

# A política fiscal brasileira tem sido bem ou mal-sucedida?

---

*Pedro Fernando Cunha de Almeida\**

**N**este artigo, avalia-se o desempenho da política fiscal brasileira a partir de 1995. Mais precisamente, analisam-se os resultados por ela obtidos à luz dos objetivos que lhe são atribuídos pela instância superior da política econômica de curto prazo do País. Esta última, como se sabe, abrange, além da área fiscal, também aquelas referentes aos controles monetário e cambial da economia. Entre suas mais importantes responsabilidades está a de compatibilizar a velocidade de expansão da atividade produtiva com a estabilidade dos preços internos e da taxa de câmbio do País. No artigo, objetiva-se, igualmente, como sugere o título, especular a respeito das possibilidades de comprometimento da capacidade futura da política fiscal para atingir os referidos resultados.

Para alcançar-se o pretendido, o artigo é apresentado em três itens. No primeiro, são descritos os traços gerais da política econômica brasileira de curto prazo no período em questão, especificando-se o caráter subordinado assumido pela área fiscal no âmbito da mesma política. Na descrição, o caráter subordinado da área fiscal aparece na intenção governamental de submetê-la à prioridade do saneamento das contas públicas, de forma a prover a solidez das políticas monetária e cambial vigentes. Até agosto de 1998 — ocasião em que a economia internacional foi sacudida pela declaração da moratória russa —, a mesma intenção transparecia através de medidas adotadas com a finalidade de promover um ajuste fiscal de dimensão não definida com precisão. Posteriormente, em consequência da grave situação então vivida no País e do decorrente acordo assinado com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em fins do mesmo ano, a priorização do saneamento das contas públicas passou a refletir-se através de metas de resultados primários a serem alcançadas pelo setor público brasileiro.

No segundo item, retoma-se o primeiro para avaliar a política fiscal no sentido que aqui se denomina de **restrito**. A avaliação de sentido restrito envolve a análise da evolução do saneamento das contas públicas do País através do exame do ocorrido com os saldos primários de todas as esferas governamentais brasileiras no período 1995-01.

---

\* Mestre em Economia pela Unicamp, Técnico da FEE e Professor da Unisinos.

Já no terceiro item, realiza-se a avaliação da política fiscal em **sentido amplo**, entendido este último como aquele que diz respeito à efetividade da política fiscal para servir como elemento de consolidação das políticas monetária e cambial. Por razão a ser esclarecida, a referida efetividade é apreciada através da capacidade do erário público para gerar superávits primários em montantes capazes de impedir que o controle dos preços internos e da taxa nominal de câmbio, de um lado, e a evolução da dívida líquida pública, de outro, sejam envolvidos em processo de crescimento mutuamente realimentado, que levaria ao esvaziamento da política econômica de curto prazo do País. Ao final do terceiro item, conforme anunciado, especula-se a respeito da possibilidade de deterioração futura da capacidade da política fiscal para servir de suporte suficientemente sólido para as políticas cambial e monetária. A deterioração a que se faz referência poderia advir da atualmente percebida necessidade de conter a velocidade de expansão da atividade produtiva brasileira. A mesma necessidade vem se tornando consensualmente admitida a partir dos preocupantes movimentos de crescente desvalorização do real e de elevação dos preços internos observados nos últimos meses. Os mesmos movimentos, como se sabe, têm origem externa — nas incertezas vividas atualmente nos EUA, no Japão e na Argentina — e interna — no elevado patamar em que se encontra atualmente a atividade produtiva da economia no Brasil, nos persistentes déficits externos em que ela vem incorrendo e na grave crise de energia em que, subitamente, o País se viu envolvido.

## **1 - O papel subordinado da política fiscal no desenho da política econômica brasileira de curto prazo a partir de 1995**

A partir de meados dos anos 80 do século passado, impôs-se no Brasil importante movimento de transformação da política econômica, que liberalizou o câmbio, promoveu a abertura comercial, desindexou a economia e implantou nova moeda no País, o real. No segundo semestre de 1994, o movimento em questão viabilizou a superação da irreprimível tendência de aceleração inflacionária que havia vigorado no Brasil por mais de 15 anos. Dele fez parte, também, substantiva modificação do caráter da política fiscal brasileira. De 1956 a 1980 (talvez deva-se dizer a 1986), tal política constituiu-se em destacado mecanismo do desenvolvimentismo, entendido este último como a visão que, naquele quarto de século, envolveu o Estado brasileiro na busca de soluções para os problemas de longo prazo que se antepunham ao crescimento da economia. A crise do desenvolvimentismo e a solução a ela dada — em parte, contida na liberalização cambial, na abertura comercial e na implantação de um sistema

monetário desindexado — deslocaram o foco da política fiscal das questões de longo prazo para aquelas atinentes ao curto prazo.

Com o deslocamento, o manejo das finanças públicas foi reduzido à posição subordinada no contexto da política econômica de curto prazo (Souza, 1999, p.77). O caráter subordinado da política fiscal torna-se evidente quando se examina o desenho pretendido para a mesma no período 1995-01. No terreno das intenções governamentais, a subordinação impôs-se durante todo o período especificado, ainda que, em seu transcurso, a própria política de curto prazo tenha passado por transformações adicionais às antes referidas. Contudo, como será visto, a subordinação de fato — a efetivação de volumosos superávits primários — só veio ocorrer a partir de meados de 1998.

A partir de maio de 1995, a gestão de curto prazo da economia brasileira envolvia uma lógica específica, que se apoiava em um regime de bandas cambiais. Abandonadas as bandas cambiais em janeiro de 1999, a lógica referida foi substituída por outra, desta vez, compatível com o regime de câmbio flutuante então adotado pelo Brasil.

O regime de bandas cambiais estabelecia estreitos limites no interior dos quais o mercado poderia fazer oscilar a taxa de câmbio da moeda nacional. A ultrapassagem dos referidos limites era, firmemente, contida pelas operações de compra e venda de moeda estrangeira realizadas pelo Banco Central do Brasil (Bacen). A estreiteza do espectro de variação permitida para a taxa de câmbio conferia à mesma taxa a rigidez característica de um regime de câmbio fixo. À época em que as bandas cambiais foram adotadas, impunha-se considerável sobrevalorização da moeda nacional, a qual foi mantida, quase integralmente, até janeiro de 1999.

