

Adequação do déficit público global como indicador para política de estabilização*

Valdir Ramalho**

O déficit público global resulta da consolidação dos orçamentos de todas as entidades governamentais, ou seja, do confronto de todas as receitas e despesas, inclusive despesas não-fiscais, tais como inversões financeiras (acumulação de divisas, concessão de crédito); é coberto pelo acréscimo do total das obrigações exigíveis e não-exigíveis (tais como base monetária) do setor público. As diversas facetas da política de estabilização (políticas fiscal, monetária, de crédito governamental, de dívida pública ou de taxa de juros, de fomento) limitam-se mutuamente através da restrição orçamentária e só o déficit público global expressa plenamente essa vinculação. Ademais, esse déficit mostra quando se executa uma política monetária apertada que não se sustentará. Se as metas de política de estabilização incluem alívio de taxa de juros real, pelo menos para alguns setores, ao lado da queda da inflação, então o déficit público global não é menos importante, como indicador de política econômica, do que a base monetária, os déficits fiscal, do tesouro, etc. No cômputo do déficit global devem-se incluir todas as entidades públicas que têm vinculação orçamentária com o governo central (federal, estadual ou municipal), com as autoridades monetárias ou com qualquer outra entidade pública que tenha tal vinculação; ou seja, incluem-se aquelas que recebem transferências ou empréstimos da outra, ou que possuem em seu orçamento despesa ou receita administrada pelos ditames da política econômica do governo central.

1. Introdução; 2. Déficit real versus nominal; 3. A consistência do déficit público global; 4. Abrangência do setor público

1. Introdução

Na escolha de indicadores do impacto do setor público sobre a demanda agregada, em geral o déficit público global em unidades monetárias correntes tem sido preterido em favor de conceitos menos abrangentes (tais como o déficit fiscal e o déficit pelo critério das contas nacionais) e

* Versão ligeiramente revista de *O déficit público global como indicador consistente para política de estabilização* (CEMEI, dez. 1986) e *Déficit público global e abrangência do setor público* (CEMEI, dez. 1986). O autor agradece os comentários de colegas do CEMEI e especialmente de Maria da Conceição Silva (Inpes/Ipea).

** Do Centro de Estudos Monetários e de Economia Internacional (CEMEI/IBRE) da Fundação Getúlio Vargas.

quantificados em termos reais (Eisner, 1984; Dewald, 1985; Cysne, 1985; Rossi, 1985). Tendo já defendido a tese de que déficits em termos reais são medidas inadequadas daquele impacto (Ramalho, 1983a, 1983b; 1986a), abordaremos alguns aspectos deste tema apenas de passagem no item 2. No item 3 mostraremos por que o déficit público global é um indicador consistente para acompanhamento da atuação do setor público no que diz respeito a política de estabilização. No item 4 desenvolveremos considerações básicas sobre a abrangência do conceito de setor público na determinação do déficit global.

2. Déficit real versus nominal

A exemplo de muitos outros, Eisner (1984) e Dewald (1985) sugerem que déficits medidos a preços correntes exageram a magnitude do problema — quando ajustados para subtrair os efeitos da inflação, os orçamentos exibem déficits menores, ou até superávits. Apreciando as projeções orçamentárias para 1986 relativas ao governo federal norte-americano, Dewald afirma que elas revelam um quadro mais otimista quando recalculadas em termos reais, mostrando que o déficit está “sob controle” e desaparecerá dentro de alguns anos sem necessidade de taxaço adicional ou de novos cortes de gastos.

Em nenhuma passagem de seu artigo Dewald atribui qualquer importância econômica a indicadores de déficit em termos nominais; pelo contrário, embora isso não seja dito explicitamente, tem-se a impressão de que somente o déficit em termos reais é um indicador macroeconômico correto, sendo o único a exibir o verdadeiro estado do orçamento governamental. Eisner (1984, p. 142) declara sua preferência pelo déficit corrigido de efeitos inflacionários, afirmando que o déficit nominal não merece ser o centro das atenções, pelo menos de quem está preocupado com análise econômica. Contudo, a despeito de Eisner (1984), Dewald (1985) e outros, este desprezo pelo déficit nominal não procede à luz do conhecimento econômico.

base da preferência pela quantificação do déficit em termos reais parece ser a tradição dos modelos *IS-LM*, nos quais os agregados da curva *IS* (que incluem os gastos do governo na despesa agregada e a receita governamental na renda) aparecem em termos reais. De acordo com essa tradição, a política fiscal e a política monetária são representadas separadamente como deslocamentos da curva *IS* e da curva *LM*, respectivamente. Mesmo os estudos da restrição orçamentária do governo (Christ, 1968, 1979; Blinder & Solow, 1974), explicitando como a política fiscal e a política monetária estão vinculadas, não parecem ter abalado a tradição de representá-las em separado; aparentemente, raciocina-se que variações na dívida pública permitem que se possam fazer as duas políticas divergirem de

direção até mesmo ao longo de todo o ciclo econômico, quaisquer que sejam os níveis de demanda agregada, do endividamento público, da taxa de juros ou da taxa de expansão monetária.

