicos e de valorizar a poupança financeira com taxa de longo prazo (Gráfico 3).

Gráfico 3
Evolução da DPMFi, operações compromissadas e LFTs



Fonte: Banco Central. Relatório de mercado aberto.

A superação do momento agudo da crise levou à queda das operações compromissadas até o final de 2011. O movimento, embora parcialmente compensado pelo aumento das LFTs, provocou a queda do montante remunerado pela Selic, que passou a responder por 42,6% da DPMFi.

A ação agressiva de redução do peso das LFTs na estrutura da dívida pública, iniciada em 2012, foi acompanhada do crescimento das operações compromissadas, que atingiram R\$ 692

bilhões em abril de 2013 e ocuparam o espaço deixado pelos indexados à Selic. Desse modo, a estratégia dos agentes em manter operações de curto prazo, atreladas à taxa básica de juros, não sofreu descontinuidade¹². Ou seja, os avanços inegáveis na gestão da dívida pública não foram suficientes, até o momento, para anular o traço distintivo da economia brasileira, alimentado desde a fase de alta inflação, de os investidores alcançarem, simultaneamente, baixo risco e liquidez, com ganhos no *overnight* semelhante ao dos títulos de longo prazo.

A dominância da lógica do curto prazo no mercado de títulos da dívida pública refletiu-se no comportamento do mercado privado e no financiamento da economia. Os títulos públicos ditaram os parâmetros de maturidade e rentabilidade das aplicações. Isto inibiu o florescimento de títulos privados com maturidade longa capaz de atender a demanda de financiamento de diferentes áreas. A perspectiva de que os juros reais mantenham-se em patamar mais baixo gestou a possibilidade de crescimento deste mercado. Porém, o sucesso em criar novos instrumentos financeiros de longo prazo está diretamente relacionado a alterações no trato da dívida pública, visto que os parâmetros de rentabilidade e maturidade dos títulos públicos balizam as diretrizes do mercado privado.

5 O limiar de mudanças na gestão da dívida pública

A gestão da dívida pública vive a perspectiva de mudanças na realidade vigente até hoje. O início do processo ocorreu com a alteração da regra de remuneração da caderneta de poupança. O ganho anterior – de 6,17% + TR (taxa referencial), livre de IR – determinava um piso para os juros. A eventual fixação da Selic abaixo deste valor (em torno de 8,5%) traria alterações na escala das aplicações, privilegiando a poupança, cujos recursos são destinados ao financiamento do mercado imobiliário, em detrimento de posições alternativas.

A decisão de remunerar os novos depósitos de poupança com 70% da Selic, no caso de ela ser menor ou igual a 8,5%, retirou a restrição até então existente e abriu espaço à redução dos juros básicos da economia. Em outubro de 2012, a Selic atingiu 7,25% e o BCB iniciou outro ciclo de alta em abril de 2013. Não obstante, o movimento recente aponta a perspectiva de mudanças da velha ordem. A taxa de juros básica deve oscilar de acordo com as decisões de política monetária, mas caso não ocorra a retomada do modelo de juros reais elevados e voláteis, abre-se a oportunidade de pensar o futuro em um cenário de juros próximo ao padrão internacional.

A queda do nível da taxa de juros real é decisiva porque se constitui em fator de referência à taxa de rentabilidade do conjunto da economia. A menor atratividade dos títulos públicos leva os aplicadores a buscarem alternativas e coloca a chance de rever as condições de financiamento e de gestão da dívida, contribuindo para eliminar resquícios do período de alta inflação.

O caminhar das mudanças é, por sua própria natureza, lento, visto que requer alterações institucionais e mudanças de convenções arraigadas. Porém, estão postas as condições para avançar. O menor apelo das aplicações de curto prazo em títulos públicos pode alterar o financiamento de diferentes setores da economia. A poupança financeira, na procura por

¹² A soma das operações compromissadas (R\$ 692,0 bilhões) e LFTs (R\$ 396,1 bilhões) em abril de 2013 alcançaram 43,3% da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFI).

rentabilidade, deverá diversificar o portfólio e buscar aplicações de longo prazo, em favor, por exemplo, da indústria ou das áreas de infraestrutura. O movimento provocou o aumento do volume e da escala das emissões privadas de longo prazo, entretanto, as dimensões ainda são pequenas. O desafio é criar ativos seguros e atraentes, capazes de atender a demanda dos fundos de investimento, fundos de pensão e dos recursos da previdência privada aberta – Plano Gerador de Benefícios Livres (PGBL) e Vida Gerador de Benefícios Livres (VGBL) –, preocupados em reverter o cenário de queda de rentabilidade observado em 2013¹³.

O processo parece apontar a oportunidade de trocar os títulos indexados à taxa de juros (LFTs) e ampliar a maturidade da dívida. O desejo de reduzir o peso das LFTs esteve sempre presente nos PAFs e, recentemente, ocorreram avanços significativos. Não obstante, a questão continua como tema do processo de desindexação da economia. O que há de diferente é a condição palpável de reduzir ou mesmo eliminar as LFTs. O elemento mais visível é o incentivo a trocar estes títulos por outros nos momentos de queda dos juros. O fator de destaque, no entanto, está no entendimento aceito, mesmo com a alta recente da Selic, de que não devem ocorrer mudanças bruscas e instabilidade da taxa de juros.

O atual momento da gestão da política monetária tem implicações relevantes. O fim (ou a pequena participação) das LFTs não tira graus de liberdade do BCB. As alterações de juros da política de combate à inflação não representam risco à carteira de títulos das instituições financeiras¹⁴. Além disso, os juros baixos e a menor rentabilidade eliminam parte do próprio sentido de o setor privado recorrer às LFTs e, talvez, venha a se confirmar a profecia de que estes títulos morreriam de morte natural com a redução do patamar de juros.

O Tesouro Nacional, a partir de 2012, adotou movimento deliberado de troca dos títulos indexados à Selic: *i)* resgatou, por determinação do CMN, R\$ 61 bilhões de LFTs de fundos extramercados das autarquias e empresas estatais e forçou a migração para outros títulos; *ii)* realizou a troca de LFTs, no valor de R\$ 44,1 bilhões, da carteira do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS); *iii)* está em negociação com os fundos de previdência abertos (PGBL e VGBL) a troca das LFTs, no valor aproximado de R\$ 24 bilhões, por títulos prefixados ou indexados a índices de preços no prazo a ser acordado, com o intuito de reduzir as aplicações atreladas aos juros básicos, estimadas atualmente em 60% do patrimônio, até alcançar, após um período de transição, o teto de 20% de participação dos ativos remunerados à taxa de juros de um dia; e *iv)* há negociações com os fundos de investimentos e outras aplicações de renda fixa, visando à migração de títulos indexados à Selic para outros prefixados ou indexados a índices de preços.

O resgate de títulos Selic pode ainda avançar em curto período. O montante a vencer até 2015 alcança 77,3% do total em mercado e, no caso de não ocorrer volume significativo de novas emissões, surge a oportunidade de reduzir bastante a participação destes títulos na composição da dívida.³ A atual conjuntura de elevação dos juros (2013) colocou entraves a este processo, com as

¹³ Por exemplo, está em fase final de discussão na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a criação de novo instrumento financeiro: o fundo de debêntures de infraestrutura, com características semelhantes aos dos fundos imobiliários e, talvez, com mais poder de atração de novos aplicadores.

¹⁴ O total de títulos do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) em mercado alcançou R\$ 388,7 bilhões em março de 2013, sendo que neste ano vencem R\$ 87,4 bilhões e nos dois próximos anos vencem, respectivamente, R\$ 107,1 bilhões e R\$ 106,3 bilhões, ou seja, 77,3% dos vencimentos ocorrem até 2015.

instituições recompondo o portfólio e ampliando a busca por títulos indexados aos juros. Porém, a reversão do ciclo de alta, sem a deterioração das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), permitirá retomar o movimento de redução das LFTs.

A barreira para se atingir esse objetivo depende da superação da lógica das aplicações de curto prazo presente na cultura financeira brasileira. A relevância dos títulos atrelados à taxa Selic é a contraface deste traço característico, reflexo do período em que a incerteza não permitia o alongamento da dívida e as LFTs colocavam-se como o meio de ancorar as expectativas do mercado e evitar o risco de carregamento da carteira em condições de alta variação da taxa de juros (Arida, 2006; Resende, 2006).

O avanço da participação dos títulos prefixados e indexados a índices de preços na composição da dívida pública ocorreu, até o momento, sem o abandono da cultura de aplicações de curto prazo e rentabilidade equivalente a de juros de longo prazo. Como se comentou antes, a possibilidade de resgates diários nos fundos de investimentos e nos títulos privados atrelados ao CDI, assim como a exigência de permanência mínima de apenas sessenta dias nos planos de previdência privada, define a configuração da estrutura passiva das instituições financeiras. O risco de descasamento entre estrutura ativa e passiva limita a chance de alongamento da dívida pública e a redução significativa das LFTs. As instituições financeiras, comprometidas com um passivo de curto prazo, precisam carregar uma carteira consistente com a condição de prazo e de rentabilidade da composição do passivo.

O sucesso na proposta de redução expressiva das LFTs e de alongamento da dívida pública está diretamente relacionado a mudanças na regulamentação dos fundos, eliminando a condição de o aplicador dispor de liquidez e rentabilidade. A redução simples das LFTs, mantido o direito de resgate diário da indústria de fundos, coloca a questão de como responder à demanda das instituições por títulos com marcação a mercado diária. A exigência do mercado de ter em carteira algum instrumento capaz de cumprir este papel cria barreiras para ir além do que se conseguiu na gestão da dívida pública (Franco, 2006).

A revisão das regras de regulamentação do mercado financeiro requer a eliminação da cultura do curto prazo, característica herdada do período de alta inflação. As medidas devem focar no alongamento da estrutura passiva das instituições financeiras, sobretudo da indústria de fundos. A possibilidade de captar recursos menos voláteis permite rever a estrutura ativa das instituições, com reflexos, no momento seguinte, na maturidade da dívida pública.

O delineamento básico é simples. Os fundos de resgate diário continuariam a existir, sujeitos, no entanto, a uma combinação de menor rentabilidade e maior tributação a fim de desestimular este tipo de aplicação. A reformulação envolveria também a constituição de uma família de fundos, definidos por prazos distintos de aplicação, sujeitos a rentabilidade e tributação diferenciadas, consistente com o tempo de abandono da liquidez e perda de rendimento no caso de retirada fora do prazo contratado.

Além disso, é preciso alterar as condições de captação e aplicação de outros agentes relevantes no carregamento da dívida pública. Os investidores em fundos de previdência privada deveriam estar sujeitos a regras mais rígidas de retirada e penalidades em caso de não respeitar o tempo contratado. O fato de coibir a alta rotatividade atualmente existente nos aportes realizados

abre a chance de endurecer as normas de aplicação das reservas e fazer valer o caráter de investimento de longo prazo. Os fundos de pensão, por sua vez, por serem demandantes relevantes de títulos públicos, em parte LFTs, merecem atenção. A volatilidade do lado das captações é menor e a razão da resistência em alongar a carteira, mesmo diante da queda e menor oscilação da Selic, está em boa medida presa à dificuldade de abandonar o comportamento tradicional de carregar carteira de baixa maturidade e atrelada a títulos públicos, sobretudo os de menor porte que primam por uma atuação conservadora¹⁵.

O alongamento da estrutura passiva dos diferentes agentes é condição necessária, embora não suficiente, para reduzir o peso das LFTs e ampliar a maturidade dos títulos públicos, aproximando a estrutura vigente no país a das economias maduras. A estratégia mais agressiva, adotada em 2012, de reduzir os títulos atrelados à Selic, sem, no entanto, alterar as regras de aplicações financeiras, levou as instituições a buscarem meios semelhantes capazes de cumprir a tarefa de marcação a mercado diária, de modo a não correr o risco de descascar a estrutura ativa e passiva.

As operações compromissadas atendem a esse propósito. Não há dúvida de que são eficazes ao objetivo de alcançar a meta Selic, mas a forte expansão recente não pode ser explicada apenas por razões de política monetária. A tese aqui proposta é de que as instituições trocaram o ganho das LFTs por juros da Selic diária e preservaram comportamento semelhante ao anterior: garantem proteção e o privilégio de obter no curto prazo rendimento igual ao de longo.

O nível atual de operações compromissadas é de R\$ 692,0 bilhões (abril 2013), representando 37,4% da DPMFi e 15,7% do PIB. O elevado montante, distante do que se observou em outros momentos, contrapõe as ações do BCB e dos gestores da dívida: enquanto o Tesouro Nacional tem buscado reduzir o montante de LFTs, o movimento da autoridade monetária reproduz a característica própria da rolagem da dívida ancorada na Selic¹⁶.

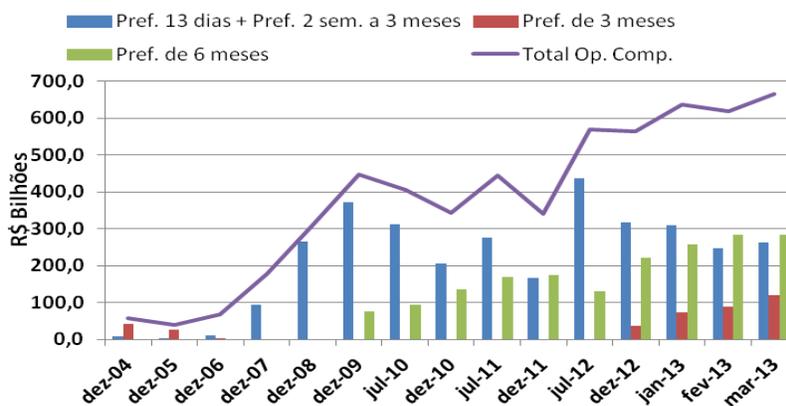
A preocupação do BCB é com a gestão monetária e o empenho é estimular as instituições a saírem das operações do *overnight* e mudar o CDI como taxa referencial do mercado. A opção da autoridade monetária é alongar o prazo das operações compromissadas e, desde o último trimestre de 2012, ofereceu condições atrativas, com mais custo para o Tesouro, nas colocações de noventa dias e 180 dias, operando com títulos prefixados. O resultado até o momento é promissor e indica que ocorreu o afastamento do *overnight* de parte expressiva das operações (Gráfico 4). Talvez, seja um passo relevante no processo de desindexação da economia, a partir da criação de uma taxa referencial prefixada de noventa dias como esboço de um futuro juro interbancário em condições de desestimular o uso do CDI como referência dos contratos no mercado financeiro e indexador da economia.

¹⁵ O BCB adotou, em janeiro de 2013, a Resolução nº 4.176, disciplinando a aplicação dos recursos das reservas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização e das entidades abertas de previdência complementar, que tem, como um dos objetivos, ampliar a maturidade das aplicações.

¹⁶ O atual patamar das operações compromissadas supera o observado em outros períodos. Em dezembro de 2004, alcançou 7,2% da DPMFi e 3% do produto interno bruto (PIB) e, em dezembro de 2006, atingiu 6,2% da DPMFi e 2,9% do PIB.

A ação é correta no sentido de atacar um dos pilares da indexação diária. Não obstante, resta ao BCB enfrentar o desafio de reduzir o estoque de operações compromissadas. A questão maior é separar os mercados monetário e de títulos públicos. A remuneração do excesso de liquidez com taxa não equivalente à de títulos de longo prazo complementa o esforço dos gestores da dívida de alongar a dívida e reduzir a influência das LFTs.

Gráfico 4



Fonte: Banco Central. Relatório de Mercado Aberto.

6 Considerações finais

A queda da taxa de juros real e a estabilidade econômica constituem pressupostos básicos para alcançar uma estrutura madura da dívida pública, apoiada em títulos prefixados e indexados à inflação, com maturidade longa. O mercado, sem a crença de não ser atingido por mudanças bruscas da situação econômica, não se aventura a sair do curto prazo nem a ampliar o crédito de longo prazo. A política de redução da taxa de juros, adotada em 2012, abriu a perspectiva de superar os resquícios da fase de alta inflação ainda presentes na dinâmica da dívida pública.

A estabilização trouxe mudanças significativas na gestão da dívida pública. O processo de administração seguiu os passos do movimento internacional. A gestão da dívida passou a ser tarefa exclusiva da STN, organizada como órgão autônomo, preocupada em alcançar o menor custo ponderado pelo risco. A estratégia obteve sucesso na expansão dos títulos prefixados e indexados a índices de preços e cresceu a maturidade da dívida. Além disso, as regras institucionais explicitaram as relações entre Tesouro Nacional e BCB e coibiram o financiamento do gasto público pela autoridade monetária.

Os avanços deixaram para trás a rolagem do estoque da dívida no curtíssimo prazo e o fato de quase toda a dívida ser atrelada a títulos indexados a juros e câmbio, mas os ganhos estão próximos ao limite e o aprofundamento das mudanças requer passos adicionais capazes de alterar a realidade atual.

A dinâmica vigente no mercado financeiro, com parte expressiva das captações baseada em cláusula de resgate diário, oferece risco às instituições financeiras caso busquem alongar as

aplicações ativas. Os potenciais resgates diários e a obrigação de marcação a mercado resultam no carregamento de títulos Selic ou de meios alternativos, como as operações compromissadas, para não expor a instituição ao risco de liquidez. Assim, não surpreende a tendência recente de expansão das operações compromissadas acompanhando o movimento de queda de participação das LFTs na estrutura da dívida pública, sobretudo, no quadro atual de incertezas.

O processo revela evidente descompasso entre a ação do BCB e a estratégia do Tesouro Nacional e prolonga a possibilidade de as instituições carregarem alta parcela da dívida atrelada ao juro diário. A busca por ganhos adicionais requer ir além dos movimentos de gestão da dívida e promover mudanças institucionais visando alterar a estrutura de aplicações do mercado financeiro brasileiro, principalmente da indústria de fundos, centrada na lógica do curto prazo. A criação de uma família de fundos de investimentos e de regras de aplicação nos fundos de pensão e de previdência privada com prazos bem definidos e ganhos diferenciados, a partir de condições de rentabilidade e tributação distintas, pode alongar o horizonte das aplicações e dar mais previsibilidade às instituições na composição do ativo. Isto cria a condição para o aceite de títulos públicos de maior maturidade e o abandono do uso das LFTs ou de formas alternativas de sustentar a marcação a mercado, necessária para atender a demanda de saques diários. O que se espera é que o mercado brasileiro passe a atuar de modo semelhante ao de outras economias, em que as oscilações de preços, com eventuais perdas, são administradas pelos gestores da dívida por meio dos mecanismos de troca e recompra de títulos, de modo a evitar alto *stress* no mercado.

A alteração institucional coloca-se em linha com a vontade do BCB de alongar as operações compromissadas e abandonar o CDI como índice de referência de avaliação das carteiras, como parte do esforço de acabar com a indexação do mercado monetário e de alcançar melhor efetividade da política monetária no combate à inflação. O interesse em reforçar o poder da política monetária torna factível a proposta de dar fim à cultura do curto prazo e abrir espaço à redução (eliminação) das LFTs, bem como devolver as operações compromissadas ao seu uso corriqueiro de instrumento de controle da liquidez. Certamente, a alteração do modelo atual precisa ser construída em acordo com o mercado, com soluções de alongamento não abruptas ou a penalização de agentes e investidores, mas sem abrir mão de avançar na política de gestão da dívida pública.

Referências bibliográficas

ALESINA, A., FRAN, A.; TABELLINI, G. Public confidence and debt management: a model and a case study of Italy. In: DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (Ed.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge: CEPR; Cambridge University Press, 1990. p. 94-124.

ARIDA, P. As Letras Financeiras do Tesouro em seu vigésimo aniversário. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

BARRO, R. Notes on optimal debt management. *Journal of Applied Economics*, Buenos Aires, v. 2, n. 2, p. 281-289, Nov. 1999.

BIASOTO JR., G. *A questão fiscal no contexto de crise do pacto de desenvolvimento*. 1994. Tese (Doutorado)—Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1994.

BITTENCOURT, J. L. A base de investidores da dívida pública federal no Brasil. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

BLOMMESTEIN, H. J.; HUBIG, A. *Is the standard micro portfolio approach to sovereign debt management still appropriate?* Basle: BIS, May 2012. (BIS Papers, n. 65).

BLOMMESTEIN, H. J.; TURNER, P. *Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability*. Basle: BIS, May 2012. (BIS Papers, n. 65).

CALVO, G. C.; GUIDOTTI, P. E. Indexation and maturity of government bonds: an explanatory model. In: DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (Ed.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge: CEPR; Cambridge University Press, 1990. p. 52-82.

FALCETTI, E.; MISSALE, A. Public debt indexation and denomination with an independent central bank. *European Economic Review*, v. 46, n. 10, p. 1825-1850, 2002.

FRANCO, G. H. B. Notas sobre *crowding out*, juros altos e Letras Financeiras do Tesouro. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

GIAVAZZI, F.; PAGANO, M. Confidence crises and public debt management. In: DORNBUSCH, R.; DRAGHI, M. (Ed.). *Public debt management: theory and history*. Cambridge: CEPR; Cambridge University Press, 1990. p. 125-152.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND; WORLD BANK. *Guidelines for public debt management*. Washington, Mar. 2001.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND; WORLD BANK. *Guidelines for public debt management*. Washington, Dec. 2003.

LEONG, D. *Debt management: theory and practice*. London: Treasury, Apr. 1999. (Occasional Paper, n. 10).

LOPREATO, F. L. C. *Problemas de gestão da dívida pública brasileira*. Campinas: IE; UNICAMP, 2008. (Texto para Discussão, n. 139).

LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Editora UNESP, 2013.

MISSALE, A. *Sovereign debt management and fiscal vulnerabilities*. Basle: BIS, May 2012. (BIS Papers, n. 65).

OLIVEIRA, J. C. *Reordenamento financeiro do governo federal: implicações da Lei Complementar n. 12*. Brasília: Editora UnB, 1986. (Texto para Discussão).

PEDRAS, G. B. V. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

PRICE, R. *The rationale and design of inflation: indexed bonds*. Washington: IMF, Jan. 1997. (Working Paper, n. 12).

RESENDE, A. L. Em defesa dos títulos de indexação financeira. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (Org.). *Mercado de capitais e dívida pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria, 2006.

ROCHA, K. L. Estrutura institucional e eventos recentes na administração da dívida pública federal. In: SILVA, A. C.; CARVALHO, L. O.; MEDEIROS, O. L. (Org.). *Dívida pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional; Banco Mundial, 2009.

SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Quarterly Review*, Minnesota, v. 5, n. 3, 1981.

SARGENT, T. J. Reaganomics and credibility. In: SARGENT, T. J. *Rational expectations and inflation*. New York: Harper Collins College Publisher, 1993.

SHEN, P. Benefits and limitations of inflation indexed treasury bonds. *Economic Review*, Kansas City, v. 3, 1995.

TOBIN, J. *An essay on principles of debt management*. New Haven: Cowles Foundation for Research, 1993. (Cowles Foundation Paper, n. 195). Reprinted from *Fiscal and Debt Management Policies*, Commission on Money and Credit, 1963. Disponível em: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p01b/p0195.pdf>.

TURNER, Philip. *Fiscal dominance and the long-term interest rate*. Financial Markets Group, London School of Economics. Special Paper, n. 199, 2011. Disponível em: www2.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/home.aspx.

TOGO, E. *Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies: an analytical framework*. Washington: World Bank, Sept. 2007. (Policy Research Working Paper, n. 4.369).

TURNER, P. *Bond markets in emerging economies: an overview of policy issues*. Basle: BIS, Jun. 2002. (BIS Papers, n. 11).

TURNER, P. *Bond market development: what are the policy issues?* Basle: BIS, 2003.

WHEELER, G. *Sound practice in government debt management*. Washington: World Bank, 2004.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 1, n. 1, p. 267-279, Jan. 2009.

Bibliografia complementar

CAMPBELL, J. H.; SHILLER, R. J. *A scorecard for government debt*. Cambridge: NBER, May 1996. (Working Paper, n. 5.587).

CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; SCHMUKLER, S. Government bonds in domestic and foreign currency: the role of macroeconomic and institutional factors. *Review of International Economics*, v. 15, n. 2, p. 370-413, May 2007.

MISSALE, A.; BLANCHARD, O. *The debt burden and debt maturity*. Cambridge: NBER, Dec. 1991. (Working Paper, n. 3.944).

PARTE V
FEDERALISMO

Introdução

Os observadores da realidade brasileira têm poucas dúvidas de que se assiste, hoje, ao limiar de mudanças fundamentais no quadro do federalismo no Brasil. O novo caminho do federalismo ainda está em gestação e depende da evolução das negociações em curso sobre o endividamento estadual. O objetivo do texto é discutir as mudanças no processo de negociação das dívidas estaduais e suas implicações sobre a estrutura das relações intergovernamentais.

A hipótese central é a de que estão em gestação alterações sensíveis no pacto federativo. O governo, após a implantação do Plano Real, tem encontrado forças para levar adiante uma série de reformas que devem alterar as condições básicas responsáveis pelas relações entre as esferas de Poder construídas a partir das *Reformas de 1964*. A preocupação das autoridades econômicas é conter a força dos estados de elevar gastos via aumento do déficit público e obter melhores condições de governança macroeconômica.

O conflito a respeito da gestão das contas públicas arrasta-se desde a crise da dívida externa, quando se explicitou a falência do padrão de financiamento dos governos estaduais criado com o regime militar. As *Reformas de 1964* marcaram um momento particularmente importante de redefinição das condições de financiamento do setor público. O momento político favoreceu a centralização da receita tributária e o aumento do poder decisório em matéria fiscal e financeira, criando a possibilidade de se rever as formas de articulação com as outras esferas de governo e se reformular o padrão de financiamento dos governos estaduais.²

Esse movimento delineou-se a partir do aumento do controle federal sobre os fluxos financeiros e dos rumos dados à reforma tributária. Em primeiro lugar, as medidas na área financeira deram ao governo federal o controle sobre ampla massa de recursos financeiros. A criação das poupanças compulsórias (PIS, PASEP, FAS, FGTS, etc.), o comando sobre a política de dívida pública³ e a facilidade de acesso aos recursos externos ampliou o poder de gasto da União e a capacidade de expandir o crédito ao setor privado e às outras esferas de governo.

Por outro lado, as alterações no sistema tributário provocaram a centralização da receita em mãos da esfera federal e reduziram as prerrogativas dos governos subnacionais nas áreas tributária e fiscal. O reconhecimento de que os estados e municípios perderiam participação na distribuição dos recursos tributários levou o governo a criar os fundos de participação (FPE e FPM), beneficiando as unidades de menor poder econômico, como forma de compensar a profunda desigualdade de poder fiscal entre elas. Mas, o governo, com a crise política de 1968, cortou à

¹ Publicado originalmente em *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 9, dez. 1997, p. 95-114.

² A discussão foi desenvolvida na Tese de doutoramento do autor (Lopreato, 1992).

³ Com a Lei Complementar n. 12, o Banco Central assumiu o controle da política da dívida pública e passou a ter autonomia para ampliar a colocação de títulos e a responder pelos encargos decorrentes (Oliveira, 1986).

metade o valor das transferências do FPE e FPM e adotou rígidas normas de aplicação dos recursos, elevando o controle sobre a receita.

O domínio das matérias fiscais e tributárias garantiu à União crescente participação na distribuição dos recursos tributários efetivamente disponíveis e cerceou o poder fiscal dos estados. O controle dos recursos fiscais e o domínio dos fluxos financeiros deram à União condições de comandar parcela elevada dos gastos públicos e parte expressiva das fontes de financiamento internas. A União usou a *folga* fiscal para distribuir recursos aos estados e municípios e teve liberdade para utilizar as autoridades monetárias (BC e BB) e o crédito dos bancos e das agências oficiais com o objetivo de atender a gama variada de interesses e fomentar a acumulação.

Os governos estaduais, por sua vez, manietados em termos de poder fiscal e sem recursos próprios para acompanhar a demanda de gastos, passaram a depender de outras fontes de financiamento. O acesso aos financiamentos foi a saída dos estados e municípios para superar o limite fiscal imposto pelo arranjo tributário das *Reformas de 1964* e potencializar o poder de gasto.

A dependência de empréstimos externos e do acesso a recursos internos, originários, em grande medida, dos fluxos financeiros dos bancos, órgãos e agências oficiais federais, alterou a estrutura de financiamento estadual. O total dos gastos estaduais passou a ser definido não somente pelo montante dos recursos fiscais mas pela capacidade de alavancar recursos através da cadeia de relações financeiras mantida com a esfera federal e no interior dos próprios governos estaduais. Assim, as articulações financeiras dos estados com a União e com as empresas e bancos estaduais tornaram-se fator relevante no entendimento do arranjo federalista brasileiro.

As articulações com a União foram responsáveis por suprir parte importante dos recursos exigidos nas várias frentes de aplicação. O acesso a recursos federais através do crédito das agências oficiais, das autoridades monetárias, dos convênios, dos fundos e programas e dos repasses a fundo perdido ou gastos realizados diretamente nas unidades, desempenhou papel decisivo no financiamento estadual e no jogo político das autoridades federais com as forças regionais/estaduais. Por outro lado, as empresas estaduais criaram padrões específicos de articulação com a União⁴ e dependiam da continuidade do acesso a novos recursos para garantir o valor e o ritmo dos seus gastos.

No plano das relações internas dos estados, o menor poder fiscal do tesouro levou à ampliação dos gastos via empresas estatais e órgãos da administração descentralizada, com liberdade para buscar outras fontes de financiamento. Além disso, intensificaram-se as relações financeiras entre o tesouro, as empresas e os bancos estaduais. Os agentes financeiros ampliaram a oferta de crédito com *funding* baseado em recursos próprios, repasses federais e empréstimos externos, bem como desempenham papel ativo na rolagem da dívida mobiliária estadual. O uso dos bancos estaduais na alavancagem de recursos financeiros contribuiu para potencializar os gastos e dar certa liberdade aos estados para fugir às restrições impostas pela estrutura tributária.

⁴ Destacam-se entre os padrões de articulação das empresas com a esfera federal: a) a formação dos sistemas nacionais (energia elétrica e telecomunicações); b) as unidades historicamente identificadas com a administração direta (transporte, saneamento e habitação), que se transformaram em empresas para ter maior facilidade de acesso às linhas de financiamento; e c) as empresas ligadas ao setor primário, responsáveis por assistência técnica e extensão rural.

A possibilidade de acesso às várias frentes de recursos federais e às condições de articulação financeira no interior dos próprios estados, além dos recursos externos, permitiram o *descolamento* das necessidades de financiamento acima da base fiscal e das receitas da atividade empresarial dos estados, fazendo com que os gastos ficassem presos à *continuidade* dos fluxos federais e à ampliação das operações de crédito. As verbas obtidas através de negociações com o governo central e suas agências de crédito, do financiamento externo e do endividamento no mercado interno com o sistema bancário privado e com os bancos públicos dos próprios estados ampliaram o poder de gasto dos estados e passaram a compor o quadro das relações intergovernamentais. Nesse sentido, a questão do federalismo no Brasil ganhou uma dimensão que não pode ser definida apenas com base nas relações estritamente fiscais. Não se trata de esquecer o caráter das relações na esfera fiscal nem de desconsiderar o problema fundamental de coordenação federativa diante da enorme disparidade econômica e fiscal entre as unidades, colocando a maioria dos estados na dependência das transferências federais (constitucionais ou negociadas) e presos à barganha política. Trata-se de chamar atenção para a dimensão das articulações financeiras e o papel que desempenharam na composição do quadro institucional responsável por definir o federalismo no Brasil.

A crise da dívida externa alterou a realidade anterior e tornou mais precárias as condições de coordenação federativa. O virtual esgotamento do financiamento externo e o controle do crédito interno dificultaram a reprodução das relações intergovernamentais e comprometeram as contas públicas, elevando a instabilidade financeira dos estados. A crise de financiamento refletiu-se sobre todos os segmentos do setor público estadual e interferiu na articulação financeira entre eles. O setor empresarial e as entidades da administração descentralizada, enfraquecidos financeiramente, tornaram-se mais dependentes de recursos sujeitos à ingerência do tesouro estadual e perderam autonomia em suas decisões. Os bancos estaduais, por sua vez, passaram a responder diretamente pela demanda de operações de crédito e pela cobertura das responsabilidades de encargos do setor público estadual. A generalização do não-pagamento dos contratos realizados com a administração direta e com as empresas estaduais, a obrigatoriedade de lastrear o conjunto de suas dívidas, ou, em alguns casos, de financiar parte dos gastos correntes das entidades públicas, provocaram o envolvimento dos agentes financeiros na crise estadual e a situação de insolvência que passaram a enfrentar.

A impossibilidade de se encontrar saída para a crise ampliou a dificuldade financeira dos estados e a dependência em relação a decisões controladas pelas autoridades federais. Os estados resistiram à política econômica centrada no controle do déficit público, forçando o relaxamento das metas de rolagem da dívida e de controle do acesso a novos créditos fixadas pelas autoridades. Além disso, usaram o caminho da articulação financeira com as empresas e com os seus próprios bancos para fugirem às restrições de financiamento e manterem parte do poder de gasto.

A falta de encaminhamento para a crise do setor público não permitiu harmonizar a condução da política econômica com os interesses estaduais nem encontrar soluções capazes de redesenhar o pacto federativo. O resultado foi o acirramento das relações conflituosas entre as esferas de governos e os sucessivos fracassos na tentativa de conter o déficit público. Não adiantou as autoridades econômicas buscarem soluções não negociadas, pois acabaram obrigadas a propor programas de renegociação de dívidas e a flexibilizar os parâmetros dos acordos. As propostas de controle dos gastos estaduais esbarraram sempre no risco de se gerar um caos administrativo e

nas dificuldades de se fecharem as frentes de endividamento dadas pelo entrelaçamento financeiro entre o tesouro, as empresas e os bancos estaduais. Os governadores, com o restabelecimento do processo democrático, ganharam peso como interlocutores na definição do pacto político e poder de resistência às medidas contrárias aos seus interesses.

As relações entre a União e os estados, na luta pelo controle das contas públicas, acabou resultando em verdadeiro *jogo de empurra*, sem vencedores. A falta de consenso em torno de proposições capazes de balizar os traços fundamentais de outro modelo de relações entre as esferas de governo deixou em aberto o caminho do conflito, definido ao sabor das circunstâncias do jogo político, com avanços e retrocessos inerentes à realidade política brasileira, gerando impasses na condução da política econômica. A União, quando pressionada pela ameaça de colapso da economia, encontrou forças para definir caminhos duros de ajuste e de controle das finanças estaduais. Os estados, por outro lado, resistiram e asseguraram as frentes de gastos e o apoio financeiro federal, transferindo à União a responsabilidade de cobrir os desequilíbrios de suas contas, através da assunção de dívidas da administração direta, das empresas e do socorro financeiro aos bancos estaduais. Os favores fiscais e a renegociação das dívidas, mesmo contra os objetivos de política econômica, foi sempre a saída quando a crise não era possível de ser superada no âmbito dos próprios estados.

A falência das condições de financiamento da administração direta, das empresas e dos agentes financeiros estaduais não foi suficiente para desencadear mudanças. O elevado volume dos encargos financeiros e a ausência de uma proposta de reestruturação das relações entre estados e a União, e entre as próprias esferas dos governos estaduais, acabaram por inviabilizar a adoção de medidas de longo alcance. Os governadores adotaram uma postura eminentemente defensiva e procuraram preservar os seus espaços de atuação, conservando órgãos, empresas, programas e um alto volume dos gastos, apesar do quadro de penúria financeira e dos problemas da máquina administrativa.

A alta instabilidade na condução da política econômica, com os vários planos de estabilização e as constantes mudanças dos valores das taxas de juros e das regras de rolagem da dívida, cujos reflexos afetaram o endividamento, contribuiu para inviabilizar o planejamento dos gastos e para acelerar a deterioração das finanças estaduais. O governo federal também pouco avançou.⁵ Não conseguiu promover alterações nos órgãos federais, não encontrou saídas diante dos problemas de financiamento, não foi capaz de propor a negociação coletiva da dívida dos estados e nem de repensar as relações intergovernamentais.

A redefinição da distribuição institucional de renda, resultante da Constituição de 1988, agregou novos desdobramentos à disputa do governo federal com os estados e acirrou a crise do pacto federativo. As questões em debate envolviam, de um lado, a distribuição da receita tributária e dos encargos entre as esferas de governo e, de outro, a definição quanto à força de regulação federal e ao grau de autonomia financeira dos estados. A pauta de discussão envolvia os alicerces

⁵ Entre 1982 e 1989, a dívida líquida do governo federal e Banco Central cresceu a uma taxa média anual de 21,6% e passou de 10% do PIB em 1982 para 23,1% em 1989, enquanto a dos estados e municípios manteve-se basicamente estável, com a proporção do PIB oscilando entre 5% a 7% (Furugem, 1996).

da federação brasileira: a relação de poder entre as esferas de governo e a capacidade de governança macroeconômica.

Os problemas afetavam a consistência da política macroeconômica e teriam de ser enfrentados diante da necessidade de se definir regras de ajuste do setor público e de controle dos déficits dos governos estaduais. A busca de soluções tornou inadiável o redesenho das relações intergovernamentais e das regras de coordenação federativa.

1 Os velhos problemas e a nova realidade econômica

A crise do setor público, aliada ao conflito a respeito da repartição das receitas tributárias e da autonomia financeira dos estados, reacendeu o debate sobre as relações intergovernamentais. A questão mobilizou tempo e energia nos anos 80, mas pouco avançou. A falência do modelo de articulações financeiras existente não foi suficiente para se definir uma agenda de negociações e muito menos garantir o consenso em torno de um novo pacto federativo.

A instabilidade econômica retardou as reformas do setor público e criou empecilhos às mudanças mais profundas nas relações de poder entre as esferas de governo. Os estados, com o fim do regime militar, conseguiram conter as soluções financeiras contrárias aos seus interesses e encontrar saídas nos momentos de crise de endividamento, utilizando a renegociação das dívidas com o plano federal, como meio para manter a governabilidade e exercer o poder. A crise dos órgãos e instituições financeiras estaduais, inerente ao papel que cumpriam como parte do governo estadual, foi contornada pelas inúmeras negociações dos governadores com a União, mediadas por discussões no Senado, com o objetivo de: obter novos financiamentos, elevar os limites de endividamento, garantir a rolagem ou federalização da dívida estadual, permitir a troca de títulos da dívida mobiliária dos estados por títulos federais ou criar programas de apoio financeiro aos bancos estaduais.

As negociações sucessivas, com períodos de sucesso cada vez mais curtos, revelavam o estado de deterioração das contas públicas e a crescente dependência do socorro federal. Os governadores, a cada novo momento de renegociação da dívida, tinham o raio de manobra reduzido, ficavam sujeitos a toda ordem de pressões e fragilizados politicamente para defender os seus espaços de atuação. Mas a correlação de forças ganhava outra configuração tão logo a fragilidade política do governo federal o levou a negociar o apoio dos governadores em busca de legitimização, dificultando a adoção de medidas mais duras de ajuste e recolocando a força de reivindicação dos estados.

A mudança da linha de desenvolvimento da economia brasileira nos anos 90, com a abertura econômica e a inserção no processo de globalização, interferiu com as relações de poder características dos anos 80 e serviu de base a partir da qual as questões intergovernamentais passaram a ser discutidas. A dinâmica dos anos anteriores deixou de ser aceita, dando margem a alterações na organização federativa até então existente no País, marcando o limiar de mudanças na relação de poder entre as esferas de governo.

O avanço da globalização, com a redefinição das formas de articulação financeira e produtiva, deixou pouco espaço aos países da periferia para executar uma política independente e

desarticulada das diretrizes traçadas no plano internacional. Os organismos internacionais abandonaram os programas de ajustes voltados à geração dos superávits comerciais exigidos no pagamento da dívida externa e passaram a defender uma proposta de estabilização baseada nas políticas liberais apregoadas no Consenso de Washington⁶.

A nova proposta de política econômica negava o antigo modelo de desenvolvimento das economias latino-americanas e defendia um conjunto de reformas com o objetivo de acelerar a integração dessas mesmas economias com a economia globalizada. A adoção de um regime de câmbio estável⁷, a abertura do mercado nacional à concorrência do capital produtivo internacional, a liberalização do mercado financeiro e a participação do capital privado em áreas até então controladas pelo poder público passaram a formar a base mínima para que as economias nacionais se credenciassem, diante da comunidade internacional, a receber novos investimentos industriais e parte dos fluxos financeiros que abarrotam o mundo capitalista.

As economias nacionais foram compelidas a aceitar as novas regras do jogo e a acatar as proposições liberais como rito de passagem ao mundo globalizado. Os países, diante do receio de uma fuga de capitais e de se verem privados de plantas industriais, perderam graus de liberdade e realizaram políticas coerentes com a expectativa da comunidade internacional e compatíveis com às dos países concorrentes, com o objetivo de se credenciar como espaço econômico de valorização do capital internacional.

Assim, a abertura econômica e a integração com a economia mundial trouxeram como corolário a obrigatoriedade de se adotar políticas macroeconômicas compatíveis com os parâmetros de aceitabilidade da economia globalizada. O não-cumprimento desses objetivos é visto como um elemento de risco ao programa de estabilização, pondo em dúvida a capacidade de concorrência internacional e a expectativa de desenvolvimento calcada no aporte de investimentos estrangeiros. Nessa perspectiva, o sucesso econômico passou a depender da habilidade das autoridades econômicas em responder às demandas do capital internacional e darem coerência às políticas macroeconômicas. Vale dizer, a integração com a economia globalizada não deixou espaço para medidas não afinadas com a estratégia macroeconômica e cobrou maior controle e poder de decisão sobre as variáveis econômicas fundamentais.

A globalização colocou um desafio à gestão macroeconômica, principalmente dos países com organização federativa⁸. O modelo de economia fechada, e de produção voltada ao mercado interno, deu maior autonomia à condução da política econômica interna e espaços de divergências entre as autoridades federais e dos governos subnacionais. Com a abertura, cresceu a necessidade de se obter consistência e coesão na condução da política interna. Os programas de governo de privatização, controle de gastos, redução do déficit público, desregulamentação dos mercados e outros compatíveis com a proposta de estabilização e integração econômica, dependem tanto de decisões federais como de medidas na esfera dos estados e municípios, principalmente nos casos,

⁶ O termo “Consenso de Washington” foi cunhado pelo economista americano John Williamson para designar as propostas de política de estabilização defendidas pelos organismos internacionais como FMI e Banco Mundial.

⁷ A proposta defende, sobretudo, a taxa de câmbio fixo, mas aceita a ideia de alguma variação cambial para acompanhar a inflação.

⁸ O trabalho de Fiori (1996) trata com pertinência dessa questão.

como o brasileiro, onde o peso econômico e financeiro dessas instâncias de poder é bastante importante (Afonso, 1995).

O sucesso do governo passou a depender, em grande medida, da aceitação da estratégia de desenvolvimento e do cumprimento das metas do programa de estabilização pelos governos subnacionais. O endividamento, o déficit, o programa de privatização das empresas e bancos estaduais e a distribuição de encargos e receitas tributárias tornaram-se variáveis decisivas ao bom andamento da estratégia oficial e teriam de se ajustar às diretrizes de política macroeconômica. A liberdade dos governadores passou a ser vista pelas autoridades federais como entrave às metas oficiais. As propostas de governo, para alcançar o sucesso esperado, deveriam ser seguidas por todas as esferas de governo. O desafio era tornar as diretrizes dos estados e municípios coerentes com a política definida no plano federal, de modo a dar coesão à gestão macroeconômica. Era necessário ir além do apoio político de alguns governadores e conseguir a adesão de todos às políticas de caráter liberal, sem ferir o regime político.

A ausência de um acordo nacional quanto à divisão de espaço e de poder entre as esferas de governo colocava barreiras à pretensão de levar adiante o projeto oficial. A consolidação do processo democrático deu campo aos governadores para resistirem às mudanças. As autoridades federais, para ampliar o controle sobre a ação econômica dos estados, teriam que vencer a resistência dos governadores e ganhar espaços em termos de governança macroeconômica. O caminho de negociação envolveria, inevitavelmente, a busca de soluções para conter o endividamento e fechar as brechas por onde os estados pudessem burlar as restrições fiscais.

O governo valeu-se da condição financeira dos estados para avançar politicamente e determinar as regras de ajustamento. Os estados, já debilitados desde longo tempo e com os problemas financeiros agravados a partir da implantação do programa de estabilização, viviam uma situação delicada. Os governadores não tinham muita margem de manobra senão acatarem as condições de renegociação dos débitos para garantir a governabilidade, diante dos problemas com os gastos correntes, o endividamento e os bancos estaduais. A queda da inflação, ao eliminar a liberdade de manipulação das despesas e os ganhos com o processo inflacionário, colocou a nu as dificuldades de gestão dos gastos correntes, sobretudo com a folha de pagamentos. Por outro lado, a política federal de juros altos e a deterioração dos bancos estaduais também contribuíram para inviabilizar o controle das finanças públicas.

A crise financeira limitou o grau de autonomia política dos governadores e cresceu a força das autoridades federais muito além do que poderia se esperar após uma década do fim do regime militar. As autoridades federais, diante da correlação de forças favorável, avançaram com o projeto político liberal e usam os programas de apoio financeiro como instrumento para *enquadrar* os governos subnacionais nas determinações da política macroeconômica.

A União procurou abandonar a prática dos anos 80 de sustentar sucessivos programas de apoio financeiro sem cobrar mudanças na economia dos estados e parece querer negar o velho papel de avalista da unidade territorial nacional através dos fundos públicos e das transferências compensatórias. A tentativa anterior de combater o déficit público, através do corte dos gastos, sem alterar a estrutura e as relações financeiras do setor público, revelou claros limites e esbarrou sempre na resistência política dos governadores. Ao se aprofundarem os cortes dos gastos, cresciam as pressões e a União via-se compelida a relaxar as regras financeiras em nome do jogo político,

reabrindo as oportunidades de gastos e permitindo a rearticulação dos interesses nos termos tradicionais.

Os desdobramentos da ação do governo federal, no momento atual, apontam novos rumos. Certamente, a União, sob o risco de inviabilizar politicamente o governo, não pode fugir à lógica característica de nosso pacto federativo de negociação de recursos e nem negar o apoio financeiro aos estados. A necessidade de evitar o caos financeiro, assegurar a governabilidade e ter uma base parlamentar, fundamental à aprovação da agenda de reformas, não permite à União fugir do compromisso histórico de atender às demandas regionais e *costurar* o pacto de poder. Assim, os programas de renegociação da dívida e do suporte aos agentes financeiros estaduais se repetem, lembrando as práticas passadas. Mas a repetição de mecanismos usuais no arranjo político brasileiro trouxe novidades.

O governo passou a usar esses programas como instrumentos de reforma do aparelho do Estado e de imposição de metas coerentes com a estratégia macroeconômica liberal. A União procurou negar o quadro anterior e usar as negociações das dívidas e o apoio financeiro aos estados para definir um programa de reforma patrimonial, adequado ao projeto em curso, capaz de reduzir o espaço de atuação do setor público, via a privatização das empresas e dos agentes financeiros estaduais. O objetivo é redesenhar as regras políticas e financeiras das relações intra e intergovernamentais e a convivência com o setor privado, criando oportunidades de ampliação dos investimentos privados e de controle do déficit público.

As propostas de renegociação da dívida, nos primeiros anos da década de 90, seguiram, fundamentalmente, os padrões anteriores. O debate girou em torno do valor dos débitos a serem negociados; dos percentuais da dívida a serem pagos; da troca de parte da dívida mobiliária estadual por títulos federais com o compromisso dos estados de não realizarem emissões; de novos programas de financiamento e das restrições à concessão de créditos adicionais às unidades inadimplentes com a União. A partir de junho de 1993, com o lançamento do Programa de Ação Imediata, o governo federal estabeleceu critérios de negociação mais restritivos⁹, a tentativa de conter o desequilíbrio fiscal, mas sem impor as regras de ajuste do setor público estadual¹⁰.

Os sinais de mudança de orientação da União surgiram no início do Plano Real, com a equipe econômica de Fernando Henrique Cardoso defendendo a venda de empresas dos estados para viabilizar novos passos em relação aos acordos de rolagem das dívidas firmados com base na Lei n. 8727 e o saneamento dos bancos estaduais. A proposta dividiu os governadores, mas a privatização, como instrumento de saneamento das finanças estaduais, passou a fazer parte da

⁹ O Programa de Ação Imediata (PAI), de 14 de junho de 1993, restringe o crédito aos estados; veda a concessão de empréstimos dos bancos estaduais aos seus controladores, ameaçando com a Lei do Colarinho Branco os dirigentes bancários; proíbe o socorro financeiro aos bancos estaduais; reduz ao mínimo as transferências voluntárias aos governos subnacionais inadimplentes com a União e determina a execução de garantias e a concessão de avales às operações externas das unidades inadimplentes. Além dessas medidas é importante destacar a proibição dos estados emitirem novos títulos da dívida mobiliária até 1999, exceto aqueles destinados aos precatórios.

¹⁰ A principal medida nesse sentido foi a aprovação, em 5 de janeiro de 1993, da Lei n. 8727, de rolagem da dívida dos estados através de acordos firmados com a União.

agenda de negociações. Nos meses seguintes, a crise financeira dos estados¹¹ ampliou os debates sobre os caminhos do saneamento e fortaleceu a posição da equipe econômica de defesa do apoio federal em troca de um forte programa de ajustamento estadual.

O passo inicial nesse sentido ocorreu com o Programa de Apoio aos Estados, de 5 de dezembro de 1995, de refinanciamento das dívidas estaduais¹². O governo federal estabeleceu um corte nas condições de negociação da dívida existentes até aquele momento. O programa é um marco no relacionamento entre as esferas de governo, porque, pela primeira vez, associou a renegociação das dívidas a programas de reformas do setor público estadual, isto é, à realização de um ajuste patrimonial. O Programa impôs aos estados que desejassem participar a obrigação de fixar, de forma organizada e monitorada, compromissos firmes com metas de ajuste fiscal e saneamento financeiro. O acordo exigia a adoção de várias medidas: cortes de pessoal, controle salarial, privatização, concessão de serviços públicos, bem como a aprovação da Assembléia Legislativa para a implementação do programa. Além disso, determinou o monitoramento da Secretaria do Tesouro Nacional, lembrando as Cartas de Intenções assinadas pelo Brasil com o FMI na fase de negociação da dívida externa do início dos anos 80¹³.

Uma vez definidos os acordos de empréstimos¹⁴, a equipe econômica avançou com a ideia de reestruturação dos governos subnacionais e colocou na ordem do dia o problema dos bancos

¹¹ As elevadas taxas de juros mantidas pelo Banco Central e as perdas com a queda acentuada dos índices inflacionários contribuíram para o desajuste financeiro dos estados, com o crescimento das dívidas mobiliárias, das ARO, dos encargos dos acordos da rolagem das dívidas e com a deterioração da situação dos gastos correntes e dos agentes financeiros estaduais.

¹² O Programa criou duas linhas de crédito aos estados, tendo como agente financeiro a CEF. Os recursos da primeira linha de crédito foram destinados ao pagamento de débitos em atraso até 30 de novembro de 1995. A segunda, de crédito, tinha por objetivo financiar programas de ajuste do quadro de pessoal. Além disso, abria-se a possibilidade de empréstimos com recursos de origem externa para a transformação das operações ARO, contratadas até 30 de novembro de 1995, em dívida fundada.

¹³ O Programa ficou conhecido entre os governadores como o “FMI do Malan”. Na área fiscal, estabeleceu a obrigatoriedade de controle e redução das despesas com o funcionalismo público e, para tanto, seria necessário: implementar limites de remuneração e proventos; não conceder ao funcionalismo estadual reajuste de salários e remunerações com periodicidade inferior ou percentual superior aos concedidos pelo Poder Executivo da União aos seus servidores; reduzir o quadro atual de funcionários, inclusive através de programas de desligamento voluntário. Além disso, caberia ainda: ajustar as Constituições Estaduais às alterações que vierem a ser aprovados no âmbito das Reformas Administrativa e Previdenciária e criar programas de privatização, concessão de serviços públicos à iniciativa privada, reformas e desmobilização patrimonial. Encaminhar mensalmente à Secretaria do Tesouro Nacional (STN) o fluxo de caixa do estado; dados sua execução orçamentária, financeira e patrimonial e um relatório sobre o cumprimento das metas estabelecidas no programa de saneamento, permitindo a realização de auditoria pela STN. Em relação aos aspectos financeiros, os estados comprometeram-se a manter a adimplência de todos os seus órgãos para com a União e usar os recursos de privatização de suas empresas para reduzir os débitos em atraso; não estar em atraso com o INSS e FGTS; não contratar novas operações de ARO e ter a aprovação da Assembléia Legislativa para contratar os empréstimos e assumir os compromissos referidos no programa e do Senado Federal.

¹⁴ A definição do programa arrastou-se por algum tempo, com os estados questionando cláusulas referentes à carência, ao comprometimento da renda líquida e ao prazo do financiamento, mas, ao final de abril de 1996, a maioria dos estados já havia assinado protocolos para os acordos.

estaduais. O objetivo era controlar as necessidades de financiamento e reduzir a influência dos agentes financeiros estaduais sobre as condições da execução monetária¹⁵.

A promulgação da Medida Provisória, de 7 de agosto de 1996, de apoio financeiro aos bancos estaduais, significou um outro passo na tentativa do governo de impor uma lógica de ajustamento em troca de solução do problema de financiamento dos estados. Diferentemente dos programas semelhantes anteriores, este tinha como meta incentivar a retirada dos estados da atividade bancária. Para tanto, garantia a concessão de auxílio financeiro federal, de preferência, para a privatização, extinção, ou transformação em instituição não-financeira ou agência de fomento, dos agentes financeiros sob controle acionário das unidades da federação. A alternativa dos estados de optarem pela reestruturação, mas sem perder o controle e sem alterar a espécie dos seus agentes financeiros, estava contemplada no programa, mas era bem menos vantajosa e praticamente inviável financeiramente. Nesses casos, a participação da União não poderia ultrapassar 50% dos recursos necessários e as unidades teriam que provar a viabilidade do projeto de saneamento e as condições fiscais para sustentar o processo de reestruturação¹⁶.

O passo seguinte foi a criação de uma linha de empréstimos do BNDES, com o objetivo de antecipar parte dos recursos a serem arrecadados com o programa de privatização dos governos estaduais e impulsionar a venda de ativos, desde que os estados já dispusessem de autorização da Assembléia Legislativa para a privatização de empresas e a concessão de serviços públicos.

As iniciativas oficiais, embora fundamentais no atendimento das demandas imediatas dos estados, pouco contribuíram na superação da crise. Os estados, alguns meses após a assinatura dos contratos do Programa de Apoio aos Estados, apelaram para uma moratória, enquanto prosseguiram as negociações. As dívidas mobiliárias ainda estavam sem solução. As dificuldades financeiras eram grandes e cresciam as pressões por medidas de maior abrangência. Os governadores, embora contestassem o rigor das medidas, não tinham alternativas e buscavam apoio na esfera federal.

A debilidade dos governadores, diante do quadro financeiro dos estados, ampliou a força e o poder de barganha da equipe econômica em sustentar o programa de ajustamento dos estados e manter soluções coerentes com a proposta liberal do governo. Os acordos caminharam para a adoção de um amplo programa de refinanciamento das dívidas, negociados caso a caso, envolvendo medidas de reestruturação e ajuste fiscal por parte dos estados, com o fechamento de órgãos e entidades, a adoção de um programa de demissão voluntária, a privatização de empresas e concessões de serviços públicos e a redução do comprometimento da receita com a folha de pagamento¹⁷.

¹⁵ O texto de Vasconcelos e Ogasawara (1992) discute a influência dos bancos estaduais sobre a execução monetária.

¹⁶ A Medida Provisória determinou que, nesses casos, as unidades da federação teriam que aportar recursos pelo menos equivalentes ao da participação da União e seguir as seguintes medidas: a) quitação antecipada de dívidas do controlador e de entidades por este controladas junto à instituição financeira; b) assunção de dívidas da instituição financeira junto a terceiros, existente em 31 de março de 1996 e registradas em balanço, incluindo passivos de natureza atuarial ou trabalhista; e c) capitalização da instituição financeira. Além disso, as medidas deveriam ser aprovadas pelo CMN, a qual se daria à vista da aprovação do Banco Central do projeto de saneamento da instituição financeira e de parecer favorável da STN quanto à capacitação fiscal do estado.

¹⁷ Os primeiros acordos foram assinados pelos estados do Rio Grande do Sul e Minas Gerais em setembro de 1996, sendo seguido por São Paulo que acertou a negociação do total de sua dívida em fins de novembro, transferindo o controle

Os acordos previram ainda outros elementos. Primeiro, um mecanismo de controle global do endividamento, determinando que a dívida total do estado teria que ser sempre decrescente em relação à sua receita. Segundo, o compromisso de não emitir dívida mobiliária até que o estoque total de dívida fosse inferior à receita anual líquida do estado¹⁸. Finalmente, o acordo desenhado pelo governo procurou, sem sucesso, contornar o preceito constitucional que atribui ao Senado o poder de decisão sobre o endividamento estadual e ampliar a força do Executivo. O protocolo assinado com os estados ganhava valor legal somente depois de transformados em lei pelas Assembléias Legislativas. Assim, os parâmetros do endividamento passaram a ser determinados pelo governo, através de contratos, com força de lei. O uso desse expediente legal serviu para comprometer o legislativo estadual com as reformas e reduzir o domínio do Senado sobre os assuntos referentes à dívida. O novo fórum de discussão das questões reforçou o poder do Ministério da Fazenda e procurou estreitar o caminho por onde os governadores teriam maior facilidade para negociar alterações.

A proposta do governo federal provocou forte reação. As pressões eram enormes. Os governadores, diante da crise financeira, estavam em condições adversas de negociação e se viam forçados a manter aberto o diálogo com a equipe econômica e acatar as regras vigentes. Eles aceitavam parte das proposições da equipe econômica com a venda de ativos e o corte de pessoal, mas lutavam por condições mais favoráveis no pagamento das dívidas e por maior raio de manobra¹⁹. O caminho do ajuste já estava delineado. Os estados, diferentemente do que havia ocorrido até aquele momento, teriam que mexer na estrutura patrimonial construída nos anos anteriores, entregar ativos, cortar pessoal e trabalhar com um estreito horizonte de endividamento. O que estava em jogo era o alcance das medidas, isto é, o grau de mudança na vida dos estados e na liberdade dos governadores.

2 A busca de um novo formato das relações governamentais

A decisão do governo de reduzir os gastos, privatizar e forçar o ajuste patrimonial dos estados, certamente, abre a perspectiva de reestruturação das relações intra e intergovernamentais características de anos anteriores. A extensão das mudanças e da nova configuração dessas relações ainda é difícil de ser avaliada. Esse é um processo longo e depende das transformações em curso. Em primeiro lugar, ainda não se conhece o alcance final do programa de privatização federal e o seu desdobramento no plano estadual. É preciso saber até que ponto os estados irão se desfazer de suas empresas e de seus bancos. A proposta da União de uma privatização ampla não é facilmente

acionário do BANESPA para a União. O acordo de São Paulo acabou frustrado, mas foi renegociado e assinado em junho de 1997. Neste ano vários outros estados seguiram igual caminho.

¹⁸ Conforme colocado por Pedro Parente, Secretário Executivo do Ministério da Fazenda, em artigo discutindo o protocolo assinado com o Rio Grande do Sul (*O Estado de São Paulo*, 25 set. 1995). Nesse caso, como o estado tem um estoque de cerca de duas vezes a sua receita anual, estima-se que somente a partir do ano de 2008 poderá ser emitida nova dívida mobiliária.

¹⁹ Vários governadores, reunidos em outubro de 1996 para discutir a proposta de negociação do governo federal, reivindicavam o alongamento dos prazos de pagamento das dívidas para 30 anos e juros de 6% ao ano; uma linha de crédito para a extinção das estatais; um programa de recuperação dos bancos estaduais semelhante ao PROER; uma linha de financiamento para a capitalização dos fundos de pensão e um novo cálculo para os valores dos precatórios.

aceita e o resultado final dependerá do rumo das negociações em torno da situação financeira de cada estado. Em segundo, as reformas liberais abrem espaço para se contestar a repartição das receitas fiscais e encargos entre as esferas de governo. Esse movimento, apesar de não estar em evidência durante as negociações do ajuste dos estados, pode ganhar impulso à frente e se colocar no centro das discussões sobre o federalismo.

Esse processo, embora não se conheça os seus desdobramentos a priori, coloca a perspectiva de redesenho das relações inter e intragovernamentais e de transformações na vida política e econômica do país. É verdade que, devido à enorme heterogeneidade socioeconômica do país, não se alteram o peso das transferências nem o papel dos estados na barganha política envolvendo a distribuição de verbas federais. No entanto, o avanço da proposta oficial, com a definição de um novo arranjo institucional, terá implicações sobre questões básicas para se pensar o federalismo no Brasil. Em primeiro lugar, está em discussão o poder dos estados em manipular recursos financeiros, comandar gastos e ter autonomia nas decisões de investimentos. A revisão dessas questões abre a oportunidade de se definir novas regras políticas e financeiras de relações governamentais e a possibilidade de se redesenhar o pacto de poder. Em segundo, está em jogo a capacidade regulatória da esfera federal, isto é, a força da gestão macroeconômica da União no controle do déficit público e na definição das condições de crescimento.

Os governadores, até então, haviam usado o poder político para obter favores financeiros e sustentar gastos acima do que seria possível com base nos recursos fiscais. A possibilidade de ver sempre aberto o caminho da negociação dos débitos permitiu aos estados manterem, praticamente intacto, o aparelho estatal, mesmo que em condições financeiras deterioradas, conservando a força política inerente à manipulação dos interesses envolvidos na atuação de vários órgãos públicos ligados aos setores financeiro, agrícola, de energia elétrica, de transporte, de saneamento, de telefonia e outros. Esse poder permitiu aos estados, principalmente aos mais fortes, a alavancagem de recursos financeiros via empresas e bancos e a manutenção de investimentos, burlando o poder regulatório da política macroeconômica. Não foi suficiente as autoridades econômicas denunciarem o comprometimento das metas fiscais e monetárias fixadas pelo governo, em função dos déficits estaduais e das dificuldades de seus agentes financeiros, pois os problemas se arrastaram sem alterações de vulto.

O programa do governo, ao negar esse quadro e forçar o ajuste patrimonial dos estados, aliado ao programa de privatizações de órgãos federais, abriu uma fase de transição a um novo pacto federativo, acenando com a perspectiva de transformação das articulações com a União e da cadeia de relações financeiras no interior dos governos estaduais. As mudanças no ordenamento institucional, ora em gestação, interferem com as articulações financeiras presentes nas relações governamentais e restringem as possibilidades dos estados usarem a vinculação com as suas empresas e bancos para fugirem aos limites dados pela órbita fiscal.

O Estado central, com as privatizações, abriu caminho para o loteamento do velho patrimônio público. A presença do setor privado, em áreas até então restritas ao poder estatal, permite eliminar os padrões específicos de relações intergovernamentais definidos a partir das articulações dos órgãos federais com as empresas e com os bancos estaduais, que, como vimos, resultaram das *Reformas de 1964*. Além disso, desencadeou mudanças das regras políticas de convivência entre as esferas de governo, colocando fim a um dos elos do arranjo político usado para

atender os interesses particulares de regiões e estados. Certamente, não deixará de haver a barganha política em troca de verbas federais de apoio aos interesses estaduais e regionais, pois não se mexe com a característica do federalismo fiscal brasileiro de forte assimetria do poder econômico e de dependência dos estados de transferências de recursos federais. Mas o sucesso da estabilização e o avanço da privatização deram novos rumos às negociações, fortalecendo a posição das autoridades econômicas de condicionar os repasses e os empréstimos ao ajuste patrimonial dos estados, abrindo caminho para se definirem novas formas de relações entre as esferas de governo.

A proposta, no plano das relações internas dos estados, contribuiu para repor o Tesouro como lócus fundamental de atuação estadual. A venda de ativos com a privatização das principais empresas públicas e dos bancos estaduais, à medida que for efetivada, alterará a composição dos gastos e das condições de financiamento dos governos estaduais. A entrega ao setor privado dos interesses ligados às áreas de energia, telecomunicações e transporte esvazia o papel das empresas públicas, eliminando parcela dos gastos públicos e a influência sobre áreas de grande interesse em anos anteriores. O corte na presença das estatais recoloca o orçamento do Tesouro como núcleo central das decisões e responsável direto pela realização dos gastos. Por outro lado, a complexa teia de articulações financeiras entre a administração central e as empresas públicas se perderia, com o fim dos repasses às empresas e do uso de recursos captados por elas, através de operações triangulares ou atrasos de pagamentos, para o financiamento dos gastos do Tesouro. Assim, a venda dos ativos públicos tanto acarretará mudanças na composição e no volume dos gastos estaduais como em cortes no acesso das administrações centrais a novos financiamentos. Além, é claro, de alterar as tradicionais relações entre o setor público e privado e retirar dos governadores o poder de manipular um volume elevado de gastos e influenciar áreas vitais da economia.

A privatização dos bancos estaduais, na hipótese de se concretizar, eliminará outro elo da lógica de financiamento anterior. A articulação com as instituições financeiras elevou o poder de gasto do setor público estadual acima do que seria possível com a receita fiscal e constituiu um caminho por onde foi viável elevar o endividamento e burlar as restrições macroeconômicas. A possibilidade de romper essas relações, aliás, já debilitadas em função da crise dos agentes financeiros e das restrições impostas ao financiamento de seus controladores (de concessão de novos créditos e o controle na aquisição de novos títulos da dívida mobiliária)²⁰ amplia o domínio das autoridades econômicas sobre os fatores de expansão monetária e sobre o endividamento e limita o acesso dos estados a fontes de financiamento do déficit.

²⁰ A tentativa de regular a ação dos bancos estaduais não é recente. Várias medidas já anunciadas em momentos anteriores foram reeditadas pelos governos Collor e Itamar. O plano anunciado pelo então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, em junho de 1993, deu ênfase à ideia de restringir a liberdade de ação das instituições financeiras e disciplinar as suas relações com os controladores. Em primeiro lugar, reafirmou as regras que estabelecem os montantes mínimos de capital dessas instituições e os limites de concessão de novos empréstimos para o setor público, inclusive na forma de carregamento de títulos mobiliários dos respectivos Tesouros (Resolução 1990 de 30 de junho de 1993). Em segundo, proibiu a concessão de socorro financeiro por parte do BACEN ou do Tesouro Nacional para atender programas de saneamentos dos bancos estaduais (Resolução 1.995 de 30 de junho de 1993). Em terceiro, determinou a aplicação aos bancos oficiais do dispositivo da Lei do Colarinho Branco, que pune com dois a seis anos de reclusão o administrador de instituição financeira que conceder empréstimos a seu acionista controlador ou empresa por ele controlada (Lopreato, 1994).

O sucesso da proposta do governo de controle das formas pretéritas de articulação financeira com a esfera federal e com as empresas e agentes financeiros dos próprios estados delimita o campo de atuação dos governadores à potencialidade fiscal dos Tesouros e à ação de empresas pouco dinâmicas ausentes do programa de privatização. Eles perdem o poder de alavancagem financeira dada pelo controle de um banco e de empresas com valor patrimonial elevado e ficam privados do poder de comandarem um volume ampliado de gastos correntes e de investimentos. Há sempre a possibilidade de extrapolar essas barreiras, como no momento anterior, com a ampliação do endividamento. Mas as restrições a esse caminho devem ser maiores, pois, na ausência de empresas de porte e dos agentes financeiros, a expansão do endividamento estaria vinculada à capacidade fiscal de cada unidade em arcar com novos encargos e à expectativa do setor financeiro privado em adiantar novos créditos. Nessa perspectiva, o endividamento estaria limitado pela disposição do mercado em ampliar o risco de crédito e aceitar títulos da dívida mobiliária estadual.