A rigidez e, talvez, também a sobrevalorização cambiais eram almeçadas pelos gestores da política econômica de curto prazo então vigente no País, uma vez que, reforçadas pela abertura comercial, expunham a produção interna à forte concorrência externa. Esta última, segundo as autoridades governamentais, constituir-se-ia em mecanismo de grande potência para o controle do processo inflacionário. Os fatos confirmaram as expectativas dos responsáveis pela política econômica. Entre 1995 e 1998, verificaram-se, no Brasil, taxas de inflação não só decrescentes, mas ainda excepcionalmente baixas para os padrões brasileiros das décadas precedentes. Além disso, a pressão externa produziria um importante efeito de longo prazo: a indução dos empresários instalados no Brasil à reestruturação do aparato produtivo nacional. Novamente corroborando o previsto pelo Governo, a produtividade industrial no Brasil expandiu-se rapidamente — cerca de 8% a.a. — no período de vigência das bandas cambiais.

Sabia-se que o controle inflacionário e a reestruturação produtiva assim obtidos derivariam em crescentes déficits em conta corrente. Tais déficits, no entanto, não deveriam causar maiores preocupações. Os mesmos tenderiam

ao desaparecimento no longo prazo. O desaparecimento decorreria do incremento de competitividade dos produtos brasileiros no Exterior em consequência do avanço do processo de reestruturação produtiva. Até completar-se a mesma reestruturação, os déficits em conta corrente seriam financiados pelo capital externo, em parte atraído por taxas de juros internas superiores às vigentes nas demais economias. Em vista disso, caberia à política monetária brasileira elevar os juros internos a níveis capazes de prover as divisas necessárias à cobertura dos desequilíbrios externos da economia. A política fiscal, por sua vez, ficaria envolvida pela imposição de gerar superávits primários suficientes para impedir que a elevação dos juros internos redundasse em explosivo crescimento da dívida pública. Ocorrendo tal crescimento, o crédito governamental encaminharia-se para o seu esgotamento, inviabilizando a política monetária e pondo por terra os esforços envidados pela política econômica de curto prazo para manter a estabilidade dos preços e do câmbio no País.

Não obstante a confiança oficial na reestruturação produtiva almejada e na política econômica de curto prazo, o que de fato se observou no Brasil, entre meados de 1995 e o início de 1999, foram o contínuo crescimento dos déficits externos em conta corrente e, na ausência de superávits primários suficientes, a recorrente expansão da dívida pública do País. O observado expressava a fragilidade da política econômica brasileira do período. A fragilidade tornava-se ainda mais evidente nos momentos de crise econômica internacional. Nesses momentos, a contração do crédito em nível mundial produzia fugas de capital do País, que faziam emergir generalizados temores de quebra do regime cambial brasileiro. De forma aterrorizadora, tais temores e fugas se realimentavam mutuamente. Por isso, com acerto, o fim do regime brasileiro de bandas cambiais é, nos dias de hoje, associado à crise internacional derivada da declaração da moratória russa, em agosto de 1998.

Para substituir as bandas cambiais, o País adotou o regime de câmbio flutuante. Com isso, a lógica da política econômica de curto prazo foi alterada em sua integralidade. Ao invés de rígida, a taxa de câmbio flutuaria ao sabor do mercado. Dada a valorização até então vigente da moeda nacional, a liberdade de flutuação da taxa de câmbio conduziria à desvalorização necessária para diminuir os déficits correntes a níveis financiáveis pelo mercado financeiro internacional.

Contudo o Governo tinha consciência de que a liberdade de flutuação cambial produziria, recorrentemente, efeitos colaterais deletérios. De um lado, sabia-se que, nas previsíveis situações em que a mesma liberdade se concretizasse em incrementos nominais da taxa de câmbio, se imporiam pressões de aceleração inflacionária. As referidas pressões derivariam não só do incremento dos custos das importações em moeda nacional, mas também do enfraquecimento da concorrência externa diante da produção interna. Além disso, a desva-

lorização daria continuidade ao crescimento da já excessiva dívida pública ao resultar em maior correção dos débitos governamentais nominados em moeda estrangeira.

Para contrapor-se à aceleração inflacionária, foi instituído o regime de metas para a inflação. Nesse regime, a política monetária toma a forma de administração da taxa interna de juros destinada a impedir que os preços se elevem acima de patamares previamente determinados, patamares estes conhecidos pela denominação de metas para a inflação. Assim, se, no período correspondente às bandas cambiais, as taxas internas de juros não poderiam reduzir-se demasiadamente sob pena de o País incorrer em perdas de capital externo, na vigência do câmbio flutuante, um patamar mínimo de juros, embora não obrigatoriamente de pequena expressão, impor-se-ia como forma de impedir a aceleração do processo inflacionário. Mais uma vez, caberia às políticas monetária e fiscal encarregar-se de produzir, respectivamente, a taxa interna de juros e os superávits primários indispensáveis à solidez da política de curto prazo adotada. Alcançado o sucesso no sentido de manter estável o patamar dos preços internos, a taxa de câmbio tenderia, igualmente, a estabilizar-se como resultado da operação dos mecanismos de mercado. Estabilizada a taxa de câmbio, o efeito colateral da flutuação cambial sobre a dívida pública seria reduzido a um nível administrável.

Contudo, dados os níveis alcançados pela dívida pública do País na segunda metade da década passada, os encargos decorrentes da política monetária exigida — ocorressem eles sob condições de bandas cambiais ou de câmbio flutuante — seriam, necessariamente, muito grandes diante das possibilidades governamentais de arrecadação; grandes ao ponto de sua cobertura exigir drástica adequação das receitas e despesas não financeiras do setor público do País como forma de garantir os superávits primários destinados a embasar as políticas monetária e cambial brasileiras. Diante da dimensão da adequação exigida por tais políticas, ficaram muito restritas as possibilidades de atuação da política fiscal nas demais áreas. É nesse sentido que se fala em subordinação da política fiscal às questões atinentes ao curto prazo.

## **2 - A política fiscal e os superávits primários**

Conforme anunciado anteriormente, este item avalia a política fiscal brasileira de 1995 a 2001 em sentido restrito, tal como definido na introdução do presente artigo, isto é, examina o evoluir da geração dos resultados primários obtidos pela operação da política fiscal do País.