Contrariando a preferência exclusivista pela quantificação do déficit em termos reais, recentemente chamamos a atenção para uma consequência inesperada da restrição orçamentária do governo — o déficit em termos reais (em unidades monetárias de poder de compra constante, ou em percentagem do PIB) é um indicador enganoso do grau de aperto ou frouxidão de políticas de estabilização macroeconômica: só por coincidência o que se interpreta com base em tal indicador como aperto ou afrouxamento de política macroeconômica representa, de fato, impacto do governo sobre a demanda agregada na direção presumida. Para compreensão desse resultado, é necessário prestar atenção a certos aspectos da relação entre os diversos modos de atuação do setor público sobre a economia a nível agregado (política fiscal, política monetária, política creditícia, etc.); esses aspectos não são enfocados na análise convencional do tipo *IS-LM*, pois fazê-lo requer a percepção de algumas consequências da restrição orçamentária.

Dentre eles, cabe notar que em geral as variações no montante ou na taxa de expansão da base monetária não estão desvinculadas das alterações nos gastos e nas receitas do governo, já que uma parcela ou todo o déficit pode ser monetizado. Ora, monetaristas e keynesianos estão de acordo que expansões monetárias aumentam a demanda agregada, enquanto contrações monetárias a reduzem. Isso significa que, na extensão em que são monetizados, déficits governamentais têm consequências inflacionárias (ou de aumento da atividade econômica como primeiro e transitório impacto, ou mesmo como impacto duradouro em situações de depressão).

Tais observações podem parecer triviais, mas demonstram a impropriedade de um dos argumentos em prol da preferência exclusiva por indicadores de déficit público em termos reais. Alega-se que somente gastos do governo em termos reais afetam a despesa agregada e somente a arrecadação real diminui a renda disponível do setor privado. Aumentos dos gastos do governo que meramente refletem a inflação (tais como a parcela dos juros da dívida pública que compensa os credores do governo pela inflação) presumidamente não têm impacto macroeconômico, já que são exatamente compensados por paralelo aumento da renda agregada nominal por conta da inflação (não tendo por que alterar a posição do setor público no total da renda agregada e, portanto, não tendo por que alterar o nível dessa renda).

Esse raciocínio é obviamente centrado na curva *IS*, preocupando-se exclusivamente com efeitos reais de alterações do comportamento do governo em termos reais. Mas não procede empregá-lo para negar que o

déficit nominal do governo seja relevante como indicador de política de estabilização macroeconômica. Política de estabilização inclui política monetária, algo sobre que monetaristas e keynesianos estão de acordo. É parte essencial da política monetária a escolha da proporção em que o déficit público será monetizado; e, no caso, o déficit que interessa é o déficit nominal, porque este é o que afeta a expansão nominal da base monetária. Como o volume (ou a taxa de expansão) da oferta monetária nominal é determinante crucial da renda agregada nominal, segue-se que o déficit público nominal é um indicador importante da pressão do governo na determinação das trajetórias dos instrumentos de política de estabilização.

Afirmar que o déficit nominal do governo é irrelevante para política de estabilização equivale a negar que se inclua no âmbito dessa política a preocupação com o nível ou a taxa de crescimento da renda agregada nominal; ou mais especificamente, negar que o problema da inflação seja objeto dessa política. Contrariamente a isso, por exemplo, mesmo que o déficit do governo se mantenha constante em termos reais, seu aumento em termos nominais poderá resultar em maior inflação, ao traduzir-se em maior expansão monetária.

Não é verdade que somente os gastos e receitas do governo em termos reais afetam a demanda agregada; a parcela monetizada do déficit nominal altera o nível ou a taxa de expansão da oferta de moeda, que por sua vez tem impacto sobre a demanda nominal de bens e serviços tão logo o mercado monetário começa a ajustar-se. Assim, a manutenção ou mesmo a queda do déficit real do governo pode ser o resultado final da elevação do déficit nominal, após a conseqüente elevação da demanda nominal ter-se traduzido ao menos parcialmente em mudança do nível geral de preços. Mesmo os gastos do governo com a parcela de correção monetária da remuneração da dívida pública podem ter impacto sobre a demanda agregada, caso se materializem em incremento da base monetária. Ademais, cabe lembrar que são afetadas por variações nominais tanto a demanda agregada em termos nominais, como aquela em termos reais — somente assim se explica, por exemplo, que modificações na oferta de moeda ou na taxa esperada de inflação possam influenciar o mercado de bens. Esse é um fato simples que nem sempre aparece nas análises *IS-LM*, porque evitam enfocar situações de desequilíbrio.

É verdade que aumentos dos gastos nominais do governo podem ser exatamente compensados por aumentos da renda nominal, de modo a não alterarem a posição relativa do setor público na economia ou o seu peso com termos reais. Mas não é legítimo inferir daí que o déficit nominal em geral não tenha impacto macroeconômico, já que não é de outra natureza seu impacto sobre o nível de preços ou a taxa de inflação. A opinião contrária, inspirada na tradição das análises *IS-LM*, comete

a falha de ver o efeito do comportamento do governo apenas quando descrito pela curva *IS*, implicitamente repudiando sua atuação sobre o mercado monetário (expressa na curva *LM*). Mas os acréscimos de moeda por conta do déficit público representam, sem dúvida, impacto macroeconômico do setor público.