A retomada do caminho do endividamento, a curto e médio prazos, no entanto, pela proposta oficial, estaria obstruído pelas restrições impostas nos acordos de renegociação das dívidas estaduais, determinando que a dívida total deverá ser sempre decrescente em relação à receita estadual e que a emissão de nova dívida mobiliária só poderá ocorrer quando o estoque da dívida for inferior à receita anual líquida do estado. A definição de parâmetros estreitos para se contratarem novos empréstimos restringem as alternativas de financiamento e a possibilidade de sustentar gastos fora da via fiscal, forçando a adoção de um programa de reestruturação visando ampliar a poupança fiscal por meio de corte de gastos e serviços públicos²¹.

Não há dúvida que os acordos podem ser burlados e revistos, mas está em andamento a gestação de um novo ordenamento institucional capaz de restringir a liberdade dos estados em ampliar gastos. Esse processo carrega, implicitamente, transformações importantes no que se conhece do caráter da federação brasileira. Há, em grande medida, o redesenho das articulações de poder envolvendo as esferas de governo, com os governadores cedendo espaços para Brasília. Ao abrirem mão dos agentes financeiros e das empresas estaduais, tornam-se mais limitados economicamente e deixam de lado parcela do poder de ação política e autonomia financeira, dado que a perspectiva de mando sobre os gastos tende a se prender à potencialidade dos recursos fiscais. Por outro lado, cresce o poder das autoridades na gestão macroeconômica e a força de regulação da União. As autoridades econômicas, no novo arranjo político, ganham espaço para interferir na política de gastos estaduais, contendo o peso das articulações financeiras no potencial de gastos estaduais.

3 Perspectivas

O avanço dessas condições coloca-nos diante da gestação de um novo ordenamento institucional no país. A transformação é lenta e depende das reformas ainda em curso, mas a base para as alterações estão sendo construídas. Certamente, é cedo para se conhecer o alcance e o

²¹ Aí se colocam os vários programas em andamento nos estados sobre demissões voluntárias, a concessão de serviços públicos e a privatização de empresas estatais, anunciados por quase todos os estados.

impacto das mudanças sobre as relações inter e intragovernamentais, bem como os seus reflexos no campo econômico e político, mas não podem ser desconsideradas.

A proposta das autoridades econômicas de associar a renegociação do estoque das dívidas com o ajuste patrimonial dos estados, aliada ao programa de cortes de gastos e privatização no plano federal, gerará mudanças nas relações entre as esferas de governo e nas articulações mantidas no interior dos próprios estados. A tendência principal parece repousar no controle dos caminhos financeiros usados pelos estados para ampliar o endividamento e fugir aos limites dados pela órbita fiscal. A desmontagem das articulações financeiras com a União, com as empresas e com os bancos estaduais, busca restringir a alavancagem dos gastos e torná-los mais dependentes dos recursos fiscais.

O resultado pretendido é elevar o poder de governança macroeconômica, com a consequente perda de autonomia dos estados sobre as decisões de investimentos. A menor autonomia não se coloca mais, como nos anos do regime militar, com a vinculação dos recursos fiscais a gastos específicos ou com a dependência de negociações em torno das taxas de juros e dos limites na rolagem da dívida. A questão ganha agora um novo caráter. A negociação da dívida, associada ao ajuste patrimonial, afasta os estados de áreas onde controlavam elevados gastos e restringe a força das articulações financeiras responsáveis por alavancar os investimentos. A negociação dos acordos da dívida deixa as futuras operações de endividamento mais na dependência da avaliação de crédito e da colocação de títulos da dívida mobiliária junto ao setor privado, do que das relações financeiras com os órgãos federais ou com as empresas e instituições dos próprios estados.

As autoridades econômicas, interferindo no jogo financeiro, pretendem reduzir a liberdade de gastos e ampliar o controle sobre as finanças estaduais. A autonomia estadual, nos novos tempos, estaria mais vinculada à manipulação dos recursos fiscais e a busca de outras fontes de financiamento não mais seria facilitada pelo uso das empresas e dos bancos estaduais. As questões em torno da órbita fiscal ganham dimensão e os tesouros voltam a ser o lócus onde se expressa o desequilíbrio. Define-se, assim, um espaço mais restrito de ação dos estados e um maior poder da gestão macroeconômica. Os estados estariam forçados a contrair os gastos na tentativa de elevar a poupança fiscal e tendem a pressionar a União em busca de novas regras de distribuição das receitas e encargos.

As mudanças alimentam o sonho liberal de liberar as forças de mercado e ampliar o controle da gestão macroeconômica, mas não asseguram o ajuste fiscal dos estados e devem acirrar os conflitos em termos de coordenação federativa. O revigoramento da órbita fiscal, com o fim das formas de articulação financeira anteriormente existentes, fechou parte dos espaços por onde era possível compensar as dificuldades fiscais e deu dimensão ao traço nuclear da federação brasileira calcado na heterogeneidade econômica-fiscal das unidades. Assim, recoloca-se o problema de como conciliar a coordenação federativa, atendendo demandas e interesses de unidades com poder fiscal diferenciados, com a meta fixada para o déficit público. Até o momento, apesar das rusgas, foi viável encaminhar as mudanças, mas a dificuldade política de harmonizar interesses, sobretudo se sobrevier percalços do Plano Real, aponta na direção de conflitos *verticais e horizontais* na ordem federativa.

Os estados estão submetidos a encargos financeiros na maioria das vezes incompatíveis com a capacidade de pagamento de que dispõem. O Fundo de Estabilização Fiscal (FEF), a isenção do ICMS dos produtos exportados (Lei Kandir) e as amortizações entre 11% e 13% das receitas correntes definidas nos acordos das dívidas comprometem a força fiscal dos estados e ampliam os conflitos nas relações com a União. Crescem as demandas por ganhos fiscais, maiores transferências federais, afrouxamento nas regras fixadas para os acordos da dívida e liberalização de operações de crédito. A União, seguindo os velhos traços da realidade política brasileira, é forçada a atender parte das reivindicações e relaxar as metas de controle fiscal, reintroduzindo restrições para a condução da política macroeconômica.

O conflito também ocorre nas relações entre os estados. A guerra fiscal revela os problemas de convivência e as dificuldades de regulamentar as relações de unidades com poder econômico diferenciados e limitações fiscais. Por sua vez, a discussão de qualquer proposta de redistribuição de recursos tributários deve alimentar o desacordo, pois os estados mais desenvolvidos não admitem perder capacidade de arrecadação e os outros lutam por maior poder fiscal.

Coloca-se, assim, de forma renovada, o desafio de se discutir a definição de novas regras do federalismo no Brasil. É verdade que a saída para os problemas de financiamento do setor público brasileiro passa pelo equacionamento das dívidas estaduais. Mas, não se pode esquecer que o desenrolar das negociações e do ajuste dos estados não devem ocorrer à revelia da realidade histórica brasileira. A forte disparidade econômica entre as regiões, o peso do governo central no apoio financeiro aos estados, o jogo da barganha política no Congresso e o papel dos governadores são fatores que fundam o pacto federativo e dificultam a sua coordenação. Limitam a política macroeconômica e, certamente, não podem ser desconsiderados quando se fixam as metas financeiras e de déficit público.

Conclusão

As mudanças recentes interferem com as relações fundamentais do pacto federativo. No momento anterior, as relações do regime federalista extrapolavam em muito a órbita estritamente fiscal (definida pelas regras de repartição da receita tributária) e só podiam ser entendidas quando se levava em conta o peso das articulações financeiras com a União e no interior dos próprios estados como forma alternativa de financiamento dos governos estaduais. As mudanças recentes, ao negarem essas relações e restringirem o acesso a instrumentos constitutivos do padrão de financiamento anterior, interferem com as relações inter e intragovernamentais e com a forma de gestão macroeconômica, abrindo uma fase de transição das regras do pacto federativo. O novo momento não deve negar os traços históricos e o traço nuclear do federalismo fiscal no Brasil, baseado na diferenciação do poder econômico e fiscal entre as unidades e no papel da União em *costurar* as alianças políticas. Porém, define outras regras de financiamento e de correlação de forças entre as esferas de governo.

Referências bibliográficas

- AFFONSO, J. R. R. A questão tributária e o financiamento dos diferentes níveis de governo. In: AFFONSO, R. B. A., SILVA, P. L. B. (Org.). *A federação em perspectiva*. São Paulo: FUNDAP, 1995.
- AFFONSO, R. A federação no Brasil; impasses e perspectivas. In: AFFONSO, R. B. A., SILVA, P. L. B., (Org.). *A federação em perspectiva*. São Paulo: FUNDAP, 1995.
- AFFONSO, R. *Os estados e a descentralização no Brasil*. Santiago do Chile: CEPAL/Nações Unidas, 1997. (Série Política Fiscal, n. 93).
- FIORI, J. L. O federalismo diante do desafio da globalização. In: AFFONSO, R. B. A.; SILVA, P. L. B. (Org.). *A federação em perspectiva*. São Paulo: FUNDAP, 1995.
- FURUGUEM, A.S. et al. *Dívida pública líquida – evolução 1982/95 e perspectivas de curto prazo*. Banco de Investimentos Garantia S.A. mar. 1996. Mimeo.
- LOPREATO, F. L. C. *Crise de financiamento dos governos estaduais (1980/1988)*. Tese (Doutorado)– Campinas, UNICAMP. IE, 1992.
- LOPREATO, F. L. C. *Dificuldades e perspectivas dos bancos estaduais*. Campinas: UNICAMP. IE, 1994. (Texto para Discussão, n. 43).
- OLIVEIRA, J. C. *Reordenamento financeiro do governo federal; implicações da Lei Complementar n. 12*. Brasília: UnB, 1986. (Texto para Discussão).
- VASCONCELOS, J. R.; OGASAWARA, R. S. *Análise econômico-financeira dos bancos estaduais*. Brasília: IPEA, 1992. (Texto para Discussão).

Introdução

O texto discute a origem e evolução do federalismo brasileiro. O objetivo é analisar as alterações das relações de poder entre as esferas de governo a partir da constituição do Estado brasileiro como Império e as transformações ao longo do período republicano.

A conformação histórica do País deixou marcas que estão presentes até hoje e definem condições basilares do federalismo brasileiro. A força do governo central na origem do Estado nacional o colocou como a instância responsável por regular e definir as linhas gerais de atuação a serem seguidas. A União situou-se em posição nuclear no pacto de poder, garantiu o arranjo político com os governos subnacionais e a integridade do espaço territorial. As etapas seguintes mantiveram princípio semelhante. A esfera federal continuou a exercer papel proeminente, mas não absoluto, na definição dos caminhos propostos, mesmo nos momentos de alterações do ciclo político e maior poder dos governos subnacionais.

A desigualdade regional e as diferenças de receita tributária disponível per capita constituem outros traços perenes do federalismo brasileiro. A dinâmica econômica engendrou o poder de cada região e deu lugar a um arranjo político peculiar, marcado pela força desigual dos entes federativos. O sistema tributário pouco fez para atenuar esse quadro de desigualdade e a constituição de um sistema de partilha de caráter distributivo, apesar de amenizar o problema, não o resolveu e deixou a questão em aberto, à espera de políticas capazes de enfrentá-la.

O estudo propõe demarcar as etapas de evolução do federalismo brasileiro a partir da escolha de elementos cuja análise serve, em linhas gerais, para caracterizar o que se pode denominar de pacto federativo: (i) a questão da desigualdade regional, a distribuição dos recursos tributários e o sistema de partilha; (ii) a evolução do poder de regulação federal; (iii) as relações do centro com os entes subnacionais quanto à realização de gastos e autonomia de decisões e, finalmente, (iv) a dinâmica da articulação entre estados e municípios.

A análise busca captar o comportamento desses elementos e discutir os efeitos provocados por mudanças econômicas e políticas, a fim de caracterizar cortes temporais e, conseqüentemente, as etapas de evolução do federalismo brasileiro. A diferenciação entre as etapas indica alterações do conjunto ou de parte dos elementos indicados acima e outra disposição do arranjo federativo, resultado, em geral, de mudanças complexas e não de simples processos de concentração e descentralização tributária.

A desigualdade regional, apesar de mitigada ao longo do tempo, continuou presente e pouco ajuda na tarefa de diferenciar as etapas. As mudanças do arranjo federativo são mais bem avaliadas ao se examinar a distribuição da receita tributária, o poder de regulação federal, a

* Texto em homenagem aos queridos professores e amigos Wilson Cano e Carlos Lessa, com saudades. Publicado originalmente em: *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 31, n. 1 (74), p. 1-41, jan./abr. 2022.

configuração das relações do centro com os entes subnacionais e a dinâmica de articulação entre os estados e os municípios, de modo a salientar as condições presentes em cada fase.

Os elementos citados, frequentemente, assumem configurações distintas, uma vez que a federação é por natureza uma estrutura viva e sujeita a mudanças constantes em respostas a alterações de ordem política e/ou econômica. A proposta do estudo é concentrar a atenção em transformações de vulto, vistas como momentos de ruptura da estrutura federativa. É importante distingui-las de outras que, embora relevantes para a explicação de períodos específicos, não rompem com o movimento anterior e são insuficientes para caracterizar o início de uma nova fase. Ou seja, por terem caráter pontual ou dimensão restrita, nem sempre caracterizam um novo pacto federativo, pois se revelam muito mais como adaptações à singularidade de determinadas ocasiões do que propriamente rupturas.

Vale ainda destacar os traços de continuidade invariavelmente presentes. É comum a ocorrência de períodos com novos atributos, relevantes na explicação de conjunturas específicas, mas sem a força capaz de mudar os elementos constitutivos do arranjo federativo, que, mesmo com diferenciações, reproduzem os traços da estrutura anterior. Já os momentos de ruptura, nem sempre de fácil percepção, apresentam outra natureza: o conjunto ou parte dos elementos constitutivos do pacto federativo configura-se de modo diferente e dá lugar a outro arranjo indicando uma nova etapa.

Os cortes temporais caracterizam esses momentos de ruptura e o surgimento de outra configuração do modelo federativo. O entendimento de cada uma dessas etapas é importante porque revela como se estruturam as relações de poder, como se organiza a oferta das políticas públicas e se distribuem os recursos e as funções entre as esferas de governo.

A proposta do texto é delinear as etapas longas, de mudanças das características do arranjo federativo. A análise das fases curtas, subdivisões de um período largo, destaca a proeminência dos fatores permanentes, como definidores daquele período específico de evolução do federalismo brasileiro. Vale dizer, estes momentos, apesar de traços distintivos, destacam-se mais pelos delineamentos semelhantes dos elementos constitutivos do pacto federativo do que propriamente por apresentarem alterações de vulto.

O estudo divide a evolução do federalismo brasileiro em três grandes etapas: (i) de 1891 a 1964; (ii) de 1964 a 1988 e (iii) de 1988 a hoje, vistas aqui como instantes em que se observam mudanças significativas na conformação da estrutura federativa. Certamente, em cada uma delas, pode-se distinguir subperíodos de variâncias das ordens política e/ou econômica capazes de afetar aspectos distintos, responsáveis por explicar a conjuntura. Não obstante, a falta de condições necessárias ao surgimento de outro arranjo acaba por definir a prevalência dos traços de continuidade como características básicas da situação. Ou seja, tornam-se visíveis as mudanças de certos aspectos, mas subordinadas às forças de continuidade do modelo.

A etapa mais difícil de caracterizar talvez seja a primeira (1891 a 1964), devido às evidentes diferenças entre os três ciclos que a compõem: 1891 a 1930; 1930 a 1946 e 1946 a 1964. A dificuldade maior está em aceitar que o governo Getúlio Vargas, apesar da centralização política e do aumento do controle sobre os entes subnacionais, não indica, de fato, um momento de ruptura.

A crescente presença da esfera federal, embora inquestionável, não alterou elementos constitutivos do pacto federativo.

A característica marcante do período parece ser a continuidade e não a ruptura. Não houve a centralização da receita tributária e o governo central, apesar do maior poder de regulação, teve de se articular com os entes subnacionais e respeitar as articulações internas de cada unidade e os arranjos regionais. Não ocorreram fraturas nas bases do sistema: as relações do centro com estados e municípios, apesar do controle federal, não deixaram de reproduzir condições presentes no período anterior. O mesmo se pode afirmar das articulações de estados e municípios, do trato da questão regional, da repartição dos recursos tributários e do poder de gastos das unidades estaduais.

A realidade após a era Vargas parece reforçar essa tese. A volta do regime democrático trouxe alterações marginais. A mudança do momento político veio acompanhada do compartilhamento de algumas receitas, sem caracterizar propriamente um sistema de partilha. No mais, as semelhanças são marcantes. Não se negou parte relevante do poder de regulação federal, o formato das relações da União com os governos subnacionais e o trato entre estados e municípios mantiveram as características anteriores, adaptadas à nova conjuntura, em que a ausência dos interventores ampliou a liberdade de atuação dos líderes regionais e locais.

A segunda fase inicia-se com o movimento militar e se arrasta até a Constituição de 1988 (CF88). A diferença fundamental em relação à etapa anterior está no conjunto de reformas do regime militar, responsável por alterar diferentes traços do passado e estabelecer outra dinâmica do arranjo federativo, ao impor perdas de capacidade tributária e de autonomia aos governos subnacionais para gerenciar os seus gastos; ao introduzir um sistema de partilha e políticas de cunho regional; ao criar um sistema de repasse de recursos fiscais e financeiros e estabelecer novas regras de relações inter e intragovernamentais, além de elevar o poder federal de direcionar os gastos públicos com o objetivo de acelerar o crescimento.

A crise econômica do início dos anos 80 alterou pouco as características do federalismo então vigente. As diferenças podem ser atribuídas mais à perda de funcionalidade do esquema montado no regime militar e ao renascer da força dos governadores com o fim da ditadura do que propriamente a mudanças do modelo anterior e o limiar de outra etapa.

A delimitação da terceira fase (de 1988 até hoje) é complexa. A CF88 cumpriu papel relevante ao transferir recursos tributários aos governos subnacionais e elevar os gastos sociais. Porém, o alcance de suas proposições não parece caracterizar, por si só, uma ruptura. A configuração final dessa etapa do arranjo federalista completou-se com as reformas do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC).

A delimitação em 1988 deve-se ao fato de a CF88 inaugurar um período de transição, que, embora não se confunda com a fase anterior, não consegue delinear plenamente o momento seguinte. O governo FHC, ao se tornar responsável por alterar a estrutura federativa em diferentes planos, definiu o novo momento e deu outras feições ao federalismo brasileiro, sobretudo, ao mudar a forma de relação da esfera federal com os governos subnacionais e definir novos caminhos na condução das políticas públicas.

As privatizações deram outra dinâmica às relações da esfera federal com os governos subnacionais e dos estados com os municípios. A renegociação das dívidas e a definição de regras fiscais mudaram o jogo de poder entre as esferas de governo e contribuíram para o ocaso paulatino da força dos estados, a luta por elevar a participação na receita tributária afetou o sistema de partilha e o descaso com a questão regional deu lugar à guerra fiscal, o poder federal de definir as normas de gastos sociais alterou o modelo de atendimento dessas áreas e de relacionamento dos entes federativos.

As ações do governo FHC ampliaram a centralização e demarcaram o caminho da federação, com os seus percalços e conflitos, sem que, desde então, avance o debate sobre rumos alternativos, apesar de se reconhecer a necessidade de revisão do pacto federativo.

1 A República e o federalismo com a força do poder estadual (1891 a 1964)

A fase inicial do federalismo brasileiro abrange os anos de 1891 a 1964. O olhar desse longo tempo como etapa única tem o objetivo de destacar o fato de que a característica do período é mais a continuidade do que o rompimento dos traços constitutivos do pacto federativo.

A estrutura federativa, de caráter hierárquico, com a União no topo da pirâmide (Figura 1), sustentou-se ao longo do tempo. A União, apesar das oscilações nos três ciclos dessa etapa, se manteve no comando da política econômica e da estratégia de desenvolvimento, bem como acumulou forças para atuar nas diferentes arenas decisórias e costurar o pacto de poder. Os governos estaduais cumpriram o papel de entes intermediários, ao realizarem a articulação direta com a esfera federal e, ao mesmo tempo, serem os responsáveis pelo desenho do arranjo com os governos locais, buscando garantir as condições de reprodução do poder nacional e a sustentação dos interesses regionais.

Figura 1
Quadro federativo



A permanência da estrutura federativa reflete a continuidade no período de outros traços do pacto federativo. O aspecto nuclear está no poder estadual e das relações regionalistas. O movimento não é linear, os momentos com distintos ordenamentos se intercalam, avança a força de regulação federal, sem o abandono da força dos governos regionais como elemento basilar do federalismo brasileiro.

A dificuldade de atender a essa característica decorreu da ênfase atribuída à alternância de situações vividas desde a primeira constituição republicana. O desenho inicial, em resposta à experiência da fase imperial, teria atendido às burguesias regionais, sobretudo dos interesses

paulistas, preocupados em garantir as condições de gerenciar a acumulação do complexo cafeeiro em momento de franca expansão. O ocaso, precoce, desse momento de maior radicalismo federalista, teria lugar na era Vargas (1930 a 1945). A centralização do poder na esfera federal freou os arroubos iniciais da República e restaurou a força da União em ditar os destinos da nação. O fim dos anos Vargas deslocaria novamente o pêndulo no sentido de retomar o caminho da descentralização e redimensionar o federalismo, com os estados recuperando a energia e a autonomia de ditarem os próprios percursos até o retorno da centralização com o advento do regime militar.

A ênfase na alternância do pêndulo obscureceu os traços de continuidade então presentes, com destaque ao caráter regional e a presença dos governos estaduais como elementos delineadores do pacto federativo. Os estados, mesmo nos momentos de avanço do poder central, como na era Vargas, preservaram graus de autonomia de atuação, condições semelhantes de distribuição dos recursos tributários e dos gastos públicos e o controle da articulação com os governos locais, fatores responsáveis por influenciar o jogo político e ditar o caráter regional da dinâmica federativa.

A análise do arranjo federativo, a partir dos elementos constitutivos já citados, nos três ciclos dessa longa etapa, pretende mostrar como as mudanças existentes, apesar de relevantes e fundamentais na explicação de momentos específicos, não eliminaram os traços de continuidade característicos do período como um todo.

1.1 A construção de 1891 e a origem federalista

O regime federativo da Constituição Federal de 1891 tem as raízes históricas no modelo de organização presente na concepção do pacto imperial¹. O poder central, preocupado em garantir a unidade do território nacional, aceitou a solução de compromisso, acordada no Ato Adicional de 1834, preservando o poder de regulação em troca da liberdade das elites provinciais em gerenciar os seus espaços e sustentar o pacto de dominação local; condição mantida na revisão conservadora de 1840 que, embora tenha desencadeado disputas políticas em torno de pontos específicos, não chegou a atacar as questões relacionadas ao cerne do pacto federativo².

¹ As considerações sobre o pacto imperial ancoram-se no trabalho de Dolhnikoff (2004).

² De acordo com Dolhnikoff (2004, p. 147): “Mesmo depois da Interpretação do Ato Institucional, continuava prevalecendo o cerne do arranjo institucional implementado na década de 1830. [...] as Assembleias brasileiras tinham competência para decidir unilateralmente sobre matéria tributária e outras de igual importância. [...] dispunham de meios para fiscalizar e opor-se aos presidentes e ao governo central e estavam organizadas de modo a possibilitar o exercício de autonomia nas decisões de matéria de sua competência. As Assembleias brasileiras não dependiam da convocação do Executivo para se reunir e não podiam ser dissolvidas, características que não perderam com a revisão conservadora.” Ou ainda (p. 153): “Realizada a Interpretação do Ato Institucional, as Assembleias Provinciais continuavam desfrutando da mesma autonomia tributária, com o direito de criar impostos e decidir sobre o destino das rendas arrecadadas. Mantinham ainda a prerrogativa de criar uma força policial própria e seguiam responsáveis pelo controle da Câmara Municipal; além de se manterem encarregados das obras públicas, da instrução e das divisões civil, judiciária e eclesiástica da respectiva província.”

O resultado soldou os interesses em defesa do *Estado* e, mesmo sem se caracterizar propriamente como federalismo, construiu as bases onde repousam elementos da ordem de 1891 e as tradições do federalismo brasileiro.

O pacto imperial definiu a divisão de competências entre as esferas de poder e garantiu ao governo central o direito de responder por questões nacionais em diferentes áreas, aceitas em toda a nação. Por sua vez, os governos provinciais teriam a responsabilidade de conduzir a política local e, simultaneamente, as respectivas elites ocupariam espaços na Câmara, com a defesa de seus interesses por meio de negociações com os pares e o poder central.

O arranjo garantia autonomia financeira e liberdade de decisão ao governo provincial em matérias de interesse relacionadas à defesa da economia e da ordem política local. A distribuição tributária estabelecia-se entre o centro, com maior poder fiscal, e as províncias, restando pouco aos municípios. Os governos provinciais tinham liberdade de elaborar o orçamento, arrecadar os seus tributos, decidir sobre a distribuição dos investimentos em obras públicas, emprego, educação e a constituição de força policial, fatores cruciais na definição do papel das elites locais no jogo político e no embate nas Assembleias com os presidentes de províncias, nomeados pelo governo central³.

O presidente servia como agente articulador dos interesses do centro e da província, com a tarefa de garantir a vitória dos candidatos da corte. Porém, o poder de intervir na configuração das forças internas e de cercear as ações dos deputados provinciais era restrito. A eles não cabia propor leis e o eventual veto às medidas aprovadas na Assembleia podia ser revogado por decisão de 2/3 dos próprios legisladores. Ou seja, os presidentes não tinham a prerrogativa de impor a sua vontade e eram obrigados a negociar as suas proposições com a elite local⁴.

O sistema, por seu caráter descentralizado e de respeito às condições locais, referendou as diferenças regionais. A inexistência de uma política regional capitaneada pelo centro acatou a

³ Cf. Dolhnikoff (2004, p. 153): “Realizada a Interpretação do Ato Institucional, as Assembleias Provinciais continuavam desfrutando da mesma autonomia tributária, com o direito de criar impostos e decidir sobre o destino das rendas arrecadadas. Mantinham ainda a prerrogativa de criar uma força policial própria e seguiam responsáveis pelo controle da Câmara Municipal; além de se manterem encarregados das obras públicas, da instrução e das divisões civil, judiciária e eclesiástica da respectiva província.” Torres (2017, p. 142) parece concordar com essa interpretação: “Ora, as províncias do Império brasileiro, posto que em situação ambivalente – órgãos do Estado e coletividades autônomas, como diz o visconde de Ouro Preto, possuíam todos elementos distintivos do Estado-membro da federação. Senão vejamos:

a) A competência das assembleias provinciais não era de caráter puramente administrativo e, sim, efetivamente político e governamental. Os presidentes de província, como órgão dependente do governo imperial e através dos serviços da secretaria de governo aplicados na execução de medidas da competência nacional, exerciam funções de agentes da administração descentralizada; os mesmos presidentes, quando aplicavam leis provinciais, participavam de um poder autônomo, o das assembleias. b) Gozavam de um Poder Legislativo específico, possuíam rendas próprias, serviços administrativos exclusivos. E, se uma lei geral é que fundamentou esta autonomia, esta lei geral foi aprovada pelo povo das províncias num verdadeiro *referendum*. c) As províncias possuíam polícia militar própria. Se considerarmos, ademais, que o Ato Adicional não atribui poderes às províncias, mas às suas assembleias, e se as leis negavam direito aos presidentes de apresentar projetos, devemos considerar que, afinal de contas, as províncias eram autônomas, muito embora esta autonomia fosse sujeita a uma inspeção por parte do governo central, o que existe em toda a parte.”

⁴ Cf. Dolhnikoff (2004, p. 107): “os presidentes podiam, em alguns casos específicos, suspender a apreciação da lei e enviá-la para ser examinada pela Câmara, quando elas atentavam contra os interesses de outras províncias ou contra disposições firmadas em tratados assinados com outras nações.”

assimetria de renda e atrelou à capacidade econômica de cada província diferentes graus de autonomia no controle dos gastos. O arranjo, embora favorável às unidades ricas, também contemplou os interesses das elites de unidades periféricas, já que garantiu a elas meios de acesso ao orçamento do centro e condições de manterem o pacto de dominação local.

As relações entre o centro e as províncias, marcadas por descentralização e liberdade de ações, contrastava com a centralização do poder provincial no trato com os municípios⁵. Em matérias políticas, as Assembleias dominavam o processo e deviam aprovar as *posturas*, os orçamentos e a contratação de funcionários municipais antes de entrarem em vigência. Na área fiscal, os municípios, com baixo montante de receita própria, dependiam do orçamento provincial e estavam forçados a barganhar as demandas locais com as elites provinciais (Dolhnikoff, 2004, cap. 2). O modelo estabelecia a subordinação e a dependência da autoridade local em relação ao poder provincial, reforçando o papel desta esfera de governo na estrutura federativa⁶.

O pacto de 1891 ancorou os seus alicerces no arranjo imperial⁷. O fortalecimento das oligarquias regionais e a crise do final do império deram força às reivindicações federalistas, amadurecidas durante o Império.⁸ As pressões regionais buscaram ganhos tributários como meio

⁵ A Lei de 12 de maio de 1840, de interpretação do Ato Adicional de 1834, ao estabelecer que: “Art. 2º A faculdade de crear, e supprimir Empregos Municipaes, e Provinciaes, concedida ás Assembléas de Provincia pelo [§ 7º do art. 10 do Acto Adicional](#), sómente diz respeito ao numero dos mesmos Empregos, sem alteração da sua natureza, e atribuições, quando forem estabelecidos por Leis Geraes relativas a objectos sobre os quaes não podem legislar as referidas Assembléas.”, limitou o poder provincial de lidar com a questão do emprego nos governos locais, mas pouco mexeu na relação de subordinação entre essas esferas de governo.

⁶ De acordo com Tavares Bastos (1870, p. 151): “E, em verdade, depois do golpe de estado de 1840, não puderam mais as assembléas legislar, por medida de caracter geral, sobre a economia e a policia municipal. Só o pódem agora fazer diante de cada hypothese, a proposito de cada postura, de cada obra, de cada orçamento municipal. Tal é o fim da exigencia de prévia proposta das camaras (art. .1º da lei de 1840). Muito menos podem alterar a symetria dos serviços locaes, crear novos empregos ou supprimir os antigos, dar e tirar-lhes attribuições (artigo 2º). Desde então, pois, a autoridade das assembléas sobre as camaras somente se faz sentir pelo lado máu, pela excessiva dependencia e concentração dos negocios nas capitaes das provincias. Privadas as assembléas de poderem regular os interesses municipaes por modidas de caracter geral, por leis organicas adaptadas ás circunstancias de cada região, ficou sua missão reduzida a uma impertinente tutela, requintada pelas perniciosas práticas introduzidas desde 1840 na administração publica.”

⁷ Como colocou Roure (1920, p. 72): “O regime federativo foi adotado entre nós, na Constituinte Republicana, simplesmente porque a ideia da Federação vinha do Império já amadurecida, tendo sido objeto de estudo na Constituinte de 1823, na assembleia que votou o Ato Adicional e nos debates do parlamento ordinário. Todos eram federalistas na Constituinte de 1890-91.”

⁸ Como colocou W. P. Costa (1998, p. 143): “A força da pregação federalista advinha particularmente das fissuras que se abriam a partir do momento em que o Estado Imperial iniciou o processo de emancipação da escravidão, datando com isso, o destino da instituição que lhe servira contraditoriamente de fundamento. O fulcro da questão radicava, entretanto, na crescente diversificação da base econômica a partir da década de 1870, com o florescimento da cafeicultura do Oeste paulista e a heterogeneidade que se aprofundava, a partir daí, entre o Centro-Sul e o Nordeste. O timing da emancipação, a forma e o preparo da transição para o trabalho livre, encontravam demandas regionais diferenciadas e divergentes: a imigração em São Paulo, os engenhos centrais no Nordeste, as ferrovias em toda parte. A partir do momento em que se rompia o consenso básico que sustentara o Império, o Estado como biombo externo para a manutenção da escravidão e garantidor interno de tráfico interprovincial, não era mais possível pensar políticas capazes de satisfazer interesses que se tornavam cada vez mais diferenciados. O federalismo, pois, ganhava espaço ao propor que essas questões (a questão servil e a questão de substituição do trabalho escravo) fossem definidas pelas unidades federadas de acordo com seus interesses.”

de enfrentamento dos problemas existentes. No plano político, o conjunto das forças era favorável à autonomia dos estados; a divergência concentrava-se nas discussões sobre o alcance do poder federal e a estrutura da ordem federativa (ver Roure, 1920).

Os representantes de unidades de alto poder econômico, sobretudo paulistas e mineiros, sem ferir a autonomia estadual, frearam a descentralização radical e respaldaram as demandas do governo central evitando a perda da capacidade de atuação do poder federal, ao mesmo tempo em que contemplaram os interesses estaduais.

O embate concentrou-se na disputa sobre a descentralização e o poder de regulação federal, em busca da garantia do poder estadual de gerir os interesses próprios. A instauração da figura do governador eleito eliminou um dos elos de transmissão das relações do centro com as unidades subnacionais e reforçou o poder das oligarquias locais. Elas passaram a ter no governador o representante direto da elite local, com maior liberdade de ação. O movimento, no entanto, não trouxe necessariamente alterações bruscas no papel ocupado pelo centro, uma vez que o poder do Império não era absoluto. Os espaços de atuação dos presidentes de província, como se viu, eram limitados e agiam articulados com a oligarquia local na defesa de seus interesses. Além disso, a esfera federal, em uma nação marcada pela assimetria do poder econômico, sustentou a tarefa de nuclear a negociação dos entes subnacionais em busca de apoio financeiro.

O canal por onde transitavam os entendimentos mudou e o poder local ganhou força, graças aos governadores e às medidas constitucionais atribuindo aos estados a liberdade de serem regidos por sua própria constituição e leis, desde que *respeitados os princípios constitucionais da União* (Art. 63). Além de prover, por conta própria, as necessidades de governo e da administração (Art. 5º) e de resguardar para si os direitos não expressamente negados pela constituição (Art. 65 § 2º), ao mesmo tempo em que os casos possíveis de intervenção federal (Art. 6º) e as matérias de sua competência exclusiva (Art. 7º) eram limitados.

O poder estadual certamente cresceu com a República. Todavia, o novo formato, embora tenha interferido no peso relativo das esferas de governo, mostrou ser mais uma adaptação do que propriamente o abandono dos elementos constitutivos do modelo de articulação anterior.

As mudanças podem ser mais bem representadas como alterações no balanceamento de forças entre União e estados, como forma de se ajustar à nova realidade política, do que a negação dos arranjos presentes sobre a questão regional, a distribuição da receita tributária, as relações da esfera federal com os estados e a articulação destes com os municípios, como se discute a seguir.⁹

O novo formato constitucional não inviabilizou a atuação e o poder de regulação do centro, mesmo no auge da descentralização do primeiro período republicano. A União, em conexão com os grandes estados, teve força de agir e de cobrar apoio político em troca de favores e de segurança. O processo ganhou vigor com a aprovação da Emenda Constitucional (EC) de 3/09/1926 revertendo parte da descentralização anterior¹⁰ e fortalecendo o poder central, que, com o passar do tempo,

⁹ Dolhnikoff (2004, p. 299) chega a indagar se as novidades republicanas não *foram muito mais um rearranjo do que uma fundação do federalismo brasileiro*.

¹⁰ A medida afetou, sobretudo, os pontos referentes à intervenção nos estados (Art. 6º), à competência privativa do Congresso Nacional (Art. 34º) e às atribuições da justiça federal (Art. 59º).

mudou parte da feição do federalismo criado em 1891, sem alterar outras questões do *modus operandi* existente (Torres, 2017).

A distribuição dos recursos tributários em 1891 não sofreu alterações substantivas em relação ao Império. O discurso a favor da ampliação do poder financeiro estadual permeou os debates e não avançou graças à parcela dos constituintes preocupados em não inviabilizar a atuação federal. A decisão de manter a repartição da receita fiscal próxima à anterior preservou o poder da União de cumprir os preceitos básicos à sustentação dos interesses do conjunto da nação e evitou que a descentralização excessiva colocasse em risco a unidade territorial.

O comércio exterior continuou a ser a base do sistema tributário. A atribuição do imposto de exportação aos estados favoreceu as poucas unidades com vendas importantes ao exterior, enquanto as outras ficaram presas à tributação do mercado interno e aos favores da União¹¹.

O arranjo pouco se diferenciou da situação passada e preservou a posição de força do governo central de barganhar em posição favorável com as unidades de menor poder econômico e garantir os apoios políticos fundamentais à manutenção do pacto de poder.

A decisão de deixar cada estado preso à própria capacidade financeira referendou o potencial desigual de acumulação interna e reforçou os quadros de disparidade regional e de desigualdade pessoal de renda entre cidadãos de diferentes regiões do País. As unidades com inserção internacional, sobretudo São Paulo e Minas Gerais, comandaram o processo de acumulação local, com autonomia, e, simultaneamente, influenciaram a esfera política central. Os estados de menor poder econômico, com autonomia restrita, buscaram a articulação com a esfera federal em troca de apoio político e usaram a liberdade de ação de modo a preservarem o pacto de poder local.

A descentralização manteve, em linhas gerais, o modelo de relações entre o governo central e os estados. A autonomia estadual em conduzir os próprios interesses, aliada à ausência de políticas públicas federais de âmbito nacional, deu lugar a formas de negociação bilateral e *ad hoc*, pautadas por interesses específicos de cada unidade. A prevalência de um sistema de negociação envolvendo entes isolados, sem planos intermediários de negociação, restringiu os espaços de discussão de interesses comuns, propensos a gerar normas voltadas a enfrentar a desigualdade regional. O que restou foi o caminho de arranjos políticos fragmentados, de troca de favores por inserções pontuais no orçamento federal, marcado por relações bilaterais, União ↔ Estados, análogas às existentes no Império.

A descentralização em favor dos estados trouxe nas entranhas o formato dominante das relações com os municípios. O movimento seguiu curso semelhante ao do pacto imperial (Nunes Leal, 2006). Os municípios, mesmo ocupando espaço destacado no arranjo político, permaneceram

¹¹ Cf. Lopreato (2002, p. 17) A precária base tributária obrigava-os a usar um sem-número de novos impostos e taxas, respondendo por parcela ínfima no total da receita, a recorrer a sistemáticos empréstimos externos e ainda a elevar a carga do imposto de exportação, acarretando sensíveis perdas de competitividade a seus produtos (Bouças, 1934). Esse procedimento mereceu, desde cedo, atenção por parte do governo. Em 1904, o Decreto-Lei n. 1.185 proibiu a cobrança dos impostos interestaduais, mas a base tributária estreita e a autonomia com que os Estados decidiam sobre as questões fiscais levaram o decreto a tornar-se letra morta. As receitas dos impostos interestaduais constituíam norma e representavam parcela importante da receita tributária de que os governos estaduais se valiam para atender aos gastos.

tutelados pelo poder estadual, graças ao direito de legislar sobre o montante disponível de recursos tributários e o alcance das administrações locais. Os dirigentes municipais atuavam com liberdade consentida no arranjo do poder local, uma vez que estavam sujeitos a darem o apoio exigido ao comando estadual, pois, em caso contrário, o suporte às ações locais arrefecia e o domínio do grupo político no município comprometia-se.

A Constituição de 1891 chegou a debater propostas de autonomia municipal (Roure, 1927), mas prevaleceu a adoção de princípios gerais, ao atribuir aos estados o direito de se organizarem de forma a assegurarem “a autonomia dos municípios em tudo quanto respeite ao seu peculiar interesse” (Art. 68). A proposição genérica, ao não fixar os impostos de competência exclusiva municipal e deixar imprecisa a alçada do poder municipal, colocou a cargo da constituição de cada estado a tarefa de definir a organização e o alcance da autonomia local. Ou seja, manteve-se a tradição anterior e se preservou o domínio das elites estaduais sobre os interesses dos entes locais¹².

O momento político consagrou um modelo federativo em que a força da esfera federal se mostrou em condições de responder às demandas gerais, constituindo um formato hierárquico, com a União no topo, com a tarefa de soldar interesses, resguardar a unidade territorial e as políticas nacionais. Os estados, por sua vez, diferenciados e voltados à defesa de interesses próprios, ganharam força e, no papel de entes intermediários, sustentaram a articulação prioritária com a esfera federal em busca de influenciar o arranjo político e eram os responsáveis por definir, com autonomia, as políticas próprias e comandar a articulação com os municípios.

1.2 O federalismo alterado do regime Vargas

O regime Vargas inquestionavelmente trouxe novidades ao federalismo brasileiro. O ponto a discutir é se o momento constitui uma nova etapa ou se, apesar de colocados em outros termos, prevaleceram, como dominantes, os elementos basilares do período anterior. A dificuldade está em saber se o ambiente político e o enfraquecimento das oligarquias subnacionais alteraram o arranjo federativo ou se, mais propriamente, houve adaptação dos elementos constitutivos da federação ao crescimento do poder de regulação federal, sem mexer em suas características básicas. Ou seja, se preservaram as disputas orientadas com o foco regional em condições semelhantes às anteriores e a repartição da receita tributária, bem como o modelo de relações do centro com os entes subnacionais e dos estados com os municípios.

A dúvida está no discernimento, entre dois processos antagônicos, do movimento dominante. Se, de um lado, cresceu o poder de regulação do governo central e o rearranjo das forças políticas, com reflexos nas relações intergovernamentais; de outro, foram palpáveis os sinais do caráter limitado da modernização, bem como a continuidade de aspectos determinantes do pacto federativo.

¹² Cf. Nunes Leal (2012, p. 49): “As Constituições estaduais não tardaram a ser reformadas; reduzindo-se o princípio da autonomia das comunas ao mínimo compatível com as exigências da Constituição federal, que eram por demais imprecisas, deixando os Estados praticamente livres, no regular o assunto.”

A simbiose desses processos mexeu na situação vigente sem caracterizar, necessariamente, outra etapa do federalismo. A tarefa de reconhecer o elemento dominante é complexa, pois o período trouxe mudanças marcantes da história política e econômica do País. A tese proposta é a de que as alterações, embora significativas, não romperam a configuração de elementos centrais do arranjo federativo e as alterações da era Vargas tiveram profundidade menor do que a aparência do momento indicava.

A expansão do poder do governo central, apesar de restringir a liberdade de ação dos entes subnacionais, conservou os mecanismos federativos da República Velha, assentado no foco regional, e levou o centro a buscar a composição com os interesses regionais como meio de assegurar a sobrevivência política (Souza, 1976).

Os interventores, nesse novo arranjo político, sobreviveriam por pouco tempo caso não se integrassem com os interesses locais. Nas palavras de Souza (2006, p. 13-14): “A implantação de um Estado centralizado nesse período significou, de fato, uma redefinição dos canais de acesso e influência dos interesses do estado com o poder central. na prática, o rigor da vasta centralização administrativa foi de algum modo moderado pelas acomodações políticas regionais e estaduais características do prévio federalismo brasileiro.”

A mudança central no arranjo federativo da era Vargas decorreu da expansão do poder de regulação federal. O movimento já havia se colocado na emenda constitucional de 1926 e ganhou fôlego nos anos seguintes. A Revolução de 1930 e a crise da economia cafeeira deram condições ao centro, valendo-se do momento de dificuldade das forças estaduais, de usar o cacife político para ampliar a capacidade de atuação federal em dar respostas às demandas da própria crise e alavancar um programa de desenvolvimento econômico e social.

O governo modernizou o aparelho estatal e criou instituições voltadas a combater os efeitos da crise e a garantir a estrutura material do poder central capaz de atender às políticas nacionais de avanço social e de defesa do projeto de industrialização (Draibe, 1985).

Os estados, com as finanças abaladas e sem condições de administração da crise, cederam à esfera federal o poder de controlar os órgãos responsáveis pelos complexos exportadores e de ampliar os institutos e agências estatais direcionadas à defesa de produtos e interesses específicos (Nunes, 1997; Fonseca, 2012).

O poder central ampliou o comando na definição da política econômica e estruturou, entre outros, os órgãos regulatórios das áreas de câmbio, comércio exterior, monetária, creditícia, seguros, além de criar empresas estatais para reforçar atuação do Estado no desenvolvimento da indústria e na superação do atraso econômico.

O avanço da intervenção na área econômica ocorreu em simultâneo com a centralização administrativa e a criação de autarquias e comissões executivas, no intuito de ampliar a coleta de informações, instrumentalizar e racionalizar as ações do setor público. A criação do Departamento Administrativo do Serviço Público (DASP) e dos homônimos estaduais (*daspinhos*) buscou organizar a burocracia e fomentar os critérios de competência da administração pública (Fonseca, 2012).

O protagonismo estatal teve reflexos nas relações intergovernamentais. Os interventores e os DASPs estaduais, articulados com a esfera federal, com tutela direta de Vargas, restringiram a

autonomia estadual e ampliaram o controle central das diretrizes gerais do País. Contudo, o processo não negou a relevância das oligarquias estaduais. Os interventores, por si só, não deram fim ao arranjo das políticas regionais. As nomeações, em geral, eram de políticos dos próprios estados que, mesmo sem pertencerem à cúpula do poder anterior, tinham ligações com esses interesses.

A novidade estava na constituição de um sistema, articulado e presente em todas as unidades, cujo objetivo principal não era o de intervir nos “pilares econômicos do poder político nos estados” (Souza 1976, p. 88). A prioridade foi construir novas formas de convivência e não desconsiderar a política local; ao contrário, agiam como intermediários das relações entre os níveis de governo e na costura dos interesses nacionais e regionais (Rodrigues, 1995).

O fato de os interventores ocuparem espaços definidos pelo centro e não dependerem diretamente das articulações locais dava a eles certa autonomia, mas, nem por isso, tomavam decisões livremente. O risco de generalização de conflitos forçou os agentes a negociarem e a interagirem com os interesses das forças regionais. Ou seja, os interventores, apesar de nomeados pelo centro e de restringirem a força das oligarquias estaduais, não as anulavam e acabaram incorporados ao jogo político local e reproduzindo traços característicos do pacto federativo.

O processo atingiu o auge em 1939, quando o DL n. 1202 atribuiu à União o direito de a União supervisionar a execução orçamentária e os atos administrativos dos entes subnacionais. A medida expôs o caráter centralizador e autoritário de toda a construção do aparato institucional¹³. Todavia, um olhar atento indica que não se deixou de levar em conta o poder político local. A possibilidade de apelar ao Presidente da República, como meio de solucionar eventuais conflitos, revelou os limites das ações da burocracia federal e a resistência das burguesias regionais. O modelo de Vargas não pressupôs a desconsideração das alianças regionais como elemento central do arranjo federativo, mas, ao alçar o chefe do executivo a árbitro de conflitos, deu a ele protagonismo político como peça central do processo de negociação e de articulação de interesses, elementos necessários ao esforço de minimizar os conflitos na condução do regime.

A engrenagem preservou as estruturas políticas das burguesias regionais e a força do poder estadual, que, mesma definida em novos termos e sujeita à forte presença da União, continuou a ocupar papel ativo no arranjo federativo, com capacidade tributária e espaço considerável no comando de gastos e na definição de seus interesses. Assim, as condições criadas asseguraram a centralização e a autonomia necessárias às propostas de modernização do Estado defendida no

¹³ De acordo com o Art. 17 do referido decreto, compete ao Departamento Administrativo: *a)* aprovar os projetos dos decretos-leis que devam ser baixados pelo Interventor, ou Governador, ou pelo Prefeito; *b)* aprovar os projetos de orçamento do Estado e dos Municípios, encaminhados pelo Interventor, ou Governador, e pelos Prefeitos, propondo as alterações que nos mesmos devam ser feitas; *c)* fiscalizar a execução orçamentária no Estado e nos Municípios, representando ao Ministério da Justiça e Negócios Interiores, ou ao Interventor, ou Governador, conforme o caso, sobre as irregularidades observadas; *d)* receber e informar os recursos dos atos do Interventor, ou Governador, na forma dos arts. 19 a 22; *e)* proceder ao estudo dos serviços, departamentos, repartições e estabelecimentos do Estado e dos Municípios, com o fim de propor, do ponto de vista da economia e eficiência, as modificações que devam ser feitas nos mesmos, sua extinção, distribuição e agrupamento, dotações orçamentárias, condições e processos de trabalhos; *f)* dar parecer nos recursos dos atos dos Prefeitos, quando o requisitar o Interventor, ou Governador; *Parágrafo Único:* Das decisões do Departamento o Interventor, ou Governador poderá recorrer para o Presidente da República.

poder central, sem ameaçar os interesses econômicos existentes nem entrar em conflito aberto com as burguesias regionais (Souza, 2006).

O acordo federativo continuou marcado pela composição do pacto de poder dividido entre os estados fortes e fracos. Os estados de menor poder econômico ocuparam posição de menor relevância estratégica no jogo de poder e estavam sujeitos ao maior controle hierárquico. Nos estados mais fortes, donos de força econômica e militar, a subordinação aos desígnios federais era mais bem delimitada e o desrespeito a seus interesses tendia a potencializar os conflitos, situação que não favorecia ao pacto de dominação definido no centro.

A distribuição da receita tributária, como elemento sinalizador do poder das esferas de governo, oferece campo privilegiado de análise da correlação de forças e do arranjo federativo. O avanço da regulação no governo Vargas não provocou o movimento de centralização de recursos fiscais.

O governo provisório, nos momentos iniciais, tratou de constituir a Comissão de Estudos Financeiros e Econômicos dos Estados e Municípios, com a tarefa de estudar a situação das finanças públicas e propor a reformulação do sistema tributário. O desarranjo fiscal e a precariedade da estrutura de arrecadação atrelada ao fluxo de comércio exterior exigiam a reformulação do quadro existente e a revisão das práticas orçamentárias, com controle das finanças federais e a regularização dos entes subnacionais.

O governo limitou o poder das unidades criarem despesas acima da receita orçada e definiu o destino de 10% da arrecadação à educação primária e não mais do que 10% à segurança pública, bem como proibiu a cobrança de impostos ou taxas contrárias à circulação de riquezas no mercado nacional e a contratação de empréstimos externos sem prévia autorização federal. Além disso, instituiu como motivo de intervenção nos estados a suspensão do pagamento do serviço da dívida fundada por mais de dois anos consecutivos (Schwartzman, 1982).

A regulação das finanças públicas, mesmo com restrições ao manejo do sistema tributário, preocupou-se mais em racionalizar a prática tributária do que propriamente reduzir o poder fiscal dos entes subnacionais. Os sistemas tributários nas constituições de 1934 e de 1937 não alteraram significativamente a distribuição de 1891, mesmo tendo explicitado os impostos de competência municipal (ver Quadro 1). A estrutura do modelo adotado tratou de se adequar às condições do pós-crise mundial. A mudança do eixo dinâmico da economia ampliou a tributação da atividade interna no lugar das operações de comércio exterior, graças ao aumento dos impostos de renda e de consumo da esfera federal e a criação do IVC – imposto estadual sobre vendas e consignações (Oliveira, 2010).

Quadro 1
Distribuição das competências tributárias

Constituição de 1891	Constituição de 1934	Constituição de 1937	Constituição de 1946
União			
importação entrada, saída e estada de navios (1) taxas de selo taxas de correios e telégrafos federais outros tributos (2)	importação consumo, menos combustíveis renda, exceto renda cedular de imóveis transferência de fundo ao exterior atos emanados do gov. e de sua ecn. nos Territórios taxas de correios e serviços federais entrada, saída e estada de navios (1)	importação consumo de qualquer mercadoria renda e proventos de qualquer natureza transferência de fundo ao exterior atos emanados do gov. e de sua ecn. nos Territórios taxas de correios e serviços federais entrada, saída e estada de navios (1)	importação consumo impostos únicos (IUCL, IUEE e IUM) renda e proventos de qualquer natureza transferência de fundo ao exterior selo sobre atos do governo e de sua ecn. extraordinários outros impostos a serem criados taxas e contribuições de melhoria
(1) é livre o comércio de cabotagem às mercadorias nacionais e às estrangeiras que já pagaram o imposto de importação (2) desde que não contrariem a discriminação de rendas previstas na Constituição.			
Estados			
imóveis rurais e urbanos transmissão de propriedades exportação indústrias e profissões taxa sobre correios e telégrafos selo sobre atos emanados de seu governo e outros impostos, vetada a bitributação (1)	propriedade territorial, exceto a urbana; transmissão de propriedade causa mortis transmissão de propriedade imobiliária inte consumo de combustíveis de motor de explos. vendas e consignações exportação, alíquota máxima de 10% indústrias e profissões, cabendo 50% aos m selo sobre atos emanados de seu governo e s outros impostos, vetada a bitributação (1) taxas	propriedade territorial, exceto a urbana transmissão de propriedade causa mortis transmissão de propriedade imobiliária inte incluído no imposto de consumo federal vendas e consignações exportação, alíquota máxima de 10% indústrias e profissões, cabendo 50% aos m selo sobre atos emanados de seu governo e s outros impostos, vetada a bitributação (1) taxas	propriedade territorial, exceto a urbana transmissão de propriedade causa mortis transmissão de propriedade imob.inter vivos incluído no imposto de consumo federal vendas e consignações exportação, alíquota máxima de 5% selo sobre atos de seu governo e sua ecn. outros impostos, vetada a bitributação (1) taxas e contribuições de melhoria
(1) prevalece o imposto cobrado pela União quando a competência for concorrente			
Municípios			
A atribuição de competência fica a cargo da Constituição estadual	licenças predial e territorial urbano diversões públicas cedular sobre renda de imóveis rurais taxas	licenças predial e territorial urbano diversões públicas transferido para a União e incorporado ao IR taxas	licença predial e territorial urbano diversões públicas selo sobre atos de sua eco.ou competência indústria e profissões taxas e contribuições de melhoria

Fonte: Constituições Federais de 1891, 1934, 1937 e 1946.

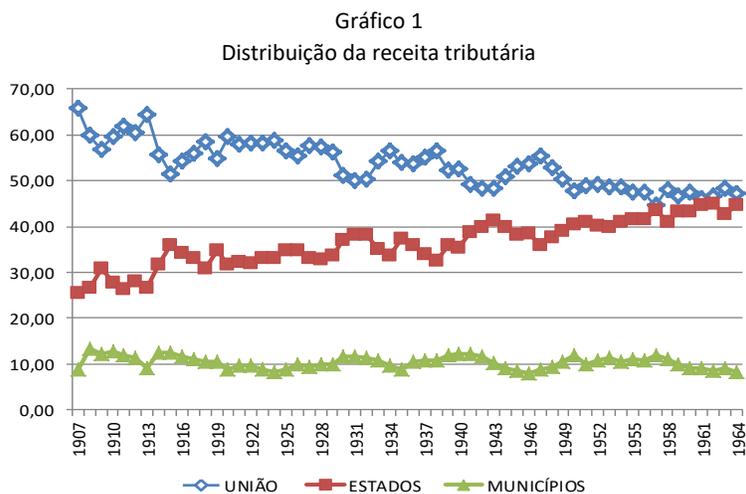
A nova estrutura tributária continuou a privilegiar as burguesias regionais e a garantir a capacidade financeira dos donos do poder. A atribuição aos estados do IVC, de grande potencial, no lugar do imposto de exportação, esvaziado com a crise mundial, manteve o perfil da distribuição regional da receita tributária e mostrou que a questão do desequilíbrio regional não se colocou como prioridade da estratégia varguista. A ausência de política específica de repartição das receitas, por meio de um sistema de partilha, referendou o quadro anterior de disparidade entre as unidades federadas. Os estados de renda elevada, ao se beneficiarem do uso do princípio de origem na definição do lugar da cobrança do IVC¹⁴, concentraram parcela expressiva da receita tributária, enquanto as outras unidades, com baixa capacidade tributária, continuaram dependentes de transferências *ad hoc* e de gastos do governo central.

Além disso, a era Vargas, apesar de intervir em diferentes áreas, não provocou a centralização tributária. Os estados, mesmo com perdas de graus de liberdade, mantiveram a receita, com o controle sobre o principal imposto (IVC) e o direito de criar outros, com a repartição de 30% à União e de 20% aos municípios, vedada a bitributação, prevalecendo o tributo federal em caso de competência concorrente. A mudança restringiu-se à transferência do imposto de consumo sobre combustíveis de motor a explosão ao governo federal, que, em 1940, passou a ser denominado de Imposto Único sobre Combustíveis e Lubrificantes (IUCL) com a unificação das

¹⁴ O embate a respeito da cobrança do IVC exigiu a intervenção federal com seguidas normas, a começar com a Lei n. 187 de 1936, sobretudo art. 37, alterada posteriormente pelos DL n. 840 de 29-12-37; DL n. 348 de 1938; DL n. 915, de 1-12-1938 e Lei n. 1061 de 20-1-1939, preservando o princípio de origem quando se tratar de venda efetuada diretamente pelo próprio fabricante ou produtor.

tarifas. Ou seja, a centralização de poder não teve como contrapartida a expansão da capacidade de arrecadação e de gasto da União.

A evolução da receita tributária, desde 1907, como aponta o Gráfico 1, apresentou estabilidade, com oscilações pontuais, mas a tendência é de ganho de participação dos governos subnacionais, acentuada no pós guerra. A queda do peso da arrecadação estadual nos anos iniciais do movimento de 1930, ocorrida devido à crise econômica e ao menor valor das exportações, foi logo superada e os estados voltaram a ganhar participação no Estado Novo até 1943, quando a esfera federal recupera espaço, por breve período, sem, no entanto, alterar a tendência de crescente participação estadual.



Fonte: IBGE. Estatísticas Históricas do Brasil, 2. ed., 1990.

Obs.: Valores em mil réis de 1907 a 1941 e milhares de cruzeiro de 1942 a 1945.

As informações sugerem que os governos estaduais mantiveram a autonomia na arrecadação tributária e o projeto varguista não se fez à custa de eles perderem capacidade financeira. A União, sem controle tributário e financeiro ou empresas estatais de porte, recorreu à intervenção na proposta orçamentária dos entes subnacionais por meio dos *daspinhos*, instrumento sujeito às intempéries da negociação política e à aceitação dos interesses regionais, no esforço de direcionar os gastos públicos e contemplar a estratégia federal.

A conservação da repartição da receita tributária é indicativo relevante da força dos pactos regionais, a sinalizar, como colocou Diniz (1999), os traços de continuidade, típicos de processos de transição onde se defrontam forças contraditórias e movimentos com direções não necessariamente convergentes. O embate com o pacto oligárquico e o uso do Estado como indutor do crescimento industrial ocorreu por meio de alterações de natureza político-institucional, com o propósito de dar espaço na coalizão de poder aos atores ligados à nova ordem, sem desalojar as antigas elites, ainda presentes e atuantes.

A União, sem a centralização de recursos tributários e financeiros e o domínio de empresas públicas capazes de construir a articulação com os estados, não dispunha de meios de direcionar os

gastos públicos. O poder federal circunscreveu-se ao controle político dos órgãos diretivos estaduais, que, embora longe de ser desprezível, tinha limites em razão da obrigatoriedade de negociar com os interesses locais o destino dos recursos e de respeitar os seus espaços econômicos, a fim de evitar atritos e o risco de não concretização de acordos necessários à sustentação do poder político.

Os estados, nesta forma particular de articulação, preservaram, como colocou Camargo (1999), o papel de atores políticos relevantes e de palco da disputa entre interesses tradicionais e setores emergentes. Os conflitos expressavam-se por meio dos novos canais de interlocução com a esfera federal e cabia à União mediar as divergências e conciliar o antigo e o novo.

O jogo político ganhou contornos específicos, de acordo com o peso econômico e a tradição de cada estado. Os mais ricos tinham maior autonomia no controle e direcionamento dos gastos, pois, embora presos à interlocução com os agentes federais, as negociações se faziam no interior do estado, com recursos majoritariamente próprios e de livre destinação. As unidades de menor poder econômico, por sua vez, dispunham de menor autonomia financeira graças à baixa receita tributária e à dependência de inserções no orçamento federal, o que as colocava como reféns e submissas à vontade do centro, em razão da necessidade de trocar favores políticos por acesso a recursos.

As relações entre estados e municípios, embora marcadas pelos movimentos típicos de centralização política e administrativa, não sofreram alterações significativas em relação ao período anterior. A experiência com os departamentos de municipalidades, criados em 1934, como órgãos estaduais responsáveis por oferecerem assistência técnica e coordenarem as atividades de elaboração e execução orçamentária, prática ampliada durante o Estado Novo com os DASP, referendou o antigo esquema de tutela e de submissão aos governos estaduais.

As mudanças institucionais, particularmente a discriminação das competências tributárias e a adoção do princípio da eletividade¹⁵ da Constituição de 1934, logo revogado em 1937, não alteraram, como colocou Nunes Leal (2012), o caráter da relação de subordinação municipal aos interesses estaduais. Os seus dirigentes, mesmo com liberdade de ação no âmbito doméstico, dependiam das indicações de aliados aos numerosos cargos em órgãos estaduais e federais e do acesso a verbas estaduais para realizarem gastos, manterem o controle político local e se perpetuarem no poder. Estes mecanismos deixavam os gestores presos à obrigação de sustentarem as alianças e de se sujeitarem à proteção do governador, a fim de assegurarem espaços extralegais de autonomia no trato das questões municipais e de receberem apoio à continuidade no poder. A perda de acesso a esses instrumentos dava chance a outros grupos de ascenderem e tomarem o controle do poder local. O risco de alijamento garantia a subordinação dos dirigentes ao arranjo político estadual e soldava o compromisso de apoio mútuo.

¹⁵ Os municípios da capital e de estâncias hidro minerais, no entanto, poderiam ser nomeados pelo governo do Estado (Art 13 § 1).

1.3 O avanço do poder estadual: 1946 a 1964

A queda de Vargas trouxe de volta a democracia, com a retomada do Congresso Nacional, eleições diretas, fim da figura dos interventores e a desconstrução do aparelho institucional autoritário. O novo ordenamento devolveu a força da representação política e o poder dos governadores na articulação dos interesses regionais. A mudança não é pequena, resta ver se veio acompanhada de efetiva transformação do federalismo brasileiro ou se as alterações processadas podem ser mais bem avaliadas como mero processo de adaptação à nova situação do quadro político e econômico.

O olhar sobre os elementos listados como constitutivos da ordem federativa – desigualdade regional, a repartição tributária, o sistema de partilha, o poder de regulação federal, o modelo de relações da União com os entes subnacionais e a dinâmica de articulação dos entes subnacionais – revela semelhanças marcantes com os ciclos anteriores e realça a continuidade do papel dos estados e do foco regional como elemento que une esses diferentes períodos. Isto é, o peso representativo dos governos estaduais no arranjo federativo sugere que esses momentos, resguardadas as peculiaridades próprias de cada um deles, representam partes de uma mesma etapa longa (1891 a 1964), marcadas por esse traço comum como principal fator de definição.

As novidades no campo federativo decorreram da valorização do legislativo e do revigoramento de diferentes atores, ao lado do avanço de forças regionais e da presença de grupos de interesses específicos, responsáveis por ampliar o campo de reivindicação de favores e de verbas públicas em troca de votos e de apoio às políticas federais, com reflexo na configuração dos canais de negociação. As ações deixaram de ser centralizadas na figura do mandatário máximo e se diluíram nos escaninhos do poder, dimensionados de acordo com a força política e a capacidade de influência de cada ator, revigorando o espaço dos governadores.

A carta de 1946 não buscou reconfigurar nem alterar elementos constitutivos das relações federativas. O sistema tributário, como aponta o Quadro 1, não sofreu mudanças substantivas. A distribuição de tributos permaneceu praticamente a mesma e os estados preservaram a autonomia de manejar os instrumentos de política tributária e fiscal e o direito de criar impostos, desde que não concorrentes com a esfera federal e sujeitos a distribuição de 20% do total arrecadado à União e 40% aos municípios; enquanto os ganhos dos municípios não expandiram a arrecadação a ponto de alterar a situação em que viviam.

A participação estadual na receita tributária cresceu a partir de 1947 e ocupou espaços da União, graças à expansão econômica, ao potencial de arrecadação e à liberdade de manipular as alíquotas do IVC. Os municípios, por sua vez, sustentaram posições próximas à do período anterior, com variações ao longo do tempo, mas sem mudança de tendência da repartição da receita tributária (ver Gráfico 1).

A volta do regime democrático recolocou os governadores como representantes dos interesses locais e alterou os canais de negociação. A eliminação do aparato arbitrário do Estado Novo, com a eliminação dos interventores e a perda de influência do sistema DASP, reduziu o poder federal de influenciar o direcionamento de parcela dos gastos dos governos subnacionais. O fim do

expediente autoritário trouxe de volta o arranjo tradicional e as práticas baseadas na diferenciação dos estados de acordo com o poder econômico. Como bem anotou Campelo de Souza (1976), assim como o Estado Novo não destruiu a estrutura federativa, a Constituição de 1946 (CF46) não esvaziou a força do governo central e garantiu a ampliação de suas atribuições¹⁶.

O ordenamento criado preservou o poder de barganha federal nas diferentes arenas decisórias, que se tornaram os caminhos pelos quais a União ordenava o convívio de unidades desiguais, com interesses distintos, de modo a sustentar o balanço político entre a região industrializada e as demandas de unidades periféricas e de setores rurais. A barganha política colocou a esfera federal como arena central na negociação com as elites regionais e lhe deu condições de atender as demandas regionais ou setoriais e, simultaneamente, afiançar o projeto de desenvolvimento assentado na indústria.

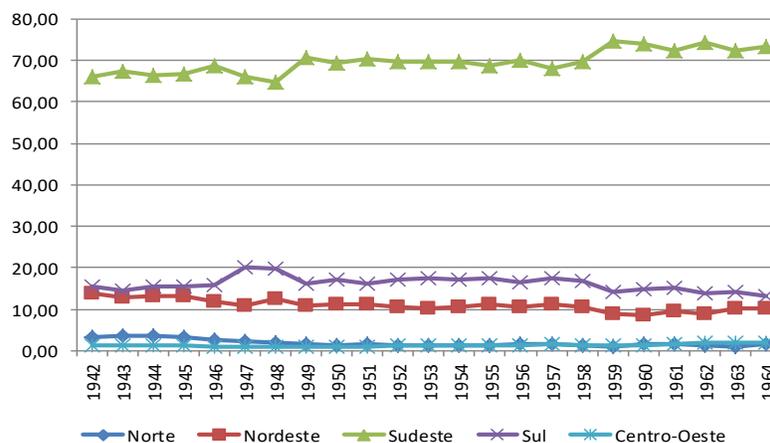
A CF46 também não alterou o controle do poder regulatório e dos instrumentos da política econômica da era Vargas, dando sequência à marcha, presente pelo menos desde 1926, de dar ao Estado condições de ditar o processo de expansão industrial e de centralizar as decisões sobre as diretrizes do País (Draibe, 1985).

A União, apesar de perder a força abusiva do Estado Novo, sustentou o comando das estratégias de crescimento e da gestão de diferentes áreas, sem ferir a autonomia e a capacidade de os estados manipularem livremente os seus recursos fiscais, orientarem os gastos de acordo com os interesses próprios, incorrerem em déficits públicos e garantirem as formas de reprodução do arranjo de poder local e de inserção no pacto federativo.

O movimento, como de praxe, não se colocou de forma simétrica. O aumento da arrecadação estadual distribuiu-se de forma desigual entre as regiões do país. A concentração da atividade econômica e a cobrança do IVC, base da arrecadação estadual, na origem favoreceram o aumento da arrecadação na Região Sudeste, em detrimento das demais regiões (ver Gráfico 2), consolidando a assimetria econômica e o sentimento de iniquidade da autonomia estadual entre os membros da federação (Kugelmas, 1986).

¹⁶ Como parte desse processo, a Constituição de 1946, art. 58, cumpriu papel relevante ao definir um modelo de representação política no Congresso, com um mínimo de 7 representantes por unidade da federação e um máximo distante da proporcionalidade populacional, capaz de preservar o peso político de segmentos de menor poder econômico (Campelo de Souza, 2006).

Gráfico 2
Arrecadação do Imposto sobre Circulação
Mercadorias e Serviços por Grandes Regiões



Fonte: IBGE. Estatísticas do Século XX.