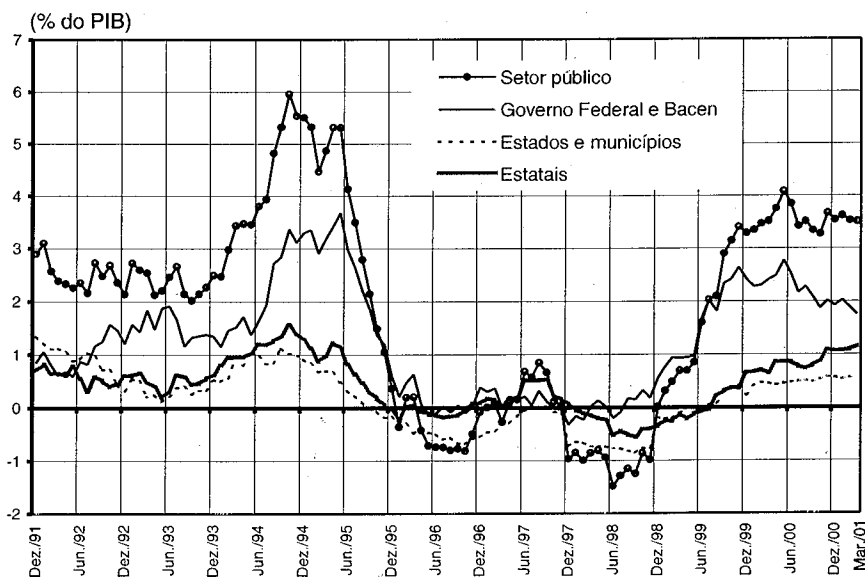
Foi dito que a crise do desenvolvimentismo e a solução a ela dada levaram ao deslocamento do foco da política fiscal do longo prazo para o curto prazo. No deslocamento, a mesma política passou à posição subordinada no contexto mais

amplo da política econômica de curto prazo. Nessa posição, a política fiscal viu-se obrigada a priorizar a geração de superávits primários suficientes para conferir solidez à administração dos preços internos e da taxa de câmbio do País.

Assim se explica que, já no segundo quartil da década passada, tenham sido tomadas providências destinadas a viabilizar a geração dos superávits referidos. De fato, no decorrer do ano de 1993, o Governo Itamar Franco, liderado pelo então Ministro da Fazenda, Fernando Henrique Cardoso, promoveu importante movimento no sentido de ajustar as contas públicas à nova situação. À época, através de extensas negociações com o Congresso Nacional, o Governo obteve a aprovação de diversos projetos de sua autoria na área fiscal, dentre os quais se destaca, sem dúvida, aquele referente ao Fundo Social de Emergência (FSE). Munido da aprovação dos mesmos projetos e beneficiado pelo crescimento econômico que então tinha curso, o setor público produziu, nos 12 meses encerrados em outubro de 1994, superávit primário equivalente a 5,9% do PIB do País, de acordo com as estatísticas referentes ao assunto normalmente fornecidas pelo Bacen (Gráfico 1).

Gráfico 1

### Resultados primários, em 12 meses, do setor público e de suas esferas no Brasil — 1991/01



FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). BACEN. Disponível em : <http://www.bcb.gov.br>. (diversos números no site). Acesso até 30 jun. 2001. (suplemento).

Contudo, no decorrer dos meses seguintes, frustraram-se as esperanças de que a situação fiscal derivada da negociação de 1993 se manteria duradouramente. A partir do terceiro trimestre de 1994, o valor real das despesas governamentais passou a crescer abruptamente sob o impacto da estabilização monetária. O crescimento das despesas foi tal que resultou em rápida deterioração do superávit primário conquistado. Em abril de 1996, o mesmo havia se transformado em déficit equivalente a 0,42% da produção anual interna brasileira. Desde então e até agosto de 1998, as contas públicas, sempre em proporção do PIB, apresentaram resultados primários que oscilaram entre as marcas de 0,8% de superávit e de 1,5% de déficit, tendo predominado, em larga margem, as situações deficitárias.

A deterioração das contas públicas do Brasil ocorreu não obstante tenham sido realizados consideráveis esforços em sentido contrário. Pelo menos no nível do Governo Federal, os mesmos esforços produziram importantes ganhos fiscais. Os mesmos ganhos, não perceptíveis nas estatísticas de resultado primário do Bacen, tornam-se transparentes nas informações mais detalhadas oferecidas pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), vinculada ao Ministério da Fazenda. A Tabela 1 reúne dados gerados a partir das informações em referência. Nela, percebe-se que, no ano de 1996, conforme dito anteriormente, os saldos primários federais tendiam à redução sob a pressão do crescimento das despesas em concomitância à quase-estagnação das receitas. Para contrapor-se à tendência de redução dos saldos primários, o Governo Federal realizou esforços, principalmente baseados no incremento de receitas, cujos resultados começaram a aparecer ainda no final do último ano citado. De dezembro de 1996 a agosto de 1998, as receitas líquidas federais, em termos reais, expandiram-se em 27,2%.<sup>1</sup> Contudo o mesmo crescimento foi, em parte, compensado pela expansão real das despesas não financeiras (14,8%). A situação crescentemente deficitária do Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS), não incluída na Tabela 1, constitui, também, explicação para que, diante do esforço governamental, não tenha sido contrabalançada a deterioração havida até os últimos meses de 1996 das contas públicas federais em termos das estatísticas de resultado primário do Bacen.

<sup>1</sup> O incremento de receitas envolveu, principalmente, o Imposto de Renda, a CPMF e outras receitas fiscais.