Somente em um tipo particular de situação, quando o déficit público é coberto integralmente com endividamento exigível (isto é, com expansão das obrigações não-monetárias do governo) ao longo de toda a extensão do ciclo econômico, pode-se dizer que o déficit nominal é irrelevante para determinação da demanda agregada; afinal, nesse caso evita-se que o déficit nominal do governo gere variações no volume ou na taxa de expansão da base monetária. Presume-se então que, se algum déficit afeta a demanda agregada, é o déficit em termos reais (na verdade, por outras razões, mesmo assim este não é o indicador apropriado do impacto do governo sobre a demanda agregada real; mas não desenvolveremos esse tema aqui, preliminarmente tratado em Ramalho, 1986b).

São bem mais freqüentes as situações em que o governo recorre à monetização do déficit em pelo menos algumas fases do ciclo econômico. Nesse caso, o déficit nominal mantém sua importância. Mesmo nos anos em que o déficit não é monetizado, as despesas com juros resultantes da preferência por endividamento afetam o tamanho do déficit nominal para os anos seguintes e, portanto, são relevantes para determinação da expansão monetária quando eles voltarem a ser monetizados. Não procede a possível objeção de que somente o crescimento real da dívida pública (ou o crescimento da razão dívida/PIB) deva ser considerado; pois a taxa nominal de juros é determinada por demanda e oferta nominais de fundos financeiros. E os gastos nominais do governo com juros da dívida pública são importantes, já que fazem parte do déficit nominal do governo.

Assim, por exemplo, suponhamos que o governo se limite a reduzir a proporção em que monetiza seu déficit, aumentando o endividamento em uma situação de déficit e dívida já suficientemente grandes; dada a defasagem da reação da inflação à menor expansão monetária, um primeiro resultado plausível poderá ser um déficit nominal maior no período seguinte, por conta do aumento das despesas nominais com juros. Mesmo constante o déficit real, um maior déficit nominal significará maior expansão monetária mais cedo ou mais tarde, a menos que o governo diminua ainda mais o grau de monetização do déficit (implicitamente reconhecendo, com isso, a importância do déficit nominal). É claro que a inexorabilidade ou não desse cenário depende das magnitudes de certos parâmetros de caráter macroeconômico. Contudo, as experiências dos países em inflação aguda e hiperinflação ilustram o quão insustentável é reduzir expansão monetária sem corte no déficit público. Cabe lembrar ainda que, dado o déficit primário (déficit exclusive serviço da dívida) em termos reais,

mudanças no grau de monetização do déficit primário nominal afetam o crescimento da relação dívida/PIB e, portanto, afetam também a evolução da taxa de juros real.

Em resumo: a política de estabilização inclui pelo menos a política fiscal, a política monetária, a política de crédito governamental e a política de dívida pública (ou, visto sob outro prisma, a política de taxas de juros). A tradição da análise *IS-LM* vê tais políticas sendo determinadas separadamente; em oposição a isso, os estudos da restrição orçamentária do governo mostram que estão vinculadas entre si. Isso traz uma consequência crucial, embora pouco percebida: como a taxa de expansão nominal do dinheiro é um determinante importante da demanda agregada, essa vinculação torna também importante acompanhar a evolução nominal dos outros componentes da restrição. Caso esses sejam estabelecidos e acompanhados apenas em termos reais, torna-se incontrollável a taxa de expansão monetária.

3. A consistência do déficit público global

Constatado que o déficit público em termos nominais é um indicador apropriado de política de estabilização, resta ainda investigar se ele deve incluir globalmente todas as operações de gastos e receitas do setor público, ou se deve ser menos abrangente. Para fazê-lo, relembremos que um atributo crucial do déficit público como indicador de política de estabilização consiste na informação que veicula a respeito do impacto do governo sobre o mercado monetário.

A execução da política monetária é normalmente acompanhada a partir da evolução do comportamento do multiplicador bancário e das contas das autoridades monetárias (em particular, da base monetária). Porém, o teor informativo dessas contas é deficiente em determinadas situações, que tipicamente ocorrem em economias com inflação aguda (ou à beira da hiperinflação) e com persistentes déficits públicos. Referimo-nos às situações em que são promovidas reduções da expansão monetária mediante a aceleração do crescimento das obrigações não-monetárias de um governo já fortemente endividado; neste caso, aquelas reduções comumente têm, como contrapartida, acelerações da expansão monetária em períodos subseqüentes, já que o peso dos acréscimos da dívida (seu impacto sobre a taxa de juros da economia e a elevação do déficit via despesas com juros) impede que esta forma de financiamento possa ser usada indefinidamente. A deficiência dos indicadores monetários tradicionais decorre de ignorarem que a evolução da base monetária não depende apenas das contas das autoridades monetárias — através da restrição orçamentária do setor público, ela está intimamente vinculada à evolução do endividamento convencional e do déficit do setor governo como um todo.