A estratégia de industrialização, ao não se ater ao problema, reforçou esse traço constitutivo do federalismo brasileiro, responsável por delimitar os espaços de atuação das diferentes unidades. Os estados fortes, impelidos pela autonomia financeira e liberdade política, ocuparam lugar de destaque no centro das decisões sobre a dinâmica do processo de desenvolvimento, associados à União. O uso de recursos próprios e, com frequência, de déficits fiscais, além da presença crescente de bancos estaduais, deu a eles condições de acompanharem a estratégia traçada no plano federal, de ampliarem gastos e de apoiarem a iniciativa privada, bem como realizarem os investimentos requeridos pelo crescimento industrial, sobretudo, na fase do Plano de Metas. Isso, enquanto os estados de menor poder econômico, prisioneiros das formas específicas de articulação com a esfera federal, deram espaço à prática generalizada de diferentes expedientes de cooptação (doações, incentivos e subsídios, concessões, regulamentação de privilégios, e outros), transformados em instrumentos de composição política (Camargo, 1992).

O incipiente sistema de partilha criado na CF46 tampouco tratou de enfrentar a assimetria regional. O mecanismo, em sintonia com a nova configuração política, buscou meios de costurar o arranjo entre forças políticas desiguais, ao assegurar recursos a áreas específicas e aos entes subnacionais.

As normas institucionais obrigaram o governo federal a direcionar um volume mínimo de gastos a diferentes áreas. Os setores de energia, transporte e combustíveis foram contemplados com a parcela de 60% da arrecadação dos impostos únicos destinados aos estados, DF e municípios (art.15). Além disso, 3%, pelo menos, da receita tributária teriam de ser gastos, em caráter permanente, na execução do Plano de Defesa dos efeitos da seca no NE e com as obras e serviços de assistência econômica e social (art.198). Outros 3% foram destinados, por período mínimo de 20 anos, à execução do plano de valorização econômica da Amazônia (art. 199) e 1% no plano de aproveitamento das possibilidades do Rio São Francisco e seus afluentes (art.29 das disposições transitórias). Finalmente, 10% do produto do imposto de renda seriam distribuídos, em parte iguais,

aos municípios, excluídos os das capitais, com a obrigação de, pelo menos a metade, ser aplicado em benefício de ordem rural (art. 15).

A formação de verdadeiro orçamento regional no interior do orçamento federal serviu de instrumento de composição política e conciliou o atendimento de interesses dos estados do norte e Nordeste e de áreas específicas, a fim de amealhar apoios no Congresso, reproduzindo, em novos termos, as práticas anteriores.

Os municípios, por sua vez, alteraram pouco o papel exercido no arranjo federativo, apesar de obterem alguns ganhos no retorno à democracia. A CF46 garantiu autonomia na eleição de prefeitos e vereadores, liberdade de decretar, arrecadar e aplicar o valor dos tributos de sua competência, bem como de organizar os serviços locais. O acréscimo de receitas, como colocado acima, com a participação nos impostos únicos e no imposto de renda, deu alento ao governo local, apesar do relativo controle sobre o direcionamento dos recursos.

Não obstante, as melhores condições resultantes das normas da CF46 não tiveram, segundo Nunes Leal (2006), a força necessária de alterar o quadro até então vigente. A autonomia política pouco transformou a realidade, já que a restrição legal de outros tempos *“nunca chegou a ser sentida como problema crucial, porque sempre foi compensada com uma extensa autonomia extralegal, concedida pelo governo do Estado ao partido local de sua preferência”* (p. 126). No plano financeiro, o ganho revelou-se insuficiente e não se refletiu em aumento de participação na distribuição da receita tributária.

A postura subalterna e a supremacia do poder estadual nos entendimentos com as forças locais em muito se assemelharam às de ciclos anteriores. A falta de recursos transformou em realidade processos variados de tutela, com os governos locais dependentes do apoio estadual para levar adiante os seus projetos e políticas públicas. Assim, o ganho formal de autonomia política não alterou o modelo de inserção municipal e o desenho federativo. Os municípios, frágeis financeiramente, mantiveram as ações atreladas aos movimentos dos dirigentes estaduais, responsáveis, hierarquicamente, por delinearem as alianças políticas e a condução dos gastos e investimentos.

Enfim, a nova configuração política deu força a estados e municípios e preservou outros elementos determinantes do arranjo federativo. A União, mesmo com a perda do arbítrio e menor participação na receita tributária, não perdeu o comando da política econômica e da estratégia de desenvolvimento, além de manter a capacidade de costurar o pacto federativo. O uso de favores orçamentários e de formas de relações intergovernamentais, em um país marcado por unidades de força assimétrica, manteve-se intacto. Mudou o canal de articulação. Os governadores preencheram o espaço antes ocupado pelos interventores na intermediação com a elite estadual em torno das decisões de gastos, sem alterar, no entanto, o caráter regional das negociações e a autonomia desigual dos governadores.

Os estados, fortalecidos, cresceram em termos políticos e financeiros e sustentaram papel estratégico no arranjo federativo. O ganho de arrecadação tributária os favoreceu sem mexer no modelo de relações intergovernamentais e nos mecanismos delineadores da federação. A relação com a esfera federal seguiu os traços tradicionais e com os municípios, mesmo perdendo o direito legal de intervir na escolha dos dirigentes locais, conservou padrão semelhante. Os estados

preservaram a tarefa de intermediários nessa articulação por comandarem o poder econômico, elemento chave na definição do arranjo político local. A dependência de acesso a verbas e financiamentos, além de espaços em cargos de nomeação política, continuou a ditar as vinculações dos governadores e dos grupos locais, centrais na composição do arranjo político e no domínio do poder local.

2 O regime militar e o novo arranjo federativo (1964-1988)

O golpe militar de 1964 sinalizou um momento de ruptura e a inauguração de nova etapa do federalismo brasileiro. O corte analítico decorre, em parte, da alteração do regime político e do fato de o centro tomar para si o direito de nomear os governadores e os prefeitos das capitais. Porém, estas condições não implicariam, necessariamente, em outras mudanças do arranjo federativo a ponto de caracterizar o rompimento com a fase anterior. O fator determinante da reestruturação do pacto federativo está na força com que o regime militar alterou elementos basilares da ordem passada.

As novidades envolveram diversas das premissas de sustentação do modelo anterior. O governo federal promoveu a centralização dos recursos tributários e ampliou o domínio sobre fontes financeiras usadas no financiamento de várias áreas. Além disso, alterou as relações com os governos subnacionais por diferentes caminhos. A institucionalização de um sistema de partilha com transferências vinculadas e o uso das instituições de crédito oficiais por meio de empréstimos condicionados permitiram o controle de parcela dos gastos públicos realizados pelos entes subnacionais, que perderam a autonomia até então existente na tomada de decisões. O mesmo ocorreu na gestão tributária com a manipulação federal das alíquotas do principal tributo estadual, o Imposto de Circulação de Mercadorias (ICM). Finalmente, a reconfiguração das relações das estatais federais e suas congêneres estaduais, bem como o uso de incentivos fiscais a fim de ampliar os investimentos no norte, nordeste e centro-oeste afetaram o modelo de articulação entre as esferas de governo e deram lugar a um movimento mais articulado de resposta à questão regional.

O movimento nuclear desse processo foi a concentração de recursos fiscais e financeiros na esfera federal. No plano fiscal, a reforma do sistema tributário elevou a carga tributária e aumentou o peso da União, que saltou de 40,6% em 1966 para 51,6% em 1974, enquanto a dos Estados caiu de 46,3% para 35,2%. A concentração da arrecadação alterou traço marcante do federalismo fiscal brasileiro. Os estados que, desde o início da República, mantiveram (ou expandiram) a participação no valor da receita tributária, perderam pontos na distribuição dos recursos disponíveis e ampliaram a dependência em relação à esfera federal, apesar de a reforma tributária de 1966 seguir a tradição histórica e atribuir a eles o tributo de maior potencial de arrecadação, o ICM, beneficiando as unidades de maior potencial econômico. Por outro lado, várias medidas favoreceram o controle sobre os recursos financeiros. A reestruturação da dívida pública com as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN), o uso das cadernetas de poupança com correção monetária, a criação das poupanças compulsórias (FGTS, PIS-PASEP) e a busca de financiamento no mercado externo (Resolução 63/1967) deram à esfera federal o manuseio de parcela expressiva da poupança financeira. A centralização financeira ganhou contornos finais quando a Lei Complementar n. 12, de novembro de 1971, ampliou a possibilidade de financiamento público ao delegar ao Banco Central

o comando sobre a dívida pública e a liberdade de colocação de títulos e de responder pelos encargos decorrentes.

O modelo de atuação federal ganhou nova feição com o domínio dos recursos fiscais e financeiros. A União, apesar de ter sempre posição de destaque no controle da política econômica e da estratégia de desenvolvimento, em nenhum outro momento teve à disposição meios de ação de porte tão expressivo. No campo fiscal, o montante de arrecadação permitiu a criação de ampla gama de fundos, programas, subsídios e incentivos fiscais em favor de áreas estratégicas da política de desenvolvimento, bem como a expansão dos investimentos da administração direta. Na área financeira, os bancos e agências financeiras públicas, com o controle de vasta gama de recursos, puderam atuar no direcionamento de crédito a áreas de interesse e influenciar, como se mostra adiante, os gastos das esferas subnacionais¹⁷. No campo empresarial, as estatais, reestruturadas financeiramente com a política de valorização dos preços públicos, colocaram-se na condição de instrumentos da política de desenvolvimento e de responsáveis por elevada parcela dos investimentos públicos.

O controle desse aparato deu outra dimensão ao espaço ocupado pelo governo central na federação brasileira. Não só acumulou parcela expressiva dos gastos públicos como interveio na alocação de despesas de outras esferas de governo. Ou seja, a União reestruturou as relações com os entes subnacionais e pode desenhar a estratégia de crescimento por meio do direcionamento de investimentos a áreas consideradas fundamentais, além de atuar na *costura* do pacto federativo a partir da negociação de verbas a favor dos interesses regionais.

A barganha por verbas não constituiu novidade. A diferença agora estava no montante de recursos à disposição do centro e nos caminhos por onde se realizavam. A negociação, até então centrada na peça orçamentária, incorporou outros instrumentos e valores inusitados. O domínio sobre as regras de acesso ao dinheiro, associado à dependência de estados e municípios da liberação de verbas, reforçou o papel do centro como lugar privilegiado do pacto de poder, em condições de alterar o modelo de relacionamento intergovernamental e de fazer valer a sua vontade em decisões das esferas subnacionais, bem como usar, no plano da política, a cassação de políticos como meio de renovar a configuração dos arranjos locais.

O figurino oficial questionou a autonomia dos entes subnacionais no trato dos gastos públicos. O sucesso do projeto de crescimento, na visão dominante, dependia da racionalidade dos gastos federais e de dinâmica semelhante dos entes subnacionais. O centro tratou de restringir o livre uso dos recursos por meio da definição de normas estritas de obediência à aplicação do conjunto de verbas negociadas e de repasses federais, a fim de delinear o ritmo e o volume dos gastos dos entes subnacionais e garantir os investimentos nos setores estratégicos da proposta oficial (Rezende, 1982).

Os caminhos de intervenção multiplicaram-se. O sistema de partilha, alterado em relação ao esquema débil até então existente, criou critérios de distribuição de verbas do Fundo de Participação dos Estados (FPE) e do Fundo de Participação dos Municípios (FPM) direcionados a atuar como objeto de redistribuição institucional de renda. O FPM favoreceu os municípios de pequeno porte, vistos como os mais pobres, com um volume mínimo de renda. O FPE tratou de

¹⁷ Ver Lopreato (2013, cap. 2) para a discussão ampliada desses pontos.

compensar parte do potencial de arrecadação do ICM nos estados de maior nível de renda e de responder à questão regional transferindo parcela preponderante da verba às unidades de baixa renda, com a determinação inicial de aplicar, pelo menos, 50% em despesas de capital. Enquanto as outras formas de transferências constitucionais, como os impostos únicos e o salário educação, mantiveram as vinculações a funções e despesas de capital.

A edição do AI-5, ao superar de vez a esperança de volta da democracia, facilitou os cortes e a imposição de normas de como alocar as transferências constitucionais, o que ampliou a concentração da receita tributária e o controle do seu destino no centro. Os repasses dos impostos únicos caíram e permaneceram as vinculações a funções e despesas de capital. Os fundos constitucionais (FPM e FPE) perderam metade dos recursos e os repasses passaram a ser condicionados à aprovação de programas de aplicação com base nas diretrizes e prioridades definitivas no plano federal, além de as unidades serem obrigadas a destinar verbas próprias para completar as despesas realizadas nos programas determinados pela esfera federal¹⁸.

A prática afetou, sobretudo, as unidades de baixa renda, mais dependentes de transferências constitucionais e com menor autonomia de gastos. Os estados desenvolvidos, diante da maior participação do ICM no total da receita tributária, tinham maior autonomia de atuação, mas, nem por isso, estavam livres do controle e de terem parcela de seus gastos direcionados desde o centro.

A União usou a manipulação de impostos estaduais e as transferências negociadas, com base em convênios ou fundos e programas vinculados a áreas e projetos específicos, como mecanismos de ingerência e direcionamento dos gastos. Além disso, as agências oficiais de crédito e as autoridades monetárias, por meio do orçamento monetário, ampliaram os empréstimos condicionados via repasses aos bancos estaduais¹⁹.

O acesso aos repasses internos e a captação de recursos externos levaram esses agentes a ocuparem lugar de destaque no interior de cada unidade, graças à capacidade de elevarem a oferta de crédito ao Tesouro e às empresas estatais estaduais. As suas ações, associada à colocação de títulos da dívida pública, tornaram-se responsáveis por potencializar o poder de gasto estadual além do que seria possível com base na receita tributária.

A maior participação dos créditos na estrutura de financiamento alargou o horizonte dos entes subnacionais, sem, no entanto, retirar o poder federal de influenciar o destino dos gastos. A União ordenava a liberação dos empréstimos de acordo com as prioridades do plano nacional de desenvolvimento e definia regras de endividamento consistentes com esses propósitos. A presença de dois tipos de operações: os empréstimos intralimites, sujeitos a tetos, e os empréstimos extralimites, aqueles definidos como de interesse nacional, indicava que a prioridade das normas institucionais não era a de restringir o endividamento e sim direcionar os investimentos às áreas preferenciais (Lopreato, 2002).

¹⁸ O montante de 10% do IR e do IPI destinados a cada um dos fundos (FPE e FPM) foi reduzido para 5%, enquanto o Decreto Lei n. 838 e o Ato Complementar n. 40, respectivamente, de setembro e dezembro de 1968 definiram os critérios de aplicação.

¹⁹ Os bancos estaduais recebiam os chamados repasses internos de diferentes instituições federais, como o Banco Central, o Banco do Brasil, CEF, BNB e o BNH, usados como meio de alavancar as suas operações de crédito.

A articulação das empresas estatais federais com as suas congêneres estaduais também serviu à política de direcionamento dos gastos. A União usou o controle das linhas de crédito e das verbas negociadas como indutor de alterações das estruturas administrativas das unidades subnacionais. O modelo anterior, em que prevaleciam as secretarias e as autarquias e os gastos vinculados aos recursos orçamentários, deu lugar a outro baseado na criação de empresas públicas, que se tornaram, mesmo quando dependentes financeiramente do Tesouro estadual, em unidades responsáveis por parcela preponderante das despesas públicas. A liberdade operacional de que dispunham permitia a busca de empréstimos e a expansão em áreas, em geral, atreladas a modelos específicos de relacionamento com a esfera federal.

As relações intergovernamentais tinham como lugar comum a submissão ao centro. Na formação dos sistemas nacionais (energia e telecomunicações), as empresas federais, no papel de *holding*, definiam a estrutura de financiamento e a distribuição interna de verbas no interior do sistema, a fim de contemplar as demandas das unidades de menor potencial de acumulação, subordinando, assim, as empresas estaduais às diretrizes federais. As áreas de transporte, saneamento, habitação e urbanização atrelaram o volume de gastos aos repasses da administração direta, mas, sobretudo, ao acesso de linhas de crédito negociadas em agências federais (BNH e CEF). Os órgãos ligados à assistência técnica e extensão rural, por sua vez, estavam subordinados ao centro e definiam as suas ações atreladas aos recursos de origem federal.

O traço nuclear dessa nova etapa do pacto federativo consubstanciou-se no inchaço do centro e no controle das relações União ⇔ Estados e União ⇔ Municípios, baseado no arranjo político e, sobretudo, na institucionalização de normas definindo o domínio sobre o volume, o ritmo e o direcionamento dos gastos públicos, variável em cada unidade, de acordo com o potencial tributário, o espaço de colocação de dívida pública, a relevância das instituições financeiras e a força das empresas públicas.

O alcance desses elementos, ao delinear o perfil de cada estado, definiu a liberdade de levar adiante projetos próprios de gastos e a extensão da ascendência federal. A desigualdade regional, embora tenha recebido alguma atenção com o sistema de partilha redistributivo e os benefícios fiscais aos investimentos no Norte e Nordeste, esteve longe de ser superado. Os mecanismos redistributivos não tiveram força de se contrapor à estratégia de desenvolvimento favorável à acumulação concentrada nas regiões avançadas do País e de reverter o caráter assimétrico da federação brasileira.

O protagonismo dos governos estaduais, característico da etapa anterior, perdeu fôlego no novo arranjo federativo. Os estados, debilitados politicamente e presos às decisões econômicas do centro, tornaram-se sombra do que foram. Não obstante, continuaram a ocupar lugar relevante porque preservaram o papel como agentes intermediários, por onde transitavam os recursos das empresas estatais e das instituições de crédito federais. As relações de empresas e bancos estaduais com o Tesouro estadual dinamizavam a capacidade de gastos e fortaleciam a interação dos governadores com os municípios. Os entes locais, sem ganhos na distribuição de recursos tributários, continuaram a depender de recursos e a lutar por lugar privilegiado na distribuição convencional das despesas orçamentárias da administração direta estadual, além de barganharem com os governadores os empréstimos das instituições financeiras e os favores na alocação dos gastos das empresas públicas.

Os governadores, como responsáveis por darem aval aos acessos a empréstimos e aos gastos controlados por eles, colocavam-se em posição de força e usavam os interesses municipais como moeda de troca na definição das relações com os prefeitos. Na disputa por espaço, contava a favor do prefeito a militância no mesmo partido e o apoio político, situando o mandatário estadual em posição hierárquica superior na busca por alianças, necessárias para se cacifar diante do poder federal, responsável, na ausência de eleições diretas, pelas indicações a cargos políticos.

Os estados, neste jogo de poder, continuaram atuantes nas ações conjuntas de políticas públicas e na distribuição de gastos e de empréstimos aos agentes locais. O esquema da estrutura federativa, anunciado na Figura 1, continuou em vigor, apesar de reconfigurado. A União ganhou força que não se resume simplesmente ao aumento do poder de regulação de momentos anteriores. Além do poder político, definido pelo regime autoritário, a esfera federal delineou a estratégia de desenvolvimento e usou o controle de recursos fiscais e financeiros, as transferências, a atuação das empresas estatais, a manipulação das alíquotas dos tributos e o condicionamento dos gastos como meios de direcionar os investimentos dos governos subnacionais às áreas de interesse do plano de ação. Os estados, por sua vez, enfraquecidos e deslocados da primazia ocupada na etapa anterior, tornaram-se presos às determinações da esfera federal, sem deixarem de cumprir a tarefa de agentes intermediários na estrutura federativa e de elos de articulação com os municípios. Os entes locais ganharam algum espaço de atuação, mas, dependentes de acesso a crédito e de gastos controlados pelos governadores, sustentaram laços fortes e continuaram presos aos estados.

3 O fim do regime militar e a construção de novas bases do federalismo brasileiro

O fim do regime militar não trouxe alterações imediatas. O governo civil, prisioneiro da situação econômica, não teve condições de enfrentar a crise fiscal e de redesenhar o pacto federativo. A ordem herdada manteve-se praticamente intacta. A novidade ficou por conta da ascensão política dos governadores que, eleitos pelo voto popular, ganharam poder de barganha na interlocução política e se valeram da fragilidade do centro para se tornarem protagonistas e resistirem às medidas contrárias aos seus interesses (Abrucio, 1998).

Os dirigentes, com liberdade de ação, usaram o entrelaçamento do Tesouro, empresas e bancos estaduais como meio de evitarem cortes de despesas e sustentarem os gastos em áreas vitais, mesmo em condições de crescente fragilidade financeira. O governo central, preso ao esforço de ajuste fiscal, tratou de restringir o endividamento nos momentos em que o risco de hiperinflação aberta e a ameaça à governabilidade pareciam fugir ao controle, para, em seguida, ser obrigado a se dobrar às pressões e a relaxar as medidas em busca de apoio político dos governadores, necessário à sustentação do jogo de poder.

O esforço em controlar as contas públicas transformou-se em *jogo de empurra*, sem vencedores, em que ora a União impunha medidas restritivas ora os estados forçavam a renegociação das dívidas da administração direta e das empresas estatais, bem como o socorro financeiro aos bancos estaduais (Lopreato, 2002).

A crise fiscal, envolvendo as três esferas de governo, acirrou os conflitos federativos e dificultou o encontro de soluções consensuais. A obrigação de pagar os juros da dívida externa, ao alongar a crise fiscal, limitava a possibilidade de respostas duradouras e tornava usual a alternância de situações, em que os entes, medindo forças, lutavam para manter os seus espaços de atuação em condições financeiras precárias.

O conflito refletia a complexidade do momento: ao mesmo tempo em que se estabeleceu uma disputa em torno do ajuste fiscal, criou-se uma relação de dependência mútua entre os entes federativos. Os estados e municípios dependiam de socorro financeiro, como único meio de enfrentarem as dificuldades não resolvidas no interior das unidades, enquanto a União dependia do apoio dos dirigentes e da construção da base política no Congresso, a fim de levar a termo o governo.

O quadro tornou-se instável, com avanços e recuos, típicos de momentos em que o balanço de forças limita a adoção de medidas unilaterais categóricas. A instabilidade e a falta de consenso provocaram certa paralisia. O protagonismo dos governadores, mesmo diante dos sinais de perda de funcionalidade do arranjo federativo, não se revelou capaz de alterar a situação, que se arrastou até a CF88.

3.1 A construção do novo arranjo federativo

A revisão do pacto federativo teve início na CF88. A nova correlação de forças, resultado das eleições diretas e da posição dos governadores no ordenamento político, cobrava o balanceamento da federação, com a redução dos espaços ocupados pela União e a retomada das prerrogativas de estados e municípios.

A CF88 proibiu a União de intervir nos tributos das outras esferas de governo e de condicionar as transferências constitucionais. Além disso, elevou a participação de estados e municípios na receita tributária, por meio do aumento dos valores distribuídos ao FPE e ao FPM e da incorporação dos antigos impostos únicos (energia, combustíveis, minerais e telecomunicações) e os serviços de transporte na base do ICM, criando o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), que passou a distribuir aos governos locais 25%, ao invés de 20%, da arrecadação. A norma constitucional buscou ainda a descentralização dos gastos de saúde e educação na tentativa de reverter a concentração das atividades na esfera federal. Finalmente, ampliou os direitos sociais dos cidadãos em resposta à questão de desigualdade de renda, negligenciada na era militar.

O desenho constitucional atendeu a dois dos principais problemas em debate: a necessidade de suprir a ausência do estado de bem-estar social e de reequilibrar a federação, restituindo aos entes subnacionais parte da receita tributária e os direitos usurpados em anos anteriores. O esforço, no entanto, não veio acompanhado da definição da arquitetura institucional e da delimitação dos direitos e encargos de cada esfera de governo, essenciais à escolha do modelo de gestão das políticas sociais e do formato das relações intergovernamentais.

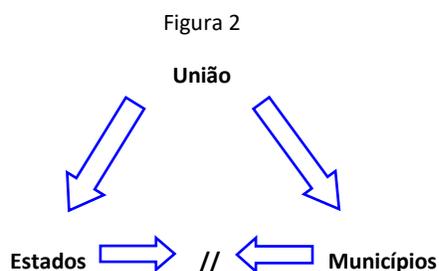
A situação em aberto gerou impasses e instigou o enfrentamento entre as partes. A União, presa à proposta de ajuste fiscal, questionou a distribuição de receitas e a ampliação dos encargos definidos na CF88 e abriu como frente de luta a revisão das regras estabelecidas. O uso do direito constitucional que dá à autoridade federal a iniciativa legislativa e a prerrogativa legal de regular as diversas áreas, mesmo quando as normas interferem nos interesses dos entes subnacionais, serviu ao centro como instrumento para negar a proposta constitucional e iniciar um movimento *ad hoc* de redesenho das relações intergovernamentais (Arretche, 2012).

As propostas da CF88 e as ações reativas da esfera federal deram lugar a um período de transição, em que ocorreu o afastamento progressivo do modelo do regime militar, sem definir, de imediato, outra configuração do arranjo federativo.

A repartição tributária, a distribuição dos encargos e o modelo de relações intergovernamentais continuaram como questões em aberto. Os estados e municípios, apesar dos ganhos tributários, viram se agravar o processo de fragilização financeira e perderam espaços na correlação de forças²⁰. A dependência do socorro federal, associada à fragmentação política e a incapacidade de pactuar medidas de defesa de seus interesses, deixou-os na posição de reféns, a reboque das iniciativas federais e sem condições de fazer frente ao novo projeto de federação em curso.

O redesenho do arranjo federativo, iniciado na CF88, só veio a ganhar traços permanentes no governo de FHC. O sucesso do Plano Real consolidou a força política do presidente e garantiu as condições de montagem da base parlamentar necessária à aprovação das normas legais exigidas na reformulação do projeto de desenvolvimento e do novo delineamento da federação.

As reformas do governo FHC deram outra configuração à estrutura federativa. A novidade está na gestação de um modelo que se afastou da disposição e das características dominantes em etapas anteriores do federalismo brasileiro e assumiu como elementos delineadores de sua nova representação a descentralização das políticas públicas e conexão federal direta com os municípios (Figura 2)²¹.



²⁰ A crise dos governos subnacionais agravou-se nos primeiros anos da década de 1990 com a rolagem integral da dívida pública (juros + principal) a taxas de juros elevadas, a recessão no governo Collor, a proibição da contratação de novos empréstimos, o agravamento da situação dos bancos estaduais e a queda da inflação com o Plano Real (Lopreato, 2002).

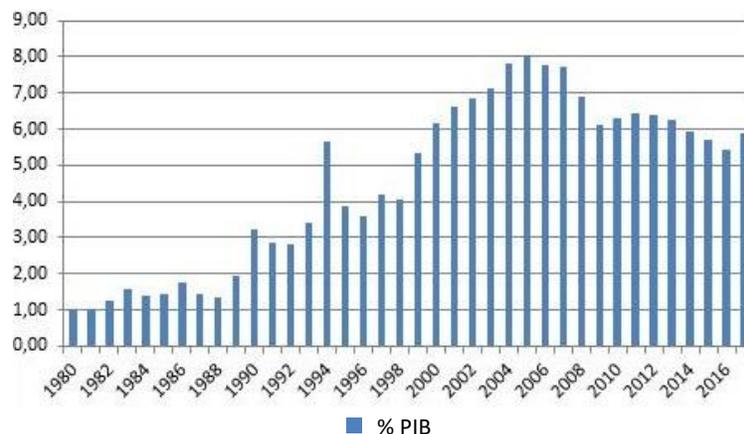
²¹ Sergio Prado (2013) a denomina de *federação trinária*.

A nova configuração federativa, indicando afastamento de elementos constitutivos de arranjos anteriores, sustentou-se em três pilares básicos: i) a descentralização das políticas públicas; ii) o aumento da concentração de poder na esfera federal e o controle das estruturas dos programas de gastos e do modelo de execução das políticas públicas pelos entes subnacionais e iii) a perda de relevância do papel dos estados na federação brasileira e o avanço dos municípios.

O modelo não surgiu dos acordos negociados na CF88. A proposta constitucional defendia a descentralização, com maior participação dos entes subnacionais na receita tributária e autonomia na gestão dos gastos. Todavia, a atribuição ao centro de amplo poder jurisdicional e a dificuldade de os entes subnacionais vetarem as normas contrárias a seus interesses²² deram à esfera federal condições de aproveitar a situação financeira e a fragmentação política das forças estaduais e usar o primado da iniciativa legislativa com o objetivo de editar normas em diferentes áreas (tributária, social, político-administrativa, reforma do Estado) e redesenhar a estrutura delineada em 1988 (Abrucio, 2005).

A revisão da distribuição da receita tributária negou um dos pilares do ideário da CF88. O governo central usou a prerrogativa de financiar os gastos sociais com a criação de contribuições sociais (Gráfico 3), não partilhada com as outras esferas, para reverter a queda inicial e sustentar nível estável de receita tributária disponível no período seguinte (Gráficos 4 e 5).

Gráfico 3
Receita de contribuições sociais (% PIB)



Fonte: Afonso e Castro (2019).

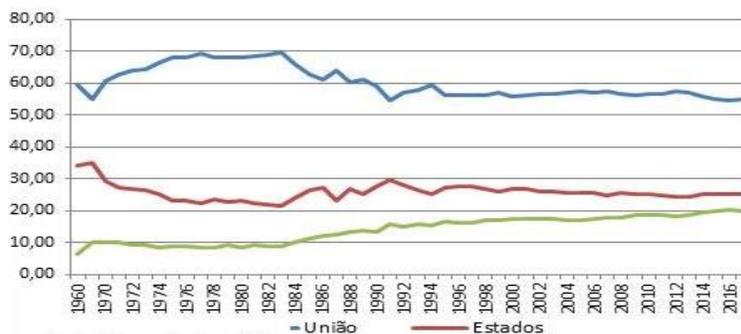
²² Como colocou Arretche (2012, p. 36) “Os formuladores da Constituição de 88 criaram um modelo de Estado federativo que combina ampla autoridade jurisdicional à União com limitadas oportunidades institucionais de vetos aos governos subnacionais.”

Gráfico 4
Receita tributária disponível (% PIB)



Fonte: Afonso e Castro (2019).

Gráfico 5
Distribuição receita tributária disponível %



Fonte: Afonso e Castro (2019).

Além disso, o programa de ajuste fiscal serviu de mote à adoção de medidas adicionais contrárias à proposta da CF88. A aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE), rebatizado de Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) e depois de Desvinculação de Receitas da União (DRU), levou à retenção de parte das transferências constitucionais dos entes subnacionais e à desvinculação de parcela das receitas direcionadas a gastos específicos, ampliando o controle e o poder de manipulação federal da receita fiscal, em detrimento das outras esferas de governo.

A revisão da distribuição da receita tributária afetou, sobretudo, os estados. O ganho de receita alcançado em 1988 logo se perdeu e esses entes perderam participação na distribuição da receita tributária disponível, enquanto os municípios, de forma inédita, assumiram posição de maior destaque.

A expansão da agenda liberal e o abandono das políticas de caráter regional deixaram em aberto a disputa entre entes de poder econômico assimétrico por novos investimentos. A falta de mecanismos institucionais de combate às disparidades e o caráter competitivo do desenvolvimento regional alçaram a guerra fiscal à situação de (quase) única alternativa. O esforço em atrair recursos e elevar a arrecadação, acabou por ampliar o montante de gastos tributários e afetar o potencial de arrecadação do ICMS, com reflexo no poder financeiro estadual.

O redesenho da proposta de federação idealizada em 1988 ganhou novas cores com o avanço da União no controle da questão fiscal e na definição de encargos e de arranjos na estruturação das políticas públicas. O seu poder jurisdicional deu a base necessária à concentração do poder da esfera federal, com a edição de um conjunto de normas legais responsáveis pela regulação do modelo de atuação de várias áreas²³.

O processo obedeceu a uma dupla *démarche*. De um lado, a configuração anterior mudou com a crescente descentralização dos gastos com políticas públicas. O movimento, iniciado de forma caótica na *operação desmonte*, transformou-se em política deliberada de alteração da estrutura institucional do federalismo brasileiro. A centralização do regime militar deu lugar à transferência das políticas públicas aos governos subnacionais, com relevante peso dos municípios, acompanhada do aumento dos recursos federais no atendimento dos vários programas. De outro, o deslocamento das políticas públicas e o repasse de recursos federais ocorreram em condições particulares, com o centro assumindo a tarefa de definir os programas, fixar as normas de gestão e de aplicação financeira, enquanto os entes subnacionais, em busca das verbas prometidas, aceitaram participar e se obrigaram a direcionar parte dos recursos próprios como contrapartida dos repasses federais²⁴.

A descentralização, idealizada em nome da equidade federativa, percorreu outro caminho. O domínio federal foi além do esperado no retorno à democracia. Os diferentes programas de gastos subordinaram-se aos preceitos definidos no centro e os governos subnacionais perderam autonomia na condução de política própria, sobretudo, os municípios, transformados em caudatários, dependentes, mesmo que em diferentes graus, das condições de articulação com a esfera federal²⁵.

A outra face da centralização do poder ocorreu na gestão das finanças públicas. O governo FHC, com o sucesso do Plano Real e a fragilização dos entes subnacionais, desfrutou de correlação de forças favorável para levar adiante o projeto político liberal e adequar o regime fiscal brasileiro às diretrizes determinadas pela visão macroeconômica convencional (Lopreato, 2013, cap. 1).

A renegociação das dívidas (Lei n. 9496/1997) definiu normas, consistentes com a visão do *hard budget constraint*, que levaram à União a arbitrar o comportamento das finanças públicas e a impor políticas de ajuste como norma de conduta fiscal dos entes subnacionais. A União abandonou a prática de garantir apoio financeiro sem exigir contrapartidas, presente em renegociações passadas, e passou a cobrar a geração de superávits primários no valor necessário à cobertura do montante de juros e amortização e à redução gradual da relação entre a dívida e a receita fiscal.

A norma legal foi além do movimento tradicional de ajustar o serviço da dívida ao fluxo das receitas. Usou a diferenciação de juros (6%, 7,5% ou 9%), no caso de os entes amortizarem parte (20%, 10% ou nada) do valor negociado à vista, como instrumento de reforma patrimonial. A

²³ Cabe lembrar, entre outras, as normas: de restrição à criação de municípios (EC n. 15); a imposição de limites de gastos dos legislativos (EC n. 25); a reforma previdenciária (EC n. 20); a aprovação do Fundef (EC n. 14); a fixação de gastos na saúde (EC n.29); a criação do Fundo de Combate e Erradicação da Pobreza (EC n. 31) e as regras de gestão do SUS.

²⁴ Para a análise do processo de descentralização das políticas públicas veja, entre outros, os trabalhos de Arretche (2012; 2005)

²⁵ Serralha (2018) discute a perda de autonomia das capitais brasileiras na definição de programas de gastos e na alocação de receitas próprias.

aceleração das privatizações das empresas e bancos estaduais – estes no bojo do programa federal de reestruturação bancária (PROES) – alteraram, duplamente, a organização administrativa e o modelo de atuação dos governos estaduais (Lopreato, 2013, cap. 4).

A privatização das empresas estatais e, conseqüentemente, o fim das articulações entre as unidades federais e as congêneres estaduais, eliminou um dos tradicionais elos de barganha política usados no manejo do pacto federativo. Os governadores, nas relações com o centro, negociavam o acesso aos investimentos das estatais federais e usavam como moeda de troca o apoio às ações do governo e à formação de maioria no Congresso. Por outro lado, o controle dos gastos das estatais, associado aos empréstimos dos bancos estaduais, colocava em suas mãos poderoso instrumento usado na costura política com os prefeitos e outros interesses do poder local.

Além disso, as privatizações afetaram as articulações no interior dos próprios estados. A perda de empresas e bancos reconfigurou as práticas administrativas e financeiras estaduais ao eliminar as conexões entre Tesouros, empresas e bancos estaduais. A possibilidade até então presente de alavancar os gastos acima do limite definido pelo caixa do Tesouro deixou de existir. Os governadores, sem contar com os recursos das empresas e o apoio dos bancos estaduais e sem poder recorrer a operações de crédito enquanto o estado não se enquadrasse nos parâmetros fixados no acordo de renegociação da dívida, perderam a capacidade de ampliarem os gastos correntes e de investimentos, já que o campo possível de atuação ficou restrito ao espaço delineado pelo orçamento fiscal.

A aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LC n. 101/2000) tornou a regulação federal perene e consolidou o novo regime fiscal. O conjunto de regras enquadrando as finanças de estados e municípios à lógica de ajuste traçada no centro. Os memorandos técnicos de entendimento, acordados com a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), ao determinarem metas fiscais periódicas e normas de gestão orçamentária, cortaram graus de autonomia dos entes subnacionais e os tornaram reféns da negociação de condições específicas.

Os estados, em particular, envoltos pela crise fiscal, deixaram para trás o período de retomada do poder político na volta da democracia e, sem condições de sustentarem os seus espaços de atuação, perderam expressão na configuração do arranjo federativo. O medíocre comportamento econômico, refletido no baixo dinamismo do ICMS, a perda de arrecadação por conta da guerra fiscal e as restrições de acesso a crédito, ao lado da obrigação de gerar os superávits primários exigidos no pagamento do serviço da dívida, restringiram os programas de expansão de gastos e geraram as políticas de ajuste fiscal.

Os anos de crescimento moderado do governo Lula deram algum fôlego aos estados. O momento favorável abriu algumas frentes de investimentos, sem alterar o campo de ação, o alcance político dos governadores ou a lógica de inserção estadual na estrutura federativa.

O novo formato da estrutura federativa realçou a força da União, com funções ampliadas, em que aliou o poder tradicional de comando da política econômica e da estratégia de desenvolvimento, ao relacionamento direto com os estados e municípios e às novas funções de regulação na área fiscal e no campo das políticas públicas (Figura 2).

A centralização das diretrizes observadas nas diferentes áreas ganhou espaço inusitado com o comando das normas de conduta fiscal e de gestão das políticas públicas. Em questões de ordem

fiscal, a STN tornou-se a interlocutora principal, gestora do programa de ajuste e das normas de acesso a crédito. Nas políticas públicas, a esfera federal usou os ministérios e outros órgãos para a realização de convênios, repasses de recursos e edição de normas diretivas, de modo a definir o modelo de gestão de programas e de aplicação dos recursos financeiros.

O modelo atual deixou para trás as características do tempo de arbítrio do regime militar e os anos de apogeu da liderança estadual, dando lugar ao que se pode chamar de um federalismo centralizado, onde prevalece a posição federal de ditar a conduta nas diferentes áreas, além de mudanças no modo de atuação de estados e municípios.

Os governos estaduais, sem as condições vigentes que os colocavam em posição privilegiada anteriormente, perderam espaços na interlocução com os entes locais e na mediação do jogo das relações intergovernamentais.

A inflexão do poder estadual ganhou corpo nos anos 90. Os barões da federação, como chamou Abrucio (1998), não sustentaram o desempenho passado e, gradativamente, apresentaram queda de relevância. A falta de soluções próprias no enfrentamento da crise fiscal e o custo financeiro explosivo da rolagem integral da dívida (principal e juros) comprometeram o quadro financeiro estadual e, fragmentados, não lograram um acordo de encaminhamento da dívida pública e de revisão do pacto nacional. A ausência de posições acordadas levou ao arbítrio e a centralização das decisões, com os estados relegados à posição de reféns das deliberações federais (Lopreato, 2000).

As reformas do governo FHC e as condições de renegociação da dívida pública sacramentaram a retração do protagonismo estadual, manifesta por diferentes canais: Primeiro, a perda das empresas e bancos estaduais, além da intermediação das ações federais, restringiu os instrumentos e o alcance de suas atuações. Segundo, a capacidade financeira e o poder de alavancar gastos perderam-se, em razão do medíocre comportamento do ICMS e do FPE, aliado aos custos da guerra fiscal e da dívida pública. Terceiro, a falta de fôlego financeiro deixou os governadores com poucas condições de responder às reivindicações e de costurar as alianças com o setor privado.

Além disso, as dificuldades comprometeram a interlocução com os prefeitos, essenciais no desenho de alianças políticas. Os dirigentes locais, cientes de que tinham pouco a ganhar, colocaram em plano secundário o modelo anterior de articulação com os estados porque a aliança com os governadores deixou de ter centralidade na reprodução do poder político e no sucesso da administração local. Finalmente, os estados, fragmentados e sem vigor na negociação de alternativas, cederam campo na interlocução nacional e tornaram-se subalternos aos ditames do governo federal.

A queda do protagonismo estadual contrariou a tradição federalista brasileira baseada na força da política regional e dos governadores. Não obstante, os estados, mesmo que em outros termos, importam e cumprem tarefas relevantes no arranjo federativo (Silva, 2020). No modelo presente, em que prevalece o controle federal e a descentralização das políticas públicas, com perda de autonomia das unidades executoras, os governos estaduais diferenciam-se cada vez mais pelas condições atreladas à capacidade de coordenar, de dar suporte técnico e financeiro, de colaborar na realização de políticas e ser o interlocutor privilegiado da esfera federal. A diversidade de situações reflete, em grande parte, a condição financeira, técnica e organizacional de cada estado e

o tipo de relações estabelecidas com os diferentes municípios, capazes de fazer a diferença na prestação de políticas públicas.

Os municípios, por sua vez, ganharam dimensão inusitada e os prefeitos reposicionaram-se no jogo político. Eles se afastaram da situação anterior em que predominava o atrelamento aos interesses dos governadores e a dependência de repasses, empréstimos, gastos de empresas estaduais e nomeação de correligionários, necessários à sustentação da administração local e dos projetos pessoais dos dirigentes. O menor alcance da atuação estadual levou ao afrouxamento dos elos econômicos e políticos com os governadores. O espaço acabou ocupado pela articulação direta com o centro, mais atuante no atendimento das demandas municipais e o responsável principal pelo repasse de verbas, assinatura de convênios e definição de programas de atendimento das demandas dos cidadãos, determinantes do sucesso do projeto político local.

O aumento de participação na receita tributária final disponível (ver Gráficos 4 e 5) e o estreitamento dos laços com a esfera federal, levaram os municípios a expandirem a oferta de serviços em diferentes áreas (saúde, educação, políticas sociais, habitação) e a presença na execução de políticas públicas, simultaneamente à colocação dos prefeitos como atores políticos no cenário nacional. Entretanto, a força inusitada dos governos locais na federação brasileira tem, em contradição, a expansão de normas limitantes à autonomia de realização das tarefas e da dependência de convênios e do valor de repasses, além da obediência às regras emanadas do centro.

Enfim, o novo modelo federativo mudou a composição das relações intergovernamentais e, como bem colocou Tavares de Almeida (2005), as questões envolvidas dificilmente podem ser definidas em termos simples, que tomam por base a dicotomia centralizada x descentralizada, já que são um arranjo complexo, de tendências que interagem de formas distintas e produzem resultados variados.

4 Considerações finais: os desafios da questão federativa

A análise até aqui discutiu a evolução do arranjo federativo brasileiro. As medidas da CF88 e do governo FHC promoveram a última grande mudança da ordem federativa e, desde então, alterações pontuais não delinearão o limiar de outra fase. Os traços gerais mantiveram-se e o sistema reproduziu velhas questões, alimentou conflitos, ora abertos ora latentes, sem força de romper o notório imobilismo e mudar.

O propósito neste tópico, com nível de abstração menor, é abordar entraves e desafios da ordem federativa, além de indicar medidas buscando rever a situação presente.

A dificuldade de mudar não está geralmente em reconhecer os problemas e sim em alcançar o consenso mínimo exigido na adoção de novos caminhos; sobretudo, em uma sociedade como a brasileira, com ampla diversidade econômica e social, em que a realização de acordos é complexa e esbarra no obstáculo de conciliar o coletivo, com os desejos particulares, setoriais e regionais.

A paralisia provoca tensões, amenizadas em momentos de crescimento, como no governo Lula, em que a expansão tributária acomodou interesses e permitiu atender demandas dos entes subnacionais. O alívio nas contas públicas, ao contornar as restrições fiscais dos primeiros anos pós-

renegociação das dívidas, descortinou a possibilidade de avanços. O revigorar de estados e municípios, a ascensão da renda nacional e a queda das disparidades regionais, resultantes da expansão econômica, facilitaram as negociações e a adequação de prioridades, sem traumas e sem reformas. O sonho logo se desfez. A crise e a contração da receita tributária, desde 2014, recolocaram em cena as disputas federativas, envolvendo a repartição da renda disponível, as disparidades regionais e os problemas fiscais dos entes subnacionais, revelando, mais uma vez, os entraves em alcançar metas comuns e resolver problemas.

A disparidade regional, negligenciada na fase liberal, voltou a chamar a atenção. As alterações da inserção brasileira no mercado internacional, com o avanço do centro oeste e a diferenciação de centros urbanos transformados em polos de concentração de riqueza, mexeram na realidade brasileira. As alterações do peso relativo das regiões e a recomposição territorial de estados e municípios reclamam um olhar diferenciado sobre o problema regional, com novas políticas de desenvolvimento e de transferências tributárias. Porém, a institucionalidade não se adaptou à nova realidade. Nos anos de políticas liberais, a questão não se colocou no radar e, nos demais, não se adotaram medidas efetivas capazes de alterar esse quadro. Não se mexeu no sistema de partilha nem no sistema tributário. O modelo de transferências continuou fortemente atrelado aos fundos constitucionais e a índices praticamente fixos, enquanto que não avançou a reforma do ICMS, com impacto direto na distribuição regional de renda.

Os atuais mecanismos de distribuição regional de renda, há muito considerados ineptos em lidar com os desequilíbrios federativos, passaram ao largo das transformações recentes e reclamam alterações urgentes. O FPE, apesar de ter mexido nos critérios de distribuição em 2013, continuou a ser um instrumento rígido²⁶ e incapaz de responder aos desafios presentes. O seu caráter distributivo não é suficiente para enfrentar as alterações da dinâmica regional nem o desigual desenvolvimento das unidades. O esvaziamento parcial do FPE afetou os estados de menor renda e a aplicação de critérios de distribuição não integrados às outras partes do sistema de transferências elevou a dispersão das receitas per capita dos entes²⁷.

O FPM, por sua vez, preservou critérios de distribuição semelhantes aos da reforma de 1966 e continuou a validar a falsa relação entre pobreza e tamanho do município. O fato de a distribuição dos recursos tomar por base o critério populacional beneficia os municípios de pequeno porte e penaliza os maiores, sobretudo as capitais, que enfrentam dificuldades de gestão dos serviços metropolitanos por concentrarem parcela expressiva da população de cada estado (Resende, 2006).

Além disso, o método de repartição, ao não levar em conta os outros elementos da receita potencial do governo local (nível de atividade econômica, transferências do ICMS e royalties do petróleo), reforça o quadro de desequilíbrio de renda. Os municípios pouco populosos, com expressiva atividade econômica ou acesso a outras formas de transferências, recebem alto valor de receita tributária per capita em comparação às unidades com população elevada e baixa densidade econômica, criando diferenças significativas de gasto per capita e cidadãos de primeira ou segunda linha de acordo com o local de moradia.

²⁶ O congelamento dos índices de rateio definido na LC 62 de 1989 só foi alterado, por meio da LC n. 143 de 2013, após o STF considerar inconstitucional a legislação então vigente e tratou de mudar para deixar tudo como antes, uma vez que as mudanças só terão algum resultado em um prazo muito longo, graças às regras de transição adotadas.

²⁷ O trabalho de Prado (2013) descreve exaustivamente o sistema de partilha e suas implicações

O uso do critério populacional justificava-se na reforma de 1966, por ser a fonte confiável de informação à época. Atualmente, não é aceitável manter condições semelhantes, pois se sabe que a disparidade de renda municipal é um problema presente no âmbito nacional, no interior dos estados e das regiões metropolitanas e existem condições de aperfeiçoar o sistema (Prado, 2013, cap. 4)²⁸.

Os critérios atuais dos fundos constitucionais atrelam o volume de recursos à situação específica de cada unidade, conforme o momento, e de forma independente. Ou seja, a distribuição dos recursos, como bem colocou Prado (2013, cap. 4), transformou-se no resultado aleatório de uma somatória de transferências definidas por critérios próprios, reguladas por normas isoladas, desconsiderando outras transferências, e modificadas sem levar em conta o conjunto.

Tem-se então que o atual sistema de partilha é inadequado para enfrentar as disparidades de renda. A reforma do arranjo federativo requer mudanças, integradas, dos sistemas tributário e de partilha. Todavia, a questão não recebeu atenção até o momento e não há sinais de que mecanismos dinâmicos de equalização fiscal, similares aos adotados, por exemplo, na Alemanha e Austrália, tornem-se objeto de discussão e favoreçam a redução dos desequilíbrios de renda pública per capita.

A inaptidão do sistema de partilha e a falta de políticas de desenvolvimento regional, associada à fragmentação estadual, provocam conflitos latentes ou escancarados, travestidos de buscas de ganhos tributários, em que o uso da guerra fiscal colocou-se como instrumento básico de acesso a investimentos e de melhor arrecadação.

O reconhecimento dos problemas não foi suficiente para romper o imobilismo. As sugestões de reforma tributária, quando ocorreram, não tiveram como ponto de partida a discussão do modelo de federação desejável. As propostas, no trato da distribuição horizontal da receita tributária, tomaram o *status quo* como dado e visaram causar o menor impacto possível. A defesa da redistribuição, mesmo considerando o longo prazo, é quase um tabu, aceita só quando se trata de abocanhar parte da receita federal²⁹. Na ausência de espaços de coordenação federativo, as disputas ocorrem, em geral, como reações individuais e desordenadas, em que a falta de consenso, graças à fragmentação de interesses, inviabiliza as mudanças.

As propostas de reformar o ICMS e acabar com a guerra fiscal colocaram em confronto a questão federativa e o direito de os estados manipularem as alíquotas do imposto. A disposição de cobrar o tributo no destino emperrou diante da incerteza dos resultados da reforma e do risco de o estado, sem medidas compensatórias, perder o seu instrumento de política de desenvolvimento. A falta de acordo sobre a questão regional e os rumos da federação constitui-se em entrave à alteração do ICMS. O risco de os estados, sobretudo os de menor renda, perderem a autonomia de

²⁸ É interessante notar que, em termos nacionais, a repartição do FPM privilegia MG e RS, estados com elevado número de municípios de baixa população. O instrumento vai contra o retrato da distribuição regional de renda e amplia as disparidades de municípios de diferentes regiões por se ater a regras de repasses do fundo atreladas apenas ao tamanho da população.

²⁹ A LC n. 143/2013, revisora dos critérios de distribuição do FPE, em resposta à exigência do STF, é um exemplo dessa posição. A lei manteve, em essência, condição semelhante à anterior e não buscou atacar as distorções da distribuição interestadual da receita tributária per capita.

comandar políticas próprias de atração de investimentos sem algo em troca e a ameaça de que a cobrança do tributo no destino provocará queda da receita tributária em outros paralisaram o processo.

O malogro em reformar o ICMS tem reflexo direto na dinâmica federativa. Na avaliação de Afonso et.al. (2019), o menor peso do tributo na carga tributária e no PIB é fator determinante da queda da participação estadual na distribuição da receita tributária. O atual modelo do ICMS não parece capaz de acompanhar as recentes transformações econômicas, uma vez que a sua base de arrecadação concentra-se fortemente na indústria de transformação e a economia cada vez mais se baseia em serviços. A retração só não foi maior em razão de o tributo incorporar os antigos impostos únicos sobre combustíveis, energia elétrica e comunicações, responsáveis por elevada parcela da arrecadação estadual.

A perda de potencial de arrecadação e a necessidade de conter a deterioração da capacidade tributária levaram os estados a buscarem alternativas não negociadas de receitas e agregarem disfunções ao sistema tributário. A superexploração dos antigos impostos únicos elevou a tributação de insumos essenciais e de uso geral na economia, com implicações no custo de atividades econômicas. O uso desordenado da substituição tributária (ST) trouxe graves distorções. As operações internas e interestaduais ganharam complexidade, cresceu o custo operacional das empresas trabalhando com regimes distintos e gerou conflitos, elevando o volume de demandas judiciais, a ponto de o STF ser forçado a intervir e arbitrar as pendências³⁰.

A reforma tributária tornou-se matéria essencial diante do acúmulo de distorções do atual sistema. O difícil é delinear a linha demarcatória entre o sistema tributário e os problemas federativos. A imbricação dos dois campos leva a que mudanças nos tributos interfiram na lógica federativa. Sem aprofundar essa discussão, a solução tributária não avança. A tentativa de simplificar o problema, altamente complexo, levou os governos, desde FHC, a deixar de lado o debate do pacto federativo e a assumir o compromisso de não haver alteração da distribuição funcional da renda, restringindo as mudanças à reformulação da tributação sobre bens e serviços e à simplificação da estrutura tributária.

O escopo limitado da reforma, visto como facilitador do debate, teve efeito contrário. A falta de um projeto de federação e dos sinais de como devem caminhar vários pontos da questão tributária dificulta conhecer a distribuição dos recursos, o potencial de arrecadação, a repartição do ônus tributário e o espaço a ser ocupado pelos estados e municípios. As discussões, presas às dúvidas sobre a cobrança no destino, acabaram restritas ao embate entre estados perdedores x ganhadores e deixaram de lado a questão do arranjo federativo. O governo buscou garantir que os estados não perderiam receita tributária, mas, sem ter clara a evolução de outros pontos, a incerteza acabou por paralisar a reforma³¹.

³⁰ O STF interveio e determinou a devolução do tributo no caso de existir diferença entre a que de fato ocorreu e a arrecadação arbitrada segundo o método de ST.

³¹ O texto de Orair e Gobetti (2019) faz uma ótima análise da atual proposta de reforma tributária, mostra os efeitos federativos e os mecanismos propostos de transição, envolvendo longo período, a fim de reproduzir a atual distribuição de receita tributária.

A federação, com os seus múltiplos problemas, demanda uma visão abrangente e a reforma, necessariamente, envolve diferentes dimensões: as disparidades regionais, a distribuição vertical e horizontal da receita tributária, em que se destaca a questão da equalização fiscal, e a redução da regressividade do sistema tributário. Alterações desse vulto requerem mudanças do sistema tributário e o de partilha, com reflexos nos impostos sobre bens e serviços e sobre o patrimônio e a renda, de pessoas físicas e jurídicas, além de revisões dos critérios de distribuição dos fundos constitucionais. Isto implica em enfrentar o desafio de não limitar o alcance da reforma à busca imediata da eficiência econômica e atender aos problemas das desigualdades pessoal e regional de renda, aliado à revisão do arranjo federativo.

A solução é complexa. Não existe varinha de condão em condições de resolver o problema sem um debate longo e maduro, principalmente, em um país onde o sentido de cooperação federativo é praticamente nulo e, diante de carências sempre presentes, ninguém se vê em condição de ceder nada. A dimensão do desafio gera a incredulidade no sucesso, mas, vale lembrar, a reforma tributária restrita aos tributos sobre bens e serviços é igualmente desafiadora.

A alternativa de realizar uma reforma geral coloca a chance de trabalhar com o valor da receita disponível de cada ente, arrecadação própria e transferências, o que facilita a construção de mecanismos de compensação das distorções da repartição da receita e da regressividade do sistema tributário, de modo a se buscar, **no tempo**, a aproximação das receitas per capita.

O desafio maior está em saber se, como nação, existe o desejo de combater as desigualdades. Em um país de herança escravocrata, em tempos de neoliberalismo, a inabilidade de negociar mudanças, de firmar acordos e de os vencedores cederem parte pequena de seus ganhos talvez reflita a situação confortável dos formuladores das regras desse jogo.

A incapacidade de avançar soluções gerais, associada ao imobilismo sempre presente, levou o embate a se concentrar em questões pontuais, todas relevantes e antigas, transformadas em matérias urgentes, parciais e recorrentes, necessárias diante da crise das finanças públicas. As medidas adotadas, descoladas de modelo próprio de federação, consistiram em proposições de ocasião, abertas a conflitos e sujeitas a revisões ao sabor da conjuntura.

O movimento centrado, inicialmente, na repartição vertical da receita tributária, voltou-se à luta para conter a queda da arrecadação dos governos subnacionais, abrindo diferentes flancos de disputa. Os municípios saíram à frente: depois de obterem 1 p.p. de aumento do FPM em 2007 (EC55) ganharam outro ponto adicional em 2014 (EC 84), elevando a participação do fundo constitucional a 24,5% do IR e IPI. Os estados, por sua vez, abriram duas frentes de luta, com reflexo na repartição horizontal e vertical das receitas tributárias.

A primeira envolveu a disputa sobre os critérios de distribuição dos royalties de petróleo do regime de concessão³² e os do regime de partilha utilizado na exploração do pré-sal. A revisão da

³² O critério de distribuição do regime de concessão, definido em lei de 1997, determinou que, na exploração em terra, as receitas dos royalties até 5% caberiam, fundamentalmente, aos estados (70%) e municípios (20%) produtores e os outros 10% aos municípios afetados na operação. Nos recursos excedentes aos 5%, a participação destas unidades cairia, respectivamente, para 30%, 30% e 10% e o restante seria distribuído aos demais entes subnacionais (10%) e para a União (20%). No caso da exploração no mar, a repartição dos recursos seria mais equitativa, a fim de contemplar as outras unidades. Os estados e municípios produtores ficariam com parcelas iguais de 22,5%, os municípios afetados na operação teriam direito a 7,5% e igual montante seria destinado aos demais entes subnacionais, enquanto à União caberia 40% dos recursos totais.

norma colocou em disputa as unidades produtoras e não produtoras e dividiu o executivo federal e o poder legislativo sobre os caminhos a seguir. O caráter não cooperativo da federação brasileira ajudou a acirrar as desavenças e inibir o consenso. Na falta de projeto abrangente de federalismo, prevaleceu a máxima popular de que se a farinha é pouca quero o meu pirão primeiro.

A Lei 12.734/2012 definiu que valeria no regime de partilha a distribuição prevista na lei anterior e os critérios seriam os mesmos nos antigos e nos novos contratos, enquanto a distribuição dos recursos do regime de concessão adotaria a legislação de 1997 na produção em terra, a ser alterada caso a produção ocorresse no mar. A grita dos estados produtores levou a Presidente Dilma a vetar parte do projeto. O Congresso derrubou o veto e restabeleceu o conteúdo da lei, logo questionada pelo Rio de Janeiro, por meio de uma Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADIN), que alterou novamente os critérios de distribuição dos royalties e deixou o processo em aberto³³.

A segunda frente de conflito resultou da reivindicação dos governos subnacionais de substituir o indexador das dívidas negociadas em 1997 (IGP-DI + juros). A longa negociação levou a um acordo inicial³⁴, aproveitando a disposição federal, de momento, de facilitar o aumento dos gastos dos governos subnacionais como parte da estratégia de crescimento. A crise econômica e política de 2015 reconfigurou o embate e a União deixou de cumprir o acordo até que outra legislação (LC 151/2015) definiu o imbróglio e estabeleceu o final de janeiro de 2016 como data limite de revisão dos contratos.

O ganho estadual mostrou-se efêmero. A fragilização financeira deixou os estados sem condições de cumprir as obrigações da dívida renegociada e sujeitos às diferentes formas de pressão. A União, ainda no governo Dilma, usou sua posição de força para adotar um modelo *ad hoc* no trato das unidades em crise, exigindo, como parte do acerto de renegociação do pagamento do serviço da dívida de 1997³⁵, duras contrapartidas. A tratativa gerou resistências e atritos, superados, momentaneamente, no governo Temer (LC 156/2016). A redução extraordinária da parcela mensal dos encargos das dívidas com a União e o BNDES ocorreu em troca do compromisso de os estados aprovarem leis fixando, nos dois anos seguintes à assinatura do trato, normas de controle orçamentário emulando a política federal de teto de gastos (Lopreato, 2018).

³³ A ADIN suspendeu parcialmente os efeitos da lei e atrelou a distribuição dos royalties às regras definidas nas Leis 9478/1997 e 7990/1989, alterada em parte pela lei de 2012. De acordo com a ANP atualmente a distribuição ocorre da seguinte forma: No regime de concessão, em terra, segue a lei de 1997, com distribuição de 70% e 30%, respectivamente, aos estados e municípios produtores e 10% aos municípios afetados pelo processo, nos casos de 5% do valor da produção. No caso da parcela com mais de 5%, vale a Lei 9478/12 alterada pela Lei 12734, cabendo 52,5% aos estados e 15 aos municípios produtores; a União – fundo social fica com 12,5% e a União – educação e saúde com outros 12,5%, os restantes 7,5% são dos municípios afetados. Na produção em mar, nos regimes de concessão, cessão onerosa e partilha, na parcela até 5%, estados e municípios produtores ficam cada um com 30%, a União com 20%, municípios afetados com 10%, o fundo especial dos estados e municípios ficam, respectivamente, com 2% e 8%. Na parcela acima de 5%, cabe à União 40%, os estados e municípios produtores recebem cada 22,5%, os municípios afetados 10% e o fundo especial 7,5%.

³⁴ A LC 148/2014 fixou o IPCA + 4% ou a Selic, o que fosse menor, como novo indexador e determinou a obrigatoriedade de a União conceder descontos sobre os saldos devedores dos contratos no valor correspondente à diferença do montante em 1º de janeiro de 2013 e o valor calculado pela variação acumulada da Selic desde a assinatura dos respectivos contratos.

³⁵ O propósito era alongar os contratos negociados em 1997 por até 240 meses, com redução de 40% do valor da prestação mensal por um período de 24 meses, como meio de os estados reduzirem os gastos e enfrentarem a crise.

Os menores gastos com a dívida trouxeram algum alívio fiscal, sem solucionar a questão. Na ausência de normais institucionais de tratamento do problema, restou o vácuo. A solução, veio por meio de proposta *ad hoc* de ajuda financeira, o RRF – Regime de Recuperação Fiscal (LC 159/2017), negociado individualmente, em condições particulares³⁶, em que a esfera federal usou a frágil situação da unidade para definir regras não pactuadas previamente e propor outro modelo de controle das contas fiscais.

A circunstância refletiu o desbalanceamento de forças entre as esferas de governo. A renegociação de 1997 definiu normas de conduta orçamentária. A aprovação da LRF institucionalizou esse processo, fixou os parâmetros fiscais e reforçou o poder de supervisão federal. A novidade agora está no alcance do controle federal e as implicações na ordem federativa. O programa não se limita a fixar parâmetros gerais de conduta de gestão pública, como limites de endividamento ou de gastos com pessoal. As normas assumiram caráter estrito e posturas detalhadas, com indicações específicas de gestão orçamentária³⁷. Não se trata de ruptura do

³⁶ O estado para aderir ao programa tem que atender, cumulativamente, aos seguintes requisitos: I – receita corrente líquida anual menor que a dívida consolidada ao final do exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; II – despesas liquidadas com pessoal, com juros e amortizações, que somados representem, no mínimo, 70% (setenta por cento) da receita corrente líquida aferida no exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; e III – valor total de obrigações contraídas maior que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação.

³⁷ Conforme coloca o Art. 8º: São vedados ao Estado durante a vigência do Regime de Recuperação Fiscal:

I – a concessão, a qualquer título, de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração de membros dos Poderes ou de órgãos, de servidores e empregados públicos e de militares, exceto aqueles provenientes de sentença judicial transitada em julgado, ressalvado o disposto no inciso X do **caput** do art. 37 da Constituição Federal;

II – a criação de cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa;

III – a alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa;

IV – a admissão ou a contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas as reposições de cargos de chefia e de direção que não acarretem aumento de despesa e aquelas decorrentes de vacância de cargo efetivo ou vitalício;

V – a realização de concurso público, ressalvadas as hipóteses de reposição de vacância;

VI – a criação ou a majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou benefícios de qualquer natureza em favor de membros dos Poderes, do Ministério Público ou da Defensoria Pública, de servidores e empregados públicos e de militares;

VII – a criação de despesa obrigatória de caráter continuado;

VIII – a adoção de medida que implique reajuste de despesa obrigatória acima da variação anual do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), ou de outro que vier a substituí-lo, ou da variação anual da receita corrente líquida apurada na forma do inciso IV do **caput** do art. 2º da Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000, o que for menor;

IX – a concessão ou a ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária da qual decorra renúncia de receita, ressalvados os concedidos nos termos da alínea "g" do inciso XII do § 2º do art. 155 da Constituição Federal;

X – o empenho ou a contratação de despesas com publicidade e propaganda, exceto para as áreas de saúde, segurança, educação no trânsito e outras de demonstrada utilidade pública;

XI – a celebração de convênio, acordo, ajuste ou outros tipos de instrumentos que envolvam a transferência de recursos para outros entes federativos ou para organizações da sociedade civil, ressalvados:

a) aqueles necessários para a efetiva recuperação fiscal;

b) as renovações de instrumentos já vigentes no momento da adesão ao Regime de Recuperação Fiscal;

preceito de adoção de regras fiscais no trato das finanças subnacionais. A novidade está no rigor e, sobretudo, na força da ingerência federal em determinar as formas de conduta fiscal.

O reflexo na ordem federativa é notório. As unidades perdem a autonomia de definirem até a própria política de ajuste e são forçadas a seguirem os parâmetros ditados do poder central. O grau de concentração de poder atingiu patamar inusitado, mesmo em se tratando de país com federalismo centralizado, em que a esfera federal dita as políticas públicas e as diretrizes de atuação. Na ausência de discussões sobre o que se quer da federação, as soluções pontuais definem o arranjo de momento, com estados e municípios, isolados, cumprindo as determinações.

O uso de arenas intermediárias de negociação pode ser pensado como caminho alternativo na revisão do alcance do poder de cada esfera de governo e do próprio sentido de federação. Não há tal preocupação atualmente. Os caminhos trilhados nas propostas de reforma tributária³⁸ e de revisão do pacto federativo³⁹ vão em direção contrária, pois se a primeira se limita a reformular e simplificar o tributo sobre bens e serviços, a outra coloca em xeque a própria ideia de federação. O contraponto surgiu diante da necessidade de responder ao caos gerado pela pandemia. A criação do consórcio do Nordeste⁴⁰, visando sustentar, de modo articulado, a posição de um grupo de estados no enfrentamento do vírus e no embate com o governo central, pode vir a ser, com a ampliação das negociações, o embrião de um poder intermediário capaz de devolver aos governos estaduais parte do protagonismo de outros tempos.

Referências bibliográficas

ABRUCIO, F. L. *Os Barões da Federação*. Os governadores e a redemocratização brasileira. São Paulo: Ed. Hucitec/Departamento Ciências Sociais USP, 1998.

ABRUCIO, F. L. A Coordenação Federativa no Brasil: a experiência do período FHC e os desafios do governo Lula. *Rev. Sociol. Polít.*, Curitiba, 24, p. 41-67, jun. 2005.

AFONSO, J. R.; CASTRO, K. P. Carga Tributaria Brasileña en perspectiva histórica. Estadísticas Revisadas. *Revista de Administración Tributaria*, n. 45, Sept. 2019.

c) aqueles decorrentes de parcerias com organizações sociais e que impliquem redução de despesa, comprovada pelo Conselho de Supervisão de que trata o art. 6º;

d) aqueles destinados a serviços essenciais, a situações emergenciais, a atividades de assistência social relativas a ações voltadas para pessoas com deficiência, idosos e mulheres jovens em situação de risco e, suplementarmente, ao cumprimento de limites constitucionais;

XII – a contratação de operações de crédito e o recebimento ou a concessão de garantia, ressalvadas aquelas autorizadas no âmbito do Regime de Recuperação Fiscal, na forma estabelecida pelo art. 11.

Parágrafo único. O Regime de Recuperação Fiscal impõe as restrições de que trata o **caput** deste artigo a todos os Poderes, aos órgãos, às entidades e aos fundos do Estado.

³⁸ A referência aqui abrange as principais propostas de reforma tributária em discussão no Congresso e as PECs 186, 187 e 188 encaminhadas ao legislativo em fins de 2019.

³⁹ Proposta de Emenda à Constituição n. 188, de 2019.

⁴⁰ Grupo de governadores dos estados do Nordeste com o objetivo de tratar os impactos da pandemia e de defender os interesses estaduais.