Tabela 1

Evolução de receitas, das despesas e dos saldos primários do Tesouro no Brasil — 1995/01

a) valores das rubricas de receita e despesa (R\$ milhões de mar./01)

PERÍODOS	RECEITA LÍQUIDA (1)	RECEITA FISCAL (2)					TRANSFÊRENCIAS PARA ESTADOS E MUNICÍPIOS	DES-PESAS	SALDOS PRIMÁRIOS
		Total	Impostos	Contribuições	Outras Receitas Fiscais	Receitas Não Especificadas			
<b>Doze meses encerrados em</b>									
Dez./95	113 864	144 650	80 617	44 337	11 134	8 561	30 785	100 755	13 109
Dez./96	115 111	146 607	78 558	46 285	13 810	7 954	31 496	104 741	10 370
Ago./98	146 418	185 941	90 014	55 015	30 044	10 867	39 523	120 269	26 149
Abr./00	153 778	193 302	...	...	...	...	39 524	110 845	42 933
Fev./01	151 709	194 537	...	...	...	...	42 828	114 724	36 985

b) variação dos valores das rubricas de receita e despesa (R\$ milhões de 2001)

PERÍODOS	RECEITA LÍQUIDA (1)	RECEITA FISCAL (2)					TRANSFÊRENCIAS PARA ESTADOS E MUNICÍPIOS	DES-PESAS	SALDOS PRIMÁRIOS
		Total	Impostos	Contribuições	Outras Receitas Fiscais	Receitas Não Especificadas			
Dez./95-dez./96	1 247	1 957	-2 060	1 948	2 676	-607	710	3 986	-2 739
Dez./96-ago./98	31 307	39 334	11 457	8 730	16 234	2 913	8 027	15 528	15 779
Ago./98-abr./00	7 360	7 361	...	...	...	...	2	-9 424	16 784
Abr./00-fev./01	-2 069	1 235	...	...	...	...	3 304	3 879	-5 948
Dez./95-fev./01	37 844	49 887	...	...	...	...	12 043	13 969	23 876

c) variação percentual dos valores das rubricas de receita e despesa

PERÍODOS	RECEITA LÍQUIDA (1)	RECEITA FISCAL (2)					TRANSFÊRENCIAS PARA ESTADOS E MUNICÍPIOS	DES-PESAS	SALDOS PRIMÁRIOS
		Total	Impostos	Contribuições	Outras Receitas Fiscais	Receitas Não Especificadas			
Dez./95-dez./96	1,1	1,4	-2,6	4,4	24,0	-7,1	2,3	4,0	-20,9
Dez./96-ago./98	27,2	26,8	14,6	18,9	117,6	36,6	25,5	14,8	152,2
Ago./98-abr./00	5,0	4,0	...	...	...	...	0,0	-7,8	64,2
Abr./00-fev./01	-1,3	0,6	...	...	...	...	8,4	3,5	-13,9
Dez./95-fev./01	33,2	34,5	...	...	...	...	39,1	13,9	182,1



Tabela 1

Evolução de receitas, das despesas e dos saldos primários do Tesouro no Brasil — 1995/01

d) taxa geométrica percentual anualizada de variação dos valores das rubricas

PERÍODOS	RECEITA LÍQUIDA (1)	RECEITA FISCAL (2)					TRANSEFERÊNCIAS PARA ESTADOS E MUNICÍPIOS	DESPESAS	SALDOS PRIMÁRIOS
		Total	Impostos	Contribuições	Outras Receitas Fiscais	Receitas Não Especificadas			
Dez /95-dez /96	1,1	1,4	-2,6	4,4	24,0	-7,1	2,3	4,0	-20,9
Dez /96-ago /98	15,5	15,3	8,5	10,9	59,4	20,6	14,6	8,6	74,2
Ago /98-abr /00	3,0	2,4	...	...	...	...	0,0	-4,8	34,6
Abr /00-fev /01	-1,6	0,8	...	...	...	...	10,1	4,2	-16,4
Dez /95-fev /01	5,7	5,9	...	...	...	...	6,6	2,5	22,2

e) participação percentual da variação da rubrica no período frente à variação dos saldos primários em todos os períodos

PERÍODOS	RECEITA LÍQUIDA (1)	RECEITA FISCAL (2)					TRANSEFERÊNCIAS PARA ESTADOS E MUNICÍPIOS	DESPESAS	SALDOS PRIMÁRIOS
		Total	Impostos	Contribuições	Outras Receitas Fiscais	Receitas Não Especificadas			
Dez /95-dez /96	0,6	0,7	-1,4	2,4	13,2	-3,9	1,3	2,2	-11,5
Dez /96-ago /98	14,9	14,7	8,0	10,4	64,5	20,1	14,0	8,1	83,5
Ago /98-abr /00	2,8	2,2	...	...	...	...	0,0	-4,3	35,2
Abr /00-fev /01	-0,7	0,4	...	...	...	...	4,6	1,9	-7,6
Dez /95-fev /01	17,6	18,0	...	...	...	...	19,9	7,9	99,7

FORNTE DOS DADOS BRUTOS: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). BACEN Disponível em: <http://www.bcb.gov.br> (diversos números no site). Acesso até 30 jun. 2001. (suplemento)

(1) Receita fiscal líquida das transferências para estados e municípios. (2) Exclui restituições e incentivos fiscais.

As instabilidades internacionais derivadas da moratória russa no oitavo mês de 1998 impuseram a necessidade de esforços ainda maiores no sentido de ajustar as contas públicas do País. Como resultado das mesmas instabilidades, houve drástica redução do fluxo de capitais para o Brasil. Incurrendo em déficit em transações correntes superior a 4% do seu PIB, a economia brasileira viu-se diante da iminência de quebra de seu regime de bandas cambiais. Nem a elevação dos juros para patamares extraordinários se mostrava capaz de recuperar o crédito externo, como ocorrera nas ocasiões das crises do México em 1994 e do Sudeste Asiático e do Japão em 1997. Dado o substancial nível da dívida interna e o reduzido prazo médio de sua maturação, juros em patamares extraordinários impunham riscos excessivos de descrédito da capacidade governamental para honrar seus compromissos. O desfecho dos acontecimentos em referência é por demais conhecido: intensa fuga de capitais externos seguida da falência do regime de bandas cambiais e sua substituição pelo regime de câmbio flutuante. Como já se disse, o mesmo regime acoplou-se ao sistema de metas para inflação. Ambos só teriam sucesso com o estancamento da fuga de capitais, e este exigia superávits primários capazes de dar suporte às políticas monetária e cambial.

Não constituindo os mesmos superávits, o País incorreria em iminente perigo de violento descontrole dos preços internos e de sua taxa nominal de câmbio. Por isso, agosto de 1998 marcou o início de um período de efetiva construção de resultados primários das contas públicas do País, que perdurou até dezembro de 1999. A construção dos resultados primários integrou os compromissos assumidos pelo País em acordo assinado com o FMI no segundo semestre de 1998. Com base nesse acordo, o Brasil, caso necessitasse, poderia dispor de até US\$ 41,5 bilhões.