Uma política monetária corretamente formulada preocupa-se não apenas com o montante ou a taxa de expansão do dinheiro em um período isolado de tempo (como o ano corrente), mas com toda a trajetória dessa expansão ao longo de um ciclo inteiro (na prática, ao longo de vários anos). Para acompanhar melhor as perspectivas dessa trajetória, precisa-se de um indicador que não se deixe influenciar pelos casos de menor expansão obtida à expensa de maior emissão de títulos públicos; que, em vez disso, forneça uma informação ajustada para levar em conta a possibilidade de uma menor expansão monetária não ser sustentável (refletindo o que ocorre quando se promove redução dessa expansão ao mesmo tempo em que aumentam as chances de aceleração monetária para o futuro). Enfim, precisa-se de um indicador do que se poderia chamar de potencial de expansão da base monetária — que mostre a expansão máxima possível dentro de um dado período, correspondente ao que aconteceria se todas as operações e transações econômicas do setor público e das autoridades monetárias fossem financiadas por meio de aumento da base monetária. Obviamente, na posse desse indicador, a divergência constatada em um dado momento entre um “alto” potencial de expansão monetária e uma “baixa” taxa observada de expansão monetária poderá ser corretamente interpretada como informação de que a momentânea política apertada é insustentável.

Na medida em que o setor público se financie apenas em parte com aumentos de base, como acontece comumente, o indicador serve para averiguação das perspectivas efetivas dessa expansão. Isto porque, a menos que sejam tomadas medidas para reduzir o montante total do acréscimo das obrigações do setor público (exigíveis e não-exigíveis) quantificadas pelo indicador, a taxa de expansão monetária no presente poderá estar subestimando o patamar para onde a mesma tende a evoluir. É claro que esse raciocínio tem menos importância quando o peso da dívida convencional do setor público na economia é muito pequeno — nesse caso estaria ainda longe o dia em que a expansão monetária tenderia à explosão; mesmo assim, o indicador teria importância em análises de longo prazo, tendo em vista que uma razão vital para a sua construção permaneceria válida: ao possuir um déficit primário, o setor público não pode se financiar ilimitada e indefinidamente tomando empréstimos, uma vez que a remuneração dos mesmos eleva as despesas, ampliando o desequilíbrio orçamentário preexistente.

3.1 Déficit pela ótica da geração de obrigações

Como construir tal indicador? A resposta a esta questão adquire contornos mais precisos quando se tem em conta a principal característica do mesmo — deve ser uma expressão do que se convencionou chamar “restrição orçamentária do governo”. Isto decorre imediatamente do critério de que ele deve refletir todo o impacto potencial do déficit público sobre a base

monetária, não se deixando afetar pelas reduções da expansão da base que resultam de mera substituição da forma de financiamento. Em outras palavras, deve veicular informações concernentes ao fato de que existe um entrelaçamento entre expansão da base monetária, $M(t) - M(t-1)$, endividamento convencional, $B(t) - B(t-1)$, e déficit público em sentido amplo, $G(t) - T(t) + i \cdot B(t-1)$, onde $G(t)$ designa despesas e aplicações do setor governo no período t , exceto aquelas com juros; $T(t)$ designa a receita do mesmo; i e $B(t-1)$ simbolizam, respectivamente, a taxa média de juros paga aos credores do governo e o montante da dívida pública convencional no período $t-1$. A vinculação é representada pela equação:

$$G(t) - T(t) + i \cdot B(t-1) = B(t) - B(t-1) + M(t) - M(t-1) \quad (1)$$

O lado direito da equação representa o acréscimo das obrigações exigíveis e não-exigíveis do governo, isto é, mostra como o governo financia o montante de suas operações que excede a receita pública; o lado esquerdo representa o que é financiado. A equação sugere imediatamente uma especificação para o indicador buscado — que este se identifique com o que é representado por qualquer um dos lados da mesma. Trata-se de uma concepção de déficit tão abrangente que corresponda à geração de novas obrigações pelo setor público. É óbvio, portanto, que o indicador que buscamos já existe: trata-se das “necessidades de financiamento do setor público” (NFSP), assim chamado porque mede o déficit público global através do acréscimo das obrigações do governo, forma em que ele é mais fácil de ser mensurado.

As NFSP medem simultaneamente o fluxo das operações de financiamento do setor governo e o déficit público global, que se equivalem em magnitude. De saída, portanto, esse indicador não deve ser confundido com outras medidas de resultado do setor público, tais como déficit operacional do setor público, déficit fiscal, déficit corrente do governo, déficit de caixa do Tesouro ou déficit de caixa das autoridades monetárias. Por construção, a quantificação das NFSP envolve levar devidamente em conta o impacto de despesas ou receitas outras que não as operacionais, fiscais, correntes, etc., desde que contribuam para aumentar ou diminuir a expansão da soma da base monetária com o endividamento exigível. A interpretação das NFSP como indicador consistente do déficit público para política de estabilização sugere que o mesmo deve espelhar o déficit público global no sentido da consolidação orçamentária das diversas entidades e agências do setor público. O indicador é consistente no sentido de que mede todo o impacto imediato das despesas e receitas do setor público de interesse para política de estabilização, inclusive o impacto sobre a política monetária; e, ao fazer isso, mede o impacto potencial (capacidade presente de afetar toda a trajetória da expansão monetária) e não apenas o acréscimo

presente de base monetária (que pode refletir apenas uma situação transitória).