ARRETCHE, M. *Democracia, federalismo e centralização no Brasil*. Rio de Janeiro: Editora FGV; Editora Fiocruz, 2012.

ARRETCHE, M. Quem taxa e quem gasta: a barganha federativa na federação brasileira. *Rev. Sociologia e Política*, Curitiba, n. 24, jun. 2005.

BASTOS, T. *A Província – Estudo sobre a descentralização no Brasil*. Rio de Janeiro, 1870.

CAMARGO, A. Do federalismo oligárquico ao federalismo democrático. In: PANDOLFI, Dulce (Org.). *Repensando o Estado Novo*. Rio de Janeiro: Ed. Fundação Getúlio Vargas, 1999. 345p.

COSTA, W. P. A questão fiscal na transformação republicana – continuidade e descontinuidade. *Economia e Sociedade*, n. 10, p. 141-174, jun. 1998.

DINIZ, Eli. Engenharia institucional e políticas públicas: dos conselhos técnicos às câmaras setoriais. In: PANDOLFI, Dulce (Org.). *Repensando o Estado Novo*. Rio de Janeiro: Ed. Fundação Getúlio Vargas, 1999. 345p.

DRAIBE, S. *Rumos e metamorfose – Estado e industrialização no Brasil:1930/1960*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.

DOLHNIKOFF, M. *O Pacto Imperial – Origens do federalismo no Brasil*. São Paulo: Globo, 2005.

FONSECA, P. C. D. Instituições e política econômica: crise e crescimento do Brasil na década de 1930. In: BASTOS, P. P. Z.; FONSECA, P. C. D. (Org.). *A Era Vargas: desenvolvimentismo, economia e sociedade*. São Paulo: Editora Unesp, 2012.

KUGELMAS, E. *Difícil hegemonia – Um estudo sobre São Paulo na Primeira República*. Tese (Doutorado)–Universidade de São Paulo, 1986.

LOPREATO, F. L. C. *Caminhos da política fiscal do Brasil*. São Paulo: Editora Unesp, 2013.

LOPREATO, F. L. C. *Governos estaduais: o retorno à debilidade financeira*. Campinas: IE. Unicamp, maio 2018. (Texto para Discussão, n. 338).

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

LOPREATO, F. L. C. O endividamento dos governos estaduais nos anos 90. *Economia e Sociedade*, Campinas, Instituto de Economia, Unicamp, v. 15, p. 117-158, dez. 2000.

NUNES LEAL, V. *Coronelismo, enxada e voto – o município e o regime representativo no Brasil*. 7. ed. São Paulo: Cia das Letras, 2012.

NUNES, E. *A gramática política do Brasil: clientelismo e insulamento burocrático*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Ed.; Brasília: Déficit, Enap, 1997.

OLIVEIRA, F. A. *A evolução da estrutura tributária e do fisco brasileiro: 1889-2009*. Brasília: Ipea, jan. 2010. (Texto para Discussão, n. 1469).

ORAIR, R. O.; GOBETTI, S. W. *Reforma Tributária e Federalismo fiscal: uma análise das propostas de criação de um novo imposto sobre o valor adicionado para o Brasil*. Brasília; Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Ipea, dez. 2019. (Texto para Discussão, n. 2530).

PRADO, S. *A questão fiscal na Federação Brasileira: diagnóstico e alternativas*. Cepal – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, Mar. 2007. (LC/BRS/R.179).

PRADO, S. *Cinco ensaios sobre federalismo e federação brasileira*. Tese (Livre-Docência)–Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2013.

REZENDE, F. Autonomia política e dependência financeira: uma análise das transformações recentes nas relações intergovernamentais e seus reflexos sobre a situação financeira dos Estados. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 3, p. 489-540, dez. 1982.

RODRIGUEZ, V. Federalismo e interesses regionais. In: AFFONSO, Rui; SILVA, Pedro Luiz B. (Org.). *A Federação em perspectiva: ensaios selecionados*. São Paulo: Fundap, 1995.

ROURE, A. *A Constituinte Republicana*. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1920. v. I e II.

SCHWARTZMAN, S. (Org.). *Estado Novo, um auto retrato*. Brasília: CPDOC/FGV/Editora Universidade de Brasília, 1982. Capítulo 3, Finanças Públicas. (Coleção Temas Brasileiros, 24).

SERRALHA, F. *O difícil encontro entre a autonomia para arrecadar recursos próprios, versus a rigidez orçamentária das capitais brasileiras, entre 1995 a 2010*. Dissertação (Mestrado)–IE-Unicamp, Campinas, 2018.

SILVA, A. L. N. da. *Os estados importam! Determinantes da cooperação subnacional nas políticas de educação e saúde do Brasil*. Tese (Doutorado)–Fundação Getúlio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo, 2020.

SOUZA, M. C. C. C. de. *Estado e Partidos Políticos no Brasil (1930 a 1964)*. São Paulo: Editora Alfa-Omega, 1976.

TAVARES DE ALMEIDA, M. H. Recentralizando a Federação. *Revista de Sociologia e Política*, Curitiba, 24, p. 29-40, jun. 2005.

TORRES, J. C. de OLIVEIRA. *A formação do federalismo no Brasil*. Brasília: Câmara dos Deputados, Edições Câmara, 2017.

PARTE VI
POLÍTICA FISCAL E MONETÁRIA
NOS USA PÓS-CRISE DE 2008

1 Introdução

O estudo compõe-se de dois ensaios com o objetivo de investigar as relações do Tesouro com o Banco Central e a gestão da dívida pública dos Estados Unidos da América (EUA), a fim de ajudar a pensar as especificidades da situação brasileira. Neste primeiro texto, a atenção volta-se aos fatores institucionais responsáveis por delinear a interação entre as políticas monetária, fiscal e de administração da dívida pública, bem como a operacionalidade na articulação com o setor privado financeiro e não financeiro. O segundo concentra-se na análise da gestão da dívida pública.

A discussão é fortemente marcada pela crise mundial de 2008, cuja profundidade provocou a reação do Tesouro e do Federal Reserve System (Fed), forçado a sustentar importantes setores da economia e a desenvolver ações não convencionais de política monetária. O *modus operandi* anterior à crise sofreu mudanças institucionais – como o pagamento de juros sobre as reservas não obrigatórias – e adotou procedimentos pouco usuais até aquele momento. Observa-se maior articulação entre o Tesouro e o Banco Central – a ponto de alguns economistas questionarem a propalada independência do Fed – e novos comportamentos dos diferentes agentes (financeiros e não financeiros), bem como mudanças na operacionalidade da gestão da dívida pública.

O propósito é apreender as alterações decorrentes das ações do Tesouro e do em resposta à crise. A análise divide-se em dois movimentos: i) as características da administração da dívida pública e da interação entre as políticas fiscal e monetária na fase anterior a 2008 e ii) as mudanças no momento em que o Tesouro e o Fed intervém na economia em razão da crise mundial.

2 O Federal Reserve e a política monetária

O Federal Reserve (Fed) foi constituído por ato do Congresso (*Federal Reserve Act*, Lei de 23/12/1913) como resultado do movimento iniciado com a crise de 1907, quando o legislativo estabeleceu a *National Monetary Commission*, com o propósito de criar uma instituição capaz de prevenir e enfrentar problemas de caráter financeiro. É um sistema Federal integrado por uma agência governamental central, o *Board of Governors*, composta de 7 membros, indicados pelo Presidente dos EUA e confirmado pelo Senado Federal, com mandatos de 14 anos, vedada a recondução². Os indicados a Presidente e Vice Presidente devem ser membros do *Board* ou conduzidos no mesmo ato de nomeação, com mandatos de 4 anos e direito a recondução. O sistema é composto de 12 *Federal Reserve Banks* regionais, responsáveis pela supervisão do sistema

¹ Publicado originalmente como Texto para Discussão IE/UNICAMP, n. 341, junho 2018. O texto contou com o apoio do Ipea e trabalhou com as informações disponíveis até o final de 2014..

² No caso de um membro sair antes do término do mandato, o seu substituto, depois de concluir o período restante, pode ser indicado para um mandato pleno.

bancário em sua jurisdição³, com diretoria própria composta de 9 membros, sujeitos ao órgão central⁴, além do Federal *Open Market Committee* (FOMC), formado pelos membros do *Board*, pelo presidente do *Federal Reserve Bank of New York* (FRBNY) e outros 4 presidentes das demais instituições regionais, que ocupam a posição em rodízio (Fed – Federal Reserve System, 2005).

Após a constituição do Fed, outros atos legislativos alteraram e complementaram as finalidades de atuação do órgão. O Congresso aprovou ao longo do tempo normas definindo os objetivos primários da política econômica nacional, com impacto direto nas diretrizes da autoridade monetária⁵. Segundo o modelo atualmente vigente, o órgão tem por dever defender a estabilidade de preços, além de crescimento condizente com o potencial da economia, o nível de emprego e taxas moderadas de juros de longo prazo.

O Fed constituiu-se, desde a sua criação, como instituição independente, no sentido de que as suas decisões não precisam ser ratificadas pelo Presidente ou por qualquer outra autoridade do Poder Executivo. Porém, o órgão está sujeito à supervisão e subordinado às diretrizes emanadas do Congresso. O fato de o Congresso ter presença relevante na discussão de matérias monetárias sugere que a sua linha de atuação está sob a constante vigilância e pressão do legislativo⁶. O Fed (2005), na exposição de suas finalidades e funções, destaca o sistema como “*independent within the government*”, por trabalhar de acordo com os objetivos econômicos e a política monetária e

³ As seções 5 e 7 do *Federal Reserve Act* determinam que cada agente (*member bank*) do sistema é obrigado a subscrever parte do capital do *Fed bank* ao qual está filiado, em valor equivalente a 6% do seu próprio capital, sendo que metade desse montante é pago (refere-se a isso como *capital paid in*) e o restante está sujeito à requisição do Fed. A lei estipula que, depois de descontadas as despesas, devem ser pagos dividendos de 6% ao ano aos bancos membros. Além disso, a política do *Board of Governors* determina que a porção do ganho líquido de cada *Fed bank* que resta após o pagamento dos dividendos é depositado em *surplus fund*, sendo que parte deste montante é retido como capital excedente (*surplus capital*) em um montante equivalente ao *capital paid in*. Finalmente, o valor líquido, descontadas as despesas, os dividendos e o *surplus capital*, é transferido ao Tesouro.

⁴ Os 9 membros da diretoria dos bancos regionais devem representar os interesses (bancários, comerciais, industriais, agrícolas e públicos) existentes em cada área de atuação da instituição, sendo 3 deles representantes dos bancos comerciais de cada distrito (diretores classe A), enquanto que os diretores classe B e C são representantes do público. Os bancos comerciais do distrito elegem os diretores classes A e B e o *Board of Governors* indica os diretores classe C e entre eles seleciona um para ser o *chairman* e outro para ser o *deputy chairman*. Os diretores escolhem o Presidente e Vice Presidente, mas a indicação é sujeita à aprovação do *Board of Governors*.

⁵ São eles: o Employment Act de 1946; o Federal Reserve Reform Act de 1977 e o Full Employment and Balanced Growth Act de 1978, conhecido por Humphrey-Hawkins Act.

⁶ Como coloca Labonte (2014, p. 2): “*Before the recent financial crisis, oversight of the Fed already occurred in a number of forms. Regular congressional oversight of the Fed was, and still is, done through statutorily required semi-annual hearings with and written reports to the House Financial Services Committee and the Senate Banking, Housing, and Urban Affairs Committee, as well as ad hoc hearings on more focused topics, such as the Fed’s response to the financial crisis. Indeed, the House Financial Services Committee has a subcommittee dedicated primarily to monetary policy issues, the Subcommittee on Monetary Policy and Trade.*” Além disso, o Fed está sujeito à auditoria do Government Accountability Office (GAO). Como aparece em sua página da internet (<http://www.gao.gov/about/index.html>): “*The U.S. Government Accountability Office (GAO) is an independent, nonpartisan agency that works for Congress. Often called the “congressional watchdog,” GAO investigates how the Federal government spends taxpayer dollars. ... Our Mission is to support the Congress in meeting its constitutional responsibilities and to help improve the performance and ensure the accountability of the Federal government for the benefit of the American people.*”

financeira definida pelo governo, o que requer, como destaca Santoro (2012), estreita relação com o Tesouro no cumprimento de suas responsabilidades estatutárias.

O instrumento central da política monetária é a *Federal Funds Rate* (FFR) – a taxa à qual as instituições participantes do mercado monetário negociam recursos junto ao Fed⁷. Até a crise mundial de 2008, o Fed seguiu o consenso no pensamento dominante sobre a condução da política monetária e da governança macroeconômica, atuando como órgão independente na determinação da *Fund Rate* e usando as operações de *open market* como o principal instrumento de defesa da meta de juros.

As formas de ação do Fed são entrelaçadas à política fiscal e devem ser entendidas levando em conta os seus efeitos sobre o Tesouro, considerando as diferenças de quando se trata de tempos normais e de tempos de crise.

A metodologia proposta por Goodfriend (2011) para entender a atuação do Fed na crise classifica as iniciativas do órgão em três linhas básicas: i) política monetária pura; ii) política de crédito e iii) política de pagamento de juros nas reservas. A política monetária pura consiste no manejo tradicional da FFR visando alcançar a taxa de juros definida pelo FOMC. A política de crédito envolve a compra de títulos de emissão do setor privado ou de entidades governamentais (*government-sponsored enterprises – GSEs*) ou a criação de reservas por meio do redesconto, ações que provocam mudanças na composição do balanço do Fed. A política de pagamento de juros na reserva consiste em remunerar as reservas não obrigatórias, cujo objetivo é manejar a política de taxa de juros e impor um piso para a FFR.

O uso dessas categorias é pouco relevante na fase pré-crise porque prevaleceu o modelo implícito de metas de inflação, baseado no controle da taxa de juros, com baixa expressão da política de crédito e sem a autorização de se pagar juros nas reservas não obrigatórias. A classificação, no entanto, ajuda a entender as ações do Fed e as suas relações com a política fiscal quando se analisar as medidas em resposta à crise.

2.1 Política monetária e a fixação da taxa de juros básica

O propósito nesta parte do texto é apresentar o modelo institucional de política monetária, cuja preocupação é manter a FFR na meta fixada pelo FOMC. O caminho é acomodar o volume das reservas das instituições depositantes no sistema de bancos do *Federal Reserve*, por meio dos instrumentos que determinam as suas condições de oferta e demanda, de modo a torná-la compatível com a taxa de juros desejada.

⁷ O FRBNY calcula diariamente a Effective Federal Fund Rate nos seguintes termos: “*The daily Federal funds effective rate (FFER), calculated by the Federal Reserve Bank of New York (New York Fed), is one measure of the overnight Fed funds rate. The FFER is based on data voluntarily provided to the New York Fed by major Fed funds brokers, and is a weighted-average rate of all overnight Fed funds transactions arranged through these brokers each business day*” (FRBNY – Fed Point Federal Funds and Interest on Reserves. Mar., 2013).

São três as fontes básicas determinantes da oferta de reservas bancárias às instituições depositárias⁸.

A primeira, e mais relevante, são as operações de *open market*. O Fed compra ou vende títulos de sua carteira em caráter definitivo ou temporário, as chamadas operações compromissadas, com o propósito de contrair ou expandir o volume de reservas. As compras temporárias de títulos (*repurchase agreements – repos*) são empréstimos de curto prazo, em geral inferior a duas semanas e com mais frequência de um dia, respaldados por colaterais aceitos pelo Fed, com o compromisso de recompra com preço e data fixos, cujo efeito é ampliar o volume de reservas das instituições. As vendas de títulos (*reverse repurchase agreements*) observam condições semelhantes e o resultado é a redução das disponibilidades de reservas.

A segunda fonte responsável por ampliar a oferta de reservas é o redesconto. O Fed oferece empréstimos seguindo as regras de acesso fixadas pelo *Board of Governors*. Os juros são definidos, a cada duas semanas, pelas diretorias de cada um dos bancos do *Federal Reserve System* e aprovados pelo *Board of Governors*. O modelo adotado até 2003 cobrava taxas de empréstimos abaixo do mercado e restringia o acesso ao crédito por medidas administrativas. O fato de se requerer dos tomadores a busca de fontes alternativas antes de acessar o redesconto estigmatizou o instrumento e o fez perder a efetividade. A partir de então, as operações passaram a estar acessíveis a todas as instituições depositantes e a taxa de redesconto (*discount rate*) a ter caráter punitivo, acima da FFR.

O acesso passou a ser definido em programas específicos de crédito, divididos em três categorias, a fim de atender instituições com distintas características. Primeiro, o crédito primário (*primary credit*), tipicamente *overnight*, disponível às instituições em boa situação financeira, com juros acima da FFR, tendo como contrapartida títulos aceitos como colateral, avaliados de acordo com o seu preço de mercado. Segundo, o crédito secundário (*secondary credit*), de *overnight*, direcionado às instituições não qualificadas no critério anterior, seja com necessidade temporária de liquidez, na expectativa de retorno rápido à normalidade do mercado, seja para atender instituições com problemas de financiamento. A operação requer atenção e maior volume de informações do tomador de crédito, além do que os descontos cobrados (*haircuts*) das garantias são mais elevados do que no *primary credit*. Finalmente, o crédito sazonal (*seasonal credit*) é desenhado para ajudar instituições pequenas ou médias com oscilações significativas da necessidade de financiamento no decorrer do ano – como as pequenas instituições em comunidades agrícolas. A taxa de juros cobrada é uma média de taxas selecionadas de mercado, definidas em cada um dos *Reserve Banks*, sujeito à revisão e supervisão do *Board of Governors*, sendo comum, em momentos de menor liquidez, alterações nas taxas para incentivar o acesso ao redesconto.

Além disso, o *discount window* pode atuar, eventualmente, como mecanismo de defesa da estabilidade financeira, ofertando crédito a instituições com sérias dificuldades financeiras. O Fed também tem autorização, em circunstâncias incomuns, de disponibilizar crédito – sob consulta ao *Board of Governors* – a instituições não depositantes (*individuals, partnerships and corporations*),

⁸ Compreende as seguintes instituições: “*commercial banks, thrift institutions, and US branches and agencies of foreign banks*”.

na falta de fonte alternativa de recursos e iminente risco de dano ao sistema, conforme prevê o *Federal Reserve Act*⁹.

O terceiro componente da oferta de reservas bancária são os fatores autônomos. O controle sobre eles é restrito e podem provocar oscilações no montante das reservas. O primeiro é o valor das notas em circulação. A autoridade monetária responde à demanda das instituições depositárias e a requisição de numerário gera a queda, em igual montante, no valor das reservas, com impacto na liquidez do mercado. O segundo fator é o *float* que existe em função da diferença temporal entre o crédito e o débito nas operações entre duas instituições depositárias, com reflexo positivo ou negativo no volume de reservas. Finalmente, a conta do Tesouro no Fed. O Tesouro não é uma instituição participante do sistema monetário, mas o manejo de sua conta pode influenciar as reservas em função do volume de recebimentos e pagamentos efetuados.

Os EUA criaram o Programa *Treasury Tax and Loans* (TT&L) – interface entre a política monetária e a gestão do caixa do Tesouro – com o propósito, como se verá abaixo, de manter o valor do depósito do Tesouro no Fed relativamente constante e favorecer a estabilidade do mercado monetário, pois, no caso de o total das receitas e despesas do Tesouro transitar pela conta no Fed, o efeito seria o de ampliar a volatilidade das reservas, exigir maiores intervenções do *open market* e dificultar a condução da política monetária.

As condições de demanda de reservas bancárias, por sua vez, são definidas por três componentes. O primeiro refere-se ao valor das reservas obrigatórias (*required reserve balances*) impostas a todas as instituições financeiras participantes do mercado^{10,11}. Ela é calculada sobre o volume de depósitos à vista e a prazo com direito ilimitado de saques de cada instituição, a cada duas semanas, com término às segundas feiras, de acordo com o percentual (*required reserve ratio*) definido pelo *Board of Governors*, respeitando os limites estabelecidos em normas do *Federal Reserve*.

As instituições depositárias podem atender a esta exigência por meio de recursos em caixa ou via depósitos no *Federal System Banks* em valor equivalente à diferença entre a disponibilidade de caixa e o valor exigido de reserva (*required reserve balance*). No caso de não cumprirem a exigência legal ao fim do *reserve maintenance period*, ficam sujeitas a penalidades – equivalente a 2 p.p. acima da taxa de redesconto. Além disso, também incorrem em multas quando o saldo de reserva para atender o valor das operações do dia é insuficiente. No caso de as instituições acreditarem que o *required reserve balance* não é o bastante para evitar eventuais deficiências no valor das reservas, é possível firmar um acordo com o Fed para manter valor adicional de reservas, conhecido como *contractual clearing balance* (também chamado de *required clearing balance*).

⁹ Cf. *Federal Reserve Act* seção 13 (3). O *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (“*Dodd-Frank Act*”), transformado em lei em 21/7/2010, alterou a norma até então vigente e determinou que esses créditos de emergência somente ocorram com a aprovação prévia do Secretário do Tesouro e devem ter o propósito de prover liquidez ao sistema financeiro e não o de ajudar empresas financeiras problemáticas.

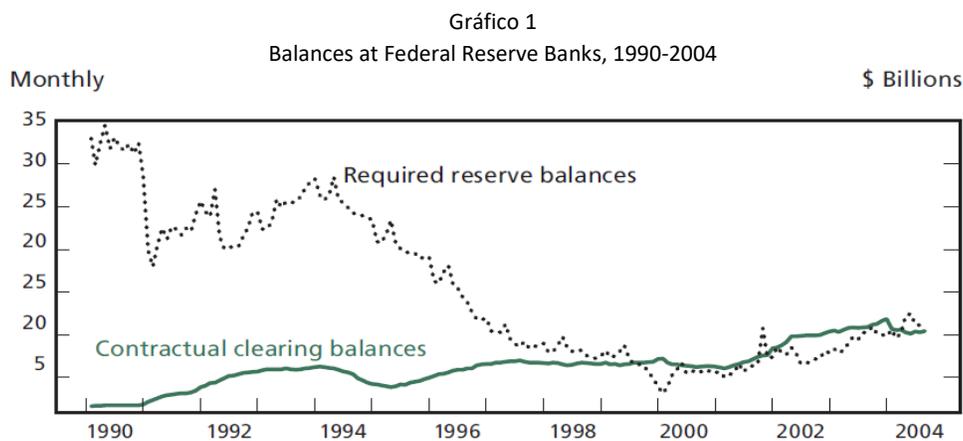
¹⁰ Como coloca o Fed (2005, p. 30): “*Reserve requirements are imposed on all depository institutions – which include commercial banks, savings banks, savings and loan associations, and credit unions – as well as U.S. branches and agencies of foreign banks and other domestic banking entities that engage in international transactions.*”

¹¹ Como coloca Ennis e Keister (2008, p. 238): “*Reserve requirements in the United States are calculated as a proportion of the quantity of transaction deposits on a bank’s balance sheet during a two week computation period prior to the start of the maintenance period.*”

O uso desse mecanismo como forma de proteção extra – acima da *required reserve* – tornou-se o meio de evitar penalizações, diante do fato de o volume de reservas servir para saldar várias operações financeiras e estar sujeito a oscilações frequentes e, por vezes, inesperadas. Os valores dessa rubrica tradicionalmente são remunerados. Os créditos são adicionados ao montante depositado e usados no pagamento dos serviços junto ao Fed.

O terceiro componente da demanda de reserva é o depósito das instituições em valor superior ao obrigatório definido pela autoridade monetária e ao *contractual clearing balance*. O excesso de reserva é um montante *ad hoc*, bastante baixo no período anterior à crise de 2008, já que até então não eram remunerados. As instituições optavam por manter esse valor como forma de proteção adicional ao risco de insuficiência de reservas ou, eventualmente, por motivo de preferência pela liquidez em um quadro de incerteza macroeconômica.

A institucionalidade referente ao volume de reservas obrigatórias sofreu alterações no início da década de 90. O Fed, em dezembro de 1990 e em janeiro de 1991, reduziu as exigências sobre o “*nonpersonal time deposits*” para zero e, em abril de 1992, baixou de 12% para 10% o incremento marginal das reservas sobre os “*transactions deposits*”, o que resultou na tendência de queda das reservas obrigatórias observada no período (Gráfico 1).



Fonte: Apud The Federal Reserve System Purposes & Functions, 2005, p. 44.

As medidas reafirmaram a característica do mercado monetário americano de trabalhar com baixo volume de reservas bancárias obrigatórias. A queda em relação ao montante anterior não alterou a operacionalidade até então existente. O volume de caixa (*applied vault cash*) não sofreu mudanças significativas e o *required clearing balance*, embora tenha experimentado alguma expansão no primeiro momento, tem o uso limitado. O excesso de reservas, por sua vez, também sofreu poucas mudanças. O fato de não se pagar juros sobre o excedente até 2008, tornava este expediente pouco atrativo e usado só no caso de evidências de que haveria insuficiência de reserva e a instituição seria penalizada.

2.2 O controle da taxa de juros

Uma vez apresentados os fatores influentes na oferta e demanda de reservas bancárias, o passo seguinte é detalhar o *modus operandis* para obter a meta de juros definida pela FOMC. O propósito da gestão da política monetária é a administração da liquidez e o Fed usa os instrumentos

à sua disposição para intervir no mercado monetário, na pressuposição de que o excesso de liquidez provoca a queda e a falta de oferta de reservas bancárias gera a alta dos juros, e alcançar a FFR desejada.

A interação entre os movimentos de expansão e contração das reservas bancárias – como ilustra a Tabela 1, com dados de fevereiro de 2005 e 2006¹² – reflete o estado de liquidez do mercado monetário e define o comportamento dos juros diários. As ações são contínuas e cabe à autoridade monetária intervir quando não há convergência com a meta fixada pela FOMC.

Tabela 1
1. Factors affecting reserve balances of depository institutions

Millions of dollars Reserve Bank credit, related items, and reserve balances of depository institutions at Federal Reserve Banks	Averages of daily figures			Wednesday Feb 15, 2006
	Week ended Feb 15, 2006	Change from week ended		
		Feb 8, 2006	Feb 16, 2005	
Reserve Bank credit	815,847	+ 6,737	+ 32,144	817,909
Securities held outright	750,625	+ 1,798	+ 32,759	751,327
U.S. Treasury ¹	750,625	+ 1,798	+ 32,759	751,327
Bills ²	273,431	+ 574	+ 10,426	274,142
Notes and bonds, nominal ²	451,830	+ 1,250	+ 18,401	451,830
Notes and bonds, inflation-indexed ²	22,196	0	+ 3,088	22,196
Inflation compensation ³	3,168	- 26	+ 844	3,158
Federal agency ²	0	0	0	0
Repurchase agreements ⁴	24,357	+ 4,321	+ 428	29,750
Loans to depository institutions	98	+ 65	+ 75	464
Primary credit	66	+ 61	+ 57	430
Secondary credit	0	0	0	0
Seasonal credit	32	+ 4	+ 18	33
Float	584	+ 699	+ 171	-624
Other Federal Reserve assets	40,182	- 148	- 1,291	36,993
Gold stock	11,044	0	+ 2	11,044
Special drawing rights certificate account	2,200	0	0	2,200
Treasury currency outstanding ⁵	36,624	+ 14	+ 134	36,624
Total factors supplying reserve funds	865,715	+ 6,751	+ 32,280	867,777
Currency in circulation ⁶	786,015	+ 1,811	+ 34,874	787,847
Reverse repurchase agreements ⁶	22,396	- 882	- 4,648	22,695
Foreign official and international accounts	22,396	- 882	- 4,648	22,695
Dealers	0	0	0	0
Treasury cash holdings	198	- 8	- 82	193
Deposits with F.R. Banks, other than reserve balances	14,045	- 171	- 1,028	13,959
U.S. Treasury, general account	5,224	- 136	+ 300	5,125
Foreign official	91	+ 8	+ 9	101
Service-related	8,471	- 1	- 1,300	8,471
Required clearing balances	8,471	- 1	- 1,300	8,471
Adjustments to compensate for float	0	0	0	0
Other	259	- 43	- 37	262
Other liabilities and capital	31,790	+ 513	+ 4,840	31,583
Total factors, other than reserve balances, absorbing reserve funds	854,443	+ 1,261	+ 33,954	856,276
Reserve balances with Federal Reserve Banks	11,271	+ 5,488	- 1,676	11,501
Memo (off-balance-sheet items):				
Marketable securities held in custody for foreign official and international accounts ^{2,7}	1,556,712	+ 12,644	+ 214,433	1,571,376
U.S. Treasury	1,111,275	+ 6,596	+ 54,228	1,121,049
Federal agency	445,437	+ 6,048	+ 160,205	450,327
Securities lent to dealers	1,335	- 921	- 2,106	1,916

Note: Components may not sum to totals because of rounding.

1. Includes securities lent to dealers, which are fully collateralized by other U.S. Treasury securities.
2. Face value of the securities.
3. Compensation that adjusts for the effect of inflation on the original face value of inflation-indexed securities.
4. Cash value of agreements, which are collateralized by U.S. Treasury and federal agency securities.
5. Estimated.
6. Cash value of agreements, which are collateralized by U.S. Treasury securities.
7. Includes U.S. Treasury STRIPS and other zero coupon bonds at face value.

Fontes: Federal Reserve Banks and the U.S. Department of the Treasury.

¹² O exemplo é feito com estes dados simplesmente porque ilustram um período normal da economia.

A institucionalidade, em tempos normais, contribui para manter a baixa volatilidade do volume de reservas bancárias e garantir o sucesso do gestor em obter a meta de juros desejada¹³. O comportamento previsível de parte dos elementos com influência no movimento de oferta e demanda de reservas bancárias favorece essa situação. Os fatores de demanda de reservas (reservas obrigatórias, *contractual clearing balances* e excesso de reservas), por características institucionais, apresentam valores baixos e poucos voláteis. As reservas obrigatórias não são expressivas e o sistema bancário pode atender as exigências (*reserve required + contractual clearing balances*) como média durante o *reserve maintenance period* e não em base diária¹⁴, ou seja, podem compensar a eventual falta (excesso) de reservas com o excesso (falta) em outro momento sem sofrer penalidades. Como as instituições depositárias trabalham com valores médios de reservas bancárias durante o *reserve maintenance period*, escolhem o momento de se ajustarem à exigência legal e contribuem para reduzir as flutuações da FFR^{15, 16}.

A tendência de que a liquidez do sistema, em tempos normais, mantenha a estabilidade verifica-se também no lado da oferta de reservas às instituições depositárias. Os fatores autônomos, embora não sejam diretamente controlados pela autoridade monetária, seguem padrões conhecidos (ver Tabela 1). As notas em circulação e o *float* podem ser vistos como elementos razoavelmente previsíveis e não apresentam alterações de vulto, bem como a conta do Tesouro no Fed que, como se detalha à frente, baseia-se no programa TT&L e cumpre, em geral, a meta de manter valores ao redor de 5 a 7 bilhões de dólares.

As ações de oferta de liquidez, em momentos de estabilidade, são passivas e não ocupam lugar de destaque. O redesconto (*discount window*) é um instrumento central de defesa da liquidez, atua para suprir a falta imprevista de reservas e evitar que a procura de fundos no interbancário pressione a FFR. Porém, o volume de operações em condições normais, em geral, não é expressivo e cumpre mais o papel de salvaguarda em episódios pontuais. O mesmo ocorre com o *intraday credit*, que é o crédito oferecido às instituições para cobrir as operações do dia sem saldo suficiente na sua conta no *Federal Reserve*. O seu objetivo é o de melhorar a liquidez e o fluxo de pagamentos no sistema bancário, quando há problemas na oferta de crédito no interbancário¹⁷.

¹³ O Fed oferece uma Tabela interativa com a descrição dos elementos que compõem fatores de contração e expansão das reservas bancárias em: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_fedsbalancesheet.htm.

¹⁴ Como coloca Akhtar (1997, p. 15): “*Depository institutions hold required reserves either as cash in their own vaults or as deposits at their District Federal Reserve Bank. To provide banks and thrifts with flexibility in meeting their requirements, the Federal Reserve allows them to hold an average amount of reserves over two-week reserve maintenance periods ending on alternate Wednesdays, rather than a specific amount on each day*”.

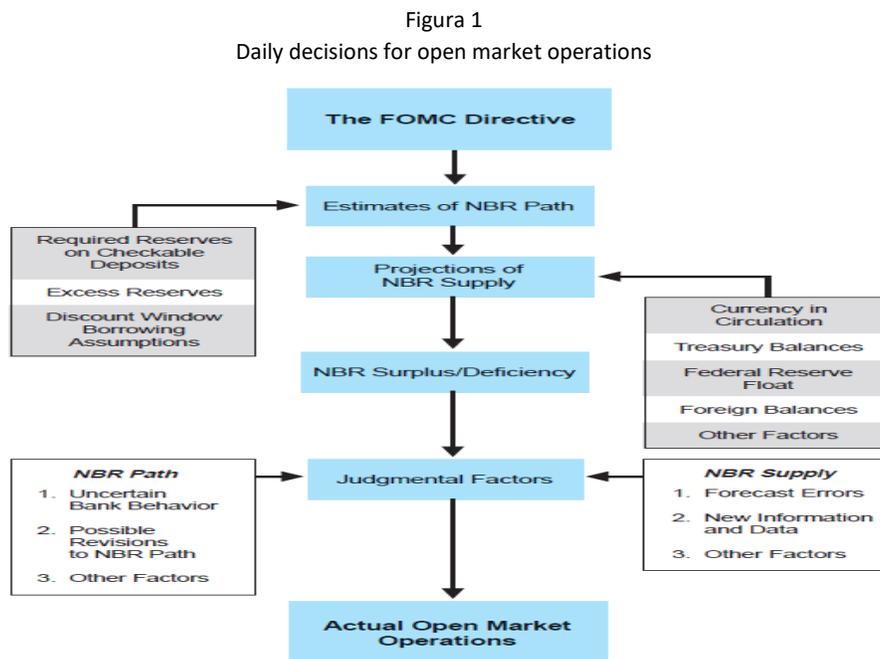
¹⁵ Como colocam Demiralp; Farley (2005, p. 1134): “*Institutions accounting for the great bulk of required balances satisfy their balance requirement on average over a two-week maintenance period. The ability to average holdings of balances over the days of a maintenance period gives banks considerable daily flexibility and limits the volatility in rates that can develop when the Desk misestimates either supply or demand. For example, if the funds rate is soft on a given day, banks may hold more balances, preventing a further decline in the rate, even though the Desk has supplied too much liquidity. Banks can offset these higher balances by holding lower balances on subsequent days and still satisfy their requirements*”.

¹⁶ O movimento de comprar ou vender *Federal Funds* pode ser feito diretamente entre os bancos ou por meio dos serviços dos *primary dealers*, em geral restrito aos maiores bancos, que são os agentes que comercializam diretamente com a mesa do FRBNY.

¹⁷ O *intraday credit* segue normas definidas pelo Fed, com alterações no tempo. De acordo com o Federal Reserve System (2012, p. 6): “*In 2008, the Board adopted major revisions to the PSR policy that are designed to improve intraday liquidity management and payment flows for the banking system, while also helping to mitigate the credit exposures to the Federal Reserve Banks from daylight overdrafts. The changes include a new approach that explicitly recognizes the role of the*

O gestor de política monetária, em momentos de normalidade, convive com um quadro de baixa volatilidade e de fácil previsibilidade dos fatores de contração e expansão da liquidez e não tem restrição em alcançar a meta desejada de juros. Assim, prevalecem as ações convencionais, baseadas, fundamentalmente, nas operações de *open market* que cumprem o papel de elemento central do processo de ajuste do volume de reservas bancárias. A fim de atingir esse objetivo, a mesa do FRBNY, responsável por gerir as operações de *open market*, precisa estimar a trajetória do comportamento das reservas. Com base em estimativas – revistas continuamente – de demanda de reservas e do nível das operações de redesconto, a mesa calcula o volume de reservas a ser oferecido às instituições – a *non-borrowed reserve* (NBR)¹⁸ – durante as duas semanas do *maintenance period* e opera o dia-a-dia de modo a alcançar o volume desejado.

O FRBNY realiza, em todas as manhãs, as operações de *open market* necessárias para ajustar o volume existente ao volume desejado de reservas do sistema bancário, compatível com a meta da FFR. Ou seja, a mesa de *open* atua a cada dia, ampliando ou contraindo a oferta de reservas, a fim de assegurar a meta de juros indicada pelo FOMC.



Fonte: Akhtar (1997).

central bank in providing intraday balances and credit to healthy depository institutions, a zero fee for collateralized daylight overdrafts, a 50 basis point (annual rate) charge for uncollateralized daylight overdrafts, and a biweekly daylight overdraft fee waiver of \$150. In addition, the Board adopted changes to other elements of the PSR policy dealing with daylight overdrafts, including adjusting net debit caps, eliminating the current deductible for daylight overdraft fees, and increasing the penalty daylight overdraft fee to 150 basis points (annual rate). The changes became effective March 24, 2011.”

¹⁸ Cf. Edwards (1997, p. 859): “Nonborrowed reserves (NBR) are reserves provided to depository institutions through means other than the discount window and include applied vault cash. Over time, nonborrowed reserves are affected primarily by open market operations”.

O esquema de Akhtar (1997), apresentado acima, mostra os passos na definição do valor das operações de *open market*. O Fed atua no mercado por meio de operações com títulos do Tesouro existentes no seu balanço, que permanecem no seu portfólio em caráter permanente e, no vencimento, são rotineiramente trocados por outros em leilões primários não competitivos¹⁹. Esta carteira de títulos respalda as operações de *open market*, que consiste em vendas (compras) definitivas ou temporárias de títulos públicos. As vendas (compras) definitivas buscam acomodar mudanças permanentes no balanço do Fed e as intervenções temporárias no mercado de reservas realizam-se por meio de operações compromissadas de compra de títulos (*repos*), com o objetivo de ampliar a liquidez, ou de venda para enxugar a liquidez (*reverse repos*)²⁰.

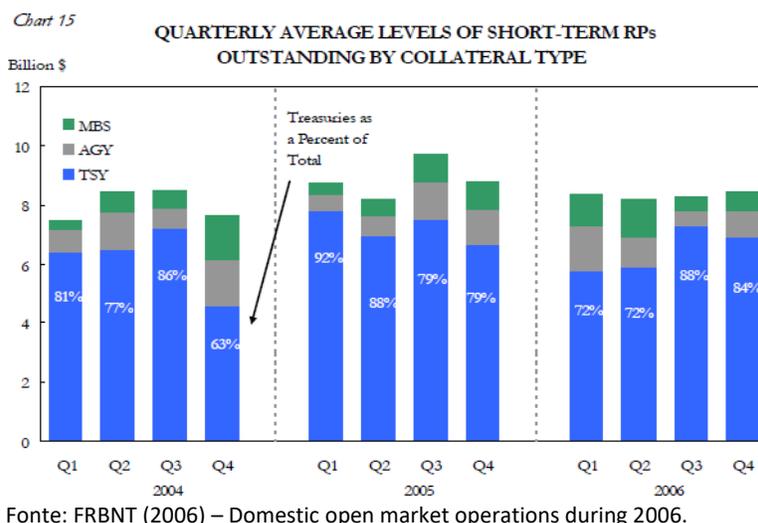
As operações de um dia (*overnight repos*) servem para eliminar desajustes diários e as chamadas *term repos* respondem a mudanças de maior duração. Estas são classificadas em: *repos* curtas, com maturidade igual ou inferior a 13 dias, usadas em ajustes marginais à oferta de reservas, ou *repos* de longo prazo (14 dias ou mais) utilizadas para responder à volatilidade dos fatores autônomos ou às alterações na reserva bancária com previsão de duração de semanas ou mesmo meses.

A mesa aceita três tipos de colateral nas operações de *repos* e as organiza em 3 módulos diferentes de acordo com o tipo de colateral. A primeira aceita só títulos públicos (*treasury debt*), a segunda acolhe, ao lado dos títulos públicos, as obrigações das agências federais (*direct federal agency obligations*) e a terceira também inclui os títulos privados (*mortgage-backed securities*). A mesa seleciona os três tipos de propostas de acordo com a atratividade das ofertas apresentadas, tomando como referência as taxas correntes pagas pelos *primary dealers* em cada classe particular de colateral (FRBNY, 2006, 2007).

¹⁹ São considerados os leilões em que os compradores aceitam as condições de juros, ganhos ou margem de desconto pré-estabelecidas no leilão.

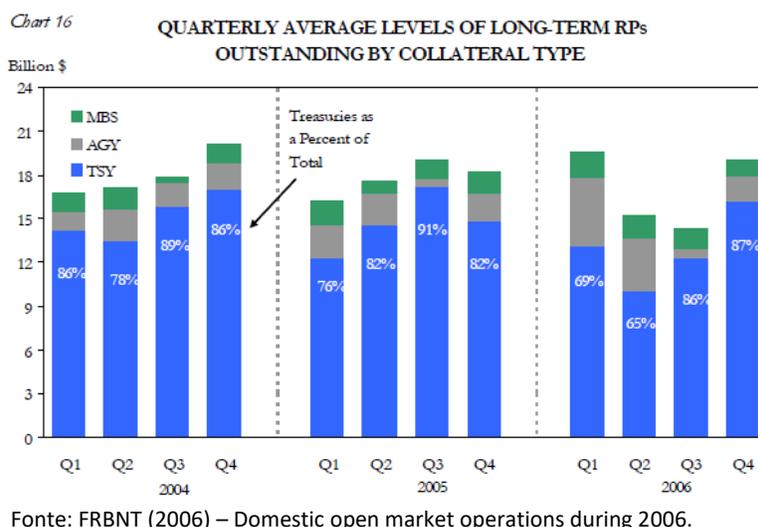
²⁰ As operações de *open market* constituem apenas uma parte de um mercado (*repo market*) bastante mais amplo. Há dois tipos de mercado nas operações compromissadas: o mercado bilateral e o *tri-party*. O mercado tradicional, com operações bilaterais, envolve transações entre agentes em busca de caixa, com colaterais a serem oferecidos como garantia da operação, e agentes dispostos a ceder liquidez. Em geral, o mercado de *repos* envolve um *dealer* como contraparte. É neste segmento que o Fed atua para controlar a liquidez. Quando as operações ocorrem entre dois *dealers*, não há alteração no volume líquido de reservas bancárias, ocorre apenas a redistribuição de caixa e de títulos entre os próprios *dealers*. Nas operações envolvendo títulos do Tesouro como colateral, que constitui a maior parcela, o processo é realizado por meio do *Fedwire Securities Service*, operado pelo *Federal Reserve System*. No *tri-party market* participa um terceiro agente, o *clearing bank* (Bank of New York Mellon e o JP Morgan Chase), responsável por manter em seu balanço as contas dos agentes ofertantes de moeda ou de títulos e realizar as compensações para fechar as posições. Os *clearing banks* oferecem os serviços de custódia dos títulos, realizam diariamente a reavaliação do valor dos ativos e estão diretamente envolvidos no processo de alocação de colateral e de transferências de caixa e de títulos entre as contas dos tomadores de crédito e os emprestadores (Copeland et al., 2012).

Gráfico 2



As operações lastreadas por uma cesta de títulos citados acima, conhecidos como *general colateral (GC) repos*, estão associados a baixos riscos e os juros *overnight* dos *GC repos* situam-se normalmente próximos à *Federal funds rate*, o que facilita o acesso ao financiamento diário. A designação *GC* reflete o fato de o Fed não buscar um tipo específico de título e aceitar qualquer um deles entre os eleitos para a operação. Como vários podem atender a este requisito, não se requer nas operações realizadas uma composição particular, isto é, a mesa estabelece os valores dos três tipos de títulos e define as apostas vencedoras a partir deles. O FRBNY (2007) mostra (ver Gráficos 2 e 3) que predominam largamente, tanto nas *repos* de curto como de longo prazos, as operações em que os títulos públicos servem como colateral.

Gráfico 3



As operações de *repos* e *reverse repos* têm papel ativo na defesa da FFR, com elevado volume de intervenções, mas o resultado líquido, expresso no saldo entre as compras e vendas brutas, não é expressivo, indicando a característica do Fed de não carregar alto estoque de operações compromissadas (Tabela 2).

Tabela 2
Federal Reserve open market transactions

	Millions of dollars				
	2005	2006	2007	2012	2013
US Treasury Securities					
outright transactions					
gross purchases	28.136	44.690	10.680	534.102	540.059
gross sales		0	0	499.654	0
exchanges for new titles	871661	905.208	839.687		0
redemptions	2.795	10.553	50.414	33.287	21
net change in US Treasury Securities	25.341	34.137	-39.734	1.161	540.038
Federal Agency Obligations					
outright transactions					
gross purchases	0	0	0	0	0
gross sales	0	0	0	0	0
redemptions	0	0	0	-27.211	19.562
net change in federal agency obligations	0	0	0	-27.211	-19.562
Mortgage-backed securities					
net change in mortgage-backed securities	0	0	0	88.978	563.500
Temporary Transactions					
repurchase agreements					
gross purchases	2.097.050	2.125.500	2.596.750	840	2.040
gross sales	2.083.300	2.131.500	2.591.000	840	2.040
reverse repurchase agreements					
gross purchases	6.424.797	6.779.024	8.662.508	22.951.470	24.729.434
gross sales	6.424.519	6.778.132	8.676.878	22.977.408	24.943.670
net change in temporary transactions	14.028	-5.108	-8.622	-25.939	-214.235
Total net change in System Open Market Account	39.369	29.030	-48.357	-51.988	869.741

Fonte: Federal Reserve Annual Report, table 1

As alterações permanentes do seu balanço ocorrem mais por conta das compras definitivas de títulos do Tesouro, sem, no entanto, apresentar grandes oscilações até a crise mundial que, como se discute à frente, muda a política monetária e a composição do balanço do Fed.

As operações compromissadas são o meio usual, em tempos normais, de a autoridade monetária influenciar o volume de reservas bancárias e alcançar a meta da FFR. A ação do Fed, no entanto, pode ser prejudicada no caso de os agentes privados encontrarem dificuldades de acesso a um título específico usado como colateral nas operações interbancárias de empréstimo de liquidez²¹. Por esta razão, o órgão dispõe de um programa de empréstimos de títulos públicos direcionado para suprir o título em falta e, assim, reduzir o custo e dar liquidez ao mercado de *repos*. Age como fonte secundária e temporária, ofertando títulos de sua carteira aos *dealers*, por meio de

²¹ Como se sabe, o montante negociado de mercado de compromissadas, envolvendo as relações com a autoridade monetária e os acordos entre os agentes privados, alcança valores diários significativos. Em março de 2008, as operações de *repos*, somados os *overnight* e os *term repos* atingiram mais de US\$ 4,5 trilhões.

leilões diários, baseados em operações *overnight*, a fim de conter as pressões no mercado de *repos*²².

O volume disponível em cada categoria de título é uma fração da reserva total do Fed e notas regulares do FRBNY definem o desenho, o montante e o custo das operações²³. Os *dealers* têm limites de captação de empréstimos e usam como colateral outros títulos e não moeda. Ou seja, essas operações não afetam o volume de reservas e, por isso, não são consideradas como de *open market*.

3 Composição do balanço do *Federal Reserve*

A análise da composição do balanço dos bancos centrais ajuda a entender a política monetária e a visualizar as relações com o mercado privado e com o Tesouro. Bindseil (2004) propõe o reagrupamento das contas ativas e passivas da autoridade monetária em quatro categorias, a fim de entender melhor os movimentos da política monetária. O autor destaca, primeiro, os fatores autônomos de liquidez, isto é, aqueles que não refletem ações deliberadas de política monetária ou decisões dos bancos de modificar o montante de suas reservas na autoridade monetária, como a emissão de moeda – entendida como reflexo da expansão da demanda por moeda –, e a variação das reservas internacionais. Segundo, as operações de *open market*: ações do Banco Central de comprar e vender títulos públicos visando defender a meta de taxa de juros. Terceiro, as *standing facilities*: as operações de empréstimos do Banco Central (redesconto ou avanço de crédito) que ocorrem, ao contrário das operações de *open market*, por iniciativa dos bancos. E, finalmente, as reservas dos bancos no Banco Central.

O uso dessas categorias ajuda a análise ao destacar os fatores autônomos e diferenciar os mecanismos de política monetária, além de realçar o volume de reservas do sistema bancário no Banco Central que, de acordo com a preferência pela liquidez dos agentes financeiros, pode se situar acima das reservas obrigatórias exigidas na legislação vigente.

A Tabela 3, com os dados agrupados seguindo a metodologia de Bindseil (2004), mostra os efeitos das alterações da política monetária no balanço do Fed. A discussão, nesta parte do texto, restringe-se a olhar o período de 2006 – 2007. O valor total do balanço do Fed, ao final dos anos em questão (US\$ 878,4 e US\$ 918,7 bilhões), alcançou patamar bem abaixo do padrão seguido nos anos seguintes. As políticas de enfrentamento da crise, como se discute à frente, alteraram o regime de política monetária, bem como a composição e a magnitude do balanço.

²² Como colocam Adrian et al. (2009, p. 1): “*This provision of credit is designed to ease liquidity pressures in the broader “repo market,” the secured funding market where primary dealers and others normally obtain much of the financing for their securities holdings.*”

²³ O comunicado do Fed de 9/1/2006 estipulou em 100 pontos base o custo mínimo dessas operações.

Tabela 3
Balance sheet Federal Reserve

millions of dollars									
ASSETS					LIABILITIES				
	2006	2007	2011	2013		2006	2007	2011	2013
Autonomous factors									
Foreign currency incl. gold	11.037	11.037	11.037	11.037	Banknotes in circulation	783.019	791.692	1.034.052	1.197.920
Special drawing rights	2.200	2.200	5.200	5.200	US Treasury, general account	4.708	16.120	85.737	162.399
Coin	801	1.179	2.306	1.955	Capital and reserves	30.648	36.900	53.798	55.014
Other assets (1)	22.435	49.439	28.135	26.014	Other liabilities (6)	1.595	2.116	65.034	34.150
	36.473	63.855	46.678	44.206		819.970	846.828	1.238.621	1.449.483
Monetary policy operations									
OMO I (e.g. reverse operations) (2)	45.026	48.720	0	165	Liquidity-absorbing OMO I (e.g. reverse oper.)	29.615	43.985	99.900	315.924
OMO II (e.g. outright holdings of sec.) (3)	778.914	740.611	2.605.123	3.756.158	Liquidity-absorbing OMO II (7) (e.g. issuing debt certificates)	0	0	11.435	5.065
Liquidity injecting standing facility (4)	18.081	65.551	269.537	223.620	Liquidity (8) absorbing standing facility	10.210	7.157	9.128	4.607
	842.021	854.882	2.874.660	3.979.943		39.825	51.142	120.463	325.596
Banks Reserves									
					Reserves of banks (5)	18.699	20.767	1.562.253	2.249.070
Total	878.494	918.737	2.921.338	4.024.149		878.494	918.737	2.921.337	4.024.149

Fonte: 94th, 98th, 100th Annual Report - Board of Governors of the Federal Reserve System - table 9 - Statement of Conditions of the Federal Reserve Banks
Elaboração Própria

(1) Other assets = other assets denominated in foreign currencies + Bank Premises

(2) OMO I (open market operations) = securities purchased under agreements to resell + items in process of collection

(3) 2013 = Treasury securities (\$2.208.775) + government-sponsored debt securities (\$57.221) + federal agency and governo.-sponsored enterprise mortgage-backed sec. (\$1.4)

(3) 2011 = Treasury securities (\$1.663.446) + government-sponsored debt securities (\$103.994) + federal agency and governo.-sponsored enterprise mortgage-backed sec. (\$83

(4) 2007 = Liquidity = term auction credit + other loans to depository institutions + other (includes depository institutions overdraft)

(4) 2013 Liquidity = loans + unamortized premium + unamortized discount + net portfolio holdings + swaps + other

(4) 2011 Liquidity = loans (\$9.218) + net portfolio holdings (\$35.693) + swaps (\$99.823) + items in process of collection (\$363) + other (\$124.440)

(5) Reserves of banks - including those to fulfill required reserves

(6) 2013 = foreign, official accounts (\$7970) + other (26.180)

(7) 2013 = accrued remittances to Treasury (\$4.791) + consolidated variables interest entities (\$274)

(7) 2011 = consolidated variables interest entities (\$10.535) + interest on Federal Reserve notes due to US Treasury (\$900)

(8) 2013 = deferred credit items (\$1.127) + all other liabilities (\$3.480)

(8) 2011 = deferred credit items (\$994) + all other liabilities (\$8.134)

O primeiro tópico a destacar é o movimento dos elementos autônomos. O volume de recursos nessa rubrica é definido basicamente por fatores não controlados diretamente pela autoridade monetária. A moeda em circulação reflete a demanda do público e os depósitos do governo respondem ao desenho institucional proposto no programa TT&L. O seu valor em 2006 mantém-se rigorosamente na meta adotada pelo TT&L. No ano seguinte, o montante supera o previsto, refletindo a instabilidade no limiar da crise, mas, ainda assim, continua presente a característica institucional de os depósitos da conta do Tesouro serem pouco expressivos.

O segundo tópico relevante corresponde ao montante das operações de política monetária, englobando as operações de *open market* e de empréstimos. As ações refletem o resultado da intervenção deliberada do Banco Central, com o propósito de atingir o objetivo estatutário de controlar a inflação e manter baixo o nível de desemprego. Nos balanços de 2006 e 2007, as operações de *open market* cumprem o papel canônico de instrumento central de gestão da FFR na política monetária convencional. As operações compromissadas são expressivas no decorrer do ano, mas o saldo existente compõe parcela pequena do balanço anual. A posse definitiva de títulos públicos (respectivamente, US\$ 778,9 e US\$ 740,6 bilhões) é o elemento de destaque do ativo até aquele momento.

O montante de empréstimos da autoridade monetária (*standing facilities*) segue padrão normal caso se compare com o que ocorreu nos anos seguintes, embora o valor das operações em 2007 (US\$ 65,6 bilhões) seja bem superior ao de 2006 (US\$ 18,1 bilhões). Em 2007, o crescimento dos valores médios diários das operações e do número de dias em que os montantes superaram US\$ 100 ou US\$ 500 milhões (Fed, 2008) revelam a mudança da situação até então existente, mas este ainda se caracteriza como a resposta ao quadro de restrição de liquidez dentro do modelo de política monetária tradicional.

A alteração de caráter da política monetária, como se discute à frente, ocorre quando fica claro que os instrumentos tradicionais deixam de ser suficientes diante da dimensão da crise. O movimento, neste momento, afetou pouco a posição passiva líquida do Tesouro (títulos públicos de posse do Fed menos depósitos do Tesouro): de um montante de US\$ 774,2 bilhões, atingiu US\$ 724,5 bilhões no final de 2007.

Finalmente, a variação do volume de reservas é outro elemento a ser considerado na análise da estrutura do balanço do banco central. As decisões do público, dos próprios bancos e do Fed afetam seu montante. O desenho institucional proposto desde o início dos anos 90 contribuiu para a existência de baixo valor de reservas no período anterior à crise (US\$ 18,7 em 2006 e US\$ 20,7 bilhões em 2007) e o pouco espaço que ocupou no balanço do Fed até aquele momento.

4 As relações entre o Fed e o Tesouro

A análise do *balance sheet* ajuda a entender as relações entre o Fed e o Tesouro. Primeiro, cabe examinar a composição e a formação da carteira de títulos do Fed. A sua carteira, no período de 2005-2007, é composta inteiramente de títulos do Tesouro, a maior parte em caráter definitivo. A participação dos títulos de transações temporárias é pouco expressiva, refletindo o saldo das operações compromissadas usadas na sustentação da taxa básica de juros, método usual de condução da política monetária do período (ver Tabela 4). Por outro lado, os títulos das agências federais (Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Bank) e *os mortgage-backed securities* lançados ou garantidos pelas agências federais (Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae) não têm lugar na carteira neste período. Não há restrição institucional para o carregamento desses títulos, mas a gestão convencional da política monetária, baseada no esforço de alcançar a meta da FFR, realiza-se a partir de operações com títulos públicos de posse do Fed.

A carteira de títulos públicos é relativamente estável e concentrada em *notes* e *bills*, títulos mais usados em operações de política monetária, com maior presença de títulos de curto prazo (1-90 dias) no caso das *bills* e de 1 a 5 anos entre as *notes* e *bonds*. Os *bonds* têm participação mais baixa, refletindo o menor espaço das operações com títulos longos na condução da política monetária.

O modo pelo qual a autoridade monetária ajusta a sua carteira às necessidades de operação da política monetária é relevante em termos institucionais. O embate sobre este ponto é antigo. No momento inicial de constituição das normas do *Federal Reserve*, implicitamente dava-se autorização para a compra de títulos direto do Tesouro. Os Feds regionais usaram esse direito no período da primeira guerra mundial e durante longo período após o conflito, até o Congresso vetar a operação em 1935. Nos anos seguintes houve alternâncias de fases, ora a ação era proibida ora se abriam

exceções. A restrição tornou-se definitiva desde 1981, com o objetivo de controlar as contas do Tesouro e a independência do Fed (Garbade, 2014; GAO, 2006).

Tabela 4
Federal Reserve Bank holdings of US Treasury and Federal Agency Securities

	december 31, millions of dollars				
	2005	2006	2007	2012	2013
US Treasury Securities					
Held outright	744.215	778.915	740.611	1.666.145	2.208.775
by remaining maturity					
Bills					
1-90 days	187.370	193.034	153.829	0	0
91 days to 1 year	83.900	83.985	74.012	0	0
Notes and Bonds					
1 year or less	128.287	129.594	101.447	21	474
more than 1 year through 5 years	210.745	224.177	240.562	378.476	763.329
more than 5 year through 10 years	56.699	67.645	81.947	862.410	864.700
more than 10 years	77.215	80.479	88.814	425.238	580.272
by type					
Bills	271.270	277.019	227.841	0	0
Notes	380.118	402.367	401.776	1.110.398	1.467.427
Bonds	92.827	99.528	110.995	555.747	741.348
Federal Agency Securities					
Held outright	0	0	0	76.783	57.221
Mortgage-backed Securities					
Held outright	0	0	0	926.662	1.490.162
Temporary Transactions					
repurchase agreements	46.750	40.750	46.500	0	0
reverse repurchase agreements	30.505	29.615	43.985	107.188	315.924

Fonte: FRS - 94th \ 100 th Annual Report

A partir de então, as regras institucionais exigem que as compras e vendas de títulos públicos pelo Fed ocorram exclusivamente por meio de operações de *open market*, em geral realizadas com os *dealers* primários²⁴. O Fed tem no mercado de *open market* o caminho principal para ajustar a carteira, atuando normalmente via aquisição de títulos com prazo decorrido, com preços definidos em mercado.

O Fed atua também como agente fiscal do Tesouro e tem a tarefa de administrar a gestão do caixa do Tesouro que, como se viu acima, é definida por meio do Programa TT&L. A meta é manter montante estável da conta única do Tesouro, equivalente a US\$ 5 bilhões ou, em dias em que as operações são mais elevadas, de US\$ 7 bilhões.

O meio para atingir esse objetivo é transferir o trabalho de coleta dos tributos para instituições privadas oficialmente designadas. O TT&L classifica as instituições participantes em três categorias: i) as que simplesmente coletam os tributos e repassam os valores para as contas do Tesouro em um dos bancos do *Federal Reserve* (*collector institutions*); ii) as *retainers institutions*

²⁴ Cf. Board of Governors of the Federal Reserve System. Federal Reserve Act, section 14 (b): "Notwithstanding any other provision of this chapter, any bonds, notes, or other obligations which are direct obligations of the United States or which are fully guaranteed by the United States as to the principal and interest may be bought and sold without regard to maturities but only in the open market."

responsáveis por coletar e, dentro de limites específicos e desde que tenham suficiente colateral, podem manter os recursos depositados em conta própria (*main account*), pagando juros, até o momento em que o Tesouro demande os recursos e iii) as *investor institutions* que têm ainda a permissão de receber investimentos do Tesouro, nos momentos em que a conta no Fed supera a meta estabelecida²⁵. Os depósitos são garantidos por colaterais de diferentes tipos e recebem juros correspondentes à média semanal da taxa *overnight* FFR, menos 25 pontos base (Garbade et al., 2004; Hillery; Thompson, 2000).

Os valores permanecem depositados nas instituições privadas e somente são repassados às contas do Tesouro no *Federal Reserve* quando solicitados para a cobertura de suas obrigações. Os pagamentos são quase todos realizados por intermédio do Fed com os recursos da conta do Tesouro. Como, em geral, a meta proposta para o valor a ser mantido no Fed é alcançada, salvo quando o sistema bancário, por exceder o limite de depósito ou não ter o volume suficiente de colateral, não consegue absorver o excesso de arrecadação, a conta do Tesouro tem baixa oscilação em tempos normais e facilita a gestão da liquidez, além de propiciar algum ganho com as aplicações financeiras.

As relações entre o Fed e o Tesouro também envolvem o repasse de recursos entre eles: o Fed carrega títulos públicos em carteira e recebe por eles a remuneração correspondente. No final do período, transfere ao Tesouro o restante de seus ganhos, depois de pagas todas as despesas, e, de acordo com o *Federal Reserve Act, section 7*, devem ser aplicados, a critério do Secretário do Tesouro, para elevar as reservas em ouro ou na liquidação de títulos da dívida pública²⁶. Porém, caso as receitas não sejam suficientes para cobrir os gastos com as despesas administrativas, o pagamento dos dividendos e a retenção do capital excedente, não há transferência para o Tesouro e o Fed passa a reter os ganhos futuros até o montante necessário para cobrir as perdas, sendo esse valor registrado como um ativo diferido. (Carpenter et al., 2013).

O Quadro 2 apresenta o resultado das receitas e despesas do Fed²⁷. As receitas provêm de diferentes fontes, sendo os juros pagos pelo Tesouro, de longe, o montante mais expressivo (\$40.298 bilhões em 2007). Além disso, merece destaque o ganho com as tarifas dos serviços prestados como parte do *US Payments System*. A partir do *Monetary Control Act* de 1980 o Congresso deu a todas as instituições depositantes acesso aos serviços de pagamento oferecido pelo Fed, bem como permitiu a cobrança de tarifas de certos serviços e estimulou a competição com fornecedores privados (Fed, 2005). O lado das despesas corresponde basicamente aos gastos operacionais e às transferências para sustentar a ação da instituição.

²⁵ Como coloca Akhtar (1997, p. 20): “*The Treasury can transfer funds into or out of the TT&L accounts on a daily basis to keep its Federal Reserve balances close to the target level. It can make a “call” before 11 a.m. on the larger depository institutions to transfer funds to the Fed on the same day, or the following day. It can make a “direct investment” to move funds from the Fed to the TT&L accounts*”.

²⁶ Cf. *Federal Reserve Act, section 7*: “*The net earnings derived by the United States from Federal reserve banks shall, in the discretion of the Secretary, be used to supplement the gold reserve held against outstanding United States notes, or shall be applied to the reduction of the outstanding bonded indebtedness of the United States under regulations to be prescribed by the Secretary of the Treasury*”.

²⁷ O Quadro 2 apoia-se em Ely (2011). *Monetary Policy and the Debt Ceiling: Examining the Relationship between Federal Reserve and Government Debt*. Cato Institute.

Quadro 2

FED INCOME STATEMENT						
Current Income			Treasury	Current Expenses		
	2007	2013		2007	2013	
US Treasury Securities	40.297,9	51.590,7		34.598,4	79.633,3	Payments to US Treasury
Interest on loans	71,3	6,0		992	1.649,30	Dividends paid
Foreign Currencies	574,5	96,0		324	616,3	Benefits plans
Services - Fees Income	1.513,2	615,5		3.125	147,1	Transferred to surplus
Profits on for. exch. transactions	1.886	-1.257,0		4.383	7.541,10	Operating expenses
other incomes	119	25,0		1.688	60,2	Interest on rev. repos (1)
other addition	n.d.	227,2		n.d.	5.211,90	Interest on reserves
GSEs debt securities	0	2.166,4		n.d.	10,8	interest on term deposits
Fd.Ag./ GSE mortgage-backed sec.	0	36.628,6				

Federal Reserve System – Annual Report 2007 and 2013 – Table 10. Elaboração própria.

Obs.: (1) em 2007 inclui juros pagos nas reservas.

O resultado do Fed, em 2007, transferido ao Tesouro, alcançou US\$34.598 milhões. Mas, pode-se considerar que, de fato, o ganho do Tesouro se restringiu à diferença entre o que recebeu de repasse e o desembolso com o pagamento de juros dos títulos públicos na carteira do Fed, valor equivalente a US\$5,7 bilhões.

5 Política fiscal e gestão da dívida pública

O tesouro americano desfruta de condições altamente favoráveis de gestão da dívida pública quando se compara a outros países. O estoque de títulos públicos é parcela relativamente pequena do total geral de ativos (Tabela 5), bem como a profundidade e sofisticação do mercado financeiro privado facilitam as condições de colocação da dívida e definem um mercado de alta credibilidade e baixos spreads. Além disso, os EUA tomam emprestado somente na própria moeda, eliminando o risco cambial presente em outras nações, ao mesmo tempo em que atrai aplicações das reservas internacionais de diferentes países a um custo baixo, por ser o emissor da divisa-chave do sistema monetário internacional (IMF, WB, 2003).

O poder do governo dos EUA de se endividar é definido na Constituição. A atribuição é de competência do Congresso, que, por sua vez, delega a responsabilidade de gerir a dívida ao Departamento do Tesouro, comandado pelo Secretário do Tesouro, responsável pela política de gestão da dívida pública. A estrutura administrativa do Departamento do Tesouro é composta por *departamental offices*, órgãos responsáveis por formular e dirigir as políticas de competência das respectivas áreas, e por *bureaus*, que respondem pela parte operacional, sendo a administração da dívida conduzida pelo *Bureau of the Public Debt (BPD)*.

O Tesouro tem liberdade de colocar novos títulos e delinear a composição e estrutura a termo da dívida. Porém, o Congresso acompanha e supervisiona a gestão da dívida, bem como define, periodicamente, em lei, o valor máximo do estoque da dívida. O limite da dívida federal inclui os títulos carregados pelo público e pelos órgãos estatais, como os *Federal Trust Funds* (ex. *Social*

Security, Medicare, Transportation, Civil Service Retirement), enquanto uma pequena parte da dívida fica fora do limite definido pelo Congresso²⁸. Caso o montante da dívida alcance o limite legal (como ocorreu no final de 2012), o Tesouro perde a capacidade de lançar novos títulos até que o Congresso redefina o valor do teto da dívida. Em caso de demora, o Tesouro pode ser forçado a suspender os gastos. A questão é complexa, mas, na prática, o Tesouro recorre a medidas *ad hoc* para ganhar algum fôlego financeiro e evitar a paralisia da ação pública até a superação do impasse com o Congresso e a aprovação do novo limite da dívida pública²⁹.