No âmbito do Governo Federal, as providências tomadas fizeram as receitas reais líquidas alcançarem, em dezembro de 1999, nível 5% superior àquele atingido em agosto de 1998. Como item de maior destaque da expansão das receitas, deve se destacar o Fundo de Investimento Social (Finsocial). Por sua vez, as despesas — em especial, as contidas nas rubricas Pessoal e Encargos Sociais e Outras Vinculações — reverteram sua tendência de elevação, retraindo-se 7,8% no mesmo período. Além disso, com base na reforma da Previdência, obteve-se a estabilização dos déficits do INSS. Em vista disso, como se pode reparar no Gráfico 1, como proporção do PIB, os resultados primários do Governo Federal em 12 meses saltaram de 0,17%, em agosto de 1998 para 2,41% em dezembro de 1999.

Progressos foram obtidos também no que diz respeito aos âmbitos das empresas estatais dos estados e dos municípios. Na segunda metade da década de 90, era aflitiva a situação financeira em que se encontravam, sem exceção, todos os estados da Federação. Da aflição o Governo Federal tirou partido, oferecendo a possibilidade de renegociação das dívidas estaduais em condições que significariam extensíssimo alongamento de prazos e considerável redução das taxas de juros. Em troca, conseguiu que, em sua quase-totalidade,

os estados abrissem mão de sua principal fonte não fiscal de financiamento — os bancos estaduais — e aceitassem submeter-se a efetivos compromissos de metas de resultados primários compatíveis com os objetivos de sua política econômica de curto prazo. Assim, nos 12 meses encerrados em dezembro de 1999, estados e municípios foram capazes de apresentar superávits primários equivalentes à proporção de 0,23% do PIB brasileiro. A mesma proporção, em agosto de 1998, apontava para um déficit de 0,81%.

Em vista do descrito, em dezembro de 1999 o superávit primário do setor público do País em 12 meses alcançou, a preços de março de 2001, a cifra de R\$ 38,2 bilhões ou 3,29% da produção interna bruta brasileira. Desde então, o referido superávit tem oscilado em patamar um tanto superior ao de dezembro de 1999, embora não apresentando tendência clara de crescimento ou diminuição.

Assim, pode-se dizer que, no sentido restrito referente à produção de superávits primários, o desempenho da política fiscal deixou a desejar até agosto de 1998. Naquele mês, contudo, em função dos acontecimentos derivados da moratória russa, iniciou-se um movimento de construção de superávits primários, completado somente em dezembro de 1999. O patamar então alcançado correspondia ao que, na época, era considerado necessário não só pelas autoridades governamentais brasileiras, como, também, e, talvez, principalmente, pelos financiadores públicos ou privados do País em moeda estrangeira. O mesmo patamar, como já se disse, foi mantido até os dias de hoje.

### **3 - O desempenho da política fiscal como suporte para a política econômica de curto prazo**

No item anterior, avaliou-se o desempenho da política fiscal brasileira entre 1995 e 2001, adotando como critério de apreciação sua capacidade para viabilizar a geração de superávits primários. Tal avaliação adjetivou-se de restrita. Já no presente item, pretende-se aquilatar o desempenho da mesma política no sentido que se qualifica de amplo, tratando de verificar em que medida os superávits primários gerados foram eficazes para embasar a política econômica de curto prazo do País no período em questão.

Viu-se que, em termos ideais, a gestão de curto prazo da economia brasileira referente ao período 1995-01 colocou a política fiscal em posição subordinada. Nessa posição, ela deveria submeter-se à prioridade de produzir superávits primários em volume suficiente para impedir que a ação estabilizadora da política monetária sobre o câmbio e/ou sobre os preços internos redundasse em contínuo crescimento da dívida pública líquida do País. Uma persistente expansão do endividamento público poderia ser percebida, a qualquer momento, como sinal de excessivo risco de perda de capital contido nas operações de financiamento do Estado brasileiro. Nesse caso, dificuldades crescentes para promover

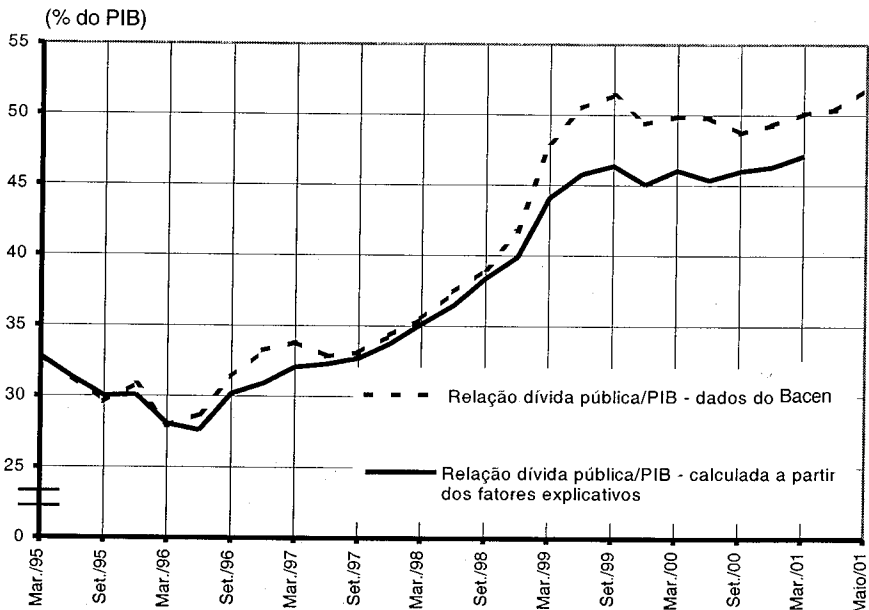
o financiamento estatal acabariam, no decorrer do tempo, esgotando a política monetária e inviabilizando a manutenção da estabilidade pretendida. Já o sucesso da política fiscal em controlar o progressivo endividamento governamental resultaria em duradoura solidez da política monetária, provendo perene estabilização do câmbio e dos preços internos.