Portanto, na medida em que é um indicador de política de estabilização como um todo, não pode ser tomado por medida de alcance mais limitado, como seria o caso de um indicador de política fiscal ou um indicador de política monetária (no sentido convencional). E na medida em que procura refletir o potencial de expansão da base monetária, não deve abranger apenas o governo no sentido altamente restrito das contas nacionais, mas todas as entidades públicas que em conjunto contribuem para a expansão ou contração das obrigações do setor público perante o setor privado (inclusive setor externo).

Desse modo, cabe notar o seguinte a respeito da interpretação da equação (1) : sua concepção de setor público deve ser tão abrangente a ponto de incluir também *pelo menos* as autoridades monetárias. Entende-se a mesma como se referindo exclusivamente ao setor público em sentido mais restrito (governo central) somente no caso em que as autoridades monetárias nunca financiam operações de interesse governamental (nem mesmo comprando no mercado aberto títulos públicos que não sejam de sua emissão); nesse caso, contudo, tem-se $M(t) - M(t-1) = 0$ na equação. Poderíamos ter $M(t) - M(t-1) \neq 0$ e interpretar (1) como incluindo apenas uma rubrica do orçamento das autoridades monetárias, a própria expansão da base, no caso em que esta se destina integralmente ao financiamento do governo e, ao mesmo tempo, a única forma pela qual este se financia é junto àquelas autoridades. Exceto nesses casos particulares, não há equivalência entre as duas rubricas críticas do orçamento dessas autoridades, a de crédito concedido ao restante do governo e a de expansão das obrigações monetárias; de modo que qualquer tentativa de incluir em (1) apenas parte do orçamento das autoridades monetárias exigirá imputações arbitrárias. Portanto, no caso mais geral, é esclarecedor desdobrar a equação (1) em pelo menos duas componentes, representativas de dois segmentos do setor público — as autoridades monetárias e o resto do setor público. O comportamento das autoridades monetárias passa a ser representado pela equação:

$$Cp(t) - Cp(t-1) + Cg(t) - Cg(t-1) + R(t) - R(t-1) = B(t) - B(t-1) + M(t) - M(t-1) + P(t) - P(t-1) \quad (2)$$

onde cada termo simboliza as alterações no saldo de uma conta do orçamento monetário:

- $Cp(t) - Cp(t-1)$: variação no crédito concedido ao setor privado;
- $Cg(t) - Cg(t-1)$: variação no crédito concedido ao restante do setor governo;

- $R(t) - R(t-1)$: **variação nas reservas internacionais;**
- $M(t) - M(t-1)$: **variação na base monetária;**
- $B(t) - B(t-1)$: **variação no estoque de títulos públicos transacionáveis no mercado e em mãos do setor privado;**
- $P(t) - P(t-1)$: **variação no passivo não-monetário.**

Os títulos do Tesouro absorvidos pela carteira das autoridades monetárias são computados em $C_g - C_g(t-1)$. Para simplificar o raciocínio, sem prejuízo das conclusões de interesse, supõe-se que isso acontece com todos eles e que paralelamente essas autoridades emitem os únicos títulos do governo vendidos ao público em operações de mercado aberto. Em boa parte isso simula a situação brasileira, onde somente o Banco Central coloca e retira títulos do Tesouro das mãos do público.

O comportamento do setor público não-financeiro passa a ser representado pela equação:

$$G(t) - T(t) + i. B(t-1) + j. D(t-1) = C_g(t) - C_g(t-1) + D(t) - D(t-1) \quad (3)$$

onde a interpretação dos símbolos algébricos $G(t)$ e $T(t)$ deve ser estreitada para referir-se apenas ao setor público exclusive autoridades monetárias. $D(t)$ e $D(t-1)$ designam as obrigações exigíveis do setor público em formas outras que não o lançamento de títulos negociáveis no mercado aberto, nos períodos t e $t-1$ e j designa a sua taxa média de remuneração.