Tabela 5
Outstanding U.S. bond Market debt

	Municipal		Mortgage	Corporate	Federal Agency	Money	Treasury		Total	Total
	Treasury	Related	Debt	Securities	Markets	Asset-Backed	Total			
1990	1.178,6	2.195,8	1.340,1	1.350,3	421,5	1.328,9	66,2	7.881,5	27,9%	
1991	1.272,1	2.471,6	1.577,1	1.454,6	421,5	1.215,7	91,7	8.504,3	29,1%	
1992	1.295,4	2.754,1	1.774,3	1.557,1	462,4	1.157,9	116,4	9.117,6	30,2%	
1993	1.361,7	2.989,5	2.209,0	1.782,8	550,8	1.143,6	132,5	10.170,0	29,4%	
1994	1.325,8	3.126,0	2.352,9	1.931,1	727,7	1.229,1	161,9	10.854,5	28,8%	
1995	1.268,2	3.307,2	2.432,1	2.087,5	924,0	1.367,6	214,9	11.601,4	28,5%	
1996	1.261,6	3.459,7	2.606,4	2.247,9	925,8	1.572,7	296,8	12.371,0	28,0%	
1997	1.318,5	3.456,8	2.871,8	2.457,5	1.021,8	1.871,1	392,5	13.390,0	25,8%	
1998	1.402,7	3.355,5	3.243,4	2.779,4	1.302,1	2.091,9	477,8	14.652,8	22,9%	
1999	1.457,1	3.266,0	3.832,2	3.120,0	1.620,0	2.452,7	583,5	16.331,5	20,0%	
2000	1.480,7	2.951,9	4.119,3	3.400,5	1.853,7	2.815,8	699,5	17.321,5	17,0%	
2001	1.603,4	2.967,5	4.711,0	3.824,6	2.157,4	2.715,0	811,9	18.790,8	15,8%	
2002	1.762,8	3.204,9	5.286,3	4.035,5	2.377,7	2.637,2	902,0	20.206,3	15,9%	
2003	1.900,4	3.574,9	5.708,0	4.310,4	2.626,2	2.616,1	992,7	21.728,6	16,5%	
2004	2.821,2	3.943,6	6.289,1	4.537,9	2.700,6	2.996,1	1.096,7	24.385,2	16,2%	
2005	3.019,3	4.165,9	7.206,4	4.604,0	2.616,0	3.536,6	1.275,0	26.423,2	15,8%	
2006	3.189,3	4.322,9	8.376,0	4.842,5	2.634,0	4.140,0	1.642,8	29.147,4	14,8%	
2007	3.424,8	4.516,7	9.372,6	5.254,3	2.906,2	4.310,8	1.938,7	31.724,1	14,2%	
2008	3.517,2	5.783,6	9.457,6	5.417,5	3.210,6	3.939,3	1.799,1	33.125,0	17,5%	
2009	3.672,5	7.260,6	9.341,6	5.934,5	2.727,5	3.243,9	1.682,0	33.862,6	21,4%	
2010	3.772,1	8.853,0	9.221,4	6.543,4	2.538,8	2.980,8	1.476,2	35.385,8	25,0%	
2011	3.719,4	9.928,4	9.043,8	6.618,1	2.326,9	2.719,3	1.329,9	35.685,8	27,8%	
2012	3.714,4	11.046,1	8.814,9	7.049,6	2.095,8	2.612,3	1.253,4	36.586,6	30,2%	
2013	3.671,2	11.854,4	8.720,1	7.458,6	2.056,9	2.713,7	1.252,3	37.727,1	31,4%	
2014	3.652,4	12.504,8	8.729,4	7.846,2	2.028,7	2.903,3	1.336,9	39.001,7	32,1%	

Fonte: SIFMA – Securities Industry and Financial Markets Association.

²⁸ Como coloca Austin e Levit (2012, p. 1 nota 1): “Approximately 0.5% of total debt is excluded from debt limit coverage. The Treasury defines “Total Public Debt Subject to Limit” as “the Total Public Debt Outstanding less Unamortized Discount on Treasury Bills and Zero-Coupon Treasury Bonds, old debt issued prior to 1917, and old currency called United States Notes, as well as Debt held by the Federal Financing Bank and Guaranteed Debt.”

²⁹ Austin e Levit (2012) discutem o impasse com o Congresso no final de 2012 sobre o novo limite de dívida pública e as medidas excepcionais usadas durante o período em que se estendeu o debate. Depois de alcançar o limite da dívida, o governo pagou as obrigações por meio de medidas excepcionais, suficientes, de acordo com as expectativas, para atender os gastos até meados de fevereiro ou início de março. Em 23 de janeiro, a Câmara aprovou a medida (H.R. 325) suspendendo o limite da dívida até 19 de maio (transformada em lei em fevereiro de 2013), o que facilitou o uso de medidas extraordinárias. Finalmente, em 19 de maio de 2013, o Congresso aprovou o novo limite de US\$16.699 bilhões, US\$ 305 bilhões acima do anterior.

O Secretário do Tesouro é obrigado a encaminhar anualmente ao Congresso um relatório com informações detalhadas sobre o comportamento passado e esperado da dívida, com base nas projeções orçamentárias, de modo a facilitar o acompanhamento legislativo e garantir a *accountability* da gestão da dívida. Ademais, o *US Government Accountability Office* (GAO), órgão ligado ao Congresso, tem a prerrogativa de auditar as operações do Tesouro no manejo da dívida.

A estratégia de gestão da dívida, de acordo com o departamento do Tesouro, coloca-se nos seguintes termos: *“The Treasury Department's primary goal in debt management is to finance government borrowing needs at the lowest cost over time. We believe the best way to meet this objective is to issue debt in a regular and predictable pattern, provide transparency in our decision-making process, and seek continuous improvements in the auction process. The risks to regular and predictable issuance result from unexpected changes in our borrowing requirements, changes in the demand for our securities, and anything that inhibits timely sales of our securities. To reduce these risks, we closely monitor economic conditions, fiscal policy and market activity, and, if necessary, respond with appropriate changes in debt issuance based on analysis and consultation with market participants”* (US. Department of the Treasury).

A partir deste arcabouço geral, o *Quarterly Refunding* define as diretrizes a serem seguidas a cada quadrimestre, baseado em consultas ao setor privado – por meio de questões e entrevistas presenciais com os *primary dealers* – e nas sugestões do relatório do *Treasury Borrowing Advisory Committee*, órgão consultivo, composto por representantes de firmas com relevante atuação na negociação e compra de títulos da dívida pública.

Uma vez definida a necessidade de financiamento e a estratégia de gestão da dívida, é feito o anúncio de qual é o volume e a composição dos títulos a serem lançados ao mercado, divididos em curtos, médios e longos, de modo a assegurar a liquidez e a maturidade média da dívida.

A estrutura da dívida Federal é dividida em dois blocos: i) a dívida mantida junto ao público e ii) a dívida intragovernamental (Tabela 6). O primeiro é composto fundamentalmente dos títulos do Tesouro carregados por investidores fora do governo federal, incluindo os que estão em posse de indivíduos, corporações, estrangeiros, governos estaduais e locais e o *Federal Reserve*. Isto é, os títulos na carteira da autoridade monetária contam na dívida junto ao público. Além disso, há os títulos não comercializáveis, composto pelos *State and Local Government Series* (SLGS)³⁰, os *Savings Bonds* e os *Government Account*³¹.

³⁰ Cf. Treasury Direct: *“Treasury Securities – State and Local Government Series” – also known as “SLGS” – are special purpose securities that the Department of the Treasury issues to state and local government entities, upon request by those entities, to assist them in complying with Federal tax laws and Internal Revenue Service arbitrage regulations when they have cash proceeds to invest from their issuance of tax exempt bonds”*.

³¹ Cf. Austin (2011, p. 6): *“The Government Account within the nonmarketable portion of debt held by the public mostly comprises funds belonging to the Thrift Savings Plan (TSP), a defined contribution plan for Federal employees. The Government Account also includes various escrow, claims, and settlement funds”*.

Tabela 6
Treasury Securities Outstanding

millions of dollars, - December 31

Title	Amount Outstanding											
	Debt Held by the Public				Intragovernmental holdings				Totals			
	2014	2013	2009	2007	2014	2013	2009	2007	2014	2013	2009	2007
Marketable:												
Bills	1456.692	1590.563	1787.913	999.547	1.193	1389	5.567	4.327	1457.885	1591.952	1793.480	1003.875
Notes	8.221.366	7.875.065	4.179.412	2.487.368	7.820	6.669	1696	1.119	8.229.186	7.881.734	4.181.108	2.488.487
Bonds	1576.087	1408.110	714.672	558.447	79	43	3.259	91	1576.166	1408.153	717.931	558.538
TIPS	0	0	0	471.430	0	0	0	296	0	0	0	471.686
Treasury Inflation-Protected	1077.503	972.555	567.851	0	52	41	205	0	1077.554	972.596	568.055	0
Floating Rate Notes ²¹	163.991	0	0	0	0	0	0	0	163.991	0	0	0
Federal Financing Bank	0	0	0	0	13.612	15.000	11921	14.000	13.612	15.000	11921	14.000
Total Marketable	12.495.638	11.846.292	7.249.848	4.516.792	22.756	23.142	22.648	19.973	12.483.297	11.869.434	7.272.496	4.536.585
Nonmarketable:												
Domestic Series	29.995	29.995	29.995	29.995	0	0	0	0	29.995	29.995	29.995	29.995
Foreign Series	264	2.986	4.386	2.986	0	0	0	0	264	2.986	4.386	2.986
R.E.A. Series	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1
State and Local Gov. Series	116.490	115.488	214.138	293.239	0	0	0	0	116.490	115.488	214.138	293.239
U.S. Savings Securities	175.970	179.226	191.298	196.452	0	0	0	0	175.970	179.226	191.298	196.452
Government Account Series	203.968	179.999	119.932	91.189	5.094.243	4.972.909	4.477.200	4.073.077	5.298.211	5.152.908	4.597.132	4.164.266
Hope Bonds	0	0	0	0	494	494	492	0	494	494	492	0
Other	1625	1440	1411	5.648	0	0	0	0	1625	1440	1411	5.648
Total Nonmarketable	528.313	509.134	561.161	619.510	5.094.737	4.973.402	4.477.693	4.073.077	5.623.050	5.482.537	5.038.853	4.692.587
Total Public Debt Outstanding	13.023.951	12.355.427	7.811.009	5.136.303	5.117.493	4.996.544	4.500.341	4.092.870	18.141.444	17.351.971	12.311.350	9.229.173

Fonte: Monthly Statement of the Public Debt.

O *Federal Financing Bank* (FFB) merece um olhar atento. O FFB é uma corporação governamental, criada pelo Congresso em 1973, sob a supervisão da Secretaria do Tesouro, com autorização para se endividar junto ao público ou diretamente no Tesouro (limite de US\$ 15 bilhões), sem que essas obrigações entrem no cálculo do limite da dívida pública³². A atuação do órgão tem o objetivo de centralizar e de reduzir o custo dos empréstimos federais realizados pelos programas de políticas públicas. A instituição foi constituída para ser o veículo por meio do qual as agências Federais financiam os seus programas e, no cumprimento de suas atribuições, está autorizada a comprar as obrigações lançadas, vendidas ou garantidas por agências federais, ou seja, pode financiá-las diretamente ou oferecer crédito a terceiros que contem com sua garantia.

A dívida intragovernamental, por sua vez, é composta de títulos do Tesouro, não negociáveis, mantidos por mais de 240 contas administradas pelo governo Federal, os *Federal trust funds*, vinculados a programas sociais – com destaque para o *Social Security, Medicare, Military Retirement and Health Care, Civil Service Retirement e Disability Trust funds* – que, por lei, devem

³² O Tesouro valeu-se dessa prerrogativa para ganhar algum espaço de gestão nos momentos de conflito na negociação do teto da dívida pública. Em 2013, o FFB usou suas obrigações no valor de cerca de US\$ 9 bilhões e trocou por valor equivalente de títulos públicos existentes na carteira do *Civil Service Retirement and Disability Fund* (CSRDF) – que estão contabilizados no teto da dívida – e, em seguida, usou esses títulos para pagar os seus próprios empréstimos junto ao Tesouro. O Departamento do Tesouro pode, então, extinguir os títulos recebidos do FFB e, assim, obter uma folga antes de atingir o limite da dívida.

aplicar os recursos em títulos do Tesouro ou com sua garantia total, sendo que os juros são pagos com recursos orçamentários ou com a colocação de novos títulos³³.

Os títulos públicos na carteira dos *trust funds*, mesmo fora de mercado, compõem o limite da dívida pública federal definida pelo Congresso (Austin, 2011). Por outro lado, cabe destacar as obrigações das agências federais (*Federal agencies*) e das *Government-sponsored enterprises* (GSE)³⁴. As agências Federais são entidades do governo americano e as GSE são organizações quasi-governamentais criadas e autorizadas a funcionar por lei, embora sejam de propriedade privada e a diretoria eleita majoritariamente por seus proprietários. Constituem-se como instituições financeiras com poder de oferecer garantias e dar crédito a setores específicos, além de lançar títulos próprios, sem garantia oficial, em montante ilimitado, ou seja, não compõem o conjunto da dívida pública sujeita ao limite³⁵.

Os seus títulos, apesar de não serem livres de risco, são vistos como de alta qualidade, graças à condição de órgãos afiliados ao setor público. Como coloca Fabozzi e Flemming (2004), várias das agências têm autorização para tomar empréstimos diretamente do Tesouro e a percepção do mercado sempre foi de que há o aval implícito do governo, já que não permitiria o *default* das obrigações, como de fato ocorreu nos anos de crise.

5.1 Características dos títulos e composição da dívida pública junto ao público

A dívida mantida junto ao público abrange os títulos do Tesouro e uma parcela pouco relevante de títulos das agências federais. A dívida do Tesouro é composta de diferentes tipos de títulos, definidos como *discount* ou *coupon securities*. Os *discount securities* não fixam juros e pagam o valor de face no vencimento. O lançamento no mercado primário é feito com desconto em relação ao valor do título e o rendimento é dado pela diferença entre o valor de compra e o de resgate. Os *coupon securities* pagam uma taxa de juros específica a cada 6 meses e são resgatados por seu valor de face no vencimento.

As *Treasury Bills* (T-bills) são *discount securities* e suas taxas de juros, apesar de sofrerem a influência de diferentes fatores, acompanham as alterações da FFR porque se colocam como a alternativa imediata a outros ativos de baixo risco existentes no mercado. A maturidade das T-bills varia de poucos dias a 52 semanas e, tradicionalmente, tem prazos de 4 semanas (1 mês), 13 semanas (3 meses), 26 semanas (6 meses) ou 52 semanas (1 ano). Os leilões acontecem todas as

³³ Cf. Austin (2011, p. 6): “*The Social Security Old Age and Survivors’ Insurance (OASI) account is the Federal trust fund with the largest holdings of Treasury securities. The largest 20 trust funds account for about 98% of intragovernmental debt*”.

³⁴ As agências federais (Defense Department, Export-Import Bank, Federal Housing Administration, Government National Mortgage Association (Ginnie Mae), Postal Service, Tennessee Valley Authority e United States Railway Association) podem lançar títulos, com a garantia do Tesouro. As GSEs são entidades privadas, com títulos, originalmente, não garantidos pelo Tesouro, compreendem: Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal Home Loan Banks, Farm Credit Banks, Student Loan Marketing Association, Financing Corporation, Resolution Funding Corporation.

³⁵ Como coloca Kosar (2007), as GSEs são instituições financeiras com poder de: “(i) *make loans or loan guarantees for limited purposes such as to provide credit for specific borrowers or one sector, and (ii) raise funds by borrowing (which does not carry the full faith and credit of the Federal Government) or to guarantee the debt of others in unlimited amounts*”.

semanas, com exceção das T-bills de 52 semanas, com frequência mensal. Além disso, há outros T-bills, conhecidos como Cash Management Bills (CM Bills) com diferentes maturidades, em geral de pouco dias, que são utilizados *ad hoc* como meio auxiliar na gestão de caixa do Tesouro, cujos leilões não obedecem a prazos regulares e são anunciados com antecedência de 4 dias³⁶.

As *Treasury Notes* (T-notes), títulos com maturidade acima de 1 e inferior a 10 anos, são do tipo *coupon securities*, atualmente com prazos de 2, 3, 5, 7 e 10 anos, com pagamento de juros com base semestral. Os leilões dos títulos com maturidade de 2 a 7 anos são mensais, enquanto que os de 10 anos acompanham o *Quarterly Refunding* (fevereiro, maio, agosto e novembro), mas, comumente, são oferecidas quantidades adicionais, conhecidos como *reopenings*, no decorrer do tempo, no lugar de lançamento de novos títulos.

Os *Treasury Bonds* (T-bonds), por sua vez, são *coupon securities* com maturidade acima de 10 anos, atualmente 30 anos, cujos leilões e *reopenings* seguem procedimentos semelhantes ao dos T-notes.

O Tesouro, desde 1997, passou a vender os *inflation-indexed securities* (TIPS), títulos indexados a um índice de preços (*consumer price index for all urban consumer-CPI-U*), com maturidade de 5, 10 e 30 anos e juros pagos semestralmente como porcentagem do valor do principal ajustado do título. Enquanto que, no vencimento, o investidor recebe o valor ajustado do principal ou o valor original do título, o que for maior. Isto é, há proteção também contra eventual deflação (Brian; Elsasser, 2004).

O instrumento conhecido como STRIPS, processo pelo qual os investidores negociam separadamente os cupons de recebimento de juros e o valor do principal dos T-notes e T-bonds, cria títulos que se caracterizam como *zero-coupon securities*, com os ganhos sendo pagos unicamente no vencimento, que é comumente utilizado para atender o interesse dos que desejam receber um valor conhecido em data específica no futuro.

Os leilões no mercado primário têm ampla transparência e são abertos a todas as entidades. O *Treasury Department*, por meio de um comunicado de imprensa, anuncia o fato com antecedência, detalhando o volume, o tipo e as condições específicas dos títulos a serem oferecidos. Os lances são de dois tipos. Os não competitivos (*noncompetitive bid*), em que os investidores aceitam a taxa de desconto definida no leilão e recebem os títulos com maturidade e volume desejados, observados os limites de US\$ 1 bilhão para as T-bills e US\$ 5 bilhões para as T-notes, T-bonds e FRN e os competitivos (*competitive bid*), em que o investidor define a taxa de desconto que deseja e há imposição de limites à parcela de compra dado o total de títulos oferecidos no leilão, de modo que o resultado final de cada agente varia de acordo com as condições específicas do leilão³⁷.

³⁶ Como coloca GAO (2006, p. 7): “*Treasury supplements its regular and predictable schedule with flexible securities called cash management (CM) bills. Unlike for other securities, Treasury does not publish information on CM bills on its auction schedule. Instead, Treasury generally announces CM bill auctions anywhere from 1 to 4 days ahead of the auction. The term to maturity – the length of time the bill is outstanding – varies according to Treasury’s cash needs. CM bills allow Treasury to finance very short-term cash needs – for as little as 1 day – while providing short notice to market participants.*”

³⁷ Cf. Treasury Direct: “*Your bid may be: 1) accepted in the full amount you want if the rate you specify is less than the discount rate set by the auction, 2) accepted in less than the full amount you want if your bid is equal to the high discount rate, or 3) rejected if the rate you specify is higher than the discount rate set at the auction.*”

A comercialização dos títulos ocorre no mercado secundário. Ocasionalmente pode ser aberta a possibilidade de o Tesouro criar programas específicos de recompra de títulos (*buybacks programs*), com o objetivo de adequar o volume, a estrutura e a maturidade da dívida pública. Os programas, *eventuais*, permitem antecipar o resgate por meio de ofertas de compra (*reverse auctions*) de títulos específicos, em volume e condições definidas a priori. Trata-se de uma política deliberada dos gestores da dívida pública, utilizada ocasionalmente, para atender os interesses do Tesouro de adequação do perfil e do custo da dívida a uma situação econômica específica e não de um mecanismo de proteção dos tomadores de títulos diante de oscilações de mercado. Os investidores que buscam negociar os títulos antes do vencimento recorrem ao mercado secundário e não contam com esse expediente na tomada de decisão sobre a composição de seus portfólios.

O programa mais relevante ocorreu durante o período de março de 2000 a abril de 2002. A existência de superávits orçamentários, governo Clinton, levou ao resgate dos títulos curtos e médios (T-bills e T-notes) e ao aumento da participação relativa dos títulos longos (T-bonds) na composição da dívida, elevando o seu custo, considerando a presença de uma curva de juros típica, positivamente inclinada. A série de 45 *reverse auctions*, responsável pelo resgate de US\$ 67,5 bilhões de T-bonds, procurou balancear a estrutura da dívida entre títulos curtos, médios e longos (Garbade, Rutherford, 2007).

Os *buybacks programs*, com o sucesso da iniciativa, passaram a ser vistos como meio de flexibilizar a gestão da dívida e permitir o ajuste de sua composição, maturidade e custo, sem comprometer a liquidez de um tipo determinado de título. Entretanto, mesmo aceito institucionalmente, o mecanismo só voltou a ser usado, timidamente, em 2014. O que sugere a pouca relevância desse instrumento na gestão cotidiana da dívida pública, com os títulos em mercado sendo resgatados no vencimento ou negociados no mercado secundário.

A composição da dívida pública, como mostram os dados da Tabela 7, é concentrada nas Tnotes e os *coupon securities* (T-notes e T-bonds) ocupam parcela expressiva do total. Como estes títulos são de longo prazo e pagam os juros definidos nos leilões, estão mais sujeitos a riscos decorrentes das mudanças da política monetária. Como é comum, a política monetária baliza a taxa de juros definidas nos leilões de títulos e o custo da dívida pública, sobretudo, no caso das T-bills que apresenta alta correlação com a taxa de juros básica. A variação da FFR provoca perdas (ganhos) no preço de mercado dos títulos em função do aumento (queda) da taxa básica. Certamente, o efeito do aumento da taxa de juros no valor de mercado dos títulos da dívida pública limita a liberdade da política monetária, já que é preciso levar em conta o impacto provocado pelas perdas dos detentores dos títulos. Embora, no caso americano, este efeito seja parcialmente minimizado pelo fato de os títulos públicos terem menor participação no total dos ativos lançados na economia em comparação com outros países, como o Brasil.

O reflexo da mudança da política monetária no custo da dívida, por sua vez, não ocorre de imediato, pois o estoque de títulos tem taxas de juros já estabelecidas quando ocorrem os leilões. O efeito se dá, na margem, no momento em que os novos leilões incorporam as taxas de juros então vigentes. Esta questão é particularmente relevante e acontece em razão de existir a separação entre a política monetária e o carregamento da dívida pública, a prática usual de não recompra de títulos e o valor pouco expressivo do saldo das operações compromissadas.

Tabela 7
Treasury securities outstanding
Debt held by the public

	millions of dollars									
	2006		2007		2009		2013		2014	
	december, 31									
Marketable:										
Bills	940.772	22%	999.547	22%	1.787.913	25%	1.590.563	13%	1.456.692	12%
Notes	2.440.466	56%	2.487.368	55%	4.179.412	58%	7.875.065	66%	8.221.366	66%
Bonds	530.548	12%	558.447	12%	714.672	10%	1.408.110	12%	1.576.087	13%
Inflation-Protected Securities	411.075	10%	471.430	10%	567.851	8%	972.555	8%	1.077.503	9%
Federal Financing Bank	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Floating Rate Notes	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	163.991	1%
Total Marketable	4.322.860	100%	4.516.792	100%	7.249.848	100%	11.846.292	100%	12.495.638	100%

Fonte: Monthly Statement of the Public Debt. Elaboração própria.

5.2 A dívida pública por tipo de investidor

O fato de o dólar ser a divisa chave internacional reforça a participação do investidor estrangeiro na dívida pública junto ao público. A aplicação de parte preponderante das reservas internacionais em títulos do governo americano é amplamente aceita e explica o peso relevante da participação estrangeira, de mais de metade da dívida junto ao público (Tabela 8). A segurança e a liquidez do dólar criam um mercado cativo e estável, não sujeito a movimentos especulativos, ao contrário, os títulos americanos atuam como porto seguro ao capital internacional e isto justifica o fato de crescer a demanda por esses títulos em momentos de crise.

Tabela 8
Estimated ownership of U.S. Treasury Securities

Year	billions of dollars																			
	Total public held (1)	SOMA + intra government Holdings (2)	Total privately held	depository institutions (3)	U.S. savings bonds	Pension Funds (4)	Insurance companies	Mutual Funds (5)	State + local governments	Foreign + international (6)	Other investor (7)									
2014	18.141	7.579	10.563	100%	518	4,90%	176	1,67%	787	7,45%	282	2,67%	1.146	10,85%	601	5,69%	6.156	58,28%	895	8,47%
2013	17.352	7.205	10.147	100%	321	3,16%	179	1,76%	696	6,86%	264	2,60%	1.126	11,10%	584	5,76%	5.793	57,09%	1.184	11,67%
2012	16.433	6.524	9.909	100%	348	3,51%	182	1,84%	631	6,37%	271	2,73%	1.038	10,48%	599	6,05%	5.574	56,25%	1.266	12,78%
2011	15.223	6.440	8.783	100%	280	3,19%	185	2,11%	555	6,32%	272	3,10%	902	10,27%	559	6,36%	5.007	57,01%	1.022	11,64%
2010	14.025	5.656	8.369	100%	319	3,81%	188	2,25%	496	5,93%	248	2,96%	720	8,60%	596	7,12%	4.436	53,01%	1.366	16,32%
2009	12.311	5.277	7.034	100%	202	2,87%	191	2,72%	447	6,35%	222	3,16%	669	9,51%	586	8,33%	3.685	52,39%	1.032	14,67%
2008	10.700	4.806	5.893	100%	105	1,78%	194	3,29%	390	6,62%	171	2,90%	758	12,86%	601	10,20%	3.077	52,21%	597	10,13%
2007	9.229	4.834	4.396	100%	130	2,96%	196	4,46%	373	8,48%	142	3,23%	344	7,83%	648	14,74%	2.353	53,53%	210	4,78%
2006	8.680	4.558	4.122	100%	115	2,79%	202	4,90%	369	8,95%	198	4,80%	248	6,02%	571	13,85%	2.103	51,02%	316	7,67%
2005	8.170	4.200	3.971	100%	129	3,25%	205	5,16%	338	8,51%	202	5,09%	254	6,40%	512	12,89%	2.034	51,22%	295	7,43%

Fonte: Treasury Bulletin

(1) Source: "Monthly Statement of the Public Debt of the United States (MSPD)." Face value.

(2) As of February 2005, the debt held by Government Accounts was renamed to Intragovernmental holdings.

(3) Includes U.S. chartered depository institutions, foreign banking offices in the United States, banks in U.S. affiliated areas, credit unions, and bank holding companies.

(4) Includes U.S. Treasury securities held by the Federal Employees Retirement System Thrift Savings Plan "G Fund."

(5) Includes money market mutual funds, mutual funds, and closed-end investment companies.

(6) Includes nonmarketable foreign series, Treasury securities, and Treasury deposit funds. Excludes Treasury securities held under repurchase agreements in custody accounts at the Federal Reserve Bank of New York

(7) Includes individuals, Government-sponsored enterprises, brokers and dealers, bank personal trusts and estates, corporate and non-corporate businesses, and other investors.

A Tabela 9 apresenta os maiores investidores externos em títulos da dívida americana. A forte presença da China e do Japão merece destaque, mas, os outros países, em geral, mantêm ou

elevam as aplicações no decorrer do tempo. O Brasil mais do que dobra a sua posição entre 2007 e 2014, em compasso com o crescimento das suas reservas internacionais.

Tabela 9
Maiores investidores externos em títulos do tesouro

Países	bilhões de dólares			
	nov/05	nov/07	nov/13	nov/14
China	303,9	458,9	1316,7	1250,4
Japão	667,9	590,9	1186,4	1241,5
Bélgica	15,6	14,2	200,6	335,7
Países do Caribe (1)	81,2	107,4	290,9	331,5
Exportadores de óleo (2)	79,3	13,7	236,2	278,9
Brasil	28,8	121,7	246,9	264,2
Suíça	30,7	38,1	176,6	183,8
Reino Unido	135,5	174,3	161,5	174,5
Taiwan	68,3	37,1	183,7	170,6
Luxemburgo	36,6	68,3	130,4	167,3
Hong Kong	42,8	51,7	141,7	165,6
Irlanda	23,0	17,5	116,9	127,4
Singapura	33,4	40,2	87,2	110,1
Rússia	n.d.	33,5	139,9	108,1
Total (inclue outros)	2034,0	2337,1	5655,1	6112,4

(1) Inclue: Bahamas, Bermuda, Cayman, Antilhas Holandesas, Panamá e Ilhas Virgens

(2) Exportadores de óleo inclue: Equador, Venezuela, Indonésia, Bahrain, Iran, Iraque, Kuwait, Oman, Qatar, Arábia Saudita, Emirados Árabes, Argélia, Gabão, Líbia e Nigéria

Fonte: Department of the Treasury/Federal Reserve Board

O restante da dívida pública junto ao público, em posse de residentes dos EUA, é distribuído entre vários tomadores, com destaque para os investidores institucionais, como os fundos de pensão, os estados e governos locais e os *mutual funds*, que cresceram de importância nos anos pós-crise. Os *depository institutions*, embora não tenham peso expressivo, elevaram a participação nos anos recentes. É interessante destacar, como colocam Labonte e Nagel (2014), que as aplicações oficiais, de estrangeiros e investidores internos, correspondem a cerca de 70% da dívida total, o que dá maior estabilidade à sua gestão.

6 Crise e os caminhos da política monetária

A crise levou o Fed a abandonar a prática anterior de usar um único instrumento e o *leitmotiv* da política monetária passou a ser a sustentação da liquidez do sistema bancário, a fim de manter o acesso às operações no mercado financeiro e evitar o movimento rápido de desalavancagem, que provocaria a queda expressiva dos preços dos ativos e os custos sociais decorrentes da falência de instituições com problemas de liquidez, mesmo que solventes (Bindseil, 2014).

O Fed estendeu o seu escopo de atuação, lançou mão de normas institucionais não usadas há anos e adotou medidas não convencionais. O Congresso, por sua vez, ganhou proeminência

política, pois coube a ele aprovar leis autorizando as autoridades fiscais e monetárias a agirem no enfrentamento da crise com liberdade e poderes não usuais.

As políticas de intervenção alteraram o *modus operandi* da fase anterior. Como colocou Goodfriend (2011), a política monetária do pós-crise afastou-se do que o autor chama de política monetária pura, entendida como o uso sistemático das operações de *open market* em defesa da taxa de juros básica (FFR), e engendraram outro regime baseado (1) na política de crédito, com impacto significativo nas posições ativas e passivas do *Federal Reserve* e (2) na decisão de influenciar o nível da taxa de juros por meio do pagamento de juros nas reservas bancárias das instituições depositantes. Além disso, a crise, diante da imposição de as autoridades agirem, estreitou os laços entre Fed e o Tesouro.

O olhar sobre a condução da política monetária e as suas conexões com a política fiscal permite esclarecer os caminhos de articulação entre o Fed e o Tesouro, os limites da independência da autoridade monetária e as mudanças na gestão da dívida pública. O que se segue busca caracterizar as ações da política monetária não convencional e os seus reflexos (i) no balanço do Fed, (ii) na relação entre o Tesouro e o Fed e (iii) na dinâmica da dívida pública.

6.1 Avanço da política de crédito

O Fed, no momento inicial, manteve os moldes tradicionais de condução da política monetária e respondeu à crise com o uso dos instrumentos convencionais. O movimento imediato resultou na redução a quase zero da meta da *overnight Federal Fund* com o objetivo de provocar a queda da taxa de juros de mercado. Além disso, o problema de liquidez mereceu atenção particular, com a autoridade monetária cumprindo a tarefa de prestador em última instância. Cresceu o uso da *discount window*. As instituições depositantes receberam empréstimos a custos mais baixos e com vencimento de até 90 dias, ao invés do usual *overnight*. As operações de *repos* (empréstimos de curto prazo com colaterais) ganharam fôlego como forma de ampliar a liquidez de agentes com dificuldades. Finalmente, o Fed expandiu suas linhas de *swap* para bancos centrais no exterior com o objetivo de ampliar a oferta de fundos denominados em dólares a bancos comerciais no exterior (CBO, 2010).

O desenrolar dos acontecimentos logo mostrou que a política monetária convencional não seria capaz de sustentar a taxa de juros no nível desejado e de responder às demandas impostas pela crise. O risco de deflação de ativos e de colapso de entidades públicas e privadas levou a alterações da estratégia e ao uso de instrumentos excepcionais.

A expansão da política de crédito buscou recuperar a liquidez do sistema e dar apoio a importantes instituições financeiras, apelando a três conjuntos de medidas: i) reforço do papel tradicional do banco central de prestador em última instância, ii) provisão de liquidez diretamente a tomadores de crédito e investidores em setores-chaves da economia e iii) compra de títulos de longo prazo para o portfólio do Fed (Bernanke, 2009).

Novos programas de política monetária reforçaram o papel do Fed de prestador em última instância. A criação do *Term Auction Facility* (TAF), em dezembro de 2007, surgiu como extensão da política de redesconto para prover empréstimos às instituições depositárias, baseados em colateral, com a duração variando de um a três meses – acima do usual – e a especificidade de

que a liberação dos recursos só se daria três dias após o aceite da operação. As características dos empréstimos afastaram as instituições com necessidade imediata de liquidez, a fim de minimizar os rumores de que os agentes demandantes encontravam-se insolventes.

A expansão da oferta de crédito do TAF não se mostrou suficiente diante da gravidade da crise. Em tempos normais, a ação do Fed de ampliar as reservas bancárias permitiria aos bancos atenderem à demanda de liquidez. Porém, a retração do crédito bancário inibiu esse canal de transmissão e deu livre curso à política monetária não convencional, com a criação de mecanismos excepcionais de crédito de liquidez (CBO, 2010; Labonte, 2008).

A preocupação com o impacto da crise no mercado internacional fez o Fed autorizar a criação de uma linha de crédito (*Dollar Swap Line*) para atender a demanda de recursos denominados em dólar de bancos privados estrangeiros e realizar um acordo com outros bancos centrais (*Foreign Currency Swap Line*) para garantir às instituições financeiras americanas liquidez em moeda estrangeira. Além disso, a contração da oferta de crédito levou o Fed a lançar novos programas visando destravar o crédito. O *Term Security Lending Facility* (TSLF), introduzido em março de 2008, buscou reestabelecer o fluxo das operações e a liquidez no mercado monetário por meio de operações de troca, por um período de 28 dias, de títulos do Tesouro por outros, usados como colaterais, menos líquidos e de menor qualidade.

A maior oferta de títulos públicos buscava frear a queda da *Treasury GC repo rate* e o aumento do *spread* em relação à FFR (Hrung; Seligmanm, 2011). O *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF), por sua vez, deu permissão aos *dealers* para usarem colaterais de menor qualidade para terem acesso à liquidez, criando, assim, fonte alternativa de financiamento aos agentes com dificuldade de cobrir as posições no *tri-party market*. O propósito foi evitar que os *clearing banks*, na tentativa de reduzirem a exposição a um *dealer* em *default*, pudessem se desfazer dos colaterais em seu poder e ampliar a queda do preço dos títulos.

A outra face da política de prestador em última instância consubstanciou-se no apoio a instituições consideradas vitais para evitar o colapso do mercado financeiro. A especificidade do programa não se coloca apenas no seu caráter extraordinário, mas, como se discute à frente, na estreita colaboração entre o Tesouro e o Fed.

O caráter incomum das medidas revela-se na atuação da autoridade monetária. O seu raio de manobra é amplo no uso dos instrumentos tradicionais direcionados às entidades pertencentes ao sistema do *Federal Reserve*. Entretanto, as medidas não convencionais exigiram autorização específica, em caráter excepcional, para dar assistência a entidades não depositárias. O recurso a esta alternativa não havia se colocado nos últimos 70 anos, o que serve para ilustrar a dimensão da crise e a força do apelo à criação de linhas de crédito e de medidas de apoio a instituições em dificuldade, com potencial para colocar em risco a estabilidade do sistema financeiro.

O empréstimo para a compra dos ativos do *Bear Stearns* revelou-se incomum não só por se tratar de um banco de investimento, entidade não depositante no sistema do *Federal Reserve*, mas por ferir as condições normais de empréstimos, que exigem bons colaterais e instituições com aceitável situação financeira. O Fed financiou a constituição da *Maiden Lane I*, empresa de propósito específico, a partir da venda de títulos do Tesouro, com a finalidade de comprar cerca de US\$ 30 bilhões de ativos da instituição e repassá-los ao JP Morgan.

O socorro às agências *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, por serem entidades privadas, exigia autorização especial do Congresso para que o Tesouro e o Fed buscassem conter o processo de deterioração financeira. A ameaça de contaminar o mercado levou o Tesouro a negociar com o Congresso poderes para realizar a intervenção. A restrição em permitir o uso de recursos públicos e elevar a dívida pública retardou a permissão, mas, diante da ameaça posta pelo desenrolar da crise, acabou sendo aprovado, em 23/07/2008, o *Housing and Recovery Act* (HERA).

A legislação deu ao Tesouro ampla discricionariedade para oferecer suporte financeiro às GSEs. Os termos e condições deram autonomia para o uso de recursos públicos na compra de parte do capital e dos títulos em mercado até o teto legal da dívida pública. O Tesouro, com liberdade de ação, realizou, em setembro, o *takeover (conservatorship)* das agências, impôs perdas aos antigos acionistas, trocou a diretoria, ao mesmo tempo em que capitalizou e deu proteção aos tomadores dos títulos (Paulson Jr, 2010).

O governo essencialmente garantiu a dívida das GSEs e outros problemas logo se colocaram. Operação semelhante ocorreu no apoio à AIG. A empresa, com problemas financeiros decorrentes das perdas em operações no mercado imobiliário, teve dificuldades em tomar empréstimos e recebeu o socorro do Fed e do Tesouro, por meio de quatro canais diferentes: i) linha direta de crédito, substituído em parte por um aporte direto do Tesouro; ii) criação do programa *Securities Borrowing Facilities*, usado para dar empréstimos de US\$ 38 bilhões tendo como colateral títulos de posse da empresa com *rating* de grau de investimento; iii) empréstimo por meio da constituição da *Maiden Laine II*; e iv) novo aporte por intermédio da *Maiden Laine III*, com o objetivo básico de adquirir *mortgage-backed securities* a preços acordados.

A rápida deterioração da situação financeira exigiu também do Fed, em conjunto com o Tesouro e o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), a definição em 2008 de garantias ao *Citigroup* contra perdas em ativos até o valor de US\$ 301 bilhões e no ano seguinte estendeu a garantia ao *Bank of America*, no valor de US\$ 118 bilhões, em condições semelhantes às oferecidas ao *Citigroup*.

A decisão de apoiar esses bancos surgiu depois de momentos de resistência sobre o modo de agir diante da preocupação em evitar o *moral hazard*. O FDIC que, por lei, é o responsável por lidar com as questões de falência de bancos e de proteção dos credores, manteve-se, inicialmente, preso a ideia de minimizar o custo de sua atuação e garantir o *deposit insurance fund*, apesar da autorização do Congresso para adotar medidas excepcionais em caso de risco sistêmico.

O órgão, na falência do banco Washington Mutual (WaMu), impôs perdas aos credores e sinalizou o risco de *haircuts* em situações semelhantes, contrariando a posição de outros órgãos diretamente envolvidos na solução da crise (Fed, FRBNY e Tesouro) de evitar, depois da quebra do Lehman Brothers, novas ameaças à instabilidade do mercado³⁸.

³⁸ A quebra do Lehman Brothers ampliou o estresse e a dificuldade de estabilizar o mercado. O processo que levou à falência não é linear e, de acordo com os testemunhos de Paulson (2010) e Geithner (2014), não ocorreu em razão da simples decisão de não intervir. Paulson (2010) explicou o episódio nos seguintes termos: “*With Bank of America gone and Barclays now in limbo, we were running out of options—and time. Treasury had no authorities to invest capital, and no U.S. regulator had the power to seize Lehman and wind it down outside of very messy bankruptcy proceedings. And unlike with Bear Stearns, the Fed’s hands were tied because we had no buyer. Markets demand absolute certainty, and we*

A disputa entre diferentes visões, num momento de crise aguda, realçou a falta de um comando unificado na estrutura de governo para o enfrentamento da crise. Como colocou Geithner (2014): “The balkanization of our authority, which different tools in the hands of different officials with different strategies and different perceived responsibilities; and the inevitable messiness of fighting a crisis with limited time and incomplete information to make decisions. But whatever the cause, our unpredictability undermined the effectiveness of our response.”

O aprofundamento da crise provocou maior convergência de posições. O Tesouro ampliou o seu poder, como se verá a seguir, com o programa TARP que lhe deu condições de injetar capital nas instituições bancárias e o FDIC passou a ter posição mais ativa ao decidir estender a garantia a todos os depósitos bancários até o valor de US\$ 250 mil, fator relevante para evitar o risco de uma corrida bancária e o dano potencial que poderia causar ao sistema.

O segundo conjunto de medidas, entre os três tipos apontados anteriormente, buscou elevar a liquidez de tomadores de crédito e de investidores em mercados selecionados, por meio dos seguintes programas: i) *Asset- Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)*³⁹; ii) *Money Market Investor Funding Facility (MMIFF)*; iii) *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)*⁴⁰; e iv) *The Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)*.

had known all along that Lehman couldn't open for business on Monday unless it had lined up a major institution, like Barclays, to guarantee its trades. That had been the crucial element of the Bear Stearns rescue”.

The Lehman situation differed from Bear's in another important way. The Bear assets that JPMorgan left behind were clean enough to secure sufficiently a \$29 billion Fed loan. But an evaluation of Lehman's assets had revealed a gaping hole in its balance sheet. The Fed could not legally lend to fill a hole in Lehman's capital. That was why we needed a buyer. The Fed had no authority to guarantee an investment bank's trading book, or for that matter any of its liabilities.

I pointed out that we had run out of options for Lehman, because US officials had no statutory ability to intervene. ... (chapter 9) Moral hazard,” I made clear, “is something I don't take lightly.” But I drew a distinction between our actions in March with Bear Stearns and now with Lehman Brothers. I stressed that unlike with Bear, there had been no buyer for Lehman. For that reason, I said: “I never once considered it appropriate to put taxpayer money on the line in resolving Lehman Brothers.” How could I? There was, in fact, no deal to put money into. In retrospect, I've come to see that I ought to have been more careful with my words. Some interpreted them to mean that we were drawing a strict line in the sand about moral hazard, and that we just didn't care about a Lehman collapse or its consequences. Nothing could have been further from the truth. I had worked hard for months to ward off the nightmare we foresaw with Lehman. But few understood what we did – that the government had no authority to put in capital, and a Fed loan by itself wouldn't have prevented a bankruptcy (chapter 10). É interessante destacar que Geithner, em seu primeiro discurso como Secretário do Tesouro do recém empossado Presidente Obama comprometeu-se a evitar qualquer novo episódio semelhante ao do Lehman Brothers: “We believe that the United States has to send a clear and consistent signal that we will act to prevent the catastrophic failure of financial institutions that would damage the broader economy. Guided by these principles, we will replace the current program with a new Financial Stability Plan to stabilize and repair the financial system, and support the flow of credit necessary for recovery.”

³⁹ A respeito do programa Paulson (2010, p. 254) afirmou: “At 8:30 a.m., [em 19 de setembro de 2008] the Federal Reserve unveiled its Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility, better known as AMLF. Under this program, the Fed would extend nonrecourse loans to U.S. depository institutions and bank holding companies to finance their purchases of high quality asset-backed commercial paper from money market mutual funds.”

⁴⁰ Como colocou Paulson (2010, p. 318): “the Fed made another attempt to thaw the markets, unveiling its new Commercial Paper Funding Facility. The Fed's first directed toward asset-backed paper issued by financial institutions. This new approach created a special purpose vehicle to buy three-month paper from all U.S. issuers, vastly improving the liquidity in the market. The new facility represented a radical move by the Fed, but Ben Bernanke and his board knew that extraordinary measures had to be taken.” Geithner (2014) ao comentar a criação desse novo instrumento afirma: “Our

O apoio a segmentos relevantes do mercado de crédito teve o propósito de evitar o efeito contágio e a falta de crédito, caminhos inelutáveis de difusão da crise. Os programas visavam sustentar a compra de certificado de depósitos e de *commercial papers*, a fim de garantir a continuidade de lançamentos desses títulos e a liquidez, fatores cruciais no financiamento de curto prazo de empresas dependentes da oferta de crédito nesses mercados.

O terceiro foi o uso crescente do *credit easing* com vistas a operações de compra de títulos de longo prazo do Tesouro e das agências federais. A medida, como colocou Bernanke (2009), teve o objetivo de interferir na composição dos ativos e reduzir as taxas de juros de longo prazo, a fim de melhorar as condições de crédito das famílias e empresas. O enfoque conceitual difere do *quantitative easing* e só formalmente confunde-se com a política monetarista tradicional, já que tem em comum o fato de provocar a expansão do balanço do Fed⁴¹. O programa sustentou as medidas extraordinárias de intervenção no mercado de títulos, com gastos significativos na compra de títulos de dívida (*debt securities*) das agências federais (*Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Banks*) e das *mortgage-backed securities*, com garantia da *Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mac* (agency MBS), no esforço de evitar a perda de valor dos ativos e o colapso das instituições (Labonte, 2014b).

6.2 Autorização para pagar juros sobre as reservas

O regime monetário criado no pós-crise completou-se com a decisão de pagar juros sobre as reservas. O *Financial Service Regulatory Relief Act of 2006* autorizou o Fed a iniciar o pagamento de juros a partir de 2011, com o propósito de manter as condições do mercado de crédito e, simultaneamente, melhorar a capacidade da política monetária de alcançar a meta de juros definida pelo FIOC. A crise levou o Congresso a aprovar o *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (*Public Law, p. 110-343, oct. 3, 2008*) e a antecipar o início da vigência da medida para o primeiro dia de outubro de 2008, como meio de ampliar os instrumentos do Fed de defesa da política monetária.

proposed Commercial Paper Funding Facility required the most expansive interpretation of Fed authority yet. The Fed can only lend against collateral, and the CPFF was designed for unsecured commercial paper, which by definition is not backed by collateral ... The Fed would take considerable risk, more risk than some members of Ben's team were comfortable with."

⁴¹ O discurso de Bernanke de 13/01/2009 explica o objetivo da medida: "*The Federal Reserve's approach to supporting credit markets is conceptually distinct from quantitative easing (QE), the policy approach used by the Bank of Japan from 2001 to 2006. Our approach--which could be described as "credit easing" -- resembles quantitative easing in one respect: It involves an expansion of the central bank's balance sheet. However, in a pure QE regime, the focus of policy is the quantity of bank reserves, which are liabilities of the central bank; the composition of loans and securities on the asset side of the central bank's balance sheet is incidental. Indeed, although the Bank of Japan's policy approach during the QE period was quite multifaceted, the overall stance of its policy was gauged primarily in terms of its target for bank reserves. In contrast, the Federal Reserve's credit easing approach focuses on the mix of loans and securities that it holds and on how this composition of assets affects credit conditions for households and businesses. This difference does not reflect any doctrinal disagreement with the Japanese approach, but rather the differences in financial and economic conditions between the two episodes. In particular, credit spreads are much wider and credit markets more dysfunctional in the United States today than was the case during the Japanese experiment with quantitative easing. To stimulate aggregate demand in the current environment, the Federal Reserve must focus its policies on reducing those spreads and improving the functioning of private credit markets more generally."*

O interesse principal da proposta foi criar um piso para a FFR e balizar as expectativas dos agentes, a fim de conter o acirramento da incerteza provocada pela busca de títulos seguros – basicamente os títulos públicos – e a queda de preço de outros ativos. Com o pagamento de juros nas reservas, o Fed ganhou condições de manter valores elevados de reservas e ainda assim controlar a FFR, bem como aumentar o *balance sheet* visando atender a demanda de recursos usada nos programas de expansão de crédito⁴².

A regra mostrou ser eficiente para influenciar a FFR, mas, é interessante destacar, que não define a taxa mínima de todas as instituições que estão dispostas a realizar empréstimos, já que algumas delas podem emprestar no *federal fund market* e não estão entre as habilitadas a receber juros sobre o montante das reservas (FRBNY, 2013). A definição deste grupo de instituições (*eligible institutions*) inclui unidades⁴³ não contempladas no conceito tradicional do *Federal Reserve Act* (*depository institutions*)⁴⁴. Mas, as GSEs e as agências federais, entre elas o *Federal Home Loan Banks* não estão entre aquelas com permissão de receber juros.

O ato do Congresso não fixou a taxa a ser paga, determinou apenas que o seu valor não pode superar a taxa de juros de curto prazo. Isto é, o Fed tem liberdade de alterar a taxa com o propósito de adequar o incentivo para as instituições manterem volume de reservas compatível com o interesse da política monetária.

Os juros a serem pagos abrangem as reservas obrigatórias e o excesso de reservas existentes durante o *reserve maintenance period*. As taxas fixadas no lançamento da medida foram definidas nos seguintes termos: i) as reservas obrigatórias receberiam juros iguais à média da FFR durante o *reserve maintenance period* menos 10 pontos base, com o spread abaixo da taxa básica refletindo o fato de os depósitos no banco central não terem risco; e ii) a taxa para o excesso de reservas seria o menor valor alcançado pela FFR durante o *reserve maintenance period* menos 75 pontos base, sinalizando a intenção do *Board* de fixar a taxa de juros em nível suficientemente baixo para incentivar as instituições a sustentarem as operações de mercado, mas, ao mesmo tempo, evitarem as transações com taxas muito abaixo da meta da FFR.

O Federal Register justificou a decisão sobre o valor dos juros a serem pagos ao excesso de reservas bancárias da seguinte forma: “*Basing the rate on excess balances on the lowest rate, rather than the average rate, for the reserve maintenance period will support the funds rate better during*

⁴² O Federal Register – publicação diária do governo dos USA com informe sobre normas recém publicadas ou proposta, além de notícias gerais da esfera Federal – v. 73, n. 197, October 9, 2008 colocou a questão nos seguintes termos: *The ability to pay interest on balances held at Reserve Banks should help promote efficiency and stability in the banking sector. Paying interest on excess balances will permit the Federal Reserve to expand its balance sheet as necessary to provide sufficient liquidity to support financial stability while implementing the monetary policy that is appropriate in light of the System’s macroeconomic objectives of maximum employment and price stability. Paying interest on excess balances should also help to establish a lower bound on the Federal funds rate.*

⁴³ Como colocou o Federal Register, v. 73, n. 197, October 9, 2008: *‘Eligible institution also includes trust companies, Edge and agreement corporations, and US agencies and branches of foreign banks. The definition does not include all entities for which the Reserve Banks hold accounts, such as entities for which the Reserve Banks act as fiscal agents, including Federal Home Loan Banks.*

⁴⁴ As “*depository institutions*”, definidas no *Federal Reserve Act*, incluem: “*banks, savings associations, savings banks and credit unions that are Federally insured or eligible to apply for Federal insurance.*

*periods when the FOMC eases monetary policy. If the average targeted rate were used, then during a maintenance period in which policy, the rate on excess balances might be too close – or even above – the new target rate*⁴⁵. Entretanto, a fórmula sofreu mudanças seguidas em curto espaço de tempo e desde o *maintenance period* findo em 17 de dezembro de 2008, o juro pago sobre as reservas passou a ser de 0,25%, equivalente à meta do FOMC para a *fund rate*.

A paulatina recuperação econômica levou o FOMC, em reunião de 17 de setembro de 2014, a anunciar as diretrizes gerais da trajetória a ser seguida em busca do que chamou de normalização da política monetária (*Policy Normalization Principles and Plans*). Não está definido em que momento essas normas serão adotadas, mas o anúncio visa delinear a rota e sinalizar os passos a serem seguidos. A avaliação é de que no futuro próximo será necessário reduzir o movimento de acomodação da política monetária e elevar a meta da FFR. O caminho previsto é que isto ocorra, sobretudo, por meio do ajuste da taxa de juros que é paga sobre o excesso de saldos de reservas e da ampliação do uso dos instrumentos tradicionais no controle da taxa de juros básica, como o *reverse repurchase agreement facility*. Ou seja, o anúncio da medida revela o desejo de retornar aos cânones da política monetária convencional no momento correto, definindo o fim do interregno de vigência do regime não tradicional.

7 Reflexos da política monetária não convencional

A política monetária não convencional, ao definir ações *ad hoc* em resposta à crise, afetou os traços tradicionais das relações entre o Fed e o Tesouro, comuns nos tempos normais. O movimento, primeiro, alterou o balanço do Fed e cresceu o valor das transferências para o Tesouro. Segundo, a crise intensificou a relação entre o Tesouro e o Fed e colocou foco na discussão da independência da autoridade monetária, ponto essencial da visão teórica dominante. Terceiro, as medidas não convencionais interferiram na dinâmica da dívida pública e, particularmente, na composição da carteira de títulos públicos do Fed, na medida em que o órgão concentrou a sua atuação na compra de ativos de longo prazo e deixou a cargo dos depósitos voluntários das reservas bancárias o controle da liquidez.

As três dimensões citadas aproximaram as ações do Fed e do Tesouro e realçaram a flexibilidade do arranjo institucional, capaz de se adaptar a situações particulares, sem sofrer transformações substantivas de imediato, mas suficientemente ágil para reagir, repensar normas e adotar novas diretrizes de atuação em resposta à situação criada pela crise.

7.1 Mudanças no balanço do Fed

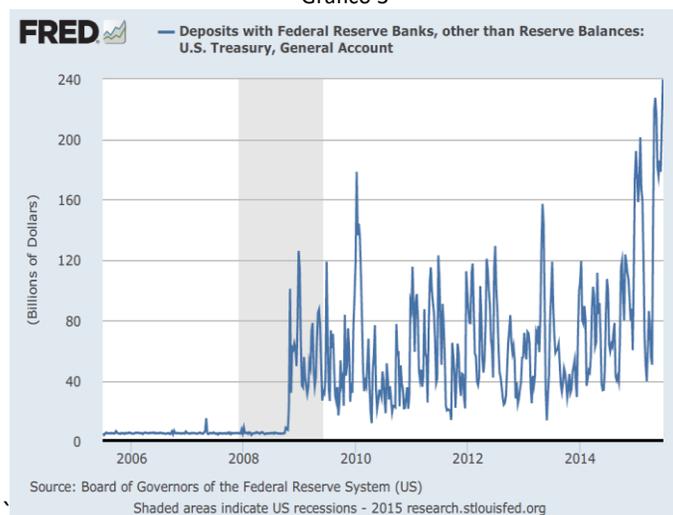
O balanço do Fed exprime a transformação provocada pelas medidas não tradicionais de combate à crise. O movimento mais imediato encontra-se no crescimento do montante geral do balanço em comparação com o de anos anteriores – o valor do balanço de 2013 alcançou US\$ 4.024 bilhões, superior a quatro vezes o de 2007 (ver Tabela 3).

⁴⁵ Cf. Federal Reserve (v. 73, n. 197, 9 out. 2008).

Como proposto na análise de Bindseil (2004), as operações ativas de política monetária explicam a transformação ocorrida nas contas do Banco Central. A decisão de ampliar a compra de ativos (*quantitative easing*) elevou as operações a outro patamar (US\$ 3.756 bilhões em 2013), resultado basicamente da compra de títulos públicos – o triplo do montante de 2007 – e da absorção das *mortgage-backed securities* (Tabela 4). Estes títulos, antes inexistentes na carteira do Fed, assumem elevada participação e refletem a decisão de intervir no mercado para garantir o valor dos ativos. O mesmo movimento de *bailout* ocorreu em relação às *debt securities* das GSEs. O valor dos ativos das agências federais, considerados de primeira ordem, pouco abaixo dos títulos do Tesouro, foi afetado pela crise e alvo do programa de intervenção do Fed, passando a fazer parte de seus ativos, sem rivalizar, no entanto, com o peso dos outros dois tipos de títulos.

A expansão das operações ativas de política monetária ocorreu também por conta do maior volume de empréstimos, parte deles em caráter excepcional. O acirramento da incerteza trouxe problemas de liquidez e forçou a ação do Fed, em conjunto com o Tesouro, para evitar a propagação da crise de liquidez. O valor dos empréstimos em 2013 (US\$ 223 bilhões), embora significativamente superior ao de 2007, caiu em relação ao de 2011. O apelo ao uso desse tipo de instrumento parece ter sido decisivo no socorro ao mercado na fase inicial da crise, mas arrefeceu no momento seguinte, reafirmando a relevância da compra de ativos como principal mecanismo de enfrentamento da crise (Carpenter et al., 2013).

Gráfico 3



No lado passivo, o padrão anterior estabelecido no programa TT&L deixou de existir com a crise e os valores da conta do Tesouro cresceram substancialmente, alcançando, em 2013, montante superior a US\$ 162 bilhões (Gráfico 3). Entretanto, a mudança principal ocorreu por conta da política de pagamento de juros no saldo das reservas bancárias, que se colocou como fator de diferenciação da política monetária não convencional e passou a definir o piso da FFR. O valor das reservas bancárias saltou de US\$ 20,1 bilhões em 2007 para US\$ 2.249 bilhões em 2013 e se constituiu no elemento diferencial da política pós-crise (Tabela 4).

O volume de reservas colocou a questão de o que fazer no retorno à normalização da política monetária. A volta do controle da taxa básica de juros ao lugar de instrumento único da política monetária colocará a discussão sobre o tamanho das reservas e dos juros compatíveis com a situação de longo prazo considerada ideal.

O maior volume de títulos na carteira do Fed trouxe o crescimento de suas receitas. O Quadro 2 mostra o aumento significativo dos rendimentos obtidos com os títulos públicos em 2013 (US\$ 51,6 bilhões) em relação à 2007 (US\$ 40,3 bilhões). Porém, a principal alteração está na renda auferida com os títulos das dívidas e dos *mortgage-backed securities* das agências federais e das GSEs. Estes ativos não constavam do balanço do Fed até o momento da crise e renderam, em 2013, respectivamente, US\$ 2,2 e US\$ 36,6 bilhões. Por outro lado, a diferença em relação aos gastos também é relevante na comparação com anos anteriores. Os pagamentos de juros sobre as reservas bancárias, antes poucos expressivos, atingiram US\$ 5,2 bilhões em 2013. Além disso, ganhou força nos anos recentes a ampliação das transferências ao Tesouro, de US\$ 34,6 bilhões em 2007 para US\$ 79,6 bilhões em 2013, como resultado dos lucros com a política de compra de ativos.

7.2 A relação entre o Tesouro e o Fed: independência do Fed?

A simples constatação de que cresceram os repasses do Fed para o Tesouro não revela a dimensão das mudanças das relações entre eles. O consenso teórico do *mainstream* nas últimas décadas refutou as proposições da velha síntese neoclássica (Tobin, 1963) de que a atuação deveria ser integrada e defendeu a independência do Banco Central na condução da política monetária, bem como a do órgão gestor da dívida pública.

A situação de crise colocou em questão a independência entre essas políticas. Como propõe Goodfriend (2011), a política monetária pura, em condições normais, lida com instrumentos claros e coerentes e pode ser conduzida de modo independente pelo Banco Central. O volume de títulos do Tesouro em sua carteira está atrelado às necessidades decorrentes da defesa dos seus objetivos estatutários e o resultado ao final das operações é normalmente transferido ao governo. Em tempos de crise, a situação é outra: cresce a aproximação entre os órgãos e a necessidade de arranjar o modelo institucional de modo a dar liberdade para atacar os focos da crise.

A adoção de políticas não convencionais, com ações excepcionais não contempladas na legislação, tornou opaca a separação entre o campo de atuação do Fed e a do Tesouro. As fronteiras perderam nitidez e afloraram os limites da autonomia da autoridade monetária nos momentos de forte instabilidade econômica. Com o risco de crise sistêmica, quando é preciso sair em socorro de instituições financeiras ameaçadas de falências, intervir para manter a liquidez do mercado e sustentar o preço dos ativos, a proposição teórica convencional de independência do banco central e de gestão da dívida pública (Currie et.al. 2003) perde força e o trabalho conjunto, integrado, ganha corpo. O Tesouro é chamado, em última instância, a assumir o risco e dar o respaldo necessário, via dívida pública, às medidas de enfrentamento da crise.

Os analistas, embora concordem com a ideia de que a crise borrou os limites das políticas monetária e fiscal, não chegam ao consenso sobre o que esperar do futuro. Plosser (2009, 2010, 2012), Presidente do Fed de Filadélfia, revelou-se crítico da política adotada e defendeu reforçar a institucionalidade de modo a garantir a independência da autoridade monetária. Do seu ponto de

vista, a perda de autonomia ocorreu como resultado de um duplo movimento: de um lado, o governo empurrou o órgão a ultrapassar os dogmas da política monetária tradicional e, de outro, a autoridade monetária avançou em áreas de atuação antes não aceitas como de alçada de um banco central independente.

A ação básica do prestador de última instância, a seu juízo, é responder a problemas de liquidez temporários, de instituições financeiras solventes. É errôneo evocar esse conceito em defesa da atuação do Fed em ações de suporte a classes específicas de ativos (*commercial papers, asset backed securities, agency debt*), uma vez que essa política interfere na alocação de crédito entre os mercados e elimina as fronteiras tradicionais entre a política monetária e fiscal. Na opinião do autor, o Fed, ao se aventurar nessa área, passou a usar o seu balanço em questões de ordem fiscal e colocou em risco a sua independência na condução da política monetária.

Plosser defende o retorno à lógica anterior, com a assinatura de novo acordo entre o Tesouro e o Fed, capaz de restringir ou eliminar a possibilidade de o Fed emprestar fora do mecanismo de redesconto e de atribuir a responsabilidade pelos subsídios a segmentos específicos do mercado à política fiscal. No caso de o órgão envolver-se com operações atípicas, a autoridade fiscal teria a obrigação de trocar os papéis adquiridos por títulos públicos, explicitando a responsabilidade do Tesouro sobre as ações.

Outros analistas veem como inevitável o fim das barreiras a separar a atuação dos órgãos. Epstein (2009) lembra que, em meio à crise, não se sustenta o esforço de manter a aparente independência do Fed. O envolvimento com as políticas de crédito e o *quantitative easing* apontam a necessidade de coordenação das ações com o Tesouro. O acordo de 2009, como se discute abaixo, reflete essa condição. Goodhart (2010, 2012) recorda que a gestão da dívida pública, com a alta dos estoques e o apelo ao *funding* do Tesouro nas operações de salvamento, perdeu o caráter de função rotineira, delegada a um órgão autônomo, e voltou a ser elemento crítico da política econômica, marcada por ações de *open market* com consequências fiscais. Por outro lado, o autor acredita que, embora não deva haver alteração no mecanismo de fixação da taxa de juros como meio de atingir a meta informal de inflação, crescerá a interação do Fed com o governo no encaminhamento de outras tarefas, como regulação, sanções, gestão da dívida, resoluções sobre o sistema bancário, ou seja, *the idea of the central bank as an independent institution will be put aside* (2012, p. 15).

Os tempos de crise, em outro plano analítico, colocaram em xeque as normas vigentes, que foram preparadas para responder a situações comuns e não a ações de caráter extraordinário. A questão institucional precisou ajustar-se ao momento, com a criação de mecanismos excepcionais, por meio do estreitamento da colaboração entre o Congresso, o Tesouro e o Fed. No plano mais geral, o Congresso, mesmo diante da urgência das medidas, manteve, em respeito às suas atribuições constitucionais, o papel de responsável último por avaliar as ações e determinar os seus limites, definir parâmetros gerais e o espaço de atuação dos agentes envolvidos na condução da política monetária e fiscal.

No Governo Bush, a lei federal de 2008 (*Public Law, p. 110-343, october 3, 2008*) – *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* – delineou os marcos gerais de enfrentamento da crise: autorizou a compra de ativos com problemas, a oferta de benefícios fiscais, a antecipação do pagamento de juros sobre as reservas bancárias e a cooperação com os Bancos Centrais estrangeiros, entre outros atos, com o propósito de: (1) *to immediately provide authority and*

facilities that the Secretary of the Treasury can use to restore liquidity and stability to the financial system of the United States; and (2) to ensure that such authority and such facilities are used in a manner that—(A) protects home values, college funds, retirement accounts, and life savings; (B) preserves homeownership and promotes jobs and economic growth; (C) maximizes overall returns to the taxpayers of the United States; and (D) provides public accountability for the exercise of such authority (sec. 2. purposes).

A autorização do Congresso, depois de longo processo de negociação⁴⁶, permitiu o engajamento do Tesouro no processo de enfrentamento da crise, com base no *Troubled Asset Relief Program* (TARP), que, com recursos de US\$ 700 bilhões⁴⁷, passou a atuar em diferentes áreas⁴⁸, por meio de empréstimos, compra de ativos e de participação no capital de instituições financeiras problemáticas⁴⁹.

O Governo Obama, com o *American Recovery and Reinvestment Act of 2009 (Public Law 111-5, Feb. 17, 2009)* ampliou a atuação do Tesouro – o montante de gasto estimado inicialmente alcançou US\$ 787 bilhões – visando atender os efeitos da crise no que chamam de *Main Street*, em contraste com os favores em benefício da *Wall Street*. As medidas buscavam: (1) *To preserve and create jobs and promote economic recovery*; (2) *To assist those most impacted by the recession*; (3) *To provide investments needed to increase economic efficiency by spurring technological advances in science and health*; (4) *To invest in transportation, environmental protection, and other infrastructure that will provide long-term economic benefits e* (5) *To stabilize State and local government budgets, in order to minimize and avoid reductions in essential services and counterproductive state and local tax increases.*

O ato emergencial na fase Bush deu liberdade de movimento no desenho da estratégia de combate à crise na *Wall Street* e respaldou a adoção de medidas não convencionais, discricionárias,

⁴⁶ O livro de Paulson (2010) faz um bom relato da negociação com o Congresso para a aprovação do programa.

⁴⁷ O Congresso aprovou o programa com este valor total, mas liberou o uso de apenas metade dos recursos. A outra parte ficou condicionada à nova votação do Congresso, o que ocorreu já no governo Obama.

⁴⁸ O TARP Program abrangia as seguintes áreas: i) auto programs. ii) bank investment program; iii) credit market program; iv) housing e v) investment in American International Group (AIG).

⁴⁹ O Capital Purchase Program é parte do TARP, envolvendo o conjunto de medidas propostas no “Bank Investment Program”. Como coloca o Departamento do Tesouro, tem como propósito: “*The Capital Purchase Program (CPP) was launched to stabilize the financial system by providing capital to viable financial institutions of all sizes throughout the nation. The CPP was designed to bolster the capital position of viable institutions of all sizes and to build confidence in these institutions and the financial system as a whole. Treasury initially committed more than a third of the total TARP funding, \$250 billion, to the CPP, which was later reduced to \$218 billion in March 2009. At the end of the investment period for the program, Treasury had invested approximately \$205 billion under the CPP. Under this voluntary program, Treasury provided capital to 707 financial institutions in 48 states, including more than 450 small and community banks and 22 certified community development financial institutions (CDFIs). The largest investment was \$25 billion and the smallest was \$301,000. The final investment under the CPP was made in December 2009. These funds were not given as grants. Treasury received preferred stock or debt securities in exchange for these investments. Most financial institutions participating in the CPP pay Treasury a five percent dividend on preferred shares for the first five years and a nine percent rate thereafter. In addition, Treasury received warrants to purchase common shares or other securities from the banks at the time of the CPP investment. The purpose of the additional securities was to enable taxpayers to reap additional returns on their investments as banks recover.*” (<http://www.treasury.gov/initiatives/financial-stability/TARP-Programs/bank-investment-programs/cap/Pages/default.aspx>).

à margem da legislação ordinária. O uso de ações discricionárias, sem limites bem definidos, gerou críticas. A alegação de que os *bailouts* carregavam os riscos de *moral hazard* e de distorção dos incentivos privados, além de comprometer a credibilidade do Fed, repercutiu no Congresso e pautou o debate sobre a estratégia adotada, crescendo a pressão por mudanças na regulação do mercado financeiro.

Os debates em torno das alterações da regulação do sistema financeiro não inibiram a moldagem do arranjo institucional à situação do momento. O risco de crise sistêmica levou à adoção de instrumentos que, embora presentes na legislação, não eram de uso ordinário, além de exigir a estreita cooperação entre o *Federal Reserve* e o Tesouro, na busca do apoio do Congresso a medidas não usuais e articulação do socorro às instituições em crise.

O Fed apelou à seção 13 (3) do *Federal Reserve Act* que prevê, “*in unusual and exigent circumstances*”, liberdade na adoção de normas no socorro a entidades do sistema financeiro não aceitas em tempos normais. O mecanismo, adotado pela primeira vez desde a grande depressão, serviu como justificativa da política de socorro a grandes instituições financeiras, capazes de colocar em risco a estabilidade do sistema e de operar com entidades não contempladas no conceito tradicional do *Federal Reserve Act*⁵⁰.