Dessa forma, a evolução do endividamento estatal expresso na **relação dívida pública/PIB (d)** constitui um bom indicador do desempenho da política fiscal em sentido amplo. Na medida em que **d** seja constante ou decrescente, considera-se que a política fiscal é bem-sucedida em seu intento de embasar a gestão de curto prazo da economia do País, ao passo que, ocorrendo o incremento de **d**, se conclui que ela é mal-sucedida perante o mesmo intento.

O Gráfico 2 apresenta a evolução da relação em referência para a economia brasileira a partir de 1995. No mesmo gráfico, constata-se que **d** manteve tendência ascensional do primeiro trimestre de 1996 ao final do terceiro trimestre de 1999, lapso de tempo em que se expandiu de 27,9% para 51,4% do PIB. Posteriormente, a relação dívida/PIB apresentou ligeira retração, para 48,7% da produção interna bruta, até setembro de 2000, quando retomou o crescimento em direção aos 51,9% da mesma produção em maio último.

Gráfico 2

## Relação dívida líquida pública/PIB — 1995-01



Daf, obviamente, conclui-se que, no período em que o setor público foi predominantemente deficitário em termos primários — do início de 1996 a agosto de 1998 —, a política fiscal foi mal-sucedida no sentido amplo. O mesmo insucesso impôs-se, também, desde então até setembro de 1999, período que abrange a quase-totalidade daquele que, como se viu no item anterior, foi necessário para construir o atual patamar de superávits fiscais primários. Nos 12 meses seguintes — de setembro de 1999 a setembro de 2000 —, os saldos primários alcançados foram suficientes para impedir o crescimento da relação dívida pública/PIB, configurando o sucesso da política fiscal em sentido amplo. Contudo, desde então, essa política tem sido mal-sucedida para conter o crescimento da relação  $d$ , ainda que os superávits primários em referência tenham sido mantidos.

Assim, a partir de dezembro de 1999, verificou-se, alternadamente, a suficiência e a insuficiência do atual patamar de superávits fiscais primários para conter o crescimento relação dívida pública/PIB. Perceber a razão da alternância da capacidade do mesmo patamar de resultados exige entender a relação entre  $d$  e seus fatores explicativos. Excluindo-se os efeitos de diminuição do endividamento estatal que poderiam advir das receitas do processo de privatização, o comportamento de  $d$  é o resultado da interação que envolve a taxa real de juros efetivamente incidente sobre os passivos governamentais ( $r$ )<sup>2</sup>; a dimensão alcançada em períodos anteriores pela própria relação dívida pública/PIB ( $d$ ); a proporção assumida pelos superávits primários frente à produção interna bruta ( $s$ ); e a taxa de crescimento da economia ( $y$ ). A equação<sup>3</sup> que descreve a evolução da relação em tela ( $\Delta \%d$ ) é dada por:

$$\Delta \%d = \frac{1 + \Delta \%D}{1 + \Delta \%Y} - 1$$

$$\text{Assim, } \Delta \%d = \frac{1 + \frac{R - S}{D}}{1 + y} - 1 = \frac{1 + \frac{\frac{R}{Y} - \frac{S}{Y}}{\frac{D}{Y}}}{1 + y} - 1 = \frac{1 + \frac{\frac{R}{D} - \frac{S}{D}}{\frac{Y}{Y}}}{1 + y} - 1 = \frac{1 + \frac{R}{D} - \frac{s}{d}}{1 + y} - 1 = \frac{1 + r - s/d}{1 + y} - 1$$

Onde:  $Y$  = produto do período;  $R$  = montante de juros reais referentes ao período (no caso de dívida pública nominada em moeda estrangeira, inclui a diferença entre a desvalorização cambial e a inflação interna.);  $S$  = superávit primário do setor público gerado no período; e  $D$  = dívida pública líquida no início do período.

$$\Delta \% d = \frac{1 + r - s/d}{1 + y} - 1$$

Onde:

$y$  = taxa de crescimento do PIB;

$r$  = taxa real efetiva de juros incidente sobre a dívida pública;

$s$  = proporção do superávit primário diante do PIB; e

$d$  = proporção da dívida pública frente ao PIB.

A partir da equação acima, obtém-se a condição de estabilidade da relação dívida pública/PIB, supondo que  $\Delta \% d = 0$ . Da suposição, deriva que  $y = r - s/d$ .

Assim, a relação  $d$  diminuirá ou permanecerá constante, caso o primeiro termo da condição de sua estabilidade ( $y$ ) seja superior ou igual ao segundo ( $r - s/d$ ). A mesma relação ficará incrementada na hipótese em que aquele seja inferior a este.

Dentre outras informações relevantes, a Tabela 2 reúne aquelas referentes aos valores assumidos por  $y$ ,  $d$ ,  $s$  e  $r$  para a economia brasileira entre 1995 e 2001. Com base nos mesmos valores e no conhecimento disponível acerca da política econômica brasileira de curto prazo nos anos recentes, é possível explicar, em boa medida, as causas das variações da proporção dívida pública/PIB do País nos diferentes períodos.

Os valores médios expostos na Tabela 2 para todos os períodos analisados confirmam a hipótese de que, sendo  $y \geq r - s/d$ , se impõe redução de  $d$  e vice-versa. A hipótese em questão só não é confirmada no último período para o qual se dispõe de informação. Trata-se de um problema de subestimação do método utilizado para calcular a taxa média de juros incidente sobre a dívida pública nos diferentes períodos. Se a estimativa da mesma taxa, de forma mais consistente com a realidade, se aproximasse de 12% anuais, a hipótese adotada seria confirmada para o período mar./00-maio/01. De qualquer maneira, a elevação da taxa estimada de juros produziu sensível queda de velocidade de retração de  $d$  nos seis meses em referência, como seria de se esperar.

Assim, o que justifica a alternância de sucesso e de insucesso da política fiscal em sentido amplo no período posterior ao término do movimento da constituição do atual patamar de superávits primários do setor público — em dezembro de 1999 — é a variação ascensional da taxa de juros que, de forma efetiva, recai sobre a dívida pública líquida do País. A esse respeito, é decisivo notar que a diferença entre a desvalorização cambial e a inflação interna constitui parcela do custo real da dívida pública assumida ou nominada em moeda estrangeira.