A consolidação do setor público abrangendo as autoridades monetárias é representada pela soma algébrica lado a lado das duas equações, cancelando-se os termos redundantes:

$$G(t) - T(t) + i. B(t-1) + j. D(t-1) + C_p(t) - C_p(t-1) + R(t) - R(t-1) = B(t) - B(t-1) + M(t) - M(t-1) + D(t) - D(t-1) + P(t) - P(t-1) \quad (4)$$

A equação (1) tem o mesmo significado de (4), desde que se entenda $G(t)$ na primeira como abarcando todas as despesas de capital do setor público (portanto, incluindo as operações representadas por $C_p(t) - C_p(t-1) + R(t) - R(t-1)$ na segunda; e $B(t) - B(t-1)$ na primeira como abarcando também as operações de endividamento exigível portanto, incluindo as operações representadas por $D(t) - D(t-1) + P(t) - P(t-1)$ na equação (4). A explicitação dos componentes do lado esquerdo da equação (4) mostra que o sentido de "déficit público global" associado ao mesmo é muito mais abrangente do que certas noções usuais; corresponde literalmente a uma consolidação contábil dos diversos orçamentos das entidades públicas, e não meramente ao saldo das despesas e receitas de interesse para as contas nacionais.

Estas últimas englobam apenas duas classes de operações econômicas do governo: as que originam despesas e receitas correntes e as que redundam em despesas de capital no sentido macroeconômico (incluindo-se aqui

somente aplicações em novos bens de capital real). Em contraste com isso, o conceito de “déficit público global” associado ao lado esquerdo da equação (4) abrange também as operações do governo (inclusive das autoridades monetárias) que correspondem a despesas com aplicações financeiras (geração de haveres financeiros para o governo, e o caso menos importante de aquisição de bens reais de segunda mão).

Talvez a conceituação de “déficit público global” de maneira tão ampla pareça extravagante a quem não esteja familiarizado com a idéia; sendo assim, convém lembrar que ela é relevante, na medida em que:

a) é uma expressão da restrição orçamentária do governo, permitindo decompô-la em apenas três classes de elementos: expansão de base monetária, endividamento exigível e déficit público;

b) ao incluir as aplicações financeiras do setor público, mostra que, exatamente como as operações correntes ou de investimento macroeconômico, essas aplicações envolvem o governo em um mesmo esquema básico de alternativas quanto à maneira de cobri-las: deverão ser financiadas com expansão de base monetária ou com aumento do endividamento convencional do governo; caso contrário, deverão ser cobertas por reduções de gastos ou de outras aplicações do governo, ou por aumentos de tributos;

c) é coerente com a técnica orçamentária de entidades públicas, já que consiste em uma simples consolidação desses orçamentos (com a devida eliminação de duplicações). Isso só pode causar estranheza como resultado do vício profissional do economista quando vê o setor público apenas pelo ângulo de sua contribuição ao produto ou à despesa agregada;

d) mostra que, ao contrário do que freqüentemente se diz, as alternativas de reduzir de modo sustentável a expansão monetária (ou, se quiserem, as alternativas de reduzir a expansão monetária sem pressionar as taxas de juros livres do mercado privado de crédito) não se limitam apenas a elevar impostos, cortar gastos correntes ou reduzir investimentos reais do setor público.

3.2 Déficit global e política econômica recente

Durante a administração Figueiredo e o primeiro ano da administração Sarney, freqüentemente alegou-se impossibilidade de reduzir despesas governamentais como justificativa para aumentos de tributos visando aliviar o desajuste orçamentário do setor público (“reduzir o déficit público”). A alegação era de que cortes nas despesas correntes ou comprometeriam a prestação dos serviços públicos ou não dariam contribuição de peso para redução do déficit (caso de demissões de pessoal); a remuneração da dívida não poderia ser atrasada ou suspensa sem conturbar drasticamente os mercados financeiros; e os gastos de investimento, quando já não tinham sido cortados, também não poderiam ser diminuídos sem afetar negativa-

mente a qualidade da infra-estrutura dos serviços públicos ou a continuidade das operações de empresas públicas.

Claramente, a alegação levava em conta apenas gastos correntes (inclusive remuneração da dívida pública) e de capital no sentido macroeconômico. Mas a equação (4) mostra que tal alegação, mesmo se aceita como premissa, não serviria como justificativa para aumentos de tributos, uma vez que as alternativas mencionadas não são as únicas; omitiu-se uma terceira maneira de diminuir o déficit público global, que seria cortar as despesas de capital que não são investimento macroeconômico (o que inclui cortar a expansão dos empréstimos e de outras aplicações das autoridades monetárias).

O erro de limitar o leque de alternativas para afetar o déficit público global decorre sobretudo de raciocinar-se a partir de um conceito mais convencional de déficit público, o déficit fiscal; ou, na melhor das hipóteses, a partir da agregação do déficit fiscal com o resultado consolidado das empresas estatais. Contudo, para levar em conta certas peculiaridades da economia brasileira (tais como a existência de operações de crédito comercial e de fomento realizadas pelas autoridades monetárias; a compra e estocagem de mercadorias agrícolas pelo governo central, etc.), uma análise dos desajustes orçamentários do setor público tem que se basear em informações que ultrapassem aquelas fornecidas pelos déficits fiscal e das estatais. Portanto, em princípio pelo menos, o conceito de necessidades financeiras do setor público seria mais adequado à análise do setor público brasileiro do que os conceitos convencionais de déficit, ao contrário do que freqüentemente se alegou. Os indicadores de déficit fiscal, por exemplo, são inteiramente inapropriados para medir o impacto do conjunto das atividades governamentais em termos de política de estabilização, uma vez que abundam formas dessas atividades que não se classificam facilmente nas categorias tradicionais de “fiscais” ou “monetárias”. E em termos de atividades não-convencionais pelo menos, a atuação econômica do setor público brasileiro é bastante “sofisticada”.