A integração entre o Tesouro e o Fed constituiu-se em parte integrante do processo. O Tesouro colocou em carta ao FRBNY o compromisso de arcar com o custo de eventual prejuízo da operação de socorro ao *Bear Stearns*⁵¹. Em março de 2009, assinaram um acordo (*joint statement*) defendendo o papel do *Federal Reserve*, em colaboração com outras agências, no esforço de preservar a estabilidade monetária⁵².

O uso deste tipo de expediente não é inédito, mas pouco usual. O último ocorreu em 1951. O caráter excepcional do momento colocou em pauta a conveniência de reafirmar a autonomia do Fed e a inevitabilidade do trabalho conjunto com o Tesouro. O documento relembra o caráter crítico da independência do *Federal Reserve* na condução da política monetária, mas realça, simultaneamente, a concordância de que a agência continuará a trabalhar, enquanto as circunstâncias exigirem, em estrita cooperação com o Tesouro e outros órgãos na busca por

⁵⁰ Cf. define o Federal Reserve Act seção 13 (3): “*In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System, by the affirmative vote of not less than five members, may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine, at rates established in accordance with the provisions of section 14, subdivision (d), of this Act, to discount for any participant in any program or facility with broad-based eligibility, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank: Provided, That before discounting any such note, draft, or bill of exchange, the Federal reserve bank shall obtain evidence that such participant in any program or facility with broad-based eligibility is unable to secure adequate credit accommodations from other banking institutions. All such discounts for any participant in any program or facility with broad-based eligibility shall be subject to such limitations, restrictions, and regulations as the Board of Governors of the Federal Reserve System may prescribe.*”

⁵¹ Cf. Carta, de 17/3/2008, de Henry Paulson Jr, Secretário do Tesouro a Timothy F. Geithner, Presidente do Federal Reserve Bank of New York: “*I support this action as appropriate and in the government's interest, and acknowledge that if any loss arises out of the special facility extended by the FRBNY to JPMCB, the loss will be treated by the FRBNY as an expense that may reduce the net earnings transferred by the FRBNY to the Treasury general fund.*”

⁵² Cf. *The Role of the Federal Reserve in Preserving Financial and Monetary Stability*. Joint Statement by the Department of the Treasury and the Federal Reserve. Joint Press Release. March 23, 2009.

melhorar o funcionamento do mercado de crédito, na prevenção de falência de instituições que possam causar danos sistêmicos e na promoção da estabilidade do sistema financeiro.

O documento revelou outros pontos de concordância sobre como agir diante da crise. O primeiro realça o cuidado de o *Federal Reserve* evitar o risco de crédito e interferir na alocação do crédito. A responsabilidade de emprestador de última instância requer a realização de empréstimos ancorados em colaterais seguros e dirigidos a melhorar as condições financeiras e de crédito em geral e não ao atendimento de setores ou classes específicas de tomadores de empréstimos. O segundo ponto confirma que, nas circunstâncias vigentes, as ações visam manter a estabilidade monetária e o aumento do balanço do Fed, com os empréstimos e a compra de títulos, não deve constranger o exercício da política monetária nem os objetivos de manter o emprego e a estabilidade dos preços. Em caso de eventual dificuldade, o Tesouro pode lançar mão do mecanismo especial de financiamento (*Supplementary Financing Program*) e ajudar o gerenciamento do balanço do Fed.

O Fed e o Tesouro apontam também a preocupação em buscar ações legislativas com o intuito de prover novos instrumentos capazes de esterilizar os efeitos dos empréstimos e da compra de títulos sobre as reservas bancárias. Concordam com a tese de que, em instituições com dificuldades sistemáticas, é preciso encontrar uma solução abrangente, mas reafirmam que estão dispostos a evitar falências desordenadas e a atuarem em conjunto com o Congresso na definição de instrumentos de intervenção preventiva, a fim de conter o risco de crises futuras. O Tesouro reconhece o caráter fiscal das intervenções de socorro às instituições financeiras, conhecidas como *Maiden Lane*, e afirma que irá liquidar ou retirar do balanço do Fed os gastos realizados.

O Congresso assumiu lugar proeminente no movimento de moldar o arranjo institucional às exigências impostas pela crise, mas, por outro lado, impulsionado pelas críticas aos *bailouts* e ao *moral hazard* capitaneou as discussões em torno das alterações das regras até então existentes, culminando com a aprovação do *Dodd Frank Act* (*Public Law*, p. 111-203, HR 4173, July 21, 2010).

A nova lei representou a mudança mais relevante da estrutura de regulação financeira desde a grande depressão. A proposta ampliou os controles sobre os agentes financeiros e teve como meta central definir uma abordagem sistêmica do sistema de regulação, de modo a olhar o todo e não apenas as partes individualmente. A lei abrange a regulação de várias áreas e redefine a institucionalidade, com o propósito de evitar o risco sistêmico, preservar a estabilidade do mercado financeiro, além de conter novos *bailouts* e a inevitabilidade do *too big to fail*.

O ato criou dois novos órgãos públicos voltados à questão da estabilidade financeira, incorporados ao Departamento do Tesouro, com a tarefa de supervisionar as instituições financeiras e aproximar o trabalho das agências de regulação já existentes, ampliando a capacidade de monitoramento do risco sistêmico e de preservação da estabilidade econômica.

O *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), chefiado pelo Secretário do Tesouro, tem por propósitos identificar riscos à estabilidade financeira, promover a disciplina do mercado e responder as ameaças à estabilidade do sistema financeiro. O *Council* tem por incumbência realizar encontros periódicos a fim de analisar as condições econômicas e financeiras. Estão entre as suas tarefas: coletar informações de agências governamentais, monitorar os serviços financeiros e as propostas de regulação e desenvolvimento financeiro no plano nacional e internacional, facilitar a troca de

informações, recomendar as prioridades de supervisão, identificar falhas na regulação que podem gerar riscos à estabilidade do sistema e fazer recomendações de indicadores prudenciais de atuação dos agentes financeiros, reportando anualmente ao Congresso o resultado de suas investigações.

O *Office of Financial Research*, com diretor indicado pela Presidência e aprovado pelo Senado, tem por objetivo dar suporte ao *Council* e aos membros das agências no desempenho de suas atribuições, contribuindo nas tarefas de coleta e disponibilidade de informações, pesquisas aplicadas e estudos de longo prazo, construção de ferramentas de monitoramento e controle de riscos. O diretor terá anualmente a obrigatoriedade de encaminhar relatório ao Congresso e comparecer a audiências no Senado (*Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*) e na Câmara (*Committee on Financial Services*) para retratar, de modo independente⁵³, as atividades do órgão e a visão sobre o mercado financeiro e potenciais ameaças à estabilidade do sistema.

O maior poder de supervisão do mercado tenta evitar os casos de *bailouts* e de *too big to fail*. O FSOC pode definir, por votação, que qualquer firma ou entidade do mercado financeiro (como *Stock Exchange*) não está adequadamente regulada e passe a ser submetida à supervisão do *Federal Reserve* ou de outra agência oficial. O objetivo é evitar a possibilidade de firmas grandes e complexas estarem fora do sistema de supervisão e criar condições de antecipar os problemas para não serem pegos de surpresa e forçados a realizarem o salvamento diante do risco sistêmico.

As instituições financeiras com total acumulado de ativos superior a US\$ 50 bilhões, enquadradas no caso de *too big to fail*, estarão sujeitas a regulação mais estreita, com novas normas prudenciais, em que se colocam limites de alavancagem, concentração e requisitos mínimos de liquidez e de capital baseado em risco, além da obrigação de se submeterem, uma vez por ano, a testes de *stress* do Fed e a seus próprios testes.

Além disso, o ato criou o que é chamado de *orderly liquidation authority*⁵⁴ que dá permissão ao FDIC de decretar a falência de grandes instituições, nos moldes já existentes para intervir em pequenos bancos, mas, por outro lado, retirou o espaço do órgão em oferecer garantias. O Fed, por sua vez, perdeu o poder de intervir em instituições não bancárias, como fez em 2008, e passou a ter a opção de trabalhar com o *Securities Investor Protection Corporation* (SPIC) na condução do

⁵³ A lei assegura total independência do órgão na elaboração e conclusões do relatório a ser apresentado ao Congresso. Como coloca a lei (Sec. 153, d, 2): “No officer or agency of the United States shall have any authority to require the Director to submit the testimony required under paragraph (1) or other congressional testimony to any officer or agency of the United States to approval, comment, or review prior to the submission of such testimony. Any such testimony to Congress shall include a statement that the views expressed therein are those of the Director and do not necessarily represent the view of the President.”

⁵⁴ Como coloca o *Dodd Frank Act* sec. 204 (a) Purpose of Orderly Liquidation Authority. – “It is the purpose of this title to provide the necessary authority to liquidate failing financial companies that pose a significant risk to the financial stability of the United States in a manner that mitigates such risk and minimizes moral hazard. The authority provided in this title shall be exercised in the manner that best fulfills such purpose, so that – (1) creditors and shareholders will bear the losses of the financial company; (2) management responsible for the condition of the financial company will not be retained; and (3) the Corporation and other appropriate agencies will take all steps necessary and appropriate to assure that all parties, including management, directors, and third parties, having responsibility for the condition of the financial company bear losses consistent with their responsibility, including actions for damages, restitution, and recoupment of compensation and other gains not compatible with such responsibility”.

processo de falência (Bernanke, 2013). De acordo com Gheitner (2014), as restrições a atuação do Fed e do FDIC podem limitar as ações no enfrentamento de nova crise.

O *Dodd Frank Act* reforçou também o sistema de supervisão e de controle sobre diferentes áreas, com a criação de novas instituições (*Bureau of Consumer Financial Protection*, no Fed e o *Office of National Insurance*, no Tesouro) e mudanças de atribuições de antigas agências. A SEC (*US Securities and Exchange Commission*), em particular, ganhou espaço para endurecer a vigilância sobre *hedge funds*, derivativos e participantes do mercado financeiro e, com o novo *Office of Credit Rating Agencies*, ampliou o controle sobre as agências de *rating* e passou a ter poder de cobrar melhorias na qualificação técnica e de impor penalidades.

A reforma na área de securitização também teve o objetivo de conter o risco e dar transparência às ações: i) o emissor do título passou a ser forçado a reter 5% do risco de crédito de cada ativo (*credit risk retention*); ii) tornou-se obrigatório registrar e divulgar informações sobre as operações realizadas; e iii) as agências de *rating* têm como exigência fazer relatórios de acompanhamento das notas atribuídas para facilitar a avaliação de risco.

7.3 Alterações na dinâmica da dívida pública

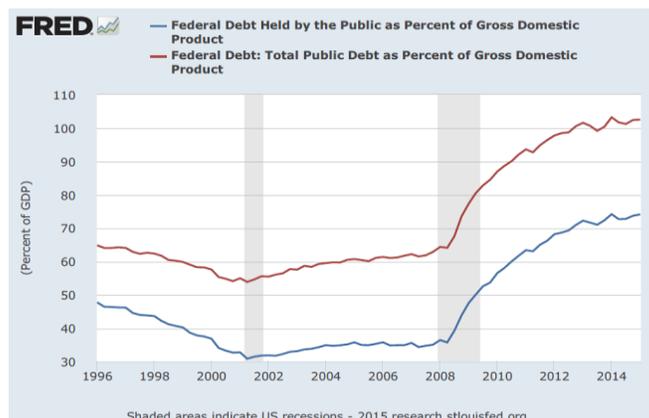
A política monetária não convencional trouxe alterações na dinâmica da dívida pública, na medida em que cresceu a integração entre a gestão da dívida pública e as ações do Tesouro e do Fed. A questão deve ser discutida, primeiro, no plano mais geral, com a análise do comportamento da dívida e das alterações geradas pela situação criada com a crise e, segundo, os reflexos na carteira de títulos públicos do Fed.

7.3.1 O comportamento da dívida pública

As políticas de enfrentamento da crise colocaram de lado a retórica de anos anteriores de independência do banco central e de autonomia do órgão gestor da dívida pública e deram lugar a um trabalho conjunto. A dívida pública respondeu as demandas do Tesouro, alimentando os processos de *bailouts* e de socorro a agentes financeiros e empresas de diferentes setores, bem como aos interesses do Fed, direcionados a sustentar a política de liquidez e as operações do mercado financeiro.

A dívida pública cresceu sistematicamente desde o final de 2007, puxada pelo aumento da dívida junto ao público. Em 2014 a dívida junto ao público alcançou US\$ 12.483 bilhões e a dívida total atingiu US\$ 18.141 bilhões (Tabela 5 e Gráfico 4).

Gráfico 4



A rápida expansão da dívida deu destaque à questão institucional do limite da dívida pública. O teto é definido pelo Congresso e as consequências são expressivas se não houver acordo em rever o limite: *“the government would have to stop, limit, or delay payments on a broad range of legal obligations, including Social Security and Medicare benefits, military salaries, interest on the national debt, tax refunds, and many other commitments. Defaulting on those legal obligations would cause severe hardship for American families”* (Department of Treasury, 2011).

A dimensão dos efeitos potenciais da não renovação do limite da dívida leva a se ter como certo que o acordo não pode tardar porque geraria o caos no governo. A relevância institucional do *debt limit* está no fato de que coloca em mãos do Congresso poder de influenciar as diretrizes da política fiscal, ao impor as condições para aceitar a expansão do limite da dívida. Ou seja, o Congresso ganha força nos tempos de crise, quando o aumento dos gastos coloca a necessidade de rever amiúde o teto da dívida, como ocorreu no período recente, para atender demandas do Tesouro e do Fed.

A dinâmica imposta pela crise provocou outros dois movimentos. O primeiro refere-se à mudança na composição da dívida pública. As operações de *open market* na política monetária não convencional perderam o caráter tradicional de ajustar a liquidez a fim de alcançar a meta da FFR e passaram a se preocupar em influenciar as taxas longas. O resultado foi a perda relativa de relevância das T-bills e o peso crescente das T-notes. Os títulos com prazo de até 10 anos expandiram a participação na composição da dívida junto ao público de 56% em 2006 para 66% em 2014, em substituição às T-bills que perderam participação no mesmo montante.

O segundo movimento reflete-se na necessidade de adequar as características dos títulos à situação criada pela alta liquidez no mercado monetário, ao mesmo tempo em que se prepara a volta à gestão tradicional de política monetária. Estas questões estão entre os motivos que levaram à criação das *Floating Rates Notes* (FRN).

O novo título tem maturidade de 2 anos e paga juros a cada quadrimestre. O preço do título é determinado nos leilões. A taxa de juros é composta de dois elementos: i) o *index rate*, que é uma taxa atrelada à taxa de desconto mais elevada aceita no último leilão da T-bill de 13 semanas. Como estes leilões ocorrem todas as semanas, a taxa é recalculada semanalmente, o que pode gerar uma

diferença entre a taxa a termo (13 semanas) e a de uma semana específica; ii) por um *spread* aplicado ao *index rate* – mantido o mesmo por toda a vida do título – definido pela margem de desconto aceito no leilão de lançamento. A taxa de juros equivale, então, ao *index rate* somado ao *spread*. A *duration* das FRNs é aproximadamente igual a zero e o seu preço é pouco afetado pelas mudanças da curva de juros, enquanto que os *coupons* refletem de imediato essas alterações.

A participação das FRNs, ao menos até o final de 2014, ainda é baixa e pouco alterou a composição da dívida pública. Porém, o caráter da mudança institucional é relevante, com potencial de mexer na gestão da dívida, já que estreita a relação entre os ditames da política monetária e a gestão da dívida pública, à medida que o seu indexador está atrelado ao comportamento dos juros do mercado monetário. A composição da dívida pública certamente tem um componente conjuntural e está sujeita a alterações acompanhando as demandas do momento econômico. A volta aos tempos normais e a desmontagem do quadro de alta liquidez do mercado monetário podem levar as FRNs a ganharem expressão na composição da dívida pública.

7.3.2 Reflexos na carteira de títulos públicos do Fed

A articulação da política monetária não convencional com a estrutura da dívida pública na carteira do Fed é outra dimensão analítica de interesse. O olhar sobre este ponto ilustra o nexó entre o Tesouro e o Fed via a dívida pública.

As ações do Fed ganharam diferentes contornos no caminhar da crise e o reflexo na composição de sua carteira de títulos acompanhou essa trajetória (Tabela 10). O limiar da crise levou à opção por uma política de expansão da liquidez em moldes tradicionais. O Fed ampliou o mecanismo de redesconto e usou as medidas anunciadas nos programas TAF e TSLF para realizar a compra de títulos privados e a troca de títulos do Tesouro por outros menos líquidos, em resposta à restrição de crédito no interbancário e a busca por títulos públicos decorrente do quadro de incerteza presente no mercado.

Tabela 10
Federal Reserve Bank Holdings of U.S. Treasury – Held outright

Millions of dollars - December 31

	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
Bills	277,019	35,6%	227,841	30,8%	18,423	3,9%	18,423	2,4%	18,423	1,8%	18,423	1,1%	0	0,0%	0	0,0%
Notes	402,367	51,7%	401,776	54,2%	334,779	70,3%	568,323	73,2%	773,285	75,7%	1286,344	77,3%	1110,398	66,6%	1467,427	66,4%
Bonds	99,528	12,8%	110,995	15,0%	122,719	25,8%	189,843	24,4%	229,786	22,5%	358,679	21,6%	555,747	33,4%	741,348	33,6%
Total	778,914	100,0%	740,612	100,0%	475,921	100,0%	776,589	100,0%	1021,494	100,0%	1663,446	100,0%	1666,145	100,0%	2208,775	100,0%

Federal Reserve Annual Report

A crescente demanda dos títulos usados como GC elevou os seus preços e derrubou a taxa de juros das *T-bills* de 3 meses em relação à FFR. O movimento afastou-se da tendência comum em tempos normais de que essas taxas acompanham a FFR e refletiu a dificuldade de manter as metas de juros nas operações de *overnight* com os títulos públicos (Gráfico 5).

Gráfico 5



A reação do Fed no esforço de esterilizar a expansão da liquidez e manter estável o volume de reserva é que definiu os traços da articulação com o Tesouro naquele momento. O elemento central constituiu-se nas operações de *open market*, com o Fed usando os títulos de sua carteira como meio de regular a liquidez. A troca de ativos altamente líquidos (*T-bills*) de sua carteira, com alta demanda diante do quadro de incerteza, pelos títulos disponíveis no mercado de menor qualidade e liquidez, buscou ampliar a oferta de *general collateral* (GC) e regular os empréstimos no interbancário.

A estratégia revelou-se de fôlego curto e inviável frente à ampliação dos programas de oferta de crédito. A política de *swap* esbarrou na restrição imposta pela queda do volume de títulos públicos disponível na carteira do Fed, que se tornou incompatível com o montante de títulos exigidos para conter a liquidez e garantir a meta de juros, indicando o limite à ação da política monetária. O movimento provocou a queda significativa do volume de títulos públicos da carteira do Fed em 2008 e iniciou a mudança de composição da carteira, com a redução dos títulos de curto prazo e crescimento dos títulos de longo prazo (Tabela 7).

A queda dos títulos públicos da carteira do Fed reforçou a colaboração entre o Fed e o Tesouro. O Tesouro anunciou, em 17/9/2008, que, em resposta à solicitação do Fed, criou o *Supplementary Financing Program* (SFP). O programa consistiu no lançamento de uma série especial, temporária, de títulos públicos (*Tbills*), distinta dos lançamentos convencionais de dívida do Tesouro, que tinha por finalidade atender a demanda por *Tbills* e servir de braço auxiliar do Fed no esforço de esterilizar parte dos empréstimos realizados.

Os títulos são vendidos diretamente ao público e os fundos registrados em uma conta especial do Tesouro no FRBNY (*Treasury Special Funding Account – TSFA*), que, apesar de fazer parte da política de gestão de caixa do Tesouro, estava autorizada a receber apenas os valores dos títulos atrelados a ela e não recursos de tributos nem ser usada no pagamento de gastos fiscais (Santoro, 2012).

Nas palavras do Tesouro: *“With the dramatic expansion of the Federal Reserve's liquidity facilities, in September 2008 the Treasury agreed to establish the [Supplementary Financing Program \(SFP\)](#) in order to assist the Federal Reserve in its implementation of monetary policy. Under the SFP, the Treasury issues short-term debt and places the proceeds in the Supplementary Financing Account at the Federal Reserve. When the Treasury increases the balance it holds in this account, the effect is to drain deposits from accounts of depository institutions at the Federal Reserve. In the event, the implementation of the SFP thus helped offset, somewhat, the rapid rise in balances that resulted from the creation and expansion of Federal Reserve liquidity facilities”* (Federal Reserve System).

O depósito dos rendimentos na TSFA alterou o curso normal da política de política de gestão de caixa do Tesouro – definida no programa TT&L – elevando as transferências dos recursos públicos de impostos e de venda de títulos públicos depositados em bancos privados para a conta do Tesouro no Fed (TGA), contribuindo para reduzir a média dos depósitos na rede privada e o montante das reservas bancárias. Os depósitos mantidos no SFP foram zerados desde julho de 2011, mas isso pouco alterou o volume dos depósitos da conta do Tesouro, que não retornou ao patamar anterior a 2008 (Gráfico 3).

O programa tinha o intuito de dar ao Fed meios de manter a política de restrição das reservas bancárias, ao mesmo tempo em que ampliava a oferta de GC, visando destravar os empréstimos interbancários. O movimento alterou a composição da dívida pública na carteira da autoridade monetária e de posse do setor privado. O volume de títulos da carteira do Fed, que havia caído a US\$ 475,9 bilhões em fins de 2008, recuperou-se com o SFP, voltando ao patamar de US\$ 776,5 bilhões em 2009, próximo ao existente em 2006, mas com participação de apenas 2,4% das *Tbills*, muito inferior ao patamar de 35,6% existente naquele ano. O setor privado buscou ativos mais líquidos, por meio do aumento da demanda de *Tbills* e dos depósitos de reservas, ativo plenamente líquido e com remuneração próxima a da taxa básica de juros.

O Fed, graças ao acesso a esse novo montante de títulos, manteve a lógica de atuação anterior. Isto é, prevaleceu a política de troca de títulos, com a autoridade monetária cedendo títulos públicos curtos em troca de outros de longa duração e de títulos privados de menor liquidez. A diferença estava em que o aumento dos ativos privados deixou de ser acompanhado do declínio dos títulos públicos (Lavoie, 2010). No entanto, a aproximação do teto da dívida pública, comprometeu o alcance do programa SFP. As transferências de títulos para a conta no FRBNY perderam fôlego e deixaram de cumprir o seu objetivo inicial, anunciando mudanças⁵⁵.

O esgotamento do SFP trouxe novos elementos. O Fed continuou a comprar elevado volume de ativos privados e a expandir a liquidez do sistema bancário, mas, como abandonou a política de esterilização do excesso de liquidez, novos aportes de títulos do Tesouro à carteira do Fed deixaram de ser necessários. O excesso de liquidez e a alta preferência pela liquidez, aliado à decisão de pagar

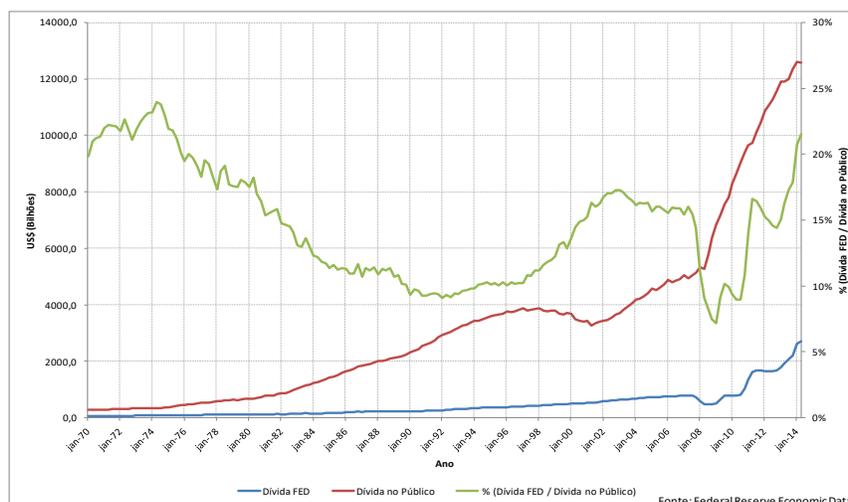
⁽⁵⁵⁾ Como colocou Santoro (2012), os títulos alcançaram montante expressivo no lançamento (US\$ 560 bilhões entre 20 de outubro e 12 de novembro de 2008), mas perderam fôlego no momento seguinte. Em 17 de novembro, o Tesouro anunciou a redução do programa, o que levou o estoque de títulos a atingir US\$ 260 bilhões ao final de 2008, a se estabilizar ao redor de US\$ 200 bilhões até setembro de 2009 e praticamente ser zerado diante da proximidade de alcançar o teto da dívida, voltando ao patamar de US\$ 200 depois de concluída a negociação sobre este ponto.

juros nas reservas, garantiu o crescimento do volume de reservas voluntárias, responsável por servir de contrapartida dos programas de injeção de liquidez e sustentar a expansão do balanço do Fed.

O avanço do QE e a decisão de não esterilizar a liquidez definiu o novo traço da estrutura de títulos no balanço do Fed. A condução da política monetária levou à expansão significativa das compras de títulos públicos a partir de 2010, concentrada em títulos longos, com o virtual desaparecimento das *Tbills*, manifestado em 2008. A composição da carteira passou a ser dominada por *notes e bonds*, títulos longos, menos usados nas políticas tradicionais de *open market*.

Além disso, o uso da política do QE teve como efeito paralelo o aumento da participação da carteira do Fed no montante da dívida pública em mercado. O seu peso voltou a se aproximar daquele existente na década de 70, refletindo a articulação entre o papel do Fed e a dinâmica da dívida pública em tempos de crise (Gráfico 6).

Gráfico 6



8 Considerações finais

A institucionalidade americana é marcada por forte presença do Congresso e a distribuição de atribuições por uma gama de órgãos, com diferentes instrumentos, responsáveis por segmentos específicos do mercado. As normas de atuação de cada instituição são definidas pelo Congresso e existem amarras que limitam os seus raios de manobra, compartimentalizam as esferas de influência e dividem o poder de atuação por áreas.

A crise revelou uma institucionalidade flexível nos momentos de tensão, capaz de se moldar à situação e de buscar, não sem debates e contraditórios, a convergência de posições no combate à crise. A política do Fed no decorrer da crise valeu-se de uma cláusula de excepcionalidade, prevista no *Federal Reserve Act*, mas não utilizada desde a crise dos anos 30, como meio de ampliar o seu poder de atuação e de socorrer agentes financeiros fora da tutela da instituição. O Tesouro negociou com o Congresso recursos para programas – TARP e *Recovery Act* – que lhe deram poderes discricionários incomuns de atuação em *Wall Street* e *Main Street*, bem como condições de intervir

em empresas de caráter privado, caso das GSEs (Freddie Mae e Fanny Mac), e de garantir a sobrevivência de outras, como AIG. O FDIC, apesar da resistência em abandonar a retórica do *moral hazard*, elevou o limite do seguro de depósitos e abrandou as regras de intervenção em bancos diante do risco de corrida a bancos tradicionais.

O modelo de política monetária seguiu o padrão usual até a crise, com as operações de *open market*, em um mercado pouco líquido, sendo usadas como meio de alcançar a taxa de juros básica (FFR) definida pelo FOMC. No momento seguinte, as políticas não convencionais engendraram outro regime baseado na política de crédito e de pagamento de juros nas reservas, responsável por estabelecer o piso dos juros básicos e por influenciar a composição do balanço do Fed.

Além disso, estreitaram-se as relações entre o Fed e o Tesouro, indicando os limites da propalada independência do Banco Central e da política de gestão da dívida pública no momento em que os órgãos são chamados a atuar, como parte do Estado, no enfrentamento de um quadro econômico agudo.

Os reflexos do estreitamento de relações entre o Fed e o Tesouro são significativos. A composição do balanço do Fed mudou na comparação dos dois momentos. Nos tempos normais, o principal mecanismo de atuação do Fed para alcançar a meta de taxa de juros consubstanciou-se no fluxo expressivo de operações de *repos e reverse repos*, mas o estoque de operações compromissadas é pouco relevante. O fator de destaque do lado ativo do Fed eram os títulos públicos, mantidos de forma definitiva, com destaque para as T-notes de até 5 anos e as T-bills de até um ano. No lado passivo, a moeda em circulação era, de longe, o elemento principal, com as reservas bancárias, seguindo as normas do Fed, mantendo-se em patamar baixo.

O total do balanço da autoridade monetária, cinco vezes superior ao do momento anterior, refletiu o alcance e a articulação das políticas monetária e fiscal. O volume de títulos públicos na carteira do Fed cresceu de modo significativo, com os títulos de longo prazo ganhando participação em detrimento do virtual desaparecimento das T-bills. Além disso, os títulos das GSEs e os *mortgage-basket securities*, antes não presentes, ganharam lugar de destaque, semelhante ao dos títulos públicos, indicando a força da política de *quantitate easing*.

A expansão do ativo teve como contrapartida o crescimento das reservas bancárias. O valor existente no período de crise é um elemento distintivo em relação à fase anterior. A política monetária nos anos à frente ganhou, com a política de pagamento de juros sobre esses depósitos, um instrumento adicional na tarefa de alcançar a meta de taxa de juros, mas, ao mesmo tempo, terá de definir a estratégia de como lidar com o excesso de reservas.

A crise impactou o comportamento da dívida pública, mas é possível dizer que as suas características básicas e o papel no cenário internacional não mudaram. Os títulos públicos americanos continuam a cumprir a função de espaço privilegiado das aplicações das reservas internacionais soberanas, que respondem por mais de 50% do total da dívida pública. O movimento não se alterou apesar de os USA serem o epicentro da crise e não deu lugar a movimentos especulativos.

Além disso, vale destacar a baixa participação dos títulos da dívida pública no total dos títulos emitidos no *bond market*, condição bem diferente do que ocorre no caso do Brasil onde o peso desses ativos ronda a casa dos 60%. Nos momentos normais, o peso dos títulos públicos

chegou a se situar no patamar de 15%, até alcançar valor próximo a 30% em tempos de crise quando a busca por segurança eleva a demanda por títulos públicos. A dimensão e a profundidade do mercado financeiro privado são relevantes ao se pensar a dinâmica da dívida pública e a ação dos agentes. O mercado deixa de pautar as suas ações e de ser tão sensível às variações da dívida pública, ampliando o raio de manobra dos gestores, muito diferente do que se vive no Brasil.

A crise não parece ter alterado características presentes anteriormente, apesar do crescimento expressivo observado nos anos recentes. Os programas de *buybacks* são bem esporádicos e servem para atender a preocupação em adequar a estrutura da dívida à estratégia de gestão e não uma prática em resposta à demanda dos carregadores da dívida. Há o pressuposto de que o comprador mantém o título até o vencimento ou faça a venda no mercado secundário a preço de mercado. Isto assegura melhores condições à estratégia de gestão da dívida de definir o prazo médio e a composição compatível com a política fiscal e monetária. Como ocorreu nos últimos anos, em que a maior demanda de títulos públicos e o desejo de influenciar as taxas longas levaram a mudanças na composição da dívida pública, com a perda de relevância das T-bills e maiores colocações de T-notes.

A principal novidade é o lançamento do novo título, as FRNs, como preparação para o retorno à política monetária convencional. O título é atrelado à taxa de juros e com *duration* próxima de zero, mas, diferente da LFT brasileira, o seu rendimento não é exatamente igual à FFR, o que acarreta algum risco de perda no seu carregamento. A mudança é relevante. Ainda é cedo para conhecer qual será a composição desses títulos na composição da dívida e as possíveis alterações na estratégia dos agentes. Entretanto, as FRNs parecem desenhadas a ocupar papel expressivo na estratégia de saída da crise e, a depender do que vier a ser pensado como política de pagamento de juros nas reservas bancárias, podem ocupar espaço expressivo, a considerar a boa aceitação que tiveram no mercado financeiro.

Finalmente, o movimento recente também alterou relação entre o Fed e o Tesouro. Nos tempos normais, observou-se fundamentalmente a tendência mundial de separação entre as esferas, com o Fed a manobrar de modo independente a política monetária e a gestão da dívida pública preocupada em responder às demandas do Tesouro, ao menor custo possível. Nos tempos de crise, essas características ganharam nuances diferentes, sem alterar a lógica anterior. Primeiro, as ações do Fed extrapolaram o que pode ser considerado usual e reclamaram o respaldo da autoridade fiscal, levando analistas a questionarem a autonomia e o alcance das atribuições do Fed. Segundo, o volume de transferências para o Tesouro cresceu significativamente, em decorrência do aumento dos títulos públicos e privados na carteira do Fed. Terceiro, o programa TT&L, que, durante anos, manteve o volume de depósitos na conta do Tesouro no Fed basicamente constante no patamar de US\$ 5 a 7 bilhões, com o objetivo de evitar alterações expressivas nas reservas bancárias em função dos movimentos da conta do Tesouro e reduzir o uso de operações de *open market* para regular o fluxo de liquidez, sofreu alterações. Os depósitos cresceram, atingindo picos de pouco mais de US\$ 160 bilhões, e pode se observar oscilações expressivas, contrariando a tendência observada anteriormente.

Referências bibliográficas

ADRIAN, T.; BURKE, C. R.; McANDREWS, J. J. The Federal Reserve's primary dealer credit facility Federal Reserve bank of New York. *Current Issues*, v. 15, n. 4, Aug. 2009.

AKHTAR, M. A. Understanding open market operations. FRBNY, 1997. Available at: <https://research.stlouisfed.org/aggreg/meeks.pdf>.

AUSTIN, D. A. Overview of the Federal debt. Congressional research service. CRS Report for Congress, May 2011. Available at: www.crs.gov.

AUSTIN, D. A. LEVIT, M. R. The debt limit: history and recent increases. CRS Report for Congress, Oct. 2013. Available at: www.crs.gov.

BERNANKE, B. *The crisis and the policy response*. Speech, Fed, Jan. 13, 2009. Available at: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.

BERNANKE, B. *The Federal Reserve and the financial crisis*. Lectures by Ben Bernanke. Princeton University Press, 2013.

BINDSEIL, U. *Monetary policy implementation: theory, past, and present*. Oxford University Press, N.Y., 2004.

BRIAN SACK, B.; ELSASSER, R. Treasury inflation-indexed debt: a review of the U.S. experience. *FRBNY Economic Policy Review*, May 2004.

CARPENTER, S. B.; LHRIG, J. E.; KLEE, E. C.; QUINN, D. W.; BOOTE, A. H. *The Federal Reserve's balance sheet and earnings: a primer and projections*. Federal Reserve board. Washington, D.C., 2013. Available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201301/revision/201301pap.pdf>.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (CBO) *The budgetary impact and subsidy costs of the Federal Reserve's actions during the financial crisis*. Washington D.C., 2010. Available at: <https://www.cbo.gov/publication/21491>.

COPELAND, A.; DUFFIE, D.; MARTIN, A.; McLAUGHLIN. Key mechanics of The U.S. tri-party repo market. *FRBNY Economic Policy Review*, v. 18, n. 3, Nov. 2012. Available at: <http://www.newyorkfed.org/research/epr/2012/1210cope.pdf>.

CURRIE, E. et. al. Institutional arrangements for public debt management. *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 3021, Apr. 2003.

DEMIRALP, S.; FARLEY, D. Declining required reserves, funds rate volatility, and open market operations. *Journal of Banking & Finance*, v. 29, p. 1131-1152, 2005.

EDWARDS, C. L. Open market operations in the 1990s. *Federal Reserve Bulletin*, Nov. 1997.

ELY, B. *Monetary policy and the debt ceiling: examining the relationship between Federal Reserve and government debt*. Cato Institute, 2011. Available at: <http://www.cato.org/publications/congressional-testimony/monetary-policy-debt-ceiling-examining-relationship-between-Federal-reserve-government-debt>.

ENNIS, H. M.; KEISTER, T. Understanding monetary policy implementation. *Economic Quarterly*, v. 94, n. 3, Summer. p. 235-263, 2008.

EPESTEIN, G. *Financialization and Federal Reserve policy in the crisis: Central Bank Accountability For Financial Stability and Economic Reconstruction*, 2009. Available at: http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/conference_papers/SAFER/Epstein_Federal_Reserve_Policy.pdf.

FABOZZI, F. J.; FLEMING, M. J. U. S. *The handbook of fixed income securities. Treasury and agency securities*. 7th ed. 2004. Available at: http://www.newyorkFed.org/cfcbweb/Treasuries_and_agencies.pdf.

FEDERAL RESERVE SYSTEM (Fed). Board of Governors of the Federal Reserve System. *The Federal Reserve System. Purposes & Functions*. 9th ed. Washington, D.C. Jun. 2005.

FEDERAL RESERVE SYSTEM (Fed). Board of governors of the Federal Reserve System. *Credit and liquidity programs and the balance sheet*. Last update. Jan. 27, 2015. Available at: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_frliabilities.htm.

FRBNY – Federal Funds and Interest on Reserves. Fed Point. Mar. 2013. Available at: <http://www.ny.frb.org/abouttheFed/Fedpoint/Fed15.html>.

FRBNY. *Domestic open market during 2005*. Markets group of the Federal Reserve Bank of New York, February 2006.

GAO – United States Government Accountability Office. Debt management: backup funding options would enhance treasury's resilience to a financial market disruption. Sept. 2006.

GARBADE, K. D. Direct purchase of US treasury securities by Federal Reserve banks. *Federal Reserve Bank of New York*. Staff Report, n. 684, Aug. 2014.

GARBADE, K. D.; PARTLAN, K. D.; SANTORO, P. J. Recent innovations in treasury cash management. *Current Issues in Economics and Finance*, v. 10, n. 11, 2004. Available at: www.newyorkFed.org/research/current_issues.

GARBADE, K. D.; RUTHERFORD, M. Buybacks in treasury cash and debt management. *Federal Reserve Bank of New York*, Staff Report, n. 304, Oct. 2007.

GEITHNER, T. G. *Stress Test*. N.Y.: Crown Publishing Group, 2014.

GOODFRIEND, M. Central banking in the credit turmoil: an assessment of Federal Reserve practice. *Journal of Monetary Economics*, v. 58, n. 1, p. 1-12, Jan. 2011.

GOODHART, C. A. E. Monetary policy and public debt. Banque de France. *Financial Stability Review*, n. 16, Apr. 2012.

GOODHART, C. A. E. The changing role of central banks. *BIS Working Papers*, n. 326, Nov. 2010.

HILLERY, P. V.; THOMPSON, S. E. The Federal Reserve banks as fiscal agents and depositories of the United States. *Federal Reserve Bulletin*, Apr. 2000.

HRUNG, W. B.; SELIGMAN, J. S. Responses to the financial crisis, treasury debt, and the impact on short-term money markets. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 481, Jan. 2011. Publicado em: *International Journal of Central Banking*, v. 11, n. 1, jan. 2015.

IMF; WORLD BANK. Guidelines for public debt management: accompanying document and select case studies. Washington, D.C.: International Monetary Fund: World Bank Group, 2003.

KOSAR, K. R. Government-sponsored enterprises (GSEs): an institutional overview. Congressional Research Service. CRS Report for Congress, Apr. 23, 2007. Available at: www.crs.gov.

LABONTE, M. Federal Reserve: unconventional monetary policy options. Congressional Research Service, Feb. 2014b. Available at: www.crs.gov.

LABONTE, M. Financial Turmoil: Federal Reserve Policy Responses. Congressional Research Service. CRS Report for Congress, Oct. 23, 2008. Available at: www.crs.gov.

LABONTE, M. Monetary policy and the Federal Reserve: current policy and conditions. *Congressional Research Service*. CRS Report for Congress, Jul. 1, 2014. Available at: www.crs.gov.

LABONTE, M.; NAGEL, J. C. Foreign holdings of Federal debt. *Congressional Research Service*, Jun. 16, 2014. Available at: www.crs.gov.

LAVOIE, M. Changes in Central Bank procedures during the sub-prime crisis and their repercussions on monetary theory. *International Journal of Political Economy*, v. 39, n. 3, fall, 2010.

PAULSON JR., H. M. *On the brink*. N.Y.: Hachette Book Group, 2010.

PLOSSER, C. I. Credible commitments and monetary policy after the crisis. *Swiss National Bank Monetary Policy Conference Zurich*, Switzerland, Sep. 24, 2010.

PLOSSER, C. I. Ensuring sound monetary policy in the aftermath of crisis. *U.S. Monetary Policy Forum. The Initiative on Global Markets*. Speech. N.Y., Feb. 27, 2009.

PLOSSER, C. I. Fiscal policy and monetary policy: restoring the boundaries. *U.S. Monetary Policy Forum. The Initiative on Global Markets*. Speech. N.Y., Feb. 24, 2012.

SANTORO, P. J. The evolution of treasury cash management during the financial crisis. *Current Issues in Economics and Finance*, FRBNY, v. 18, n. 3, 2012.

TOBIN, J. *An essay on principles of debt management*. Cowles Foundation Paper, 195. Reimpresso de Fiscal and Debt Management Policies. Commission on Money and Credit, 196.

1 Introdução

O objetivo do texto é analisar a evolução da dívida pública² e da gestão monetária dos EUA, com o propósito de buscar elementos que ajudem a entender as especificidades da dívida pública e das interações com o Banco Central na realidade brasileira.

O foco do trabalho é discutir a dívida pública e as interações com a política monetária ao longo dos três últimos mandatos presidenciais, a fim de traçar o perfil das semelhanças e diferenças entre os períodos analisados. A opção de estruturar o texto por mandato presidencial e não por tema deveu-se as diferenças no tratamento da dívida pública e da política monetária nos três momentos, por opção de política econômica e condições macroeconômicas.

A dívida pública, embora tenha características distintas em cada governo, não sofreu alterações de vulto no modelo de gestão. A partir dos anos 1990, observou-se, no plano mundial, um movimento convergente de adoção de modelos semelhantes de administração, que se afastaram dos princípios adotados nos tempos de domínio da velha síntese neoclássica e se tornaram consistentes com a visão teórica dos novos keynesianos.

O modelo antes presente não colocava a dívida como questão macroeconômica com lugar próprio, desvinculada de outras políticas, e sim como extensão das políticas fiscal e monetária. No entender de Tobin (1963), um de seus principais representantes, a política de gestão da dívida pública era uma ferramenta da política macroeconômica de estabilização e, como tal, não se distinguia de fato da política monetária.

A ação do Banco Central, ao definir a política monetária, repercute na gestão da dívida e determina a composição, as condições de custo e o impacto nas contas públicas. No entender do autor, o manuseio da dívida requer *expertise* e deveria se concentrar em uma única agência, de preferência o Banco Central, ampliando, assim, o seu poder de atuação na política de estabilização.

O advento das finanças globais e do domínio teórico do que se convencionou chamar de nova síntese neoclássica (Woodford, 2009) trouxe alterações no desenho institucional das políticas fiscal e monetária e o tratamento dispensado à dívida pública passou a ser uma questão em si. A meta é garantir o menor custo possível a médio e longo prazos no pagamento das obrigações financeiras, consistente com um grau prudente de risco (IMF–World Bank, 2014). A estratégia baseada na relação custo-risco priorizou os aspectos microeconômicos e a responsabilidade de gestão ficou com um órgão autônomo, independente, sujeito às diretrizes do Ministério da Fazenda.

¹ Publicado originalmente como Texto para Discussão IE-Unicamp, n. 343, jun. 2018, com informações até o final de 2015. O trabalho contou com o apoio do IPEA.

² Trata-se da discussão da dívida pública total e da dívida pública junto ao público. Usa-se no texto o termo dívida pública na análise de aspectos genéricos e os conceitos de dívida total e de dívida junto ao público quando se busca especificar do que se trata.

A estrutura operacional e a estratégia de gestão da dívida americana aproximam-se de outras experiências internacionais. Entretanto, os EUA, por serem líderes mundiais e emissores da moeda padrão internacional, desfrutam de situação privilegiada e de graus de liberdade na gestão da dívida pública, que estão diretamente relacionados à dimensão do mercado americano de títulos e à posição particular dos títulos do Tesouro no cenário nacional e internacional.

A gestão da política monetária, por outro lado, não acompanhou a tendência mundial de adotar o regime monetário de meta de inflação. O país seguiu um padrão convencional em boa parte do período estudado e alterou o modelo de gestão apenas diante da necessidade de intervir e ampliar a oferta de liquidez como consequência da crise mundial de 2008. A política ativa do Fed forçou a revisão do modelo anterior e abriu o caminho à política monetária não convencional.

No que se segue, o texto está organizado da seguinte forma. O item 2 discute uma questão mais geral destacando as características peculiares da gestão da dívida pública nos EUA em razão de ser o país emissor da divisa-chave do sistema monetário internacional e de desfrutar de um mercado financeiro profundo. O item 3 apresenta a evolução da dívida pública total no período que abrange o estudo. No item 4 analisa as condições de gestão da dívida pública e da política monetária nos governos Clinton (tópico 4.1). Bush (4.2) e Obama (4.3), buscando destacar as mudanças ocorridas no período. Finalmente, o último item apresenta as considerações finais.

2 Institucionalidade e dívida pública

O pensar sobre a dinâmica da dívida pública americana leva à análise inicial sobre os parâmetros que balizam o seu movimento. No plano mais geral, o fator central é determinado pela questão da hierarquia de moeda, ou mais precisamente, à posição que a moeda do país ocupa no cenário internacional (Conti, 2011). A posição do dólar como divisa-chave do sistema monetário internacional reflete-se diretamente na dinâmica da dívida pública e na posição dos títulos públicos americanos como o ativo mais líquido e seguro do mercado financeiro internacional. Por outro lado, a posição do dólar na hierarquia de moedas garante graus de liberdade na condução da política macroeconômica e as dificuldades de momento não são vistas como fator de risco no carregamento da dívida. Os sinais de deterioração do balanço de pagamentos e da necessidade de financiamento público não implicam movimentos de fuga de capitais e de venda de títulos, com reflexos na taxa de juros e na situação fiscal, com o agravamento das condições de rolagem da dívida pública, como ocorre, sobretudo, nos países em desenvolvimento.

A posição do dólar na hierarquia de moedas baliza outros parâmetros determinantes da dinâmica da dívida pública que merecem atenção: i) a dimensão do mercado de títulos americano; ii) a parcela ocupada pelos títulos do Tesouro; iii) o papel dos títulos públicos no mercado financeiro doméstico e internacional e iv) características institucionais que se refletem no comportamento da dívida.

O primeiro ponto relaciona-se à dimensão do mercado de títulos dos EUA em comparação com a de outros países. Os dados da Tabela 1 mostram que o volume de títulos no mercado americano é de quase três vezes o do Japão, que aparece na segunda colocação, mais de cinco vezes o tamanho do Reino Unido e cerca de sete vezes a dimensão dos mercados de Alemanha e França.

Tabela 1
Total Debt Securities – all issuers
All maturities, amounts outstanding by sector and residence of issuer

	In billions of US dollars									
	All issuers					Financial corporations				
	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013	jun/14	Sep 2014	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013	jun/14	Sep 2014
Argentina	151.1	147.6	140.4	125.1	...	33.1	34.7	32.1	35.6	...
Australia	1,864.2	2,036.7	1,849.0	1,944.0	2,028.3	1,197.4	1,245.0	1,112.3	1,162.2	1,217.0
Belgium	717.8	733.0	774.9	793.5	791.5	224.7	219.3	222.5	225.5	219.0
Brazil	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Canada	1,935.6	2,137.0	2,188.1	2,131.2	2,248.0	401.6	459.2	505.0	511.1	541.8
China	3,398.2	3,785.6	4,093.9	4,135.5	4,248.2	1,543.7	1,692.5	1,767.3	1,823.9	1,868.5
Chinese Taipei	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Chile	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Colombia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Czech Republic	114.2	136.5	146.0	148.1	146.2	36.2	41.4	49.0	51.2	50.1
France	4,365.9	4,517.9	4,743.9	4,883.3	4,891.0	1,943.5	1,879.8	1,862.6	1,899.0	1,861.3
Germany	4,383.1	4,355.2	4,356.9	4,323.2	4,286.4	2,174.9	2,027.3	1,927.4	1,896.9	1,873.2
Hong Kong SAR	216.0	260.0	317.1	325.4	338.6	98.1	132.4	165.8	172.8	183.8
Hungary	95.5	116.9	134.5	137.5	138.8	28.5	31.6	38.8	37.2	34.7
India	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Indonesia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Israel	208.2	234.5	244.2	246.1	246.5	37.9	43.8	30.8	29.9	31.1
Italy	3,686.6	3,893.8	4,074.2	4,064.9	4,053.6	1,492.1	1,572.7	1,510.1	1,431.3	1,383.8
Japan	15,674.1	14,552.6	12,260.7	12,613.4	12,966.0	3,451.2	3,138.5	2,492.0	2,566.2	2,576.5
Korea	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Malaysia	311.9	377.8	364.1	375.4	383.4	69.1	79.7	64.7	62.2	63.1
Mexico	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Netherlands	2,262.7	2,316.0	2,372.4	2,405.2	2,426.9	1,750.1	1,752.7	1,758.5	1,792.3	1,794.0
Peru	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Philippines	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Poland	267.0	311.6	341.1	301.1	304.9	35.6	42.9	50.2	43.7	44.2
Russia	350.8	440.9	507.7	482.5	509.1	84.4	130.7	157.8	157.9	173.2
Saudi Arabia	36.0	26.4	20.0	18.6	18.3	...	...	...	...	...
Singapore	240.7	294.2	330.7	336.1	352.7	68.6	97.8	148.1	161.4	180.1
Spain	2,304.0	2,422.7	2,389.2	2,354.2	2,322.7	1,414.1	1,427.8	1,225.5	1,155.2	1,110.2
South Africa	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Switzerland	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Thailand	279.4	297.3	285.2	294.8	299.7	153.2	146.2	127.5	129.7	132.6
Turkey	252.7	297.7	286.4	285.6	300.8	11.2	27.5	37.0	37.2	44.3
United Kingdom	5,555.4	5,769.8	5,750.6	5,944.4	6,214.4	2,941.6	2,891.7	2,736.1	2,875.6	3,025.9
United States	32,109.9	33,285.9	34,494.3	34,826.1	34,946.7	14,782.6	14,509.2	14,650.2	14,620.5	14,729.7
	Non-financial corporations					General government				
	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013	jun/14	Sep 2014	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013	jun/14	Sep 2014
Argentina	6.7	6.5	6.3	6.0	...	111.3	106.3	102.1	83.5	...
Australia	179.1	215.2	216.0	218.8	215.6	487.7	576.5	520.7	563.0	595.7
Belgium	42.0	49.7	61.2	65.0	65.5	451.1	464.1	491.1	503.0	506.9
Brazil	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Canada	328.6	363.5	387.7	391.7	412.4	1,205.5	1,314.3	1,295.4	1,228.4	1,293.8
China	680.0	806.9	819.9	825.0	840.5	1,174.5	1,286.2	1,506.6	1,486.6	1,539.2
Chinese Taipei	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Chile	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Colombia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Czech Republic	10.0	14.6	15.6	15.6	15.5	68.1	80.5	81.4	81.2	80.6
France	508.4	584.4	629.4	656.1	684.9	1,914.0	2,053.6	2,251.9	2,328.2	2,344.9
Germany	129.0	150.4	174.8	176.4	166.2	2,079.3	2,177.5	2,254.7	2,250.0	2,247.1
Hong Kong SAR	25.8	32.6	41.4	42.2	43.7	92.0	94.9	109.9	110.5	111.1
Hungary	2.5	3.0	2.9	2.9	2.8	64.5	82.4	92.9	97.4	101.3
India	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Indonesia	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Israel	43.5	47.0	53.3	53.9	53.9	126.8	143.6	160.0	162.3	161.5
Italy	116.9	138.2	172.6	177.2	173.7	2,077.6	2,182.8	2,391.5	2,456.4	2,496.1
Japan	990.8	875.6	733.9	707.0	730.4	11,232.2	10,538.6	9,034.8	9,340.2	9,659.1
Korea	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Malaysia	114.9	148.3	145.4	151.3	152.8	127.9	149.8	154.0	162.0	167.5
Mexico	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Netherlands	111.4	125.3	133.0	131.3	133.3	401.3	438.0	480.9	481.6	499.6
Peru	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Philippines	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Poland	16.9	23.3	27.6	30.2	30.4	214.5	245.5	263.3	227.1	230.2
Russia	135.7	155.5	182.4	170.9	173.9	130.7	154.7	167.5	153.7	162.0
Saudi Arabia	...	...	...	...	...	36.0	26.4	20.0	18.6	18.3
Singapore	65.6	79.8	83.9	88.3	92.4	106.5	116.6	98.6	86.4	80.2
Spain	18.7	22.9	28.7	30.9	32.5	871.2	972.1	1,134.9	1,168.1	1,180.0
South Africa	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Switzerland	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Thailand	42.9	50.0	53.5	57.4	60.1	83.3	101.0	104.1	107.7	107.0
Turkey	0.3	2.0	5.2	5.2	6.5	241.2	268.2	244.3	243.1	250.0
United Kingdom	571.8	651.9	665.3	627.1	634.4	2,039.8	2,224.0	2,346.4	2,438.9	2,549.7
United States	4,139.8	4,493.4	4,797.5	4,903.0	4,963.7	12,932.1	14,042.4	14,818.8	15,075.0	15,026.2

Fonte: BIS - Quarterly Review march 2015

A profundidade do mercado financeiro americano é um fator a ser considerado e aponta a capacidade de absorção de volume significativo de títulos, bem como a diversidade de ativos financeiros. Os títulos públicos ocupam lugar privilegiado. De acordo com os dados do BIS, a oferta mundial total de títulos públicos e privados alcançou US\$ 84.462 bilhões, em setembro de 2014, sendo quase a metade (48,9%) títulos da dívida do setor público, média equivalente ao que existe nos países avançados. Nos EUA, a participação dos títulos públicos, apesar de ser menor (43%), ocupa papel relevante no mercado.

Nos mercados mais sofisticados, os ativos privados dividem a preferência dos investidores. A disponibilidade de ativos de baixo risco de crédito e as condições favoráveis de valorização financeira permitem a diversificação do portfólio, sobretudo, em tempos normais, quando a expectativa de risco se metamorfoseia e aumenta a colocação de títulos privados, ancorada na crescente demanda por ativos de boa rentabilidade. Nos momentos de crise, o risco de *default* de ativos privados é maior e amplia-se a busca por ativos seguros, que, mesmo com perda de rentabilidade, crescem na preferência dos agentes.

O fato de os títulos públicos, mesmo ocupando lugar proeminente, dividirem a atenção com os títulos privados merece destaque. Em mercados financeiros profundos, em que o comportamento dos títulos privados ganha relevância, a dinâmica existente deixa de ser tão atrelada à política de gestão da dívida pública. Em economias em que os títulos do Tesouro são parcela dominante do total de ativos e respondem pelo movimento de valorização financeira estreita-se a interação entre as políticas monetária e de gestão da dívida pública, principalmente em situações de instabilidade do quadro econômico.

Os dados da Tabela 2 sobre o estoque de títulos colocados em mercado na economia americana diferem pouco da informação do BIS e reafirmam a força do financiamento privado no mercado de capitais dos EUA. O peso mais alto atribuído aos títulos públicos no BIS deve-se ao fato de abarcar a todos os títulos governamentais, enquanto os dados do SIFMA destacam os títulos do Tesouro federal.

A série mais longa permite ver as oscilações da participação dos títulos públicos ao longo do tempo, acompanhando as tendências da situação econômica. Os fatores responsáveis por essa participação são múltiplos, mas chamam a atenção dois movimentos. Primeiro, o crescimento do volume de títulos privados a partir de meados da década de 1990. Os títulos públicos, depois de sustentarem níveis próximos a 30% durante toda a primeira metade dos anos 90, apresentam tendência de queda durante uma década, alcançando patamares ao redor de 15% – os índices mais baixos durante toda a série – nos anos 2000, em função da expansão do mercado de títulos privados, com ênfase nas dívidas das corporações e nos ativos relacionados às hipotecas³. Segundo, a recuperação do peso dos títulos públicos depois da crise mundial de 2008. A situação econômica provocou a retração da oferta e queda no valor do estoque de títulos privados graças à redução do preço dos papéis, ao passo que o volume de títulos públicos cresceu, impulsionado pela política de enfrentamento da crise. Estes fatos, ao lado da busca de refúgio nos ativos de qualidade, típico dos

³ Este movimento contou também, como será analisado à frente, com a redução da emissão de títulos da dívida pública em função do superávit orçamentário alcançado pelo Governo Clinton no segundo mandato.

momentos de forte incerteza, explicam a expansão dos títulos públicos no total de ativos desde 2008 e o nível mais elevado de toda a série (32,1%) alcançado em 2014.

Tabela 2
Outstanding U.S. Bond Market Debt

	Municipal		Mortgage	Corporate	Federal Agency	Money	Asset-Backed	Total	Treasury
	Treasury	Related	Debt	Securities	Markets	Total			
1990	1.178,6	2.195,8	1.340,1	1.350,3	421,5	1.328,9	66,2	7.881,5	27,9%
1991	1.272,1	2.471,6	1.577,1	1.454,6	421,5	1.215,7	91,7	8.504,3	29,1%
1992	1.295,4	2.754,1	1.774,3	1.557,1	462,4	1.157,9	116,4	9.117,6	30,2%
1993	1.361,7	2.989,5	2.209,0	1.782,8	550,8	1.143,6	132,5	10.170,0	29,4%
1994	1.325,8	3.126,0	2.352,9	1.931,1	727,7	1.229,1	161,9	10.854,5	28,8%
1995	1.268,2	3.307,2	2.432,1	2.087,5	924,0	1.367,6	214,9	11.601,4	28,5%
1996	1.261,6	3.459,7	2.606,4	2.247,9	925,8	1.572,7	296,8	12.371,0	28,0%
1997	1.318,5	3.456,8	2.871,8	2.457,5	1.021,8	1.871,1	392,5	13.390,0	25,8%
1998	1.402,7	3.355,5	3.243,4	2.779,4	1.302,1	2.091,9	477,8	14.652,8	22,9%
1999	1.457,1	3.266,0	3.832,2	3.120,0	1.620,0	2.452,7	583,5	16.331,5	20,0%
2000	1.480,7	2.951,9	4.119,3	3.400,5	1.853,7	2.815,8	699,5	17.321,5	17,0%
2001	1.603,4	2.967,5	4.711,0	3.824,6	2.157,4	2.715,0	811,9	18.790,8	15,8%
2002	1.762,8	3.204,9	5.286,3	4.035,5	2.377,7	2.637,2	902,0	20.206,3	15,9%
2003	1.900,4	3.574,9	5.708,0	4.310,4	2.626,2	2.616,1	992,7	21.728,6	16,5%
2004	2.821,2	3.943,6	6.289,1	4.537,9	2.700,6	2.996,1	1.096,7	24.385,2	16,2%
2005	3.019,3	4.165,9	7.206,4	4.604,0	2.616,0	3.536,6	1.275,0	26.423,2	15,8%
2006	3.189,3	4.322,9	8.376,0	4.842,5	2.634,0	4.140,0	1.642,8	29.147,4	14,8%
2007	3.424,8	4.516,7	9.372,6	5.254,3	2.906,2	4.310,8	1.938,7	31.724,1	14,2%
2008	3.517,2	5.783,6	9.457,6	5.417,5	3.210,6	3.939,3	1.799,1	33.125,0	17,5%
2009	3.672,5	7.260,6	9.341,6	5.934,5	2.727,5	3.243,9	1.682,0	33.862,6	21,4%
2010	3.772,1	8.853,0	9.221,4	6.543,4	2.538,8	2.980,8	1.476,2	35.385,8	25,0%
2011	3.719,4	9.928,4	9.043,8	6.618,1	2.326,9	2.719,3	1.329,9	35.685,8	27,8%
2012	3.714,4	11.046,1	8.814,9	7.049,6	2.095,8	2.612,3	1.253,4	36.586,6	30,2%
2013	3.671,2	11.854,4	8.720,1	7.458,6	2.056,9	2.713,7	1.252,3	37.727,1	31,4%
2014	3.652,4	12.504,8	8.729,4	7.846,2	2.028,7	2.903,3	1.336,9	39.001,7	32,1%

Fonte: SIFMA - Securities Industry and Financial Markets Association

O terceiro ponto a ser considerado tem a ver com o papel dos títulos do Tesouro no mercado financeiro doméstico e internacional. Certamente, a posição dos EUA na economia mundial e a dimensão de seu mercado financeiro respondem por isso, como destaca a abordagem da hierarquia de moedas. Por serem os títulos mais líquidos e seguros, ocupam lugar privilegiado no mercado. No âmbito doméstico, desempenham papel central no manejo da política monetária, como veículo principal das operações tradicionais de controle de liquidez e de outros mecanismos de sustentação do mercado financeiro, bem como servem de parâmetro à precificação e cotação dos títulos privados. Por outro lado, os títulos públicos servem aos agentes financeiros, sobretudo bancos, como instrumento nuclear na gestão de ativos, por serem líquidos e aceitos sem restrição como colaterais nas transações financeiras, com presença marcante nas operações compromissadas no mercado privado e nas relações com a autoridade monetária (*repo market e tri-market repos*), além de se colocarem como alternativa segura de ancoragem da riqueza financeira nos momentos de aguda incerteza.

Os títulos do Tesouro também ocupam papel nuclear no mercado internacional. Como os EUA são os emissores da divisa-chave do sistema monetário internacional, os seus títulos servem de referência na remuneração dos títulos soberanos e privados e de colateral nas transações

financeiras globais, bem como respondem por parte preponderante das reservas internacionais. Esta é uma característica que diferencia a dívida pública americana em relação às dos outros países. O Tesouro conta com uma demanda firme e estável de títulos, que se reafirma nos momentos de crise, quando cresce a demanda por títulos da dívida americana, em função do movimento de fuga para a qualidade.

O olhar sobre os tomadores dos títulos da dívida americana mostra que a parcela em mãos dos agentes internacionais cresceu no decorrer do tempo e se acelerou nos últimos anos diante das incertezas no mercado mundial (Tabela 3).

Tabela 3
Estimated Ownership of U.S. Treasury Securities

billions of dollars																				
Dez	Total public held	Federal governments Holdings (1)	Total privately held	depository institutions (2)	U.S. savings bonds	Pension Funds(3)	Insurance companies	Mutual Funds (4)	State + local governments(3)	Foreign + international (5)	Other investor (6)									
1992	4.177,0	1.329,7	2.847,3	100%	348,3	12,2%	157,3	5,5%	293,4	10,3%	197,5	6,9%	259,5	9,1%	418,2	14,7%	576,7	20,3%	596,4	20,9%
1993	4.535,7	1.476,1	3.059,6	100%	373,0	12,2%	171,9	5,6%	305,6	10,0%	234,5	7,7%	294,0	9,6%	447,8	14,6%	650,3	21,3%	582,5	19,0%
1994	4.800,2	1.622,6	3.177,6	100%	339,6	10,7%	180,5	5,7%	331,5	10,4%	240,1	7,6%	273,0	8,6%	370,0	11,6%	667,3	21,0%	775,6	24,4%
1995	4.988,7	1.681,0	3.307,7	100%	315,4	9,5%	185,0	5,6%	333,7	10,1%	241,5	7,3%	286,5	8,7%	289,8	8,8%	835,2	25,3%	820,6	24,8%
1996	5.323,2	1.892,0	3.431,2	100%	296,6	8,6%	187,0	5,4%	342,8	10,0%	214,1	6,2%	315,8	9,2%	257,0	7,5%	1.102,1	32,1%	715,8	20,9%
1997	5.502,4	2.087,8	3.414,6	100%	300,3	8,8%	186,5	5,5%	359,4	10,5%	176,6	5,2%	321,3	9,4%	239,3	7,0%	1.241,6	36,4%	589,5	17,3%
1998	5.614,2	2.280,2	3.334,0	100%	237,4	7,1%	186,7	5,6%	356,8	10,7%	144,6	4,3%	339,5	10,2%	269,3	8,1%	1.278,7	38,4%	517,5	15,5%
1999	5.776,1	2.542,2	3.233,9	100%	246,4	7,6%	186,4	5,8%	349,7	10,8%	123,4	3,8%	348,4	10,8%	266,8	8,3%	1.268,7	39,2%	444,1	13,7%
2000	5.662,2	2.781,8	2.880,4	100%	198,9	6,9%	184,8	6,4%	333,4	11,6%	110,2	3,8%	338,7	11,8%	236,2	8,2%	1.201,3	41,7%	276,9	9,6%
2001	5.943,4	3.123,9	2.819,5	100%	181,7	6,4%	190,3	6,7%	297,7	10,6%	105,7	3,7%	261,9	9,3%	328,4	11,6%	1.051,2	37,3%	400,8	14,2%
2002	6.405,7	3.387,2	3.018,5	100%	222,6	7,4%	194,9	6,5%	309,7	10,3%	139,7	4,6%	281,0	9,3%	354,7	11,8%	1.246,8	41,3%	269,2	8,9%
2003	6.998,0	3.620,1	3.377,9	100%	153,3	4,5%	203,8	6,0%	317,8	9,4%	136,5	4,0%	280,8	8,3%	364,2	10,8%	1.533,0	45,4%	388,4	11,5%
2004	7.596,1	3.905,6	3.690,6	100%	125,0	3,4%	204,4	5,5%	321,5	8,7%	149,7	4,1%	254,1	6,9%	389,1	10,5%	1.853,4	50,2%	393,3	10,7%
2005	8.170	4.200	3.971	100%	129	3,2%	205	5,2%	338	8,5%	202	5,1%	254	6,4%	512	12,9%	2.034	51,2%	295	7,4%
2006	8.680	4.558	4.122	100%	115	2,8%	202	4,9%	369	9,0%	198	4,8%	248	6,0%	571	13,9%	2.103	51,0%	316	7,7%
2007	9.229	4.834	4.396	100%	130	3,0%	196	4,5%	373	8,5%	142	3,2%	344	7,8%	648	14,7%	2.353	53,5%	210	4,8%
2008	10.700	4.806	5.893	100%	105	1,8%	194	3,3%	390	6,6%	171	2,9%	758	12,9%	601	10,2%	3.077	52,2%	597	10,1%
2009	12.311	5.277	7.034	100%	202	2,9%	191	2,7%	447	6,4%	222	3,2%	669	9,5%	586	8,3%	3.685	52,4%	1.032	14,7%
2010	14.025	5.656	8.369	100%	319	3,8%	188	2,2%	496	5,9%	248	3,0%	721	8,6%	596	7,1%	4.436	53,0%	1.364	16,3%
2011	15.223	6.440	8.783	100%	280	3,2%	185	2,1%	553	6,3%	272	3,1%	895	10,2%	561	6,4%	5.007	57,0%	1.031	11,7%
2012	16.433	6.524	9.909	100%	348	3,5%	182	1,8%	623	6,3%	271	2,7%	1.030	10,4%	606	6,1%	5.574	56,3%	1.275	12,9%
2013	17.352	7.205	10.147	100%	321	3,2%	179	1,8%	687	6,8%	265	2,6%	1.116	11,0%	592	5,8%	5.793	57,1%	1.194	11,8%
2014	18.141	7.579	10.563	100%	514	4,9%	176	1,7%	734	6,9%	285	2,7%	1.160	11,0%	661	6,3%	6.156	58,3%	877	8,3%

Fonte: Treasury Bulletin, dec/2001 (1994 a 2000); dec/2008 (2001 a 2004); setp 2015 (2005 a 2014)

(1) exclude Treasury securities held under repurchase agreements

(2) Includes commercial banks, savings institutions and credit unions.

(3) Includes U.S. Treasury securities held by the Federal Employees Retirement System Thrift Savings Plan "G Fund."

(4) Includes money market mutual funds, mutual funds and closed-end investment companies

(5) Includes non marketable foreign series Treasury securities and Treasury deposit funds. Excludes Treasury securities held under repurchase agreements in custody accounts at the Federal Reserve Bank of New York.

(6) Includes individuals, Government-sponsored enterprises, brokers and dealers, bank personal trusts and estates, corporate and non-corporate businesses, and other investors.