Tabela 2

Fatores explicativos da relação dívida líquida pública/PIB — mar./95-mai/01

ÚLTIMO DE 12 MESES E MÉDIA DO PERÍODO	FATORES EXPLICATIVOS DO CRESCIMENTO DA RELAÇÃO DÍVIDA PÚBLICA / PIB					DÍVIDA LÍQUIDA PÚBLICA EM R\$ MILHÕES DE MAR/01		
	$\Delta$ % do PIB em 12 Meses (y)	Participa- ção % da Dívida Líquida Pública no PIB em 12 Meses pela Série Bacen (d)	Participação % do Superávit Primário do Setor Público no PIB em 12 Meses pela Série Bacen (s)	s/d (%)	Taxa de Juros Anual Incidente sobre a Dívida Interna Pública (r)	Calculada a Partir dos Fatores Explicativos	Série Bacen	
Mar./95	7,4	32,8	4,9	14,9	12,7	289 593	289 593	
Jun./95	8,3	31,3	4,1	13,2	13,7	296 385	296 385	
Set./95	6,9	29,6	2,1	7,2	16,9	314 570	309 989	
Dez./95	4,2	30,8	0,4	1,2	16,9	325 796	333 679	
<b>Média mar.-dez./95</b>	<b>6,7</b>	<b>31,1</b>	<b>3,1</b>	<b>9,9</b>	<b>14,9</b>	<b>308 184</b>	<b>306 401</b>	
Mar./96	1,4	27,9	0,2	0,7	17,5	338 266	336 467	
Jun./96	0,4	28,7	-0,7	-2,6	15,5	349 837	363 850	
Set./96	1,4	31,3	-0,8	-2,5	13,5	364 882	379 086	
Dez./96	2,7	33,2	-0,1	-0,3	12,2	366 248	394 085	
Mar./97	4,0	33,8	-0,3	-0,8	10,1	375 202	395 442	
Jun./97	4,6	32,8	0,7	2,1	10,7	380 221	386 688	
Set./97	3,9	33,1	0,7	2,0	9,9	393 652	398 539	
Dez./97	3,3	34,3	-1,0	-2,8	9,9	412 687	420 081	
Mar./98	2,6	35,5	-0,9	-2,4	12,9	432 489	437 310	
Jun./98	1,8	37,4	-1,5	-4,0	15,2	452 987	465 205	
<b>Média dez./95-jun./98</b>	<b>2,6</b>	<b>32,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>12,5</b>	<b>388 623</b>	<b>397 175</b>	
Set./98	1,1	39,0	-1,3	-3,2	17,8	476 209	484 330	
Dez./98	0,2	41,7	0,0	0,0	19,6	493 598	516 704	
Mar./99	-0,2	48,1	0,7	1,4	24,5	532 015	579 746	
Jun./99	-0,6	50,5	1,6	3,2	23,1	543 509	599 510	
Set./99	-0,4	51,4	2,9	5,6	19,8	543 769	602 735	
Dez./99	0,8	49,4	3,3	6,7	13,2	525 961	576 500	
<b>Média jun./98-dez./99</b>	<b>0,1</b>	<b>47,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,4</b>	<b>21,4</b>	<b>528 874</b>	<b>575 263</b>	
Mar./00	1,9	49,9	3,5	7,0	7,7	535 754	580 244	
Jun./00	3,1	49,8	3,8	7,7	6,1	534 522	586 712	
Set./00	4,3	48,7	3,3	6,9	5,1	534 217	565 430	
<b>Média dez./99-set./00</b>	<b>3,1</b>	<b>49,6</b>	<b>3,6</b>	<b>7,3</b>	<b>6,1</b>	<b>543 709</b>	<b>579 209</b>	
Dez./00	4,5	49,3	3,5	7,2	9,4	537 755	572 389	
Mar./01	4,5	50,1	3,5	7,0	10,4	553 770	588 718	
<b>Média set./00-mar./01</b>	<b>4,5</b>	<b>49,4</b>	<b>3,6</b>	<b>7,2</b>	<b>9,9</b>	<b>544 742</b>	<b>577 985</b>	
Abr./01	4,5	50,4	...	...	...	...	...	
Mai/01	4,5	51,9	...	...	...	...	...	
<b>Período qualquer de 12 meses no futuro</b>	<b>(1)2,8</b>	<b>(1)51,9</b>	<b>(1)3,6</b>	<b>(1)6,9</b>	<b>(1)13,0</b>	-	-	

(continua)

Tabela 2

Fatores explicativos da relação dívida líquida pública/PIB — mar.-95/maio-01

ÚLTIMO DE 12 MESES E MÉDIA DO PERÍODO	Δ % REAL DA DÍVIDA LÍQUIDA PÚBLICA EM 12 MESES		Δ % EM 12 MESES DA PROPORÇÃO DÍVIDA LÍQUIDA/PIB		PARTICIPAÇÃO % EM 12 MESES DA DÍVIDA LÍQUIDA PÚBLICA NO PIB (d')
	Calculada (r- s/d)	Série Bacen	Calculada	Série Bacen	
Mar /95	-2,1	-22,2	-8,9	3,0	32,8
Jun /95	0,5	-20,8	-7,2	-9,8	31,3
Set /95	9,6	8,0	2,5	-9,9	30,0
Dez /95	15,8	18,6	11,1	1,5	30,1
<b>Média mar.-dez./95</b>	5,0	-2,9	-1,6	-3,8	31,0
Mar /96	16,8	16,2	15,2	-14,8	28,1
Jun /96	18,0	22,8	17,6	-8,2	27,6
Set /96	16,0	22,3	14,4	6,0	30,2
Dez /96	12,4	18,1	9,5	7,8	30,9
Mar /97	10,9	17,5	6,6	21,1	32,1
Jun /97	8,7	6,3	3,9	14,4	32,3
Set /97	7,9	5,1	3,8	5,6	32,7
Dez /97	12,7	6,6	9,1	3,3	33,7
Mar /98	15,3	10,6	12,4	5,1	35,1
Jun /98	19,1	20,3	17,0	14,0	36,4
<b>Média dez./95-jun./98</b>	13,5	14,1	10,6	5,4	31,9
Set /98	21,0	21,5	19,7	17,8	38,4
Dez /98	19,6	23,0	19,3	21,6	39,9
Mar /99	23,0	32,6	23,3	35,3	44,1
Jun /99	20,0	28,9	20,8	35,0	45,8
Set /99	14,2	24,4	14,7	31,8	46,4
Dez /99	6,6	11,6	5,7	18,4	45,1
<b>Média jun./98-dez./99</b>	19,0	27,4	18,8	26,6	43,3
Mar /00	0,7	0,1	-1,1	3,8	46,1
Jun /00	-1,7	-2,1	-4,6	-1,4	45,4
Set /00	-1,8	-6,2	-5,8	-5,3	46,0
<b>Média dez./99-set./00</b>	-1,2	-2,7	-4,2	-0,9	45,8
Dez /00	2,2	-0,7	-2,1	-0,2	46,3
Mar /01	3,4	1,5	-1,1	0,4	47,1
<b>Média set./00-mar./01</b>	2,7	-0,3	-1,7	0,1	46,6
Abr /01	...	...	...	1,2	...
Mai /01	...	...	...	5,9	...
<b>Período qualquer de 12 meses no futuro</b>	-	-	(2)3,2	-	-

FONTES DOS DADOS BRUTOS: IBGE.  
Bacen.