O déficit fiscal é útil para várias finalidades — por exemplo, para medir a contribuição ou o impacto direto do governo central nas contas nacionais. Mas, do ponto de vista de sua aplicação prática no planejamento, acompanhamento e execução de política de estabilização, apresenta a notável deficiência de ignorar uma das maiores contribuições da macroeconomia nas últimas décadas, a restrição orçamentária do governo; em outras palavras, raciocinando-se com base no déficit fiscal apenas, deixa-se de lançar mão do importante fato de que a política fiscal concernente não é econômica e financeiramente independente da política monetária, da política creditícia, da política de dívida pública, etc. Em termos de política de estabilização, a utilidade do déficit fiscal é sobretudo acadêmica, no debate teórico entre monetarismo e keynesianismo; à prática da política macroeconômica

pouco interessam indicadores de política fiscal pura, pelo menos a partir do momento em que existam indicadores mistos e mais gerais.

Note-se que o grande impulso para a compreensão da restrição orçamentária foi dado por alguns dos mais competentes keynesianos, como Christ, Blinder e Solow, sendo irônico que as NFSP sejam conhecidas principalmente pelo seu emprego nos programas econômicos patrocinados por acordos com o FMI, órgão tido por "monetarista". Aliás, a equação da restrição já aparece explicitamente em Modigliani (1963, p. 93), fato pouco mencionado.

Em suma, tendo em vista a restrição orçamentária do governo, especialmente a sua interpretação mais detalhada na equação (4), vê-se que é impróprio classificar as NFSP como indicador de déficit fiscal. Certas medidas que afetam as NFSP nada têm a ver com política fiscal ou, pelo menos, é duvidoso que se enquadrem no campo abrangido por tal política (tais como medidas relativas a operações de empresas estatais que produzam bens tipicamente de caráter privado). As NFSP são um indicador de descompasso ou desajuste financeiro, ou melhor, caso se queira um termo mais neutro, de modificações na posição financeira — resultado do confronto entre origens e aplicações de fundos, equivalendo à geração de novas obrigações para com os setores privado e externo; sua característica essencial é refletir a interdependência entre medidas de política fiscal, monetária, creditícia e outras.

Já mencionamos que a principal utilidade das NFSP é ser uma medida global e consistente da política de estabilização; global, no sentido de abarcar a ação do setor governo como um todo (na forma de receitas e despesas de todo tipo), e não apenas as operações caracterizáveis como de política fiscal ou monetária; consistente, no sentido de não se deixar enganar por diversos tipos possíveis de atuações transitórias de política econômica, tais como contração monetária com déficit global crescente, expansão monetária com déficit global decrescente.

A grande lição é que divergências entre a política de déficit público e a política monetária não são sustentáveis por muito tempo, e isto conflita com a visão presentemente dominante entre os economistas, segundo a qual déficits e inflação não estão sistematicamente relacionados. A visão dominante tem contra si a impressionante frequência com que as experiências de inflações agudas e crônicas são precedidas e acompanhadas por déficits públicos, e a seu favor diversos levantamentos de ausência de correlação entre déficits e inflação (por exemplo, Hartman, 1981, p. 192-31). Contudo, essas análises estatísticas ou econométricas são falhas, por empregarem indicadores enganosos de política de estabilização (tais como déficits menos abrangentes e em termos reais ou em percentagens de PIB).

3.3 Preocupação com taxa de juros

O indicador NFSP é também particularmente útil para acompanhamento de programas econômicos que pretendam simultaneamente combater inflação e reduzir taxas de juros reais pagas em empréstimos tomados pelo setor privado. O raciocínio no emprego do indicador é o de que o combate à inflação requer redução do crescimento da base monetária; mas se isso não se fizer em consonância com diminuições do déficit público global, o setor governo terá que aumentar sua demanda de fundos junto ao setor privado e ao setor externo. Como não há acesso ilimitado e indefinido a fundos do exterior, a partir de certo ponto o aumento de demanda deslocar-se-á para o setor interno. Em consequência, elevar-se-ão as taxas de juros nos segmentos livres do mercado de crédito (mais precisamente, nos segmentos onde há livre contratação das taxas de juros, a oferta de fundos é privada e a demanda pública adiciona-se à demanda privada).

Em contraste com isso, uma política de simultânea desaceleração monetária e seguidos cortes no déficit público global gera as condições favoráveis a queda de inflação lado a lado com redução das taxas de juros reais nos segmentos livres do mercado de crédito. Nesse caso, a política monetária não é contrabalançada por maior pressão do setor público no mercado de fundos emprestáveis.

As situações para as quais esse raciocínio com base nas NFSP é útil são aquelas em que interessa à política econômica minorar o custo dos empréstimos contratados pelo setor privado nos segmentos livres de crédito. Esse tem sido o caso do Brasil nos últimos anos, por exemplo, onde os segmentos livres de crédito incluem o crédito comercial e industrial e o crédito às pessoas físicas ou ao consumidor.