O peso elevado dos tomadores externos, aliado aos títulos mantidos por *states and local governments* e *other investor*, no valor da dívida total, contrasta com a baixa participação de outros tomadores, como os *depository institutions*, *US savings bonds* e *insurance companies*, a indicar a profundidade do mercado, em que os títulos públicos, apesar de ocuparem lugar privilegiado, respondem por parcela relativamente pequena do total dos ativos privados.

Finalmente, é preciso destacar características institucionais relevantes no comportamento da dívida. O Secretário do Tesouro responde pela gestão da dívida, mas o Congresso é o responsável por definir periodicamente, em lei, o limite legal da dívida, que inclui os títulos colocados junto ao público e os que constam das carteiras dos órgãos estatais⁴. O montante de títulos intragovernamentais, embora fora do mercado, é computado no valor da dívida e delimita o seu crescimento.

⁴ Este montante é composto por operações intragovernamentais, como os *Federal Trust Funds* (ex. Social Security, Medicare, Transportation, Civil Service Retirement), enquanto uma pequena parte da dívida fica fora do limite definido pelo Congresso. Volta-se a esta questão à frente.

Os títulos na carteira do Fed, por sua vez, são considerados como lançamento junto ao público, de modo que a troca de papéis entre o órgão e o Tesouro, apesar de não implicar em custo fiscal, pois o lucro do Fed é transferido para o Tesouro, precisa ser considerada na estratégia de gestão da dívida pública. Além disso, pode afetar a condução da política monetária no caso de o teto da dívida total limitar o repasse de títulos do Tesouro ao Fed. Em geral, o órgão compra no mercado secundário os títulos necessários à composição de sua carteira, mas, em condições particulares, como ocorreu em 2008 (ver o texto anterior desta coletânea), o Tesouro, por meio de programas especiais, pode fazer o repasse direto de títulos para atender objetivos de política monetária. O fato de a dívida pública ter um teto institucional, no entanto, coloca limites a essas relações e, ao menos teoricamente, restrições à ação da autoridade monetária, bem como ao Tesouro, que estão sujeitos à deliberação do Congresso sobre eventual novo limite da dívida. Ou seja, o Fed perde graus de liberdade de ação por não ter permissão de emitir títulos.

O Tesouro opera fundamentalmente no mercado primário de títulos, por meio de leilões agendados com antecedência, salvo em condições de escassez de caixa quando pode se definir leilões *ad hoc*. Está aberta a possibilidade de ocorrer programas de recompra de títulos (*buybacks*), como aconteceu entre março de 2000 e abril de 2002, com o propósito de obter flexibilidade na gestão da dívida pública. A prática não é comum e é vista como meio de favorecer a estratégia de gestão da dívida e não de responder aos anseios do mercado. O pressuposto é que o detentor do título o mantenha até o vencimento ou realize a venda no mercado secundário, caso mude a sua perspectiva de composição do portfólio.

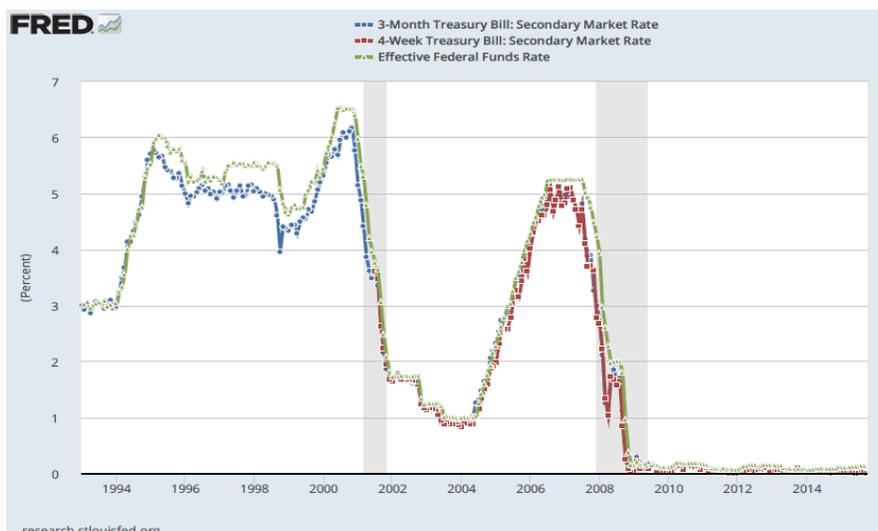
O Tesouro dispõe de um conjunto diferenciado de títulos que abrange o espectro temporal, do curto ao longo prazo, capaz de responder as exigências colocadas pelo objetivo de política monetária de controle de liquidez e de instrumento de financiamento do setor público. A política monetária e a gestão da dívida pública, a rigor, como bem colocou Tobin (1963), estão umbilicalmente atreladas, já que a demanda de títulos da dívida, como ativo de maior segurança e liquidez do sistema, sofre variações na medida em que mudanças da política monetária afetam a expectativa dos agentes e definem novas escolhas de portfólios, o que se reflete na estrutura da dívida pública.

A interação entre essas políticas é parte do complexo jogo entre a autoridade monetária e fiscal. O que se deve enfatizar no caso dos EUA é a autonomia relativa na condução de cada uma destas esferas de atuação. A característica da política monetária até a crise de 2008 foi manter o mercado monetário com baixa liquidez (Bindseil, 2004 e 2014) e usar os instrumentos tradicionais de política como meio de manter a *fund rate* (FFR) na meta estipulada pelo FOMC. As *Treasury Bills* (T-bills) são os títulos de referência principal da política monetária, pois as suas taxas de juros, embora sofram a influência de outros fatores, em geral, acompanham o movimento da FFR (Gráfico 1)⁵.

⁵ A maturidade das T-bills varia de poucos dias a 52 semanas e, tradicionalmente, tem prazos de 4 semanas (1 mês), 13 semanas (3 meses), 26 semanas (6 meses) ou 52 semanas (1 ano). Os leilões acontecem todas as semanas, com exceção das T-bills de 52 semanas, com frequência mensal. Além disso, há outros T-bills, conhecidos como Cash Management Bills (CM Bills) com diferentes maturidades, em geral de pouco dias, que são utilizados *ad hoc* como meio auxiliar na gestão de caixa do Tesouro, cujos leilões não obedecem a prazos regulares e são anunciados com antecedência de 4 dias. Como coloca GAO (2006, p. 7): “Treasury supplements its regular and predictable schedule with flexible securities called cash

O fato de o Fed alterar a política monetária reflete-se na gestão da dívida e na política fiscal, de acordo com a duração (*duration*) dos títulos e o comportamento dos agentes. O conceito de duração é relevante porque explica o efeito das variações da taxa de juros no preço dos títulos. A característica de juros baixos e estáveis da economia dos EUA reduz o risco e favorece a colocação de títulos longos. Isto cria condições favoráveis à separação entre o mercado de dívida pública e o mercado monetário e à definição de uma estrutura de dívida com *yield curve* positivamente inclinada, refletindo a presença de um conjunto de títulos com juros compatíveis com os prazos⁶.

Gráfico 1



A crise de 2008 trouxe novidade à família de títulos dos EUA. A *Floating Rates Note (FRN)*⁷ é um título com *duration* praticamente zero, criada com a proposta de facilitar o retorno à política

management (CM) bills. Unlike for other securities, Treasury does not publish information on CM bills on its auction schedule. Instead, Treasury generally announces CM bill auctions anywhere from 1 to 4 days ahead of the auction. The term to maturity – the length of time the bill is outstanding – varies according to Treasury’s cash needs. CM bills allow Treasury to finance very short-term cash needs – for as little as 1 day – while providing short notices to market participants.”

⁶ Além das Treasury Bills, a família de títulos é composta pelas *Treasury Notes* (T-notes) com prazos de 2, 3, 5, 7 e 10 anos e pagamento de juros semestrais. Os *Treasury Bonds* (T-bonds) com maturidade acima de 10 anos, atualmente 30 anos e os *inflation-indexed securities* (TIPS) indexados ao *consumer price index for all urban consumer-CPI-U*, com maturidade de 5, 10 e 30 anos. Os juros são pagos semestralmente como porcentagem do valor do principal ajustado do título e no vencimento o investidor recebe o valor ajustado do principal ou o valor original do título, o que for maior. Há ainda o instrumento conhecido como STRIPS, em que se negocia separadamente os cupons de recebimento de juros e o valor do principal dos T-notes e T-bonds, títulos que se caracterizam como *zero-coupon securities*, com os ganhos sendo pagos unicamente no vencimento.

⁷ As FRNs lançadas até o momento têm maturidade de 2 anos e pagam juros a cada quadrimestre. O preço do título é determinado nos leilões, com taxa de juros composta por dois elementos: i) o *index rate*, que é uma taxa atrelada à taxa de desconto mais elevada aceita no último leilão da T-bill de 13 semanas. Como estes leilões ocorrem todas as semanas, recalcula-se a taxa semanalmente, daí a possibilidade de se gerar uma diferença entre a taxa a termo (13 semanas) e a de

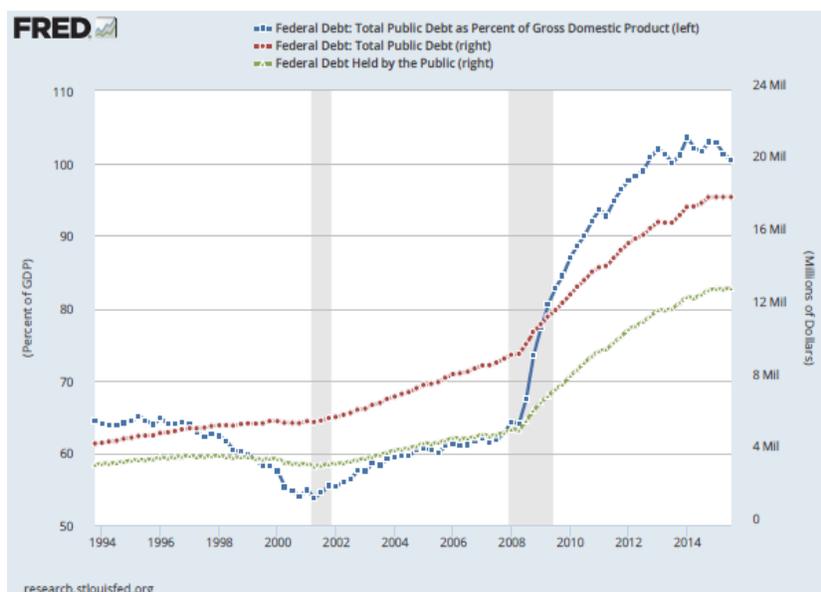
monetária convencional, quando a retomada do aumento da taxa de juros levará paulatinamente à desmontagem do peso extraordinário das compras definitivas de títulos e do montante de reservas como instrumentos de regulação do mercado monetário. O novo título estreita a relação entre o movimento da política monetária e a gestão da dívida pública, pois o indexador responde ao comportamento dos juros do mercado monetário. Isto agrega uma característica até então inexistente, mas o fato de esses títulos terem baixa participação na estrutura da dívida pública indica que a sua influência no momento ainda é pequena.

3 Evolução do mercado de dívida pública americana

O mercado de dívida pública americana ocupa lugar de destaque no cenário mundial por negociar os títulos mais aceitos como colateral e ser referência das operações financeiras internas e internacionais. A dinâmica desse mercado, apesar de responder às condições internas da economia americana, ou mais especificamente, à situação fiscal e às diretrizes da política monetária, recebe atenção geral porque interfere nas decisões de alocação da riqueza financeira global.

A dívida total americana, em uma perspectiva de longo prazo, alcançou o nível mais elevado em relação ao produto no período da segunda guerra mundial. Nas três décadas seguintes, o bom comportamento da economia levou à queda gradual da dívida em relação ao PIB até o início dos anos 1980. A retomada do processo de expansão ocorreu com a política do dólar forte de Paul Volcker e o acúmulo de déficits fiscais.

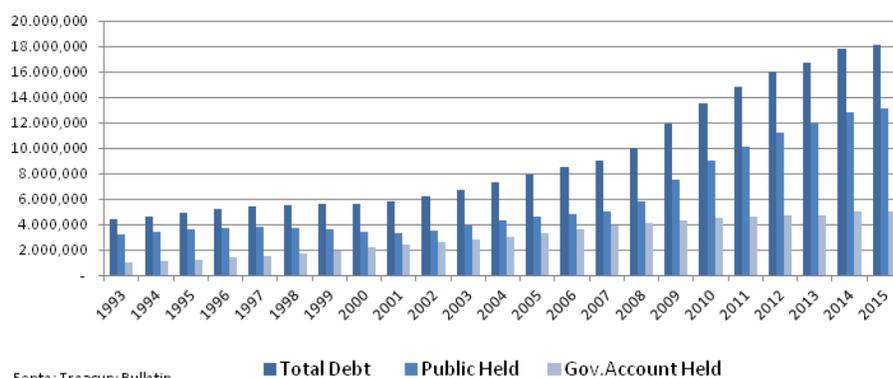
Gráfico 2



uma semana específica; ii) por um *spread* aplicado ao *index rate* – mantido o mesmo por toda a vida do título – definido pela margem de desconto aceito no leilão de lançamento.

No governo Clinton, a dívida total cresceu paulatinamente em termos nominais, de US\$ 4,4 trilhões no momento inicial até o valor de US\$ 5,4 trilhões em meados de 1997, e, desde então, permaneceu quase estável e atingiu US\$ 5,8 trilhões no final da gestão (Gráficos 2 e 3). Em relação ao PIB, as condições favoráveis do período permitiram reverter o movimento de expansão do endividamento desde o início dos 80 e reduzir o montante para 55% do produto, valor 10 p.p. abaixo do existente no início do governo.

Gráfico 3
Federal Debt



A consequência foi a queda do volume de títulos públicos lançados em mercado e a perda de participação da dívida junto ao público no valor da dívida total. Isto ocorreu em razão de o estoque da dívida total crescer unicamente graças aos ganhos acumulados pelas *governments account*⁸ durante o período, já que, por lei, essas entidades são obrigadas a comprar títulos do Tesouro (Gráfico 3).

O processo deu lugar a um momento pouco comum. A participação dos títulos do Tesouro no estoque de dívidas do mercado americano caiu de 28,8% em 1994 para 15,8% em 2001 (Tabela 2) e trouxe inquietações sobre os efeitos potenciais da menor oferta desses títulos. A baixa liquidez e a queda do número de leilões do ativo de referência do mercado financeiro colocaram a dúvida sobre quais seriam as dificuldades para se eleger um título privado capaz de cumprir funções semelhantes (Schinasi et al., 2001).

O montante da dívida total voltou a crescer às vésperas da posse de Obama. O valor nominal alcançou US\$ 11,1 trilhões, equivalente a 77,3% do PIB, ultrapassando, assim, o nível existente no início do governo anterior.

A retomada da trajetória de crescimento da dívida pública total trouxe de volta a colocação de títulos junto ao público. O debate anterior sobre qual o destino do mercado de dívida pública no caso de continuidade dos superávits fiscais perdeu o sentido, já que a expansão dos leilões levou à recuperação do espaço ocupado no montante total de títulos disponíveis no mercado financeiro.

⁸ Estas entidades englobam: i) os *trust funds*, contas criadas para gerir as receitas e despesas direcionadas a um fim específico, como o *social security* e os fundos de aposentadoria dos servidores civis e militares e ii) os *federal funds*, as outras contas do orçamento não designadas por lei como *trust funds*.

A política de combate à crise mundial impulsionou o crescimento do estoque da dívida pública durante o governo Obama. O estoque da dívida (valor de US\$ 18,2 trilhões no final do ano fiscal de 2015) cresceu de forma acelerada, sobretudo no primeiro mandato, e rompeu a barreira dos 100% do PIB no final de 2012, nível não visto desde os tempos da segunda guerra mundial. A dívida total tem oscilado pouco acima deste patamar desde então, graças à melhor situação econômica. Os sinais de mudança de sua trajetória, no entanto, não são claros e dependerão do crescimento e da evolução das contas públicas no futuro próximo.

4 Condições da dívida pública nos governos Clinton, Bush e Obama

O item anterior discutiu a evolução da dívida pública nos governos de Clinton, Bush e Obama. A ideia agora é perscrutar os elementos determinantes desse movimento. Em qualquer país o Tesouro e o Banco Central ocupam lugar central na evolução da riqueza financeira, pois têm a responsabilidade de definirem a política fiscal e a taxa de juros. O resultado fiscal e o valor da taxa de juros afetam a rolagem e a emissão de novos títulos, com impacto na dinâmica da dívida pública.

A necessidade de financiamento do setor público baliza o montante de títulos emitidos, mas pouco diz sobre a política de gestão da dívida pública e a interação com o Banco Central. A forma como se colocam estas questões depende de amplo conjunto de variáveis, envolvendo, entre outros fatores, a situação macroeconômica, aspectos institucionais, a estratégia de gestão da dívida e o modelo de atuação da autoridade monetária. Estes elementos diferenciam-se ao se comparar realidades diferentes e mesmo a trajetória de um único país em distintos momentos.

O que se segue visa explicar a dinâmica da dívida pública e a política de controle da liquidez em cada um dos períodos estudados, buscando avaliar a atuação do Tesouro no mercado de títulos públicos e os impactos na composição do balanço da autoridade monetária.

4.1 Governo Bill Clinton (1993-2000)

O comportamento geral da dívida pública deve ser visto inicialmente como resultado do contexto macroeconômico e da proposta de redução do déficit público do governo. A restrição fiscal, baseada em cortes de gastos e aumento de impostos sobre os contribuintes de maior renda, visou melhorar o resultado das contas públicas e reduzir o tamanho da dívida total, que havia atingido o maior nível em relação ao PIB (62,7%) desde a segunda guerra mundial.

Tabela 4

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Taxa de Crescimento do GDP	3,6	2,7	4,0	2,7	3,8	4,5	4,5	4,7	4,1
Resultado Fiscal (US\$ milhões)	-290.321	-255.051	-203.186	-163.952	-107.431	-21.884	69.270	125.610	236.241
Resultado Fiscal % GDP	-4,5%	-3,8%	-2,8%	-2,2%	-1,3%	-0,3%	0,8%	1,3%	2,3%
Receita Federal total % GDP	17,0%	17,0%	17,5%	17,8%	18,2%	18,6%	19,2%	19,2%	20,0%
Despesa Federal total % GDP	21,5%	20,7%	20,7%	20,3%	19,6%	18,9%	18,5%	17,9%	17,6%
juros líquidos pagos (US\$ bilhões)	212,3	215,3	217,0	245,8	247,9	244,3	230,3	211,5	190,2
Juros líquidos % GDP	3,3	3,2	3,0	3,2	3,1	2,9	2,6	2,2	1,9
Juros líquidos / total gasto federal %	14,4	14,1	13,9	15,3	15,4	15,2	14,6	13,5	12,5

Fontes: GDP - Fred data / Historical Tables - Budget of The US Government, Office of Management and Budget, tables 1.1; 1.2; 14.4 e 14.5

O expressivo crescimento econômico da década, sobretudo depois de 1996, quando a taxa superou 4% em todos os anos, deu fôlego ao projeto inicial. O controle das contas públicas provocou a queda consistente do déficit público e crescentes superávits a partir de 1998 (Tabela 4).

O bom comportamento das contas públicas freou o ritmo de expansão da dívida pública total, que, no entanto, continuou a crescer graças ao desempenho das *federal government accounts*, unidades do orçamento unificado. Os *trust funds*, ao apresentarem superávits em níveis superiores aos déficits acumulados em outras contas, tornaram-se fatores determinantes do ajuste das contas públicas e da redução dos empréstimos do setor público (GAO, 1998). Como os saldos dessas contas, por determinação legal, devem ser aplicados em títulos do Tesouro, os resultados positivos se transformaram em aumento do valor da dívida total. Assim, a demanda de títulos dos *trust funds* – responsáveis por mais de 72% do total das *federal government accounts* – sustentou a expansão da dívida total e, simultaneamente, a queda da necessidade de financiamento do setor público reduziu a dívida pública junto ao público e a sua participação no montante da dívida total (Gráfico 3).

O menor valor da dívida junto ao público levou à queda nominal do valor dos gastos com os juros líquidos, que é o encargo efetivo com a dívida, porque os pagamentos feitos às contas governamentais se abatem dos juros totais. Os gastos com juros, em relação ao PIB, alcançaram 1,9% em 2000 e 1,7% em 2001, depois de atingirem 3,3% em 1992. Houve também melhora quando se considera o seu peso nos gastos federais, mas, ainda assim, os juros representaram 12,5% das despesas totais realizadas no último ano de governo (Tabela 4).

O menor volume de títulos colocados junto ao público trouxe implicações à gestão da dívida e da política monetária. A política do Tesouro teve de atentar à liquidez dos títulos e aos efeitos dos resgates de *bills* sobre a estrutura da dívida. A fim de atingir a composição e a maturidade média desejadas da dívida pública, manteve uma estratégia de leilões capaz de garantir a periodicidade dos lançamentos e o tamanho relevante dos leilões de cada maturidade.

A definição sobre o modelo de gestão da dívida pública sofreu ainda a influência de estudos que priorizam os aspectos microeconômicos, centrados nas relações custo e risco (IMF; World Bank, 2003). A proposta de buscar o menor custo possível a médio e longo prazos no pagamento das obrigações financeiras, considerando o grau prudente de risco, provocou o questionamento da visão anterior de priorizar a colocação de títulos longos e de manter maturidade média elevada para evitar os riscos de rolagem da dívida, dando lugar à nova tendência de encurtamento dos prazos.

As escolhas do Tesouro, por outro lado, interferiram diretamente na política de gestão monetária. A redução dos lançamentos de títulos, mesmo sem comprometer a capacidade do Fed de atingir a meta da *fund rate*, afetou a operacionalização da política monetária, pois, face à menor liquidez dos títulos públicos, o órgão se viu forçado a rever as decisões sobre a composição e o volume de títulos em carteira do Fed e a forma de atuação no mercado secundário. A disponibilidade de títulos do Tesouro afetou a escolha do órgão de operar por meio de compras definitivas ou de operações compromissadas, de manter em carteira títulos privados ou não, e de definir quais títulos seriam aceitos como colateral das operações temporárias, o que alterou as práticas de condução da política monetária.

A queda do volume de lançamentos colocou desde logo a questão da liquidez dos títulos e, particularmente, o risco de dispersão existente no caso de se manter a decisão de realizar os leilões de diferentes títulos e maturidades variadas (Benett et.al., 2000).

A existência dos crescentes superávits fiscais no período 1998 a 2001, responsável por reduzir a necessidade de financiamento e o montante da dívida pública em cerca de US\$ 452 bilhões, levou à redução dos lançamentos e à concentração dos leilões em um número menor de *benchmark issues*. O Tesouro, com o objetivo de dar liquidez aos papéis e reduzir o custo de carregamento da dívida, passou a realizar lançamentos regulares e expressivos de títulos de maturidades específicas e reduzir a oferta de outras. Além disso, cresceu a realização de *reopenings*, isto é, leilões de volumes adicionais de títulos colocados anteriormente no mercado ao invés de novos lançamentos. A prática prevaleceu principalmente com os títulos de 5, 10 e 30 anos, a fim de garantir liquidez a essas maturidades. O Tesouro reduziu ainda a quantidade ofertada de *notes* de 2 anos; anunciou, em maio de 1998, a eliminação das *notes* de 3 anos e sua substituição por leilões a cada quatro meses – não mais mensal – de *notes* de 5 anos. Ou seja, caiu o número de ofertas e as operações de refinanciamento concentraram-se em lançamentos de maior volume. Além disso, colocou-se a possibilidade, em 2000, de não haver a colocação de papéis de 1 ano, isto depois de já ter sido cortada a frequência de seus lançamentos, que passou de cada 4 para 13 semanas.

O Tesouro usou outros meios de intervir na composição e maturidade da dívida pública. Em 1997, introduziu os títulos indexados à inflação (*inflation-indexed securities* – TIPS) por acreditar que a eliminação do risco da inflação no carregamento do título poderia reduzir o custo de colocação de títulos mais longos. Além disso, adotou o programa de recompra de títulos antes do seu vencimento (*buybacks programs*), buscando i) ampliar a liquidez do mercado ao realizar leilões de novos títulos dentro do espectro de maturidades desejadas em condições melhores do que seria possível de outra forma; ii) controlar o espectro de maturidade dos novos lançamentos de dívida, por meio da seleção dos títulos a serem recomprados; iii) facilitar a administração do caixa do Tesouro, com a compra de títulos em períodos de sobra de recursos e iv) reduzir o gastos com o pagamento de juros com a compra de dívida *off-the-run* e a sua reposição com a colocação de títulos *on-the-run* de ganhos mais baixos (Department of Treasury, 2000)⁹.

A queda na oferta de títulos públicos levou ao avanço dos títulos de corporações privadas e de agências federais no volume de transações financeiras que, ao lado dos *interest rate swaps*, apresentaram-se como candidatos a desempenhar o papel de *benchmarks* no mercado.

As agências federais (*government-sponsored enterprises* – GSEs), sobretudo as três principais – Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Banks – FHLB – expandiram a colocação de títulos ao mesmo tempo em que caíam os lançamentos de títulos públicos. As GSEs, embora tenham status de entidades privadas, desempenham tarefas definidas pelo Congresso, gozam de benefícios oficiais e os seus títulos são diferenciados no mercado em relação a outros títulos privados por terem, implicitamente, o respaldo do Tesouro.

As GSEs definiram a abertura de programas de colocação de títulos e buscaram mimetizar as características dos papéis do Tesouro – como lançamentos de elevado volume e calendário

⁹ Os títulos *off-the-run* são os de certas maturidades ainda em mercado, mas sem novos lançamentos e os *on-the-run* são aqueles abertos a novos lançamentos.

regular de leilões –, a fim de ampliarem a liquidez desses ativos e ocuparem o espaço deixado pelos títulos públicos. De acordo com o *Monetary Policy Report to the Congress*, de fevereiro de 2001, a Fannie Mae e a Freddie Mac, em conjunto, lançaram no final do ano anterior mais de US\$ 300 bilhões de *notes* e *bonds* e US\$ 200 bilhões de *bills*. Isto levou à expansão do volume de operações e das posições dos *dealers* em títulos das GSEs, bem como à ampliação do espaço ocupado nas operações compromissadas a partir do momento em que caíram as colocações de papéis do Tesouro.

A política de gestão refletiu-se na composição da dívida, sem, no entanto, levar a mudanças substantivas nos traços gerais da estrutura da dívida. O movimento contínuo de redução do valor nominal da dívida em poder do público, presente desde 1997, provocou a queda no valor nominal e em termos de participação relativa das *bills* e das *notes*, títulos com vencimentos mais curtos e de resgate mais rápido, ao passo que cresceram o montante nominal e relativo dos *bonds*. Mesmo assim, as *notes* continuaram a representar pouco mais da metade da dívida em poder do público e os títulos indexados à inflação sustentaram baixa participação no valor da dívida (Tabela 5).

Tabela 5
Treasury securities outstanding – Debt held by the public

	millions of dollars															
	dez/93		dez/94		dez/95		dez/96		dez/97		dez/98		dez/99		dez/00	
Bills	714.631	23,9%	733.753	23,5%	760.680	23,0%	777.414	22,5%	715.394	20,7%	690.986	20,6%	737.068	22,5%	646.855	21,8%
Notes	1.763.989	59,0%	1.866.986	59,7%	2.010.340	60,8%	2.025.761	58,6%	2.106.049	60,9%	1.960.668	58,4%	1.784.480	54,4%	1.557.304	52,5%
Bonds	495.855	16,6%	510.296	16,3%	521.158	15,8%	534.061	15,4%	587.335	17,0%	621.166	18,5%	643.695	19,6%	626.512	21,1%
TIPS - NOTES	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	33.039	1,0%	50.595	1,5%	68.200	2,1%	82.260	2,8%
TIPS - BONDS	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	17.042	0,5%	32.540	1,0%	38.955	1,3%
Federal Financing Bank	15.000	0,5%	15.000	0,5%	15.000	0,5%	15.000	0,4%	15.000	0,4%	15.000	0,4%	15.000	0,5%	15.000	0,5%
	2.989.475	100,0%	3.126.035	100%	3.307.179	100%	3.459.691	100%	3.456.817	100,0%	3.355.557	100,0%	3.280.983	100,0%	2.966.885	100,0%

Fonte: Monthly Statement of the Public Debt.

A redução do valor nominal da dívida em poder do público provocou o aumento paulatino da maturidade. A menor participação dos títulos de 1 a 5 anos e o aumento do peso dos títulos de 5 a 10 e de 10 a 20 anos elevou o tempo médio da dívida a 74 meses no final de 2000, revertendo o processo em curso nos anos iniciais do governo, que o havia rebaixado a 63 meses em 1996 (Tabela 6).

Tabela 6
Maturity distribution and average length of marketable interest-bearing public debt held by private investor

End of fiscal Year	Markeable public debt held		Amount outstanding	Maturity Classes										Average length (months)
	by the public (1)	privately held (2)		Within 1 year	1 year / total	(1-5) years	1-5 years / total	(5-10) years	5-10 years / total	(10-20) years	10-20 years / total	20 years or more	20 years or > / total	
1993	2.904.910	2.562.336	88,2%	858.135	33,5%	978.714	38,2%	306.663	12,0%	94.345	3,7%	324.479	12,7%	70
1994	3.091.602	2.719.861	88,0%	877.932	32,3%	1.128.322	41,5%	289.998	10,7%	88.208	3,2%	335.401	12,3%	68
1995	3.260.447	2.870.781	88,0%	1.002.875	34,9%	1.157.492	40,3%	290.111	10,1%	87.297	3,0%	333.006	11,6%	64
1996	3.418.371	3.011.185	88,1%	1.058.558	35,2%	1.212.258	40,3%	306.643	10,2%	111.360	3,7%	322.366	10,7%	63
1997	3.439.616	2.998.846	87,2%	1.071.913	33,9%	1.206.993	40,2%	321.622	10,7%	154.205	5,1%	298.113	9,9%	64
1998	3.331.030	2.856.637	85,8%	940.572	32,9%	1.105.175	38,7%	319.331	11,2%	157.347	5,5%	334.212	11,7%	70
1999	3.232.998	2.728.011	84,4%	915.145	33,5%	962.644	35,3%	378.163	13,9%	149.703	5,5%	322.356	11,8%	72
2000	2.992.752	2.469.152	82,5%	858.903	34,8%	791.540	32,1%	355.382	14,4%	167.082	6,8%	296.246	12,0%	74

Fonte: Treasury Bulletin.

As alterações da dívida pública pouco impactaram o comportamento da taxa de juros dos títulos. A taxa média de juros da dívida em mercado manteve-se praticamente estável e não acompanhou a alta da taxa básica. Enquanto as taxas das *bills* seguiram de perto, como é usual, o movimento da *fund rate*, principalmente os papéis de 4 semanas e de 3 meses, os juros das *notes* e *bonds* variaram pouco, com tendência de queda do período. Ou seja, a trajetória dos juros nos títulos mais longos descolou-se do movimento de alta da *fund rate* e achatou a dispersão de rentabilidade (Tabelas 7 e 8).

Tabela 7
Average interest rate

	dez/93	dez/94	dez/95	dez/96	dez/97	dez/98	dez/99	dez/00
Bills	3.299	5.493	5.895	5.387	5.463	4.810	5.199	6.248
Notes	6.485	6.446	6.609	6.492	6.397	6.234	6.025	6.093
Bonds	9.325	9.227	9.127	8.963	8.823	8.645	8.542	8.455
TIPS - notes	n.a	n.a	n.a	n.a	3.616	3.641	3.720	3.791
TIPS - bonds	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	3.710	3.852	3.866
Federal Financing Bank	8.917	8.917	8.917	8.917	8.917	8.917	8.917	8.917
Total Marketable	6.217	6.696	6.813	6.658	6.635	6.410	6.362	6.665

Fonte: Monthly Statement of the Public Debt.

Tabela 8
Federal funds target rate

1993-01-01	3,00	1995-02-01	6,00	1998-11-17	4,75
1994-02-04	3,25	1995-07-06	5,75	1999-06-30	5,00
1994-03-22	3,50	1995-12-19	5,50	1999-08-24	5,25
1994-04-18	3,75	1996-01-31	5,25	1999-11-16	5,50
1994-05-19	4,25	1997-03-25	5,50	2000-02-02	5,75
1994-08-16	4,75	1998-09-29	5,25	2000-03-21	6,00
1994-11-15	5,50	1998-10-15	5,00	2000-05-16	6,50

Fonte: Fred Data.

4.1.1 Atuação do Fed e o controle da liquidez monetária

O papel do Fed no controle da inflação e na determinação da meta de juros fixada pelo FOMC esteve associado ao comportamento da dívida pública e, particularmente, ao desafio diante da queda do volume de títulos em mercado, que interferiu na política de compras (vendas) definitivas de títulos públicos, principal instrumento usado no controle da liquidez.

A redução da dívida em poder do público, em função da presença de altos superávits fiscais, não restringiu a capacidade de o Fed controlar a inflação a um nível aceitável de desemprego (Schreft; Smith, 2002)¹⁰. O órgão, como se discute abaixo, seguiu o seu padrão comum de

¹⁰ Como colocou a minuta do FOMC de janeiro de 2001: *At its meeting in March 2000, the Committee asked the staff to undertake a broad study of alternative approaches to the management of the System asset portfolio in the current and prospective environment of large budget surpluses and rapid associated declines in the amount of Treasury debt*

intervenção, mas teve de adaptar o *modus operandi* usado nas operações de *open market* à gestão da dívida do Tesouro.

O fato de o mercado de títulos públicos ter se tornado menos líquido colocou entraves às deliberações de como se posicionar em resposta às mudanças inesperadas das reservas bancárias¹¹ e às compras definitivas de títulos públicos¹². O Fed, como regra geral de atuação, adotou a norma de manter certa proporção entre *bills* e *coupons* e de acompanhar a distribuição dos leilões do Tesouro, visando minimizar a influência sobre a disponibilidade de ativos específicos e não interferir no domínio do Tesouro sobre a gestão da dívida pública.

A queda do volume de títulos públicos em mercado levou o órgão a definir regras de intervenção no mercado e gestão da liquidez. A fim de acompanhar a disponibilidade de papéis e a política de novos lançamentos, as compras definitivas de títulos e o uso de colaterais nas operações compromissadas passaram a ter de respeitar limites de compras de certos tipos de papéis e/ou maturidades específicas, evitando, assim, afetar as condições de mercado e a liquidez dos títulos públicos^{13, 14}.

A circunstância incomum posta pelos altos superávits fiscais incorporou novos elementos às decisões de gestão da política monetária, sem, no entanto, alterar a sua essência. O mercado monetário americano, como bem colocou Bindseil (2004, 2014), trabalha tradicionalmente com baixa liquidez e o mecanismo usual de controle de liquidez é a compra (venda) definitiva de títulos públicos. O modelo foi preservado e as operações definitivas continuaram a ser central na gestão monetária. Porém, as operações compromissadas, por meio dos *repurchase agreements* (*repos*) e

outstanding. Such pay downs were having favorable effects on the macroeconomy and would not impair the Committee's ability to pursue its overall economic objectives. But the FOMC's historical reliance on purchases and sales of Treasury securities to implement monetary policy would be difficult to maintain if steep pay downs of debt were, as seemed likely, to continue. To prepare for such a contingency, the Committee needed to identify and explore alternative instruments for the conduct of monetary policy ([FRB: FOMC Minutes – January 30-31, 2001](#)).

¹¹ Cf. FRBNY (2000): “The Federal Reserve has attempted to maintain a short average maturity of the SOMA portfolio of Treasury securities.” *Maturity liquidity*” is thought by the Federal Reserve to be an important portfolio objective to permit a smooth contraction in the size of the SOMA, should it be necessary to adjust to a change in either the size or composition of the System’s balance sheet. However, in the face of both heightened demand for and reduced supply of Treasury bills in 1997 and 1998, the FRBNY refrained from open market purchases of Treasury bills from December 1997 to April 2000, contributing to the lengthening in the SOMA’s average maturity that has occurred in recent years.”

¹² Como colocam Schreft e Smith (2002, p. 30): “Matters become even worse when there are exogenously imposed limits on the amount government debt that the central bank can hold. Currently, the Fed has self-imposed limits on the fraction of the debt of various maturities that it can hold.”

¹³ Em julho de 2000, o FRNY limitou o volume de títulos em carteira a porcentagens específicas do total de títulos públicos colocados em mercado, que vão de 35% das *Tbills* a 15% dos *bonds* de longo prazo. Como consequência, o Fed se viu forçado a resgatar parte dos títulos mantidos em carteira quando o volume existente superava os limites fixados (Fed, Feb. 2001).

¹⁴ Cf. FRBNY (2000): “The FRBNY has already begun to cap the amount of the SOMA’s holdings of Treasury bills at 35 percent of any given issue, both in terms of what will be rolled over at each auction and in terms of acquisitions in the secondary market. The SOMA’s holdings of Treasury coupon issues now also will be capped in a similar manner on a graduated scale from 25 percent for two-year notes down to 15 percent for coupon securities with maturities of 10 years or more.” A key objective of the FOMC has been to maintain a relatively short and liquid portfolio to enable the System to deal readily with any contingencies that might arise in the course of managing the reserve base. However, in recent years the average maturity of the SOMA portfolio has lengthened from 2.6 years in 1992 to 4.2 years today. The changes announced today are designed to help limit any further lengthening of the average maturity of the SOMA.

matched sale-repurchase agreements (MSPs)¹⁵, ganharam lugar, sobretudo na fase final do período, graças ao menor volume de lançamentos de títulos públicos e à queda do valor das reservas obrigatórias, provocada por alteração institucional, fator que elevou o volume das operações pontuais do final do dia e ao uso de *repos* de curto prazo.

Os fatores que afetam as reservas bancárias revelam os traços gerais da liquidez do mercado monetário (Tabela 9). Em todos os momentos descritos na série, o efeito líquido das intervenções gerou expansão da liquidez, confirmando a característica do mercado americano de trabalhar com baixa liquidez e a tarefa central da autoridade monetária no controle da *fund rate* ser o de injetar recursos adicionais.

Tabela 9
Factors affecting reserve balances of depository institutions

	Millions of dollars									
	Jun 26, 96	Dec 18, 96	Jun 25, 97	Dec 17, 97	Jun 24, 98	Dec 16, 98	Jun 24, 99	Dec 16, 99	Jun 29, 00	Dec 14, 00
Reserve Bank credit	421.410	452.789	457.117	476.020	488.218	503.861	519.658	592.193	566.891	581.607
Securities held outright	384.910	394.812	411.215	431.231	442.046	455.373	485.506	495.108	508.024	515.245
U.S. Treasury securities	382.522	392.587	409.719	430.546	441.495	455.035	485.243	494.927	507.884	515.115
Federal agency debt securities	2.388	2.225	1.496	685	551	338	263	181	140	130
Repurchase agreements	4.226	23.775	14.540	11.295	12.675	12.883	1.157	0	0	0
U.S. Treasury securities	4.226	22.621	13.140	9.415	11.495	5.702	50	0	0	0
Federal agency debt securities	0	1.154	1.400	1.880	1.180	7.181	1.107	0	0	0
Repurchase agreements - tripart (1)	0	0	0	0	0	0	0	60.665	22.975	27.260
Loans to depository institutions	258	248	702	978	193	159	294	1.318	526	134
Float + Other F.R. assets	32.012	33.954	30.660	32.516	33.301	35.447	32.701	35.102	35.366	38.968
Gold stock	11.050	11.049	11.050	11.049	11.049	11.041	11.046	11.049	11.047	11.046
Special drawing rights certificate account	10.169	9.718	9.200	9.200	9.200	9.200	8.200	6.200	4.200	3.200
Treasury currency outstanding	24.418	24.920	25.343	25.624	25.956	26.149	26.855	27.720	29,274	30.951
Total factors supplying reserve funds	467.046	498.476	502.710	521.893	534.423	550.250	565.759	637.162	611.412	626.803
Securities held outright / Total	82,4%	79,2%	81,8%	82,6%	82,7%	82,8%	85,8%	77,7%	83,1%	82,2%
Currency in circulation	424.751	444.434	452.855	475.365	482.184	509.843	528.886	597.428	569.192	582.017
Reverse repurchase agreements	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reverse repurchase agreements - tripart (1)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Treasury cash holdings	280	249	343	229	204	84	89	109	68	403
Deposits with F.R. Banks, other than reserve balances	13.979	17.634	27.268	14.451	29.902	15.766	14.284	15.835	13.744	12.247
Other liabilities and capital	13.024	14.464	15.166	16.021	16.667	16.965	17.294	18.347	15.313	18.400
Total factors, other than reserve balances, absorbing reserve funds	452.034	476.782	495.631	506.447	528.957	542.657	560.553	631.719	598.346	613.066
Currency in circulation / Total	94,0%	93,2%	91,4%	93,9%	91,2%	94,0%	94,4%	94,6%	95,1%	94,9%
Reserve balances with Federal Reserve Banks	15.012	21.694	7.079	15.446	5.466	7.593	5.206	5.443	13.066	13.737

Fonte: Federal Reserve Banks – H.4.1.

(1) Cash value of agreements arranged through third-party custodial banks. These agreements are collateralized by U.S. government and federal agency securities.

A demanda por moeda constituiu-se, de longe, no fator principal de contração do volume de reservas bancárias. O acelerado crescimento da economia certamente contribuiu para isso, mas nada que altere o comportamento comum do mercado. Os outros fatores (*deposits with F.R.Banks, other than reserve balances* e *other liabilities and capital*) exerceram papel secundário e pouco influenciaram as reservas, refletindo a característica do período de o Fed manter uma política pouco ativa.

¹⁵ De acordo com a Investopedia, a definição de *matched sale-repurchase agreements* é: *An arrangement whereby the Federal Reserve sells [specific] government securities (U.S. Treasuries) to an institutional dealer or the central bank of another country with the contractual agreement to purchase the security back within a short period of time, usually less than two weeks. The security is bought back at the same price at which it was sold, and decreases banking reserves during the term of the matched sale-purchase agreement.*

A compra definitiva de títulos, centrada em papéis do Tesouro, serviu como o instrumento usual da política do Fed de ampliar a liquidez e o seu movimento respondeu basicamente à demanda por moeda. Os empréstimos às instituições depositárias apresentaram valor baixo e reforçam a crença de que, como norma geral, não são significativos para ampliar a liquidez em tempos normais. Em parte, o movimento explica-se em razão do temor das instituições bancárias de ficarem estigmatizadas ao recorrerem a esse tipo de crédito. Por outro lado, reforça a ideia do papel pouco ativo da intervenção no mercado.

Os *repos*, por sua vez, tiveram participação discreta até 1998. Só a partir deste momento, quando se tornou mais presente o efeito dos superávits fiscais e a queda da dívida junto ao público, é que a menor disponibilidade de títulos e as limitações às operações de compras definitivas levaram ao crescimento do uso dos *repos*, com o avanço dos *triparty agreements*. O crescimento desse sistema deveu-se ao fato de o Fed, diante da maior dificuldade de acesso aos títulos públicos, ter ampliado temporariamente a aceitação de outros tipos de colaterais e o uso dos *triparty agreements* facilita operacionalmente a avaliação e a precificação dos *mortgage-backet securities*.

O modelo de gestão da liquidez do mercado monetário refletiu-se na composição do balanço do Fed, marcado, sobretudo, pelo modelo tradicional de atuação centrado nas compras definitivas de títulos públicos (Tabela 10). O ativo total é dominado amplamente pela presença dos títulos públicos durante todo o período, acompanhando a expansão das *Federal Reserve notes*. Mas, é interessante destacar, a carteira do órgão acompanhou a atuação do Tesouro e o movimento da dívida pública. A decisão de limitar o volume de compras provocou a queda das *bills* na composição da carteira, de 49,8% do total dos títulos público em 1994 para 37,5% em 2000, enquanto que a maior presença das *notes* e *bonds* levou ao alongamento do portfólio da autoridade monetária, em consonância com a trajetória delineada pelo Tesouro (ver Tabela 1 do Anexo).

Tabela 10
Statement of condition of the Federal Reserve Banks

	Dec. 31, millions of dollars					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Assets						
Gold + Special drawing rights + Coin	21,642	21,357	20,707	20,604	17,455	14,195
Loans	0,135	0,085	2,035	0,017	0,233	0,110
Securities						
Federal agency obligations	3,734	3,837	3,337	11,040	0,181	0,130
Bought outright	2,634	2,225	0,685	0,338	0,181	0,130
Held under repurchase agreements	1,100	1,612	2,652	10,702	0	0
U.S. Treasury securities	390,960	410,878	451,924	471,815	477,963	511,703
Bought outright	378,197	390,907	430,736	452,141	477,963	511,703
Held under repurchase agreements	12,762	19,971	21,188	19,674	0	0
Triparty agreements	0	0	0	0	140,640	43,375
Other assets	38,764	45,353	40,418	45,28	42,083	44,918
Total assets	455,235	481,510	518,421	548,756	678,555	614,431
Total assets / GDP	5,94	5,94	6,02	6,04	7,02	5,97
Liabilities						
Federal Reserve notes	400,935	426,522	457,469	491,657	600,662	563,450
Deposits						
Depository institutions	29,611	24,524	30,838	26,306	24,027	19,045
U.S. Treasury, general account	5,979	7,742	5,444	6,086	28,402	5,149
Foreign, official accounts	0,386	0,167	0,457	0,167	0,071	0,216
Other	0,935	0,893	0,897	1,619	1,270	1,390
Other liabilities	9,456	12,565	12,662	11,016	11,261	11,390
Total liabilities	447,302	472,413	507,767	536,851	665,693	600,640
Capital Accounts						
Capital paid in	3,966	4,602	5,433	5,952	6,431	6,997
Surplus	3,966	4,495	5,220	5,952	6,431	6,794
Other capital accounts	0	0	0	0	0	0
Total liabilities and capital accounts	455,234	481,510	518,420	548,755	678,555	614,431

Fonte: Fed Annual Report

GDP = World Bank data.

O peso dos empréstimos como instrumento de oferta de liquidez revelou-se pouco relevante. A novidade ficou por conta da especificidade dos anos finais da série. O limite à ampliação da política de compras definitivas deu lugar ao aumento, particularmente em 1999, da participação dos *triparty agreements* na oferta de liquidez. A força desse instrumento neste ano específico foi o fator responsável por elevar a 7% do produto bruto o tamanho do ativo, em contraste com o valor ao redor de 6% observado nos demais anos da série.

A estrutura do passivo, por sua vez, apoia-se quase que integralmente na expansão da *federal reserve notes*. Os outros elementos têm baixa participação. A conta do Tesouro, seguindo a norma traçada no programa TT&L¹⁶, mantém valores no intervalo de US\$ 5 a 7 bilhões, com exceção de 1999, ano em que as instituições bancárias não conseguiram absorver o montante de recursos oriundos do Tesouro e restou expandir o volume de depósitos no Fed. Os depósitos das instituições bancárias também não alcançaram participação expressiva e apresentaram tendência declinante no último triênio, a indicar a pouca relevância das reservas como instrumento de regulação da liquidez até aquele momento.

4.2 O Governo George W. Bush (2001-2008)

A evolução da dívida pública é determinada basicamente pela conjugação de três elementos: a taxa de crescimento econômico, a situação das contas públicas e os juros incidentes sobre o estoque da dívida. Os três fatores, considerando a estratégia de gestão e as condições institucionais, determinam a dinâmica da dívida e as suas transformações ao longo do tempo.

A alteração de comportamento desses elementos no Governo Bush delimitou os caminhos da evolução da dívida pública, sobretudo em 2008, quando a gravidade da crise definiu normas de atuação específicas da política fiscal e monetária. Primeiro, a forte expansão econômica do período anterior cedeu o lugar à crise de 2001, acompanhada por lenta recuperação no ano seguinte e retomada a partir de 2003, a um menor ritmo de crescimento. Depois, a volta da recessão no último

¹⁶ Cf. Lopreato (2018, p. 16): “O Fed atua também como agente fiscal do Tesouro e tem a tarefa de administrar a gestão do caixa do Tesouro que é definida por meio do Programa TT&L. A meta é manter montante estável da conta única do Tesouro, equivalente a US\$ 5 bilhões ou, em dias em que as operações são mais elevadas, de US\$ 7 bilhões. O meio para atingir este objetivo é transferir o trabalho de coleta dos tributos para instituições privadas oficialmente designadas. O TT&L classifica as instituições participantes em três categorias: i) as que simplesmente coletam os tributos e repassam os valores para as contas do Tesouro em um dos bancos do *Federal Reserve (collector institutions)*; ii) as *retainers institutions* responsáveis por coletar e, dentro de limites específicos e desde que tenham suficiente colateral, podem manter os recursos depositados em conta própria (*main account*), pagando juros, até o momento em que o Tesouro demande os recursos e iii) as *investor institutions* que têm ainda a permissão de receber investimentos do Tesouro, nos momentos em que a conta no Fed supera a meta estabelecida. Os depósitos são garantidos por colaterais de diferentes tipos e recebem juros correspondentes à média semanal da taxa *overnight* FFR, menos 25 pontos base. Os valores permanecem depositados nas instituições privadas e somente são repassados às contas do Tesouro no *Federal Reserve* quando solicitados para cobrir as suas obrigações. Os pagamentos são quase todos realizados por intermédio do Fed com os recursos da conta do Tesouro. Como, em geral, a meta proposta para o valor a ser mantido no Fed é alcançada, salvo quando o sistema bancário, por exceder o limite de depósito ou não ter o volume suficiente de colateral, não consegue absorver o excesso de arrecadação, a conta do Tesouro tem baixa oscilação em tempos normais e facilita a gestão da liquidez, além de propiciar algum ganho com as aplicações financeiras.”

trimestre de 2007 iniciou a maior crise do capitalismo americano desde os anos 30 e gerou a expansão dos gastos e a deterioração fiscal.

A orientação da política fiscal no governo Bush e o fraco desempenho econômico ditaram o comportamento das contas públicas. O menor ritmo de crescimento afetou a arrecadação tributária. Entretanto, este fator isolado não explica o quadro existente. A decisão de cortar impostos em 2001 e 2003 contribuiu para reduzir a receita federal em relação ao PIB, de 20% em 2000 para 15,6% do PIB em 2004, com leve recuperação a partir deste momento até o início da grande crise. Ao movimento das receitas, somou-se o contínuo crescimento das despesas federais. O resultado foi déficits fiscais constantes, crescentes até 2004, mais moderados no triênio seguinte e com forte expansão em 2008.

O agravamento da crise levou o PIB a ser negativo, que, somado a adoção de uma política fiscal ativa (com destaque para o lançamento do programa do Tesouro de compra de ativos, *Troubled Asset Relief Program – TARP*), levou à ampliação do déficit, financiado basicamente por aumento da dívida junto ao público (Tabela 11).

Tabela 11

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Taxa de Crescimento do GDP	1,0	1,8	2,8	3,8	3,3	2,7	1,8	-0,3
Resultado Fiscal (US\$ milhões)	128,236	-157,758	-377,585	-412,727	-318,346	-248,181	-160,701	-458,553
Resultado Fiscal % GDP	1,2%	-1,5%	-3,3%	-3,4%	-2,5%	-1,8%	-1,1%	-3,1%
Receita Federal total % GDP	18,8%	17,0%	15,7%	15,6%	16,7%	17,6%	17,9%	17,1%
Despesa Federal total % GDP	17,6%	18,5%	19,1%	19,0%	19,2%	19,4%	19,1%	20,2%
juros líquidos pagos (US\$ bilhões)	183,7	176,1	197,3	208,3	220,8	254,5	255,7	277,4
Juros líquidos % GDP	1,7%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,9%	1,8%	1,9%
Juros líquidos / total gasto federal %	11,1%	8,5%	7,1%	7,0%	7,4%	8,5%	8,7%	8,5%

Fontes: GDP – Fred data / Historical Tables – Budget of the US Government, Office of Management and Budget, tables 1.1; 1.2; 2.3; 14.3; 14.4 e 14.5.

A deterioração das contas públicas foi, em parte, compensada pela queda dos juros incidentes sobre os títulos da dívida pública, acompanhando a redução da *fund rate*. A crise das empresas de tecnologia levou o Fed a iniciar a política de redução da taxa de juros básica em 2001 e manter a tendência de baixa até junho de 2003, quando atingiu o patamar mais baixo do período (1%).

A retomada do movimento de alta ocorreu a partir de meados de 2004 e persistiu até o relaxamento da política monetária, iniciado em setembro de 2007, quando o primeiro corte de juros de 0,5% (5,25% a 4,75%) desencadeou outro movimento de baixa, culminando novamente com a taxa de 1% no final de 2008 (Tabelas 12 e 13).

Tabela 12
Average interest rate

2001-01-01	6,50	2004-06-30	1,25	2005-12-13	4,25
2001-01-03	6,00	2004-08-10	1,50	2006-01-31	4,50
2001-01-31	5,50	2004-09-21	1,75	2006-03-28	4,75
2001-04-18	4,50	2004-11-10	2,00	2006-05-10	5,00
2001-05-15	4,00	2004-12-14	2,25	2006-06-29	5,25
2001-06-27	3,75	2005-02-02	2,50	2007-09-18	4,75
2001-08-21	3,50	2005-03-22	2,75	2007-10-31	4,50
2001-09-17	3,00	2005-03-22	2,75	2007-12-11	4,25
2001-10-02	2,50	2005-05-03	3,00	2008-01-22	3,50
2001-11-06	2,00	2005-06-30	3,25	2008-01-30	3,00
2001-12-11	1,75	2005-08-09	3,50	2008-03-18	2,25
2002-11-06	1,25	2005-09-20	3,75	2008-04-30	2,00
2003-06-25	1,00	2005-11-01	4,00	2008-10-08	1,50
				2008-10-29	1,00

Fonte: Fred Data.

Tabela 13
Federal Funds Target Rate

	dec/2001	dec/2002	dec/2003	dec/2004	dec/2005	dec/2006	dec/2007	dec/2008
Bills	2.397	1.470	0.987	2.050	3.946	5.085	3.917	1.082
Notes	5.610	4.556	3.755	3.510	3.814	4.265	4.392	3.802
Bonds	8.283	8.255	8.154	8.001	7.854	7.602	7.361	7.038
TIPS - notes	3.756	3.565	3.235	2.915*	2.637*	2.620*	2.546*	2.409*
TIPS - bonds	3.818	3.817	3.817					
Federal Financing Bank	8.917	n.a.	n.a.	4.652	4.652	4.652	4.652	4.652
Total Marketable	5.283	4.373	3.729	3.774	4.397	4.917	4.685	3.207
Total Non-marketable	6.193	5.803	5.416	5.274	5.181	5.149	4.982	4.634
Total Interest-bearing Debt	5.743	5.099	4.566	4.508	4.784	5.034	4.838	3.866

Fonte: Treasury Direct – Average Interest R * Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)

O fraco desempenho econômico e a volta dos déficits fiscais, apesar das baixas taxas de juros, elevaram a necessidade de financiamento e a dívida pública junto ao público (Gráficos 2 e 3). O retorno à fase de crescimento da dívida, com o aumento do número de leilões, tornou disfuncional o modelo de gestão antes adotado. A estratégia de concentrar os lançamentos em títulos de certas maturidades e em número baixo de leilões, como meio de evitar a falta de liquidez dos títulos públicos, perdeu o sentido e foi abandonada.

A ação do Tesouro teve de se adaptar à nova situação e oferecer o *mix* de títulos capaz de fazer frente à crescente necessidade de financiamento público. O Tesouro viu-se forçado a ajustar a gestão da dívida e rever parte das medidas adotadas anteriormente a fim de reduzir os custos de financiamento e acomodar a estrutura da dívida às demandas do momento (GAO, 2004).

O desejo de reduzir o custo de financiamento levou o Tesouro a alterar o modo de lidar com a falta eventual de saldos de caixa para saldar compromissos imediatos. O modelo de gestão de caixa até então empregado, baseado no programa TT&L, previa saldo de US\$ 5 a 7 bilhões e o restante seria aplicado em contas mantidas na rede bancária, com taxa de juros igual à *fund rate* menos 25 pontos base. O baixo volume de recursos à disposição levou o Tesouro a enfrentar, com alguma frequência, deficiência de caixa e a realizar operações *ad hoc* de financiamento.

As chamadas CM *bills* eram usadas na administração de curto prazo do caixa, respondendo a demandas específicas e sem regularidade de lançamentos (GAO, 2006). Com a redução do volume de colocação de títulos e o cancelamento de leilões de *bills* de certas maturidades, o acesso a

recursos de curto prazo tornou-se mais difícil e as operações com as *CM bills* passaram a ter alta frequência e a gerar custos ao Tesouro porque os ganhos com o TT&L, em geral, eram inferiores às taxas pagas na colocação de *CM bills* e *bills* regulares.

O Tesouro, a partir de 2001, mudou a política de gestão de caixa para reduzir o custo das operações. Novos procedimentos de previsão de deficiências de caixa e de aplicação dos excedentes¹⁷, bem como o aumento da frequência dos leilões e à introdução das *bills* de 4 semanas, reduziram as *CM bills* de prazos mais longos (28 dias ou mais) e ampliaram as de curta duração, com valores próximos à exigência imediata de caixa, a fim de evitar a contratação de recursos não necessários e reduzir o custo de financiamento.

Além disso, a necessidade de ampliar a colocação de títulos levou o Tesouro a reintroduzir as *notes* de 3 anos e a elevar o número de leilões das *notes* de 5 e de 10 anos, bem como dos títulos indexados a inflação de 10 anos. Em abril de 2002, suspendeu os programas de *buybacks* usados anteriormente no ajuste do perfil da dívida às condições de liquidez dos títulos em mercado e passou a realizar leilões de títulos indexados à inflação de 5 e de 20 anos a partir de 2004.

A nova estratégia alterou a estrutura da dívida então existente. As *bills* voltaram a ganhar espaço. As condições de incerteza elevaram a demanda por títulos curtos e de ampla aceitação no mercado, o que fez a sua participação saltar de 22,1% para 32,2% da dívida junto ao público em 2008. Por outro lado, as *notes*, embora tenham perdido alguns pontos de participação relativa, quase dobraram de tamanho em valor nominal e continuaram a responder por 48,3% do total da dívida. Já os *bonds* caíram à metade da participação anterior e ainda perderam em termos nominais. Os títulos indexados à inflação, por sua vez, passaram a ser mais procurados e atingiram 9,2% do total da dívida junto ao público, valor bem maior do que o alcançado nos primeiros anos de lançamento (Tabela 14).

Tabela 14
Treasury securities outstanding – Debt held by the public

		millions of dollars															
December	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008									
Bills	811.214	27,3%	888.741	27,7%	928.768	26,0%	1.001.189	25,4%	960701	23,1%	940.772	21,8%	999.547	22,1%	1.861.187	32,2%	
Notes	1.413.951	47,6%	1.580.860	49,3%	1.905.725	53,3%	2.157.067	54,7%	2.360.155	56,7%	2.440.466	56,5%	2.487.368	55,1%	2.791.514	48,3%	
Bonds	602.272	20,3%	588.450	18,4%	564.186	15,8%	539.406	13,7%	516.425	12,4%	530.548	12,3%	558.447	12,4%	591.867	10,3%	
TIPS	140.064	4,7%	146.850	4,6%	176.193	4,9%	245.930	6,2%	328.567	7,9%	411.075	9,5%	471.430	10,4%	529.622	9,2%	
Total	2.967.501	100,0%	3.204.902	100,0%	3.574.873	100,0%	3.943.593	100,0%	4.165.847	100,0%	4.322.860	100,0%	4.516.792	100,0%	5.774.190	100,0%	

Fonte: Monthly Statement of the Public Debt.

A mudança na estrutura provocou o encurtamento do perfil da dívida pública, que, medida em meses, caiu ao menor nível de todo o período estudado, revertendo a tendência presente no período anterior (Tabela 15). O movimento pode ser creditado a dois fatores. Um relaciona-se à tentativa de reduzir o custo de carregamento da dívida, já que a taxa de juros dos *bonds*, não acompanhou o ritmo de redução das *bills* e *notes*. A explicação serve para justificar a substituição dos *bonds* por *notes* desde 2001, mas não o comportamento das *bills*, pois, mesmo com os juros em queda, perderam participação até 2006. O outro decorre dos desdobramentos da crise. Como se

¹⁷ Em 2002, o Tesouro criou o programa *Term Investment Option* (TIO) para leiloar, usando o processo de leilões competitivos, o excedente de caixa e melhorar a rentabilidade das aplicações antes realizadas pelo programa TT&L.

discute abaixo, o aumento da colocação de *bills* em 2008 e o conseqüente encurtamento do perfil da dívida resultaram da necessidade de o Tesouro apoiar a intervenção do Fed no mercado monetário e suprir a demanda por colaterais seguros, a fim de reduzir o *stress* do mercado privado de operações compromissadas.

Tabela 15

End of fiscal Year	Marketable public debt held by the public (1)	Amount outstanding privately held (2)	(2) / (1)	Maturity Classes									Average length (months)	
				Within 1 year	1 year / total	(1-5) years	1-5 years / total	(5-10) years	5-10 years / total	(10-20) years	10-20 years / total	20 years or more		20 years or > / total
2001	2.915.225	2.328.302	79,9%	900.178	38,7%	650.522	27,9%	329.247	14,1%	174.653	7,5%	273.702	11,8%	73
2002	3.121.357	2.492.821	79,9%	939.986	37,7%	802.032	32,2%	311.176	12,5%	203.816	8,2%	235.811	9,5%	66
2003	3.460.330	2.804.092	81,0%	1.057.049	37,7%	955.239	34,1%	351.552	12,5%	243.755	8,7%	196.497	7,0%	61
2004	3.845.855	3.145.244	81,8%	1.127.850	35,9%	1.150.979	36,6%	414.728	13,2%	243.036	7,7%	208.652	6,6%	59
2005	4.066.053	3.334.411	82,0%	1.100.783	33,0%	1.279.646	38,4%	499.386	15,0%	281.229	8,4%	173.367	5,2%	58
2006	4.283.804	3.496.395	81,6%	1.140.555	32,6%	1.295.598	37,1%	589.764	16,9%	290.738	8,3%	179.736	5,1%	59
2007	4.428.405	3.634.666	82,1%	1.176.510	32,4%	1.309.871	36,0%	677.905	18,7%	291.963	8,0%	178.417	4,9%	58
2008	5.210.151	4.745.256	91,1%	2.042.003	43,0%	1.468.455	30,9%	719.347	15,2%	352.430	7,4%	163.022	3,4%	49

Fonte: Treasury Bulletin.

O perfil mais curto e a menor taxa média de juros, apesar da alta do estoque, reduziram o custo de carregamento da dívida pública. O gasto com o pagamento de juros em termos nominais, até 2005, ficou abaixo da média da administração passada e a situação se repete ao se comparar o gasto com juros em relação ao PIB e no total dos gastos federais.

A retomada do crescimento da dívida total e da dívida junto ao público trouxe de volta o debate sobre o teto do endividamento público. A questão pode ser delicada, a depender das circunstâncias. O Congresso, por ser o responsável por definir o limite legal da dívida, tem poder de intervir na condução da política fiscal, além de aprovar o orçamento anual e os projetos de ordem tributária. Nos momentos de aceleração da dívida, o executivo, caso não tenha maioria no legislativo, pode enfrentar resistência e ser forçado a negociar as diretrizes da política fiscal em troca da fixação de novo teto da dívida.

O processo de negociação, caso seja longo, coloca, teoricamente, o risco de *default* da dívida, pois, por lei, quando a dívida atinge o teto é vetado realizar novos gastos, inclusive o cumprimento das obrigações com os encargos da dívida. No caso de as negociações se arrastarem, o Tesouro pode recorrer a mecanismos legais para obter espaço financeiro e pagar obrigações urgentes, a fim de evitar a paralisia da administração e o *default* da dívida.

O Secretário do Tesouro, durante a negociação com o Congresso, tem o direito de declarar a suspensão temporária de emissão de dívida (*a debt issuance suspension period*) e obter autorização legal para adotar medidas extraordinárias, a fim de evitar que o teto da dívida seja ultrapassado. O Tesouro, diante da restrição em colocar papéis, vale-se das normas do *United States Code* para adiar as aplicações das disponibilidades financeiras das *governments accounts* – usadas obrigatoriamente na compra de títulos públicos –, antecipar o resgate de títulos em poder de fundos, suspender a venda de títulos da *State and Local Government Series* e realizar a troca da dívida do *Federal Financing Bank* (FFR) – não incorporada ao limite da dívida – por títulos em poder de diferentes fundos (GAO, 2004). Isto é, o Tesouro é capaz de recorrer a diferentes operações, em cada situação particular – como ilustra o Box no Anexo – para sustentar o limite da dívida.

Uma vez definido o novo teto, as medidas extraordinárias são revertidas e as operações pendentes executadas, além de haver o ressarcimento das perdas sofridas pelos fundos nos casos em que há respaldo legal.

4.2.1 O controle da liquidez monetária

A gestão monetária do governo anterior seguiu o padrão tradicional. As compras definitivas de títulos públicos dominaram a oferta de liquidez, acompanhando a contração do volume de reservas bancárias determinado, basicamente, pelo crescimento da demanda por moeda.

O governo Bush, por sua vez, vivenciou dois momentos distintos. O primeiro abrange o período antes da crise e o segundo compreende os acontecimentos de 2008, quando o Fed afastou-se do modelo seguido até então e adotou uma política ativa.

Na primeira fase, o Fed manteve as características usuais de gestão monetária. Os fatores de expansão das reservas bancárias seguiram a tendência histórica e se mantiveram presos à compra definitiva de títulos, basicamente títulos públicos, com participação superior a 80% na oferta de liquidez bancária até 2007 (Tabela 16).

Tabela 16
Factors affecting reserve balances of depository institutions

	Millions of dollars															
	2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	June 28	Dec 27	June 27	Dec 12	June 26	Dec 18	June 24	Dec 16	June 30	Dec 15	June 29	Dec 14	June 28	Dec 13	June 26	Dec 18
Reserve Bank credit	59143	643,503	665,859	679,725	723,423	732,769	756,252	787,884	792,084	813,567	829,080	838,600	850,765	867,291	877,008	2,294,626
Securities held outright	535,201	556,007	592,400	608,957	652,003	665,953	685,177	717,661	726,022	744,189	766,349	775,603	790,497	774,735	478,796	493,759
U.S. Treasury securities	535,191	555,997	592,390	608,947	651,993	665,953	685,177	717,661	726,022	744,189	766,349	775,603	790,497	774,735	478,796	476,138
Federal agency debt securities	0	0	0	0	32,000	25,000	32,000	28,750	26,000	28,250	22,500	21,250	20,000	47,750	29,750	80,000
Repurchase agreements	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Term auction credit	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Repurchase agreements - tripart	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Repurchase agreements - tripart	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Loans to depository institutions	152	45	80	121	95	50	165	56	247	89	300	936	187	4,547	15,402	206,544
Net portfolio holdings of Commercial Paper																
Funding Facility LLC (7)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	318,843
Net portfolio holdings of LLCs funded through the money market investor funding facility (8)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net portfolio holdings of Maiden Lane LLC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	26,910
Net portfolio holdings of Maiden Lane II LLC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20,031
Net portfolio holdings of Maiden Lane III LLC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	19,656
Float + Other F.R. assets	36,555	37,202	39,029	38,897	325,325	417,65	38,910	41418	39,816	41,039	39,930	40,811	40,081	40,259	103,059	680,925
Gold stock	11,044	11,045	11,044	11,043	11,044	11,043	11,045	11,043	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041
Special drawing rights certificate account	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200	2,200
Treasury currency outstanding	32,529	33,181	33,773	34,455	34,966	35,447	35,825	36,448	36,657	36,513	38,048	38,217	38,526	38,779	38,847	38,829
Total factors supplying reserve funds	637,186	689,929	712,876	727,423	771,633	781,459	805,322	837,575	841,982	863,321	880,369	890,058	902,532	919,311	929,096	2,346,696
Securities held outright / Total	84.0%	80.6%	83.1%	83.7%	84.5%	85.2%	85.1%	85.7%	86.2%	86.2%	87.0%	87.1%	87.6%	84.3%	51.5%	21.0%
Currency in circulation	595,930	642,190	657,842	675,500	692,633	716,019	727,776	752,977	763,437	782,179	795,479	808,488	812,339	819,841	825,203	877,664
Reverse repurchase agreements	0	0	0	0	21,592	17,657	17,465	27,846	24,237	26,575	30,400	28,302	30,134	37,764	42,049	71,928
Reverse repurchase agreements - tripart (1)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Treasury cash holdings	444	425	395	372	365	319	307	263	237	198	174	201	306	247	279	279
Deposits with F.R. Banks, other than reserve balances	14,508	14,062	18,236	16,400	16,988	19,742	17,805	15,170	12,787	14,122	12,366	11,866	10,748	11,275	11,609	489,754
U.S. Treasury, general account	6,857	4,856	7,620	5,506	5,306	7,455	7,202	5,019	4,173	4,990	4,879	4,500	4,039	4,333	4,208	120,443
U.S. Treasury, supplementary financing account	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	364,177
Other	7,651	9,206	10,616	10,894	11,682	12,287	10,603	10,151	8,614	9,132	7,487	7,366	6,709	6,942	7,401	5,134
Other liabilities and capital	17,869	17,429	20,129	19,786	20,021	20,666	21,639	25,941	29,39	32,791	34,641	36,19	39,276	42,824	44,184	19,938
Total factors, other than reserve balances, absorbing reserve funds	628,750	674,331	696,601	712,058	751,598	774,402	784,993	822,197	830,088	855,865	873,060	884,975	892,80	911,951	923,324	1,549,52
Currency in circulation / Total	94.8%	95.2%	94.4%	94.9%	92.2%	92.5%	92.7%	91.6%	92.0%	91.4%	91.1%	91.4%	91.0%	89.9%	89.4%	56.6%
Reserve balances with Federal Reserve Banks	8,436	15,598	16,274	15,365	20,035	7,057	20,330	15,378	11,894	7,456	7,309	5,083	9,730	7,361	5,772	797,179

Fonte: Federal Reserve Banks – H.4.1.