(1) Valor assumido pelo fator de acordo com as expectativas vigentes à data da elaboração deste texto. (2) Valor da variação da dívida líquida pública em 12 meses, caso se verificarem os níveis indicados nesta linha para cada um dos fatores explicativos.



Desde a adoção do câmbio flutuante, o Governo produziu sensível redução da taxa básica anual de juros da economia brasileira — de mais de 40% em janeiro de 1999 para 15,75% em dezembro 2000. À medida que reduzia a taxa de juros, as autoridades aceleravam o crescimento econômico ( $y$ ) e reduziam o custo de manutenção de sua dívida líquida ( $r$ ). Com isso, obtinham a redução da relação dívida pública/PIB ( $d$ ) e incrementavam a confiança na política econômica. A maior confiança permitia quedas adicionais da taxa de juros interna que, de forma retroalimentada, envolvia o crescimento econômico, a relação dívida pública/PIB, a confiança na política econômica e a própria taxa de juros.

Os benefícios da progressiva redução da taxa de juros esgotaram-se em meados do ano 2000, antes, portanto, do agravamento da situação externa e da recente percepção da crise de energia instaurada no País. O câmbio flutuante fez as exportações brasileiras retomarem considerável velocidade de expansão — cerca de 15% anuais. Contudo, dada a abertura comercial promovida na década de 90, o crescimento econômico brasileiro passou a ser possível somente através de importações mais aceleradas do que no passado. Disso resultou que, sob pressão da expansão da atividade produtiva — um pouco superior a 4% anuais —, as contas correntes externas do País voltaram a deteriorar-se no segundo semestre de 2000 (o déficit corrente, como percentagem do PIB, aumentou de 4,04% em agosto para 4,38% em dezembro). Com a deterioração das contas correntes, o real passou a desvalorizar-se, incrementando o custo de manutenção da dívida pública líquida e fazendo a relação  $d$  expandir-se.

É claro que a deterioração do ambiente externo e a constatação da crise de energia tornaram ainda mais problemática a gestão de curto prazo da economia brasileira no presente ano. Com isso, a confiança na política econômica de curto prazo foi sendo gradualmente abalada. Como resultado, vem trocando de sentido a antes citada retroalimentação entre taxa de juros interna, crescimento econômico, relação dívida pública/PIB e confiança depositada na política econômica de curto prazo.

Por fim, dirige-se o olhar para o futuro. A política econômica de curto prazo do País tornar-se-á progressivamente mais restritiva nos próximos meses. Parece não haver outra alternativa, em vista da concomitante ocorrência de fatos tais como: (a) a retomada da expansão dos déficits externos em conta corrente; (b) o agravamento da situação econômica internacional; (c) os rígidos obstáculos opostos à expansão ou, até mesmo, à manutenção do atual nível de atividade produtiva derivados da crise de energia; e (d) a elevação, nos últimos meses, da velocidade de expansão dos preços internos, pondo em sério risco a consecução da meta de inflação estabelecida para o ano 2001.

Entre os mecanismos de imposição da política restritiva estará, com certeza, a elevação das taxas básicas de juros. Com taxas de juros mais elevadas e com a decorrente desaceleração do produto, o crescimento da relação dívida

pública/PIB em vigor desde a segunda metade de 2000 será mantido, se não, acelerado. Aliás, aceleração do crescimento de  $d'$  é o que mostra a última linha da Tabela 2, a partir de suposições bastante razoáveis para o comportamento futuro da taxa real de juros e da atividade produtiva. O risco que daí deriva é o de que, a partir do insucesso da política fiscal, se imponha o esvaziamento da sua congênere monetária. A intensa desvalorização do real e a frenética procura de *hedge* percebida atualmente no mercado financeiro nacional não são muito mais do que uma expressão do mesmo risco. Com a política monetária esvaziada, um surto inflacionário, a fuga de capitais externos e a recessão seriam inevitáveis.

Não por acaso, nos últimos tempos, têm surgido notícias, aparentemente, desconectadas, que dão conta de intenções de aumentar as metas de superávits fiscais e de negociar novo acordo com o FMI. Medidas preventivas devem ser sempre bem-vindas, ainda mais em se tratando de assunto tão delicado e importante. Contudo talvez fosse o caso de dar-se conta de que a produção recorrente de ajustes fiscais pode não se constituir em base suficiente para garantir estabilidade duradoura. É difícil imaginar que a estabilidade e, a partir dela, o crescimento econômico possam ser duradouros enquanto este último apresenta a tendência de produzir déficits externos tão elevados quanto o que se observa atualmente. E não parece que a geração de superávits fiscais contribua para reverter a mesma tendência.

## Bibliografia

- ALMEIDA, Pedro Fernando Cunha de (2000). A recuperação econômica brasileira: do que ela é feita? **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.28, n.3, p.137-166.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). BACEN. Disponível em : <http://www.bcb.gov.br> (diversos números no *site*). Acesso até 30 jun. 2001.
- NOTAS PARA A IMPRENSA (2001). BACEN. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br> (diversos números no *site*). Acesso até 30 jun. 2001.
- RESULTADO DO TESOURO NACIONAL (2001). Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional/Ministério da Fazenda, v.7, n.5, maio.
- SOUZA, Enéas Costa de (1999). A ópera das três questões. **Indicadores Econômicos FEE**, Porto Alegre, v.27, n.1, p. 70-83.