A dinâmica desse modelo respondeu, sobretudo, à necessidade de acomodar o aumento das *federal reserve notes*, responsável por mais de 90% da absorção das reservas bancárias. O Fed manteve esse padrão tradicional de intervenção até 2007 e, graças a essa estabilidade, evitou o uso rotineiro dos *reverse repurchases agreements* (RRP) ou a venda de títulos do portfólio do SOMA como meio de contrair as reservas bancárias.

Os demais fatores de expansão da liquidez cumpriram papel secundário nesse modelo. As operações de *repurchase agreements* serviram de variável de ajuste dos desvios de previsão de fatores autônomos ou situações imprevistas de volatilidade, mas não desempenharam papel relevante na oferta final de liquidez. Além disso, o volume de empréstimos manteve-se baixo, reafirmando a característica comum do modelo tradicional de políticas ativas pouco expressivas.

A situação ganhou dinâmica distinta em 2008 e o paradigma usado na condução das operações de *open market* teve de ser ajustado. A criação de vários instrumentos de liquidez ampliou o acesso a recursos do Fed, antes restrito às instituições depositantes, aos *dealers* e a outras instituições não depositantes. Alterou-se, assim, o modelo tradicional de gestão monetária. As compras definitivas de títulos, até então responsáveis por mais de 80% da oferta total de reservas, responderam por apenas 21% em 2008 e outros fatores, antes com baixa participação, ocuparam esse espaço.

As principais fontes de injeção de liquidez foram os empréstimos (*Term Auction Credit e Loans*) e a compra de ativos privados e das GSEs (*net portfolio holdings*)¹⁸. O uso dos *repurchase agreements* também cresceu no ano e se tornou elemento auxiliar na oferta de liquidez. Por outro lado, o Fed adotou a venda de títulos de sua carteira com o objetivo duplo de atender a crescente demanda por títulos públicos, fato que levou as taxas de juros das *bills* a se situarem sistematicamente abaixo da taxa básica, e de acomodar o excesso de liquidez proveniente dos empréstimos.

A demanda de moeda, antes o elemento quase único de contração da liquidez no paradigma anterior, perdeu força e deu lugar a outros fatores. Os *reverse repurchase agreements* (RRPs), antes esporádicos, ganharam destaque. Não efetivamente como fator de restrição da liquidez, já que o seu impacto foi pequeno, mas como provedor de títulos públicos a um mercado frágil, ávido por colaterais usados nas operações compromissadas. Por outro lado, o Tesouro foi chamado a cumprir papel mais ativo do que exercia no modelo anterior: colaborar no esforço de controlar a liquidez e a meta de juros. Os depósitos do Tesouro no Fed (*Treasury general account – TGA*), normalmente oscilando entre US\$ 5 a 7 bilhões, alcançaram US\$ 120,4 bilhões, servindo como mecanismo de acomodação do excesso de liquidez.

Além disso, o Tesouro, em apoio à política monetária, criou o *Supplementary Financing Program* (SFP), com a colocação de US\$ 560 bilhões de *bills* no mercado, como instrumento auxiliar no controle da liquidez e da *fund rate*. O programa buscou conter a queda da carteira do Fed e ampliar a oferta de títulos públicos. Porém, a barreira imposta pelo limite legal da dívida e a

¹⁸ Lopreato (2018) aprofundou a discussão das políticas de empréstimos adotadas no período.

insuficiência do mecanismo tradicional de regulação da liquidez em lidar com essa situação extraordinária provocaram o esvaziamento e a perda de relevância do programa.

O colapso do Lehman Brothers ampliou o excesso de liquidez. A criação de vários programas levou a liquidez muito acima da viabilidade de se criar operações contracionistas, de modo que o modelo tradicional de regulação da taxa de juros básica tornou-se inoperante.

O pagamento de juros sobre o excesso de reservas bancárias (reservas voluntárias), definido em dezembro, introduziu método alternativo de controle da *fund rate* em condições de alta liquidez¹⁹. A perspectiva de conviver em condições de alta liquidez por período relativamente longo fez com que a taxa de juros sobre o excesso de reservas passasse a determinar o piso da taxa de juros de mercado, ou seja, criou-se a partir de então novo paradigma de condução da política monetária (Stella, 2009).

As contas do balanço do Fed refletem os dois momentos de condução da política monetária (Tabela 17). O movimento até 2007 seguiu a trajetória tradicional, com o lado ativo dominado pelas compras definitivas de títulos do Tesouro e o lado passivo assentado na expansão da demanda por moeda (*federal reserve notes*). O modelo tinha então a dinâmica atrelada à decisão de comprar volume de títulos condizente com o ritmo de crescimento da demanda de moeda, respeitando, neste processo, o interesse do órgão de manter carteira relativamente curta e líquida capaz de responder às exigências de gestão monetária, com o cuidado, no entanto, de não intervir na estratégia de administração da dívida pública.

A crise alterou o modo de condução da política monetária e a composição do balanço do Fed. O traço marcante foi a forte expansão do ativo total em relação ao PIB, cujo peso mais do que dobrou em 2008 – saltou de pouco mais de 6% para 15,3% – refletindo a situação atípica em comparação a outros momentos desde o governo Clinton.

¹⁹ Como colocou Bernanke (2015, p. 510 -511): “Prior to the crisis, the Fed affected the federal funds rates by changing the supply of bank reserves. In particular, to raise the funds rate, we would sell some of our securities. The payments we received would reduce bank reserves and leave Banks with great needs to borrow on the interbank market. More borrowing by Banks would in turn push up the federal funds rate, the interest rate on interbank loans. But our securities purchases under QE1 had flooded the banking system with reserves, to the point that most Banks now had little reason to borrow from each other. With virtually no demand for short-term loans between Banks, the fund rate had fallen close to zero. In this situation, moderate reductions in the supply of reserves would be unlikely to affect banks’ borrowing needs and thus influence the federal funds rate. In short, the Fed’s traditional method for affecting short-term interest rates in its pursuit of maximum employment and price stability would no long work. We need new method to raise interest rates when the time came, even if our balance sheet remained large. An important new tool had come as part f the TARP legislation, when Congress had given us the power to pay interest on banks’ reserve accounts at the Fed.”

Tabela 17
Statement of condition of the Federal Reserve Banks

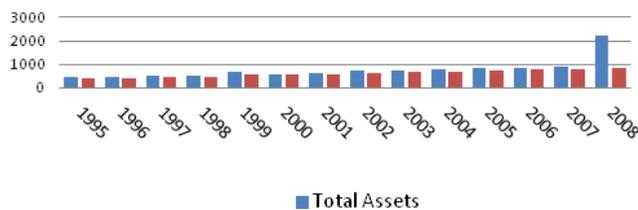
	Dec. 31, millions of dollars							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Assets								
Gold + Special drawing rights + Coin	14,292	14,227	13,961	13,969	13,925	14,038	14,416	14,925
Loans	34	40	62	43	72	67	48,636	58,144
Securities								
Federal agency obligations	10	10	0	0	0	0	0	19,708
Bought outright	10	10	0	0	0	0	0	19,708
Held under repurchase agreements	0	0	0	0	0	0	0	0
U.S. Treasury securities	55,1675	629,406	666,665	717,819	744,215	778,915	740,611	475,921
Bought outright	55,1675	629,406	666,665	717,819	744,215	778,915	740,611	475,921
Held under repurchase agreements	0	0	0	9	0	0	0	0
Triparty agreements	50,250	39,500	43,750	33,000	46,750	40,750	46,500	80,000
Net portfolio holdings of consolidated	0	0	0	0	0	0	0	41,996
Denominated in foreign currencies	0	0	0	0	0	0	22,914	24,804
Central bank liquidity swaps	0	0	0	0	0	0	24,000	553,728
Other assets	40,719	50,065	49,456	50,114	46,168	44,726	2,1308	24,106
Total assets	656,980	733,249	773,894	814,946	851,130	878,494	918,384	2,248,534
Total assets / GDP	6,2%	6,7%	6,7%	6,6%	6,5%	6,3%	6,3%	15,3%
Liabilities								
Federal Reserve notes	611,757	654,273	689,757	719,437	758,359	783,019	791,691	853,168
Deposits								
Depository institutions	17,478	22,541	23,058	24,043	19,043	18,699	20,767	860,000
U.S. Treasury, suppl. financing account	0	0	0	0	0	0	0	259,325
U.S. Treasury, general account	6,645	4,420	5,723	5,912	4,573	4,708	16,120	106,123
Foreign, official accounts	61	136	162	80	83	98	96	1,365
Other	828	1,156	730	1,288	2,168	1,496	2,020	2,1226
Other liabilities	6,081	12,871	11,118	9,859	9,962	10,210	6,804	16,824
Total liabilities	642,295	716,488	756,200	791,402	824,693	847,846	881,484	2,206,382
Capital Accounts								
Capital paid in	7,373	8,380	8,847	11,914	13,536	15,324	18,450	21,076
Surplus	7,312	8,380	8,847	11,63	12,901	15,324	18,450	21,076
Other capital accounts	0	0	0	0	0	0	0	0
Total liabilities and capital accounts	656,980	733,248	773,894	814,946	851,130	878,494	918,384	2,248,534

Fonte: Fed Annual Report GPD = World Bank Data.

A crise alterou o modo de condução da política monetária e a composição do balanço do Fed. O traço marcante foi a forte expansão do ativo total em relação ao PIB, cujo peso mais do que dobrou em 2008 – saltou de pouco mais de 6% para 15,3% – refletindo a situação atípica em comparação a outros momentos desde o governo Clinton.

O crescimento do ativo deixou de ser o resultado da compra de títulos do Tesouro (Gráfico 4). A tentativa inicial de acomodar o excesso de liquidez com a venda de títulos levou a carteira do órgão a cair mais de US\$ 260 bilhões em relação ao ano anterior, graças, sobretudo, à redução das *bills*, apesar do programa de repasse de títulos ao Fed do Tesouro (SFP) (Tabela 2 do Anexo). O estoque de títulos em carteira alcançou então 8,2% da dívida pública em poder do público, valor bem abaixo da prática de anos anteriores. Além disso, houve o alongamento da maturidade da carteira, que se afastou do perfil idealizado do modelo tradicional.

Gráfico 4
Federal Reserve Bank
Total assets e Federal Reserve Notes
(US\$ billions)



Fonte: Fed Annual Report.

A expansão do ativo ocorreu em função do aumento dos empréstimos e das compras de ativos privados, alterando a dinâmica até então presente. Além disso, os ativos denominados em moeda estrangeira (inclusive swaps) alcançaram, em 2008, o montante de US\$ 578,5 bilhões, equivalente a 25,6% do ativo total, refletindo a atuação do Fed como emissor da divisa-chave do sistema monetário internacional, de apoio a outros bancos centrais no momento agudo da crise.

A demanda de moeda, no lado passivo, embora tenha continuado a crescer, perdeu o poder antes exercido sobre o controle de liquidez. O fator preponderante tornou-se o excesso de reservas. O salto no volume de depósitos das instituições, de pouco mais de US\$ 20 para US\$ 860 bilhões, sinalizou o limiar de outro modelo de gestão monetária, em que as políticas ativas e os depósitos de reservas respondem como elementos determinantes do comportamento do balanço do Fed.

4.3 O Governo Obama (2009-2016)

O governo Obama sofreu a influência direta da crise econômica. A adoção de medidas fiscais e monetárias não convencionais no combate à crise econômica repercutiu sobre o déficit e a dívida pública. O uso de estímulos fiscais em 2009 e 2010 elevou o déficit e a dívida pública. O Congresso, de maioria republicana na Câmara, reagiu e, fazendo valer a prerrogativa legal de responsável por definir o teto da dívida pública, iniciou, em 2011, acirrada disputa com o Executivo pelo controle da política fiscal.

A evolução da dívida pública resultou do movimento de duas forças atuando em sentidos contrários: de um lado, a deterioração do cenário macroeconômico e o uso da política fiscal como instrumento de combate à crise; de outro, o embate com o Congresso que, prisioneiro da política de sustentabilidade da dívida pública, impôs programas de cortes de gastos públicos.

A disputa com o legislativo não conteve o efeito da dinâmica macroeconômica sobre o déficit e a dívida pública. Depois da contração do produto no biênio 2008/2009, houve a retomada do crescimento, com ritmo modesto, insuficiente para resgatar as condições prévias e impulsionar a receita fiscal. A arrecadação média no período 2009/2012 atingiu 14,9% do produto, valor bem abaixo do existente na era Bush (17,1%). Com a recuperação, a receita voltou a crescer, mas o índice alcançado em 2014 equiparou-se ao mais baixo dos nos Clinton. As despesas em relação ao produto, por sua vez, situaram-se sempre acima do percentual de 1995, impulsionada pela aceleração da política de estímulos fiscais no início do mandato. Os gastos atingiram o pico no biênio 2009/2010 e desaceleraram com a redução imposta pela ação do Congresso.

O tom da política fiscal oficial configurou-se com a aprovação, em 2009, do ARRA (*The American Recovery and Reinvestment Act*), programa de corte de receitas e aumento de gastos. A continuidade da política fiscal ativa esbarrou, no entanto, na vontade do Congresso de abraçar a austeridade e impor o controle de gastos. O governo viu-se forçado a realizar cortes orçamentários depois de 2011 e reduzir o impulso fiscal no esforço de retomada da economia (Tabela 18).

Tabela 18

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Taxa de Crescimento do GDP	-2.8	2.5	1.6	2.2	1.5	2.4
Resultado Fiscal (US\$ milhões)	-1,412,688	-1,294,373	-1,299,593	-1,086,963	-679.544	-484.602
Resultado Fiscal % GDP	-9,8%	-8,7%	-8,5%	-6,8%	-4,1%	-2,8%
Receita Federal total % GDP	14.6%	14.6%	15,0%	15,3%	16,7%	17,5%
Despesa Federal total % GDP	24.4%	23.4%	23.4%	22.1%	20.8%	20.3%
juros líquidos pagos (US\$ bilhões)	284,9	320,4	353,7	360,7	360,3	362,0
Juros líquidos % GDP	2,0%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,1%
Juros líquidos / total gasto federal %	8,1%	9,3%	9,8%	10,2%	10,4%	10,3%

Fontes: GDP – Fred data / Historical Tables – Budget of the US Government.

Os elevados déficits fiscais acumulados até 2012 superaram US\$ 5 trilhões, valor pouco inferior ao montante da dívida pública junto ao público (US\$ 5,3 trilhões), descontados os títulos em poder do Fed. A dívida pública total, em consequência, acelerou e superou o valor do produto, impulsionada pela crescente participação da dívida junto ao público (acima de 70% do PIB) no montante total.

A aceleração do estoque da dívida forçou a revisão do teto e escancarou o conflito com o Congresso. O Secretário do Tesouro, já em agosto de 2009, notificou o Congresso que o teto seria atingido em outubro, postergado em seguida para dezembro. O governo, como meio de contornar o problema, recorreu ao uso de medidas *ad hoc* de contenção e arrastou a discussão até negociar o novo limite da dívida (de US\$ 12.394 bilhões para US\$14.294 bilhões) em fevereiro de 2010²⁰.

A rápida superação do conflito não trouxe trégua. O elevado nível do déficit e da dívida alimentou o confronto sobre a trajetória da dívida depois de 2011. A maioria republicana acirrou as críticas à política fiscal e ganhou corpo a disposição de o Congresso usar o poder de definir o teto para negociar uma política sistemática de cortes orçamentários, a fim de reduzir o déficit público e alcançar condições de reverter o crescimento da dívida (Austin, 2015a, 2015b; Levit et al. 2014).

O Tesouro, preso ao impasse das negociações, anunciou, em maio de 2011, ter atingido o limite estatutário da dívida e iniciado o período legal (*debt issuance suspension period*) de adoção de medidas extraordinárias visando assegurar capacidade de financiamento. O Congresso venceu a disputa e aprovou, em agosto, o *Budget Control Act* (BCA). A lei criou o *Joint Select Committee on Deficit Reduction*, responsável por definir limites estatutários de despesas discricionárias e outras restrições de gastos federais nos orçamentos dos próximos dez anos, em valor não inferior a US\$ 1,2 trilhão. Em troca, autorizou o aumento do limite estatutário, entre US\$ 2,1 e US\$ 2,4 trilhões, em três estágios, sendo os dois últimos sujeitos a reavaliação do Congresso²¹ (Austin, 2015a, 2015b). Além disso, definiu que a falta de acordo no cumprimento da meta prevista de gasto levaria a cortes orçamentários automáticos em janeiro de 2013, de modo a sustentar a programação de gastos prevista até o ano fiscal de 2021.

A força do Congresso e a imposição do BCA levaram à inflexão da política fiscal, em defesa da austeridade, com cortes de despesas e do déficit público. Na visão de Bernanke (2015), a falta de

²⁰ O Tesouro reduziu a dívida em US\$ 195 bilhões com o corte do SFP – *Supplementary Financing Program*, programa de aporte de *bills* ao Fed, de US\$ 200 bilhões para US\$ 5 bilhões no período, retornando ao patamar inicial no momento em que houve o aumento do limite da dívida pública.

²¹ Cf. Austin (2015a, Summary): “Once the BCA was enacted, a presidential certification triggered a \$400 billion increase, and a second \$500 billion increase on September 22, 2011. A third \$1.2 trillion increase took place on January 28, 2012.”

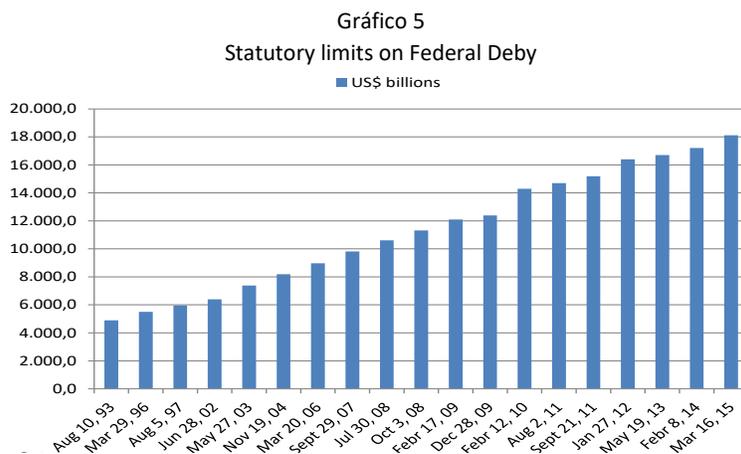
ajuda fiscal sobrecarregou a atuação do Fed e deixou a economia unicamente dependente do apoio da política monetária para sustentar a demanda e garantir a retomada.

A tensão com o Congresso continuou presente. O governo, em janeiro de 2013, lançou o programa ATRA – *American Taxpayer Relief Act* (janeiro de 2013), visando alterar as diretrizes de programação de receitas e despesas, com o propósito de evitar os cortes automáticos previstos no BCA e a suspensão de benefícios fiscais e de gastos definidos em momentos anteriores, de modo a eliminar o risco de abrupta contração fiscal – movimento conhecido como *Fiscal Cliff*.

A discussão sobre a ameaça de o corte fiscal ter forte impacto negativo e jogar a economia novamente em recessão (Gravelle, 2013) não encontrou respaldo na maioria do Congresso, que se manteve firme na deliberação de barganhar a definição do teto da dívida em troca de medidas de controle do déficit público.

O espaço de expansão da dívida obtido na negociação do BCA (2011) durou só até o final de 2012. O Tesouro invocou novamente a adoção de medidas extraordinárias em busca de espaço fiscal. O legislativo, como forma de superar o impasse, aceitou a suspensão do teto até 19/05/13 e autorizou (HR 807 de 09/05/2013) o Tesouro, mesmo se o limite estatutário da dívida fosse atingido, a lançar novas obrigações direcionadas exclusivamente a pagar os juros e o principal da dívida em poder do público, bem como as obrigações de *Trust Funds* ligados à seguridade social, de modo a afastar a ameaça de *default*²².

O fim do período de suspensão recolocou a incapacidade de honrar os pagamentos dos gastos e, sem acordo com o legislativo, o governo federal apelou ao *shutdown*. A pressão levou o Congresso, à véspera de exaurir a capacidade de empréstimo do Tesouro, a suspender o limite da dívida até 8/02/14, incorporando, nesta data, os lançamentos de títulos durante o período como parte do novo teto a ser decidido (Gráfico 5).



Fonte: White House – Historical Tables.

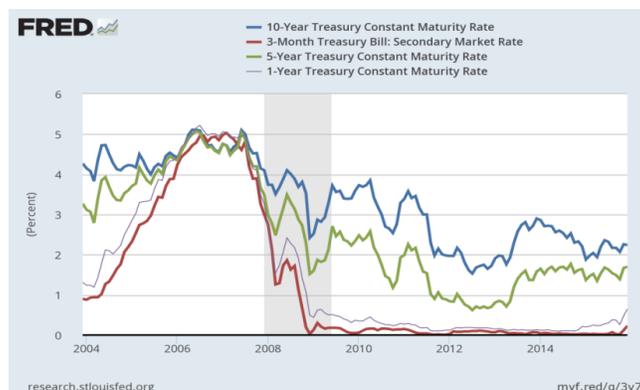
²² Cf. HR 807 de 09/05/2013: “*Full Faith and Credit Act – Requires the Secretary of the Treasury, in addition to any other authority provided by law, to issue obligations to pay with legal tender, and solely for the purpose of paying, the principal and interest on U.S. obligations held by the public, or held by the Old-Age and Survivors Insurance Trust Fund and Disability Insurance Trust Fund, in the event that the federal debt reaches the statutory limit after enactment of this Act.*”

O arranjo permitiu as atividades governamentais voltarem à normalidade, sem, no entanto, chegar à solução do impasse. Isto levou a outros dois ciclos de negociação, semelhantes aos anteriores, até 2015. O acordo alcançado neste ano (*Bipartisan Budget Agreement of 2015*) definiu novas restrições de gastos nos orçamentos de 2016 e 2017 em troca de nova suspensão do teto até 15 de março de 2017, além da renovação do ato legislativo usado para afastar a ameaça de *default* (Austin, 2015b)²³.

O embate realçou o uso pelo Congresso do poder de fixar o teto da dívida pública como instrumento para intervir na definição da política fiscal e restringir a liberdade de o executivo adotar diretrizes próprias sem o apoio do Legislativo.

O temor do Congresso de que a expansão do déficit e da dívida pudesse trazer algum efeito negativo não se concretizou. Não houve risco de colocação nem pressão de custo no lançamento de títulos. A redução da taxa de juros dos principais títulos americanos (Gráfico 6 e Tabela 3 do Anexo) contribuiu para evitar o crescimento maior do estoque e mostrou que o mercado não questionou a credibilidade da dívida, apesar de a Standard & Poor rebaixar o seu *rating*. Os investidores estrangeiros, diante da incerteza do quadro mundial, elevaram a demanda por títulos do Tesouro americano, mesmo com a dívida em expansão e os juros em queda. Isto fez com que a participação dos estrangeiros atingisse, em 2014, 58,3% da dívida junto ao público, o nível mais elevado de toda a série.

Gráfico 6



O baixo patamar de juros conteve a despesa com o carregamento da dívida pública. Os gastos com juros em relação ao PIB e a sua participação no total dos gastos federais ficaram abaixo dos valores da era Clinton e, na média, superaram, por estreita margem, o observado no período Bush. Assim, o crescimento do estoque não significou, pelo menos até 2015, aumento de custo financeiro nem impactou diretamente outras despesas orçamentárias (Tabela 18).

Além disso, a composição da dívida revela que, diferente do que em geral ocorre em tempos de crise, cresceu a participação dos títulos longos, em contraste com o movimento anterior,

²³ O ato conjunto do Senado e Câmara HR 692 de 22/10/2015 renovaram as normas lançadas na medida HR 807.

sobretudo em 2008, quando houve o aumento da colocação de *bills* e o encurtamento do perfil da dívida.

A articulação do curso da política monetária e do movimento da dívida levou à perda de participação dos títulos curtos – as *bills* atingiram o patamar mais baixo de todo o período estudado (11,5%) – e à expansão dos títulos longos, em especial, das *notes*. A soma das *notes* e dos *bonds* ganhou espaço na estrutura da dívida: o seu peso, que correspondia a 58,6% da dívida em poder do público em 2008, cresceu para 67,5% em 2009 e atingiu 77,2% em 2015 (Tabela 19).

Tabela 19
Treasury securities outstanding – Debt held by the public

millions of dollars														
December	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
Bills	1.787.913	24,7%	1.768.931	20,0%	1.519.462	15,3%	1.626.480	14,7%	1.590.563	13,4%	1.456.692	11,7%	1.511.030	11,5%
Notes	4.179.412	57,6%	5.568.201	63,0%	6.598.894	66,5%	7.320.862	66,4%	7.875.065	66,5%	8.221.366	65,8%	8.450.686	64,1%
Bonds	714.672	9,9%	888.429	10,0%	1.060.111	10,7%	1.236.669	11,2%	1.408.110	11,9%	1.576.087	12,6%	1.724.692	13,1%
TIPS	567.851	7,8%	615.851	7,0%	738.532	7,4%	849.473	7,7%	972.555	8,2%	1.077.503	8,6%	1.167.828	8,9%
FRN											163.991	1,3%	328.035	2,5%
Total	7.249.848	100,0%	8.841.411	100,0%	9.916.999	100,0%	11.033.484	100,0%	11.846.292	100,0%	12.495.638	100,0%	13.182.271	100,0%

Fonte: Monthly Statement of the Public Debt.

O movimento refletiu sobre a maturidade: depois de atingir o índice mais baixo da série em 2008, houve a reversão da tendência anterior de queda e o alongamento do perfil, apesar do fraco desempenho econômico e dos aumentos do déficit e do estoque da dívida pública, contrariando, certamente, a dinâmica esperada em tempos de crise (Tabela 20).

Tabela 20
Maturity distribution and average length of marketable interest-bearing public debt held by private investor

millions of dollars														
End of fiscal year	Marketable public debt held by the public (1)	Amount outstanding privately held (2)	(2)/(1)	Maturity Classes										Average length (months)
				Within 1 year	1 year / total	(1-5) years	1-5 years / total	(5-10) years	5-10 years / total	(10-20) years	10-20 years / total	20 years or more	20 years or > / total	
2009	6.987.937	6.228.565	89,1%	2.604.676	41,8%	2.074.723	33,3%	994.688	16,0%	350.550	5,6%	203.928	3,3%	49
2010	8.475.928	7.676.335	90,6%	2.479.518	32,3%	2.955.561	38,5%	1.529.283	19,9%	340.861	4,4%	371.112	4,8%	57
2011	9.604.300	7.951.366	82,8%	2.503.926	31,5%	3.084.882	38,8%	1.543.847	19,4%	309.151	3,9%	509.559	6,4%	60
2012	10.730.170	9.039.954	84,2%	2.896.780	32,0%	3.851.873	42,6%	1.487.726	16,5%	270.921	3,0%	532.654	5,9%	55
2013	11.577.400	9.518.102	82,2%	2.939.037	30,9%	4.104.968	43,4%	1.647.954	17,3%	230.758	2,4%	565.384	5,9%	55
2014	12.271.552	9.828.787	80,1%	2.931.581	29,8%	4.216.746	42,9%	1.813.563	18,5%	223.276	2,3%	643.620	6,5%	56

Fonte: Treasury Bulletin.

4.3.1 O caminhar da política monetária

A política monetária de 2008 marcou o momento em que as políticas ativas ocuparam o lugar dos elementos tradicionais até então usados no controle da liquidez e na sustentação da taxa de juros de curto prazo. A política de crédito e as compras de ativos privados elevaram o valor do ativo total do Fed e rompeu a usual correlação com o crescimento das *federal reserve notes*.

As ações, como lembrou Bernanke (2009), reforçaram o papel tradicional do Fed de emprestador em última instância, com a provisão de liquidez a tomadores de crédito e a investidores em setores-chave da economia e com a compra de títulos no mercado privado, a fim de manter os preços dos ativos e reduzir a taxa de juros dos títulos.

A política de compra de ativos, no primeiro momento, avançou pouco. Os títulos da dívida pública em carteira serviram de veículo para enxugar a liquidez e saciar a demanda do mercado por *bills*. Além disso, a decisão, de dezembro de 2008, de comprar US\$ 600 bilhões de *Mortgage-Backed Securities* (MBS) não teve reflexo significativo no ano. Assim, a política de crédito (*standing facilities*) tornou-se o elemento nuclear da política monetária na fase inicial da crise, visando ampliar a liquidez do sistema e dar suporte às instituições em dificuldades (Lopreato, 2018).

A forte ampliação da liquidez, ao eliminar a necessidade dos agentes emprestarem reservas entre si, inviabilizou o método convencional de controle da taxa de juros de curto prazo. A perda de eficácia dos fatores tradicionais de enxugamento da liquidez levou a taxa de juros a se situar próxima a zero e deu lugar à política de pagamento de juros sobre as reservas bancárias, instrumento alternativo não existente até aquele momento, responsável por definir o piso para a *fund rate*. A medida, anunciada em outubro de 2008, alterou as bases sobre as quais se sustentavam a política tradicional e deixou em aberto a discussão sobre os caminhos a serem empregados no retorno à política tradicional.

O modelo de política monetária não convencional adquiriu novas cores a partir de março de 2009, quando a política de compra de ativos – *Large Scale Asset Purchases* (LSAP) – ou, como passou a ser conhecido, *quantitative easing* (QE) ganhou escala e se constituiu no traço característico da política monetária da fase Obama. À decisão inicial do FOMC de ampliar a compra de ativos privados de US\$ 600 bilhões para US\$ 1,35 trilhão (QE1), veio se somar outras medidas de teor semelhante. Houve a aquisição de títulos da dívida pública em substituição aos títulos MBS a vencer (QE2, novembro de 2010) e a decisão de sustentar compras mensais de títulos públicos e privados em montantes determinados (QE3, setembro 2012), que deram continuidade à estratégia de garantir ampla liquidez ao sistema (Bernanke, 2015).

A compra definitiva de títulos públicos e privados neste modelo de gestão monetária respondeu por mais de 80% da expansão das reservas bancárias em 2009 e superou a casa dos 90% na maior parte dos anos seguintes. Por outro lado, a política de crédito, com os empréstimos a setores e instituições específicas, núcleo da política ativa adotada em 2008, perdeu relevância depois de superada a fase aguda da crise e melhorar a saúde financeira dos agentes beneficiados (Tabela 21).

Os fatores responsáveis por enxugar a liquidez também mudaram em relação ao observado nos governos Clinton e Bush. As reservas bancárias voluntárias, presentes pela primeira vez em 2008, assumiram papel preponderante. Entre os fatores tradicionais, a moeda em circulação continuou a ser o de maior relevância e as operações compromissadas (*reverse repurchase agreements*), assim como a conta do Tesouro, ganharam espaço maior do que em outros momentos. Porém, estes fatores, mesmo somados, desempenharam papel secundário e perderam poder explicativo sobre a determinação da *fund rate*, cujo piso ficou atrelada à liquidez acumulada em depósitos no Fed.

Tabela 21
Factors affecting reserve balances of depository institutions

	Millions of dollars													
	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	June 25	Dec 17	June 24	Dec 16	June 30	Dec 15	June 28	Dec 13	June 27	Dec 15	June 26	Dec 18	June 25	Dec 17
Reserve Bank credit	2,009,732	2,218,036	2,327,716	2,367,888	2,849,329	2,885,108	2,846,331	2,899,255	3,435,940	3,965,092	4,325,612	4,462,036	4,456,803	4,451,506
Securities held outright	127,044	1835,480	2,071,244	2,124,28	2,642,617	2,637,462	2,612,993	2,668,891	3,207,189	3,739,919	4,104,528	4,242,129	4,243,199	4,247,678
U.S. Treasury securities	653,193	776,565	776,97	967,553	1,617,060	1,673,475	1,666,530	1,680,807	1,928,416	2,197,292	2,396,972	2,461,195	2,460,911	2,461,578
Federal agency debt securities	96,626	157,685	165,614	147,884	116,704	105,909	91,484	79,283	70,658	57,221	43,659	38,677	35,895	32,944
Mortgage-backed securities (1)	467,226	901,231	1,128,661	1,008,845	908,853	858,078	854,979	928,801	1,208,116	1,485,407	1,663,897	1,741,957	1,746,393	1,753,157
Unamortized premiums on securities held outright										203,783	208,882	209,464	207,632	198,918
Unamortized discounts on securities held outright										-2,320	-117,111	-18,433	-18,463	-17,550
Term auction credit	282,808	85,832	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other loans	132,659	86,195	68,376	45,752	12,845	9,588	4,858	0,827	0,384	0,181	0,274	0,090	0,207	0,074
Net portfolio holdings of Com. Paper Fd. Facility LLC	124,032	14,039	0,001	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net portfolio holdings of Maiden Lane LLC	25,885	26,578	28,417	26,914	23,849	7,211	2,423	1,434	1,418	15,19	1,654	1,678	1,696	1,716
Net portfolio holdings of Maiden Lane II LLC	15,961	15,578	15,705	16,144	12,538	9,239	0,018	0,061	0,064	0,063	0,063	0	0	0
Net portfolio holdings of Maiden Lane III LLC	20,159	22,642	23,199	23,121	24,244	17,719	12,590	0,022	0,022	0,022	0,022	0	0	0
Net portfolio holdings of TALF LLC	0	0,266	0,506	0,648	0,757	0,803	0,845	0,856	0,281	0,109	0,090	0	0	48
Preferred interests in AIA Aurora LLC and ALICO LLC	0	25,000	25,416	26,057	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Float + Other F.R. assets + Central Bank liquidity swaps	191,185	106,427	94,852	107,014	132,479	203,087	212,603	227,164	48,760	50,085	51,961	50,431	50,409	47,912
Gold stock	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041	11,041
Special drawing rights certificate account	2,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200	5,200
Treasury currency outstanding	42,417	42,691	42,913	43,539	43,966	44,222	44,557	44,775	45,139	45,502	45,926	46,314	46,839	47,481
Total factors supplying reserve funds	2,065,390	2,276,968	2,386,870	2,427,668	2,909,535	2,945,571	2,907,129	2,960,271	3,520,962	4,050,811	4,411,790	4,546,054	4,539,606	4,534,846
Securities held outright / Total	58.9%	80.6%	86.8%	87.5%	90.8%	89.5%	89.9%	90.2%	91.1%	92.3%	93.0%	93.3%	93.5%	93.7%
Currency in circulation	907,596	923,808	940,432	979,658	1,027,497	1,066,459	1,110,227	1,156,037	1,193,377	1,232,490	1,280,096	1,326,814	1,365,349	1,414,321
Reverse repurchase agreements	7,194	57,547	60,306	50,816	66,607	82,472	83,737	102,444	88,693	111,966	222,743	230,016	289,416	306,718
Treasury cash holdings	0,318	0,228	0,229	0,177	0,147	0,116	0,117	0,143	0,121	0,229	0,146	0,190	0,102	0,250
Deposits with F.R. Banks, other than reserve balances	290,287	152,111	254,575	302,641	121,841	112,170	148,923	76,971	159,825	177,148	217,254	186,366	325,837	287,438
U.S. Treasury, general account	78,847	132,157	146,350	91,641	105,582	25,651	117,923	131,399	94,271	116,998	108,064	117,134	240,762	266,187
U.S. Treasury, supplementary financing account	19,939	15,000	19,963	19,961	5,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other	11,501	4,955	5,951	11,038	11,259	86,520	31,000	45,571	65,554	60,151	109,29	15,052	85,076	212,51
Other liabilities and capital	54,290	73,177	71,551	72,882	73,593	71,884	74,074	76,448	61,218	63,046	63,396	63,559	65,372	66,065
Total factors, other than reserve balances, absorbing reserve funds	1,324,433	1,206,872	1,327,092	1,432,949	1,289,685	1,332,901	1,417,077	1,412,042	1,503,234	1,584,879	1,783,735	1,806,944	2,046,077	2,074,793
Currency in circulation / Total	68.5%	76.5%	70.9%	68.4%	79.7%	80.0%	78.3%	81.9%	79.4%	77.8%	71.8%	73.4%	66.7%	68.2%
Reserve balances with Federal Reserve Banks	740,957	1,070,096	1,059,778	994,719	1,619,850	1,612,669	1,490,052	1,548,229	2,017,728	2,465,932	2,628,055	2,739,110	2,493,529	2,460,053

Fonte: Federal Reserve Banks – H.4.1.

(1) Guaranteed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae. Current face value of the securities, which is the remaining principal balance of the underlying mortgage.

A determinação da taxa de juros passou a depender das reservas voluntárias e o retorno à política tradicional requer discutir o que fazer com o volume de recursos ociosos. Como colocou Bernanke (2015, p. 511), *we need new methods to raise interest rate when the time came, even if our balance sheet remained large*. A remuneração das reservas é um elemento importante, mas, de acordo com o autor, será preciso recorrer a outros instrumentos para enxugar reservas do sistema bancário sem vender os títulos de posse do Fed; pois, embora este seja um instrumento a ser considerado, as vendas hoje teriam de ser feitas gradualmente e anunciadas com antecedência para evitar oscilações e dificuldades de previsão da taxa de juros.

O autor vê essa alternativa como meio de normalizar o balanço do Fed no longo prazo e não método a ser usado nas atuais condições. Outras possibilidades existem. *One of several methods was offering banks higher-yielding term deposits with longer maturities. ... The term deposits we would offer could be thought of as analogous to certificate of deposit, or CDs. Like money held in a CD, reserves held as term deposits couldn't be used day to day, and this effectively reduce the supply of available reserves in the bank system. ... Another tool involved financing our securities holding by borrowing from securities dealers and other nonbank lenders rather than through the creation of bank reserves*. Enfim, o autor considera que não haverá obstáculo técnico para enxugar a liquidez, mesmo se o volume de títulos continuar acima do existente pré-crise, mas crê que o efetivo aperto da política monetária não é uma questão a ser colocada no curto prazo.

O balanço do Fed refletiu os caminhos da gestão monetária. O socorro financeiro às instituições bancárias e não bancárias, bem como as operações de apoio a outros bancos centrais, que respondeu por parte preponderante das ações da autoridade monetária nos momentos iniciais da crise, perdeu relevância e deu lugar ao programa de compra de ativos de longo prazo. A orientação da política monetária levou ao acúmulo do estoque de títulos privados e, com maior peso, de títulos públicos, que, somados, compõem quase integralmente o ativo total (Tabela 22).

Tabela 22
Statement of condition of the Federal Reserve Banks

	Dec. 31, millions of dollars					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Assets						
Gold + Special drawing rights + Coin	18,290	18,417	18,543	18,345	18,192	18,110
Loans	165,494	45,556	9,255	0,630	0,172	0,145
Securities	1,844,838	2,161,094	2,605,123	2,669,590	3,952,416	4,425,314
GSE debt securities bought outright	159,879	147,460	103,994	76,783	57,221	38,677
Federal agency and GSEs mortgage-basket securities bought outright	908,371	992,141	837,683	926,662	1,490,162	1,736,833
U.S. Treasury securities bought outright (1)	776,588	1,021,493	1,663,446	1,666,145	2,208,775	2,461,363
Unamortized premiums on securities held outright	0	0	0	0	208,610	206,835
Unamortized discounts on securities held outright	0	0	0	0	-12,352	-18,394
Total loans and securities	2,010,332	2,206,650	2,614,378	2,670,220	3,952,588	4,425,459
Net portfolio holdings of consolidated variable interest	81,380	68,666	35,693	2,750	1,926	1,811
Preferred interests	25,106	26,385	0	0	0	0
Denominated in foreign currencies	25,272	26,049	25,950	24,972	23,724	20,900
Central bank liquidity swaps	10,272	0,075	99,823	8,889	0,272	1,528
Other assets	68,560	84,648	126,951	193,524	27,447	29,966
Total assets	2,238,971	2,430,890	2,921,337	2,918,700	4,024,149	4,497,774
Total assets / GDP	13,9%	13,4%	13,0%	12,4%	12,0%	11,6%
Liabilities						
Federal Reserve notes net	887,846	941,561	1,034,052	1,126,66	1,197,92	1,298,725
Securities sold under agreements to repurchase	77,732	59,703	99,900	107,188	315,924	509,837
Deposits						
Depository institutions	976,988	968,052	1,562,25	1,491,105	2,249,07	2,378,00
U.S. Treasury, suppl. financing account	5,001	199,964	0	0	0	0
U.S. Treasury, general account	196,632	140,773	85,737	92,720	162,399	223,452
Foreign, official accounts	2,411	3,337	0,125	6,427	7,970	5,242
Other	35,627	13,63	64,909	27,476	26,180	20,318
Total Deposits	1,206,659	1,325,756	1,713,024	1,617,668	2,445,619	2,627,008
Other liabilities	15,453	39,850	20,563	12,461	9,672	5,060
Total liabilities	2,187,69	2,377,84	2,867,539	2,863,978	3,969,135	4,440,630
Capital Accounts						
Capital paid in	25,640	26,524	26,899	27,360	27,507	28,572
Surplus	25,640	26,524	26,899	27,360	27,507	28,572
Total liabilities and capital accounts	2,238,970	2,430,890	2,921,337	2,918,698	4,024,149	4,497,774

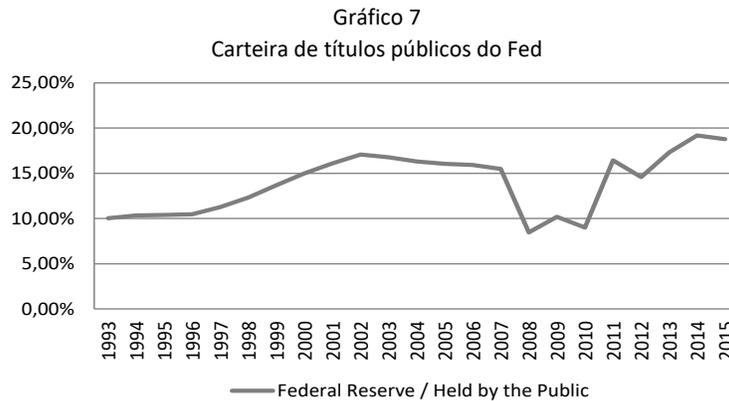
Fonte: Fed Annual Report.

(1) Par value. Includes securities loaned—fully collateralized by U.S. Treasury securities, other investment-grade securities, and collateral eligible for tri-party repurchase agreements pledged with Federal Reserve Banks.

O tamanho do ativo em relação ao PIB, embora tenha caído paulatinamente desde 2008 (15,3% do PIB) e alcançado 11,3% do produto em 2014, continuou a apresentar nível bem superior ao de períodos anteriores à crise e a sinalizar que, mesmo com o fim da política não convencional, ainda há longo caminho a percorrer antes de eliminar os seus efeitos.

A escolha de como tratar o excesso de liquidez definiu a composição do passivo. O volume de moeda em circulação – fator autônomo e de pouca variação no tempo –, que era o elemento por excelência de contração da liquidez no modelo tradicional, deixou de ser determinante na fase de domínio da política monetária ativa e outros fatores ganharam espaço. O volume dos depósitos do Tesouro no Fed (Gráfico 1, Anexo) e as operações compromissadas, sobretudo pós 2012, assumiram dimensão até então incomum, mas a primazia em responder pelo excesso de liquidez coube aos depósitos voluntários, que passaram de novidade em 2008 a personificação do novo modelo de gestão monetária, como contrapartida do QE.

O tamanho da carteira de títulos públicos do Fed, refletindo as sucessivas medidas de compra de ativos, acompanhou a ascensão da dívida junto ao público e alcançou patamar inédito em relação ao de outros momentos (Gráfico 7 e Tabela 4 do Anexo).



Fonte: Historical Tables.

Além disso, a prática utilizada na composição da carteira da autoridade monetária diferiu da que era até então adotada. O desejo de reduzir as taxas de juros de longo prazo levou o Fed a alongar o perfil de sua carteira por meio da política do QE e do mecanismo denominado de Operação Twist, iniciada no final de 2011, com o qual financiou a compra de ativos com maturidade de seis a 30 anos com a venda de títulos de 3 anos ou menos, ao invés de ampliar o volume de reservas bancárias.

O resultado foi a crescente participação das *notes* e *bonds*, sobretudo os de prazos de maturidade a vencer maiores. O órgão, pela primeira vez, zerou o montante de *bills* de sua carteira. Assim, o título passou de instrumento crucial de ajuste da taxa de juros básica no modelo tradicional a simples coadjuvante do modelo de gestão monetária não convencional.

5 Considerações finais

O texto mostrou que há traços distintos na gestão da dívida pública e da política monetária em cada um dos períodos analisados. As diferenças são de duas ordens. Uma se prende à necessidade de se ajustar a diferentes situações econômicas e condições das contas públicas, que demandam a adoção de normas específicas, sem a alteração do regime em si. A outra se refere a mudanças de maior dimensão, em que o modelo de gestão convencional deixa de ser operante e dá lugar a regime alternativo, responsável por adotar práticas incomuns na fase anterior.

A gestão da dívida pública enquadra-se no primeiro tipo. A busca por garantir o menor custo de carregamento com o menor risco possível permaneceu ao longo do período, assim como as normas institucionais básicas. O destaque ficou por conta da criação de novos títulos (TIPS e FRN) e de novas normas de gestão de caixa do Tesouro. As diferenças entre os três governos decorreram, fundamentalmente, das especificidades de cada período, sem caracterizar rupturas de vulto no modelo de gestão.

O governo Clinton caracterizou-se pelo controle fiscal que, ao lado do crescimento econômico, resultou em altos superávits fiscais. A menor necessidade de financiamento público reduziu a colocação de novos títulos e provocou a queda da dívida pública junto ao público em termos nominais. O que colocou uma situação inédita: a ameaça de perda de liquidez dos títulos públicos e de ser preciso buscar outro ativo para ocupar o espaço ocupado pelos títulos do Tesouro no mercado.

O Tesouro viu-se então compelido a adotar normas para evitar a falta de liquidez dos títulos públicos. Criou o programa de recompra de títulos e eliminou títulos de certas maturidades com a redução do número de leilões. A queda na dispersão dos leilões concentrou a colocação de títulos de maturidades específicas, de modo a favorecer a liquidez e o desempenho no mercado de ativos.

A situação atingiu o gerenciamento da carteira de títulos do Fed. A autoridade monetária, diante do risco de a política de compra de títulos afetar o mercado, limitou as compras de certas categorias de títulos e alongou a sua carteira, agindo em consonância com a política do Tesouro.

A situação mudou no governo Bush. A volta dos déficits públicos e o fraco desempenho econômico levaram à expansão da dívida pública e à mudança da estratégia anterior. A revisão teria de contemplar a oferta de títulos capazes de fazer frente à maior necessidade de financiamento público ao menor custo possível. O Tesouro voltou então a elevar o número de leilões e retomou o lançamento de títulos que haviam sido abandonados, a fim de acomodar a estrutura da dívida às demandas colocadas com a expansão da dívida.

Os títulos curtos ganharam espaço no lugar de papéis mais longos. A maior participação de *bills* encurtou a maturidade da dívida, mas não afetou o seu custo de rolagem. Pelo contrário, o Tesouro, com a queda da *fund rate*, sustentou o mesmo patamar de gasto em relação ao produto e o valor da despesa com juros no total do gasto federal caiu em comparação com o da fase anterior.

A crise de 2008 colocou o debate sobre a dívida pública em outro patamar. O maior déficit e os programas fiscais em apoio aos setores em crise impulsionaram a expansão da dívida e a suposta independência de atuação entre o Tesouro e o Banco Central, aclamada no plano teórico, tornou-se nebulosa, com a crescente interação das ações entre eles. O Tesouro, diante das perdas da carteira de títulos do Fed, saiu em seu socorro e, como parte do programa SFP, repassou-lhe *bills* no montante de US\$ 560 bilhões, a fim de auxiliar no controle da liquidez e da *fund rate*.

O programa SFP e o uso de recursos fiscais no combate à crise expandiram a dívida e reduziram a sua maturidade, mas, ao mesmo tempo, caíram as taxas de juros de todos os títulos, além de crescer a participação externa no estoque da dívida americana, reafirmando o seu papel como ativo de referência internacional e porto seguro de investidores em momentos de instabilidade.

A elevação do estoque da dívida, mesmo com queda do custo de carregamento, acendeu a discussão no Congresso sobre o limite da dívida. A prerrogativa do órgão de fixar o seu teto politizou o debate sobre a política fiscal e deu espaço ao partido majoritário de impor medidas de interesse próprio.

A aceleração da dívida no governo Obama, que atingiu níveis superiores a 100% do PIB, acirrou o confronto com o Legislativo em torno da revisão da política fiscal e de cortes de gastos

públicos. A discussão em torno do teto da dívida revelou os limites de o governo, sem maioria no Congresso, defender o ativismo da política fiscal em condições de aumento do estoque da dívida. Teve de se curvar à vontade do Congresso de impor medidas de contração do déficit público e deixou a carga da política monetária a tarefa de sustentar a economia.

As alterações na gestão da política monetária não se restringiram a mudanças pontuais de adaptação a certa conjuntura. A crise mundial apresentou-se como um divisor de águas. A política monetária de Clinton e Bush até manteve os traços tradicionais. O mercado seguiu o padrão característico de operar com baixa liquidez e os fatores responsáveis por controlar a liquidez e a *fund rate* sustentaram comportamentos estáveis ao longo do período.

As compras definitivas de títulos públicos responderam invariavelmente por mais de 80% da oferta de liquidez, enquanto que o uso de *repos* e de empréstimos, embora utilizados com frequência, tiveram participação secundária, relevantes em momentos determinados, sem, no entanto, delinear a dinâmica do sistema. Os fatores de contração da liquidez, por sua vez, contaram com participação superior a 90% da moeda em circulação. Os outros fatores, como o *reverse repos*, não se constituíram em mecanismos substantivos da condução da política monetária. Ou seja, as compras definitivas de títulos públicos e o comportamento autônomo da demanda de moeda delinearão as linhas básicas do controle da *fund rate*, enquanto os outros fatores serviram de coadjuvantes ao sabor da conjuntura.

O modelo tradicional de gestão monetária resultou na estabilidade do balanço do Fed. O ativo constituía-se fundamentalmente de títulos públicos. Os títulos privados ocuparam espaços em momentos específicos, como aquele em que a redução da dívida junto ao público levou o Fed a reduzir as compras de títulos do Tesouro e usar os *triparty agreements*. Os empréstimos serviram como solução *ad hoc* de demandas conjunturais, sem dar especificidade aos movimentos do Fed. Enquanto que a dinâmica do passivo esteve atrelada ao comportamento, autônomo, da *federal reserve notes* e não a qualquer ativismo da autoridade monetária.

A crise mundial alterou o modelo até então vigente. Os primeiros sinais surgiram em 2007, com o aumento dos empréstimos. A ação, de imediato, não trouxe novidade, refletiu a resposta padrão em conjunturas de dificuldades. Em 2008, a política ativa de injeção de liquidez, por meio da expansão das *standing facilities*, graças ao volume das operações e ao caráter excepcional de várias medidas, não pode mais ser enquadrada como parte do modelo convencional, mas, ao mesmo tempo, não representou total ruptura com o tradicional. O Fed continuou ainda preso à tradição e vendeu volume expressivo de títulos públicos, sobretudo *bills*, como forma de se contrapor aos mecanismos de expansão da liquidez.

A dimensão necessária da intervenção da autoridade monetária mostrou a inevitabilidade de ir além dos mecanismos tradicionais. Afinal, a política ativa quebrou a relação básica, mantida com surpreendente estabilidade, entre o ativo total e o volume de moeda em circulação. A ampliação do ativo total de 6,3% em 2007 para 15,3% do produto no ano seguinte apontou o afastamento em relação à trajetória anterior e a insuficiência dos mecanismos tradicionais. O Fed ainda apelou a instrumentos não usuais de controle de liquidez, como a expansão dos depósitos do Tesouro e o repasse de títulos públicos à carteira do órgão (programa SPF). Entretanto, a medida de maior alcance foi a permissão de remunerar os depósitos voluntários das instituições depositantes, que, a partir de então, passaram a determinar o piso da *fund rate*.

A passagem definitiva ao modelo de gestão monetária não convencional ocorreu no governo Obama. A ampliação da política de compra de ativos (QE) representou o abandono do esforço inicial de enxugar a liquidez com a venda dos títulos da carteira do Fed, mantida por repasses de títulos do Tesouro, e a reiteração da política de contínua injeção de liquidez na economia por meio da compra de títulos públicos e privados.

A extensão da política ativa mostrou os limites do esforço realizado em 2008 de enxugar a liquidez por meio da venda de títulos. A restrição imposta pelo volume de títulos da carteira do Fed e pelo repasse de títulos do Tesouro, preso ao teto da dívida pública, colocou embargos à prática anterior e facilitou a decisão de mudar.

A carteira de títulos públicos e privados passou a dar a tônica do comportamento do ativo e os depósitos voluntários definiram a dinâmica do passivo do Fed no novo modelo. Além disso, outros fatores ganharam expressão: os depósitos do Tesouro continuaram em níveis muito superiores ao do padrão do modelo anterior e as operações de *reverse repos* que, de elemento pouco usado, ganharam expressão nos dois últimos anos da série. Entretanto, os depósitos voluntários e o valor das carteiras de títulos públicos e privados transformaram-se nos elementos síntese do modelo não convencional.

Referências bibliográficas

- AUSTIN, D. A. The debt limit since 2011. *Congressional Research Service*. Oct. 28, 2015b.
- AUSTIN, D. A. The debt limit: history and recent increases. *Congressional Research Service*. Oct. 1, 2015a.
- BENNETT, P.; Garbade, K.; Kambhu, J. Enhancing the Liquidity of U.S. Treasury Securities in an Era of Surpluses. *FRBNY Economic Policy Review*, Forthcoming, 2000.
- BERNANKE, B. *The crisis and the policy response*. Speech, Fed, Jan. 13, 2009. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>.
- BERNANKE, Ben S. *The courage to act*. A memoir of a crisis and its aftermath. N.Y.: W.W. Norton & Company, 2015.
- BINDSEIL, U. *Monetary policy implementation: theory, past, and present*. N.Y.: Oxford University Press, 2004.
- BINDSEIL, U. *Monetary policy operations and the financial system*. U.K.: Oxford University Press, 2014.
- CONTI, B. M. de. *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. 2011. Tese (Doutorado)–Instituto de Economia da Unicamp, Campinas, 2011.
- DEPARTMENT OF THE TREASURY – Fiscal service. Marketable treasury securities redemption operations. *Federal Register*, v. 65, n. 12, Wednesday, Jan. 19, 2000. Rules and Regulations.
- FEDERAL RESERVE (FED). *Monetary policy report to the congress*. Feb. 2001.

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (FRBNY). Domestic open market operations during 2008. Available at: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/markets/.../omo2008>. Access: Jan. 2009.

GAO – United States Government Accountability Office. *Budget issues – an overview of federal debt*. Jun. 24, 1998.

GAO – United States Government Accountability Office. *Treasury has refined its use of cash management bills but should explore options that may reduce cost further*. Mar. 2006.

GAO – United States Government Accountability Office. *Debt ceiling analysis of actions taken during the 2003. Debt Issuance Suspension Period, 2004*.

GAO – United States Government Accountability Office. *Federal Debt – Answers to frequently asked questions – an update*. Aug. 2004.

Garbade, K. D.; Rutherford. Buybacks in Treasury Cash and Debt Management. *Federal Reserve Bank of New York*. Staff Report, n. 304, Oct. 2007.

GRAVELLE, J. G. *The “fiscal cliff”*: macroeconomic consequences of tax increases and spending cuts. Congressional Research Service. Jan. 9, 2013.

IMF – World Bank. Revised guidelines for public debt management. *IMF Policy Paper*, Apr. 2014.

IMF – World Bank. *Guidelines for public debt management*: accompanying document and select case studies. Washington, D.C. International Monetary Fund: World Bank Group, 2003.

LEVIT, M. R. et. Al. The “fiscal cliff” and the American Taxpayer Relief Act of 2012. *Congressional Research Service*. Jan. 4, 2013.

LOPREATO, F. L. C. EUA, relações entre Tesouro e Banco Central, política monetária e gestão da dívida pública: aspectos institucionais. Campinas: IE/Unicamp, 2018. (Texto para Discussão, n. 341).

SCHINASI, G. J.; KRAMER, C. F.; SMITH, R. T. Financial implications of the shrinking supply of U.S. Treasury securities. IMF, Mar. 2001.

SCHREFT, S. L.; SMITH, B. D. The conduct of monetary policy with a shrinking stock of government debt. *Journal of money, credit and banking*, v. 34, n. 3, part. 2: Declining Treasury Debt. Ohio State University Press. Aug. 2002. p. 848-882.

TOBIN, J. An Essay on Principles of Debt Management. Reimpresso de Fiscal and Debt Management Policies, Commission on Money and Credit, 1963. (Cowles Foundation Paper, 195).

WOODFORD, M. [Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis](#) *American Economic Journal: Macroeconomics*: Vol. 1 No. 1 (January 2009) (pp. 267-79)

Anexo

Tabela 1
Federal Reserve Bank Holdings of U.S. Treasury and Federal Agency Securities

	dec. 31 Millions of dollars							
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
U.S. Treasury Securities								
Held outright	339,583	372,561	390,534	405,613	447,762	473,068	517,145	532,815
By remaining maturity								
Bills								
1-91 days	90,186	98,129	101,564	106,063	112,892	106,996	124,294	130,71
92 days to 1 year	77,749	87,291	93,888	99,289	101,257	108,703	91,405	69,143
Notes and bonds								
1 year or less	35,423	34,978	41,419	29,045	49,37	49,149	59,899	73,812
More than 1 year through 5 years	79,826	90,031	85,273	95,608	95,028	107,73	124,169	132,792
More than 5 years through 10 years	24,659	27,552	31,469	33,782	40,907	44,822	51,107	55,461
More than 10 years	31,739	34,845	36,921	41,826	48,308	55,668	66,270	70,896
By type								
Bills	167,936	185,42	195,451	205,353	214,149	215,699	215,699	199,854
Notes	132,076	144,143	151,013	150,922	174,206	187,895	218,467	240,177
Bonds	39,572	42,998	44,069	49,339	59,407	69,474	82,978	92,784
Repurchase agreements	12,187	9,565	12,762	19,971	21,188	19,674	0	0
MSPs, foreign accounts	7,568	8,041	12,336	14,706	17,027	20,927	39,182	21,112
MSPs, in the market	0	0	0	0	0	0	0	0
Federal Agency Securities								
Held outright	4,638	3,637	2,634	2,225	685	338	181	130
By remaining maturity								
1 year or less	1,823	1,737	1,241	1,223	252	102	51	0
More than 1 year through 5 years	2,105	1,387	841	520	153	61	10	130
More than 5 years through 10 years	569	488	527	457	255	175	120	0
More than 10 years	142	25	25	25	25	0	0	0
Repurchase agreements	1,025	1,025	1,100	1,612	2,652	10,702	0	0
Triparty Arrangements								
Repurchase agreements	0	0	0	0	0	0	140,640	43,375

Fonte: FRB Annual Report.

Tabela 2
Federal Reserve Bank Holdings of U.S. Treasury and Federal Agency Securities

	dec. 31 Millions of dollars							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
U.S. Treasury Securities								
Held outright	574,863	629,406	666,665	717,819	744,215	778,915	740,611	475,921
By type								
Bills	205,262	226,682	244,833	262,970	271,270	277,019	227,841	18,423
Notes	265,941	297,893	323,361	360,832	380,118	402,367	401,776	334,779
Bonds	103,660	104,832	98,471	94,017	92,827	99,528	110,995	122,719
Federal Agency Securities								
Held outright	10	10	0	0	0	0	0	19,708
Temporary Transactions								
Repurchase agreements (1)	50,250	39,500	43,750	33,000	46,750	40,750	46,500	80,000
Matched sale-purchase agreements	23,188	0	0	0	0	0	0	0
Reverse Repurchase agreements (2)	0	21,091	25,652	30,783	30,505	29,615	43,985	88,352

Fonte: FRB Annual Report.

(1) Cash value of agreements, which are collateralized by U.S. government and federal agency securities.

(2) Cash value of agreements, which are collateralized by U.S. Treasury securities.

Tabela 3
Average interest rate

	dec/2009	dec/2010	dec/2011	dec/2012	dec/2013	dec/2014	dec/2015
Bills	0.237	0,192	0,069	0,127	0,083	0.063	0.235
Notes	2.892	2,473	2,234	1,920	1,805	1.808	1.840
Bonds	6.395	5,992	5,654	5,275	5,063	4.883	4.615
TIPS *	2.286	2,125	1,855	1,311	1,054	0.924	0.842
Treasury Floating Rate Note	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.079	0.353
Federal Financing Bank	4.628	4,628	4,625	4,625	3,619	3.219	3.516
Total Marketable	2.559	2,365	2,274	2,043	1,975	2.041	2.013
Total Non-marketable	4.357	4,104	3,899	3,554	3,388	3.008	3.182
Total Interest-bearing Debt	3.290	2,992	2,826	2,523	2,406	2.331	2.369

Fonte: Treasury Direct – Average Interest Rate

* Treasury Inflation-Protect Securities (TIPS)

Tabela 4
Federal Reserve Bank Holdings of U.S. Treasury and Federal Agency Securities

	dec. 31 millions of dollars					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
U.S. Treasury Securities						
Held outright	776,588	1,021,493	1,663,446	1,666,145	2,208,775	2,461,363
By type						
Bills	18,423	18,423	18,423	0	0	0
Notes	568,323	773,285	1,286,344	1,110,398	1,467,427	1,634,949
Bonds	189,843	229,786	358,679	555,747	741,348	826,414
Federal Agency Securities						
Held outright (1)	159,879	147,460	103,994	76,783	57,221	38,677
Mortgage-backed securities (2)						
Held outright (1)	908,371	992,141	837,683	926,662	1,490,162	1,736,833
Temporary Transactions						
Repurchase agreements (3)	0	0	0	0	0	0
Reverse Repurchase agreements (3)	77,732	59,703	99,9	107,188	315,924	509,837

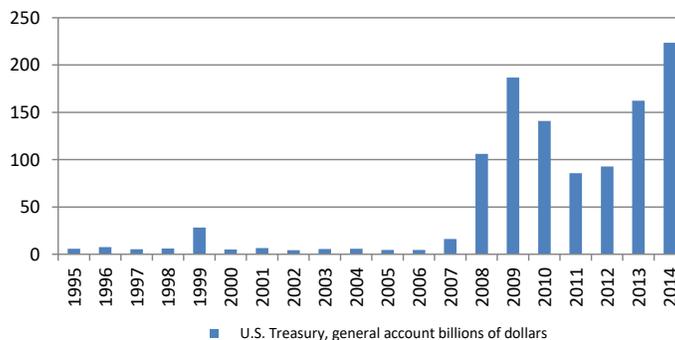
Fonte: FRB Annual Report.

(1) Excludes the effect of temporary transactions – repurchase agreements and reverse repurchase agreements

(2) Guaranteed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae

(3) Cash value of agreements, which are collateralized by U.S. Treasury securities, federal agency debt securities and mortgage-backed securities.

Gráfico 1
U.S. Treasury, general account



Fonte: Fed Annual Report.

Box 1

Date	Action
June 28, 2002	The Congress and the President enacted Pub. L. No. 107-199, which raised the debt ceiling to \$6.4 trillion.
October 18, 2002	FFB repaid about \$15 billion of 9(a) obligations it had issued to the Civil Service fund as a result of the 1985 debt ceiling crisis.
December 24, 2002	Treasury notified the Congress that debt subject to the limit might reach the debt ceiling in the latter half of February 2003.
February 19, 2003	The Secretary of the Treasury announced his intent to suspend G-Fund investments beginning on February 20, 2003. Treasury suspended the sales of SLGS Treasury obligations. On May 23, 2003, Treasury announced that the sale of SLGS Treasury obligations would resume on May 27, 2003.
March 5, 2003	FFB exchanged a \$15 billion 9(a) obligation for U.S. Treasury obligations held by the Civil Service fund.
March 25 and 28, 2003	Treasury called back about \$8 billion of Treasury deposits held by commercial banks as compensating balances. According to Treasury officials, these funds were returned to the banks on April 28, 2003.
March 31, 2003	The Secretary of the Treasury began suspending ESF investments.
April 1 and 3, 2003	Treasury called back about \$23.1 billion of Treasury deposits held by commercial banks as compensating balances. According to Treasury officials, these funds were returned to the banks on April 22, 2003.
April 4, 2003	The Secretary of the Treasury declared a debt issuance suspension period beginning no later than April 11, 2003, and lasting until July 11, 2003, which allowed Treasury to redeem Treasury obligations held by the Civil Service fund earlier than normal and to suspend investments of Civil Service fund receipts.
May 1, 2, and 6, 2003	Treasury called back about \$43.4 billion of Treasury deposits held by commercial banks as compensating balances. According to Treasury officials, these funds were returned to the banks on June 16, 2003.
May 15, 2003	Treasury postponed announcement of its weekly 13-week and 26-week bill auctions to avoid exceeding the debt ceiling.
May 19, 2003	The Secretary of the Treasury extended the previously declared debt issuance suspension period until December 19, 2003, which allowed Treasury to redeem additional Treasury obligations held by the Civil Service fund earlier than normal and to continue to suspend investments of Civil Service fund receipts.
May 22, 2003	Treasury postponed announcement of its weekly 13-week and 26-week bill auctions and its monthly 2-year note to avoid exceeding the debt ceiling.
May 27-28, 2003	On May 27, 2003, the Congress and the President enacted Pub. L. No.108-24, which raised the debt ceiling to \$7.4 trillion and ended the debt issuance suspension period. Treasury invested all uninvested funds of the G-Fund, ESF, and the Civil Service fund on May 27, 2003, and on May 28, 2003, restored the losses incurred by the G-Fund.
June 30, 2003	Treasury fully restored the principal and interest losses incurred by the Civil Service fund that related to (1) the failure to promptly invest Civil Service fund receipts and (2) redeeming obligations before they were needed to pay fund benefits and expenses. FFB also redeemed the \$15 billion 9(a) obligation it issued to the Civil Service fund on March 5, 2003.