A política econômica brasileira quase nunca tem se preocupado com elevações do custo real dos empréstimos às famílias e consumidores; pelo contrário, a tradição brasileira de muitos anos é de que assessorem o mais alto poder da nação economistas com mentalidade jesuítica, cujo ideal parece ser o de que o consumo deva ser punido e reprimido, louvando-se irrestritamente o trabalho e a poupança. Em contraste, as taxas de juros do crédito industrial têm sido consideradas estratégicas, em virtude da preocupação com o impacto sobre o investimento industrial privado (*crowding-out*). Limitando-nos a expor expressões recentes dessa preocupação, podemos lembrar declarações de economistas que fizeram parte da presente administração federal, como Pêrsio Arida:

“(...) reduzir a taxa de juros é absolutamente essencial (...) É verdade que a poupança cresce, quando cresce a taxa de juros. Mas lembraria o efeito sobre investimentos. O que acontece? Quando sobe a taxa de juros, ninguém investe. (...) O setor privado investe pouco por causa da taxa de juros (...) Ora, então, reduzir a taxa de juros é absolutamente

essencial. É essencial do ponto de vista do déficit do governo, é essencial do ponto de vista do investimento privado (...)" (Brandão & Arida, 1986, p. 37-8).

O então Ministro João Sayad fez pronunciamento de teor semelhante:

"A redefinição do setor público, que está sendo desenhada e proposta, combina todos os instrumentos disponíveis para a redução imediata do seu desequilíbrio financeiro, permitindo a redução da taxa de juros aníveis que recuperem os investimentos privados. A estes compete, segundo o governo, liderar a recuperação da economia brasileira" (Sayad, 1985, p. 3).

O emprego das NFSP como forma de acompanhamento de uma política econômica interessada na redução das taxas de juros é útil em certas situações, não generalizadamente. A ressalva se deve ao fato de nem sempre se enfocarem como variáveis estratégicas exatamente as taxas de juros diretamente afetadas pela pressão de demanda do setor público de fundos. Assim, por exemplo, os raciocínios convencionais com modelos macroeconômicos dizem respeito imediatamente à taxa de juros média da economia; e embora em muitos casos o tamanho do déficit público global ou do seu endividamento exigível seja um importante (se não o principal) determinante direto da taxa de juros real média da economia, exatamente como mostram modelos macroeconômicos simplificados, isso não acontece invariavelmente de modo tão definido.

Em certas economias, como a do Brasil dos últimos anos, boa parte do déficit público global inclui, entre suas despesas de capital, vultosas operações de empréstimos governamentais ao setor privado (os setores agrícola e exportador são os principais beneficiados, no que se refere a esse país). Obviamente, tais operações afetam a oferta de fundos no sentido de manter ou até de baixar a taxa de juros média da economia, por se tratarem de empréstimos subsidiados. No caso brasileiro, por exemplo, na ausência de estimações econométricas, a conjectura que parece menos arriscada é a de que o déficit global não tenha aumentado nem diminuído a taxa de juros real média da economia, pelo menos até quando o país teve acesso a créditos externos providos voluntariamente.

É fato que, durante os anos 70 e 80, as tentativas de curto prazo de conter a expansão monetária (ou pelo menos conter a sua aceleração) sem paralelas reduções no déficit público redundaram em elevações das taxas de juros reais nos mercados de fundos *overnight* e, em consequência, nos segmentos de crédito comercial, industrial e pessoal. Contudo, tais elevações em geral contrabalançaram reduções da taxa de juros real no crédito subsidiado, ou, pelo menos, compensaram os esforços de manter baixo o custo desses empréstimos. Algo sumariamente, pode-se dizer que a política econômica do governo brasileiro desses anos elevou as taxas de juros do crédito comercial e industrial para absorver fundos, com os

quais supriu o crédito à agricultura e às exportações a taxas reais baixas (negativas, na maior parte do tempo).

Em suma, ainda que útil para acompanhamento de política econômica que considere estratégicas as taxas de juros afetadas pela demanda pública de fundos, as NFSP não são sempre o indicador adequado para raciocinar no que se refere à taxa de juros média da economia. A sua adequação nesse caso depende da existência ou não de atuação do setor público como supridor de fundos. É claro que podem ser empregadas nesses raciocínios certas estimativas incompletas das NFSP (tais como as patrocinadas por acordos do FMI) que não incluam na íntegra as despesas de capital do governo. Contudo, essas estimativas arriscam-se a não se beneficiar do papel essencial do conceito de déficit público global que, como mencionamos diversas vezes, consiste em fazer um acompanhamento global do caráter expansionista ou contracionista da política econômica levando em conta também seu impacto potencial em períodos futuros.

Quando o interesse é acompanhar a taxa de juros média da economia, a ausência de tabulações de fluxos de fundos pode ser parcialmente compensada pelo levantamento sistemático das retiradas líquidas ou injeções líquidas de fundos pelo setor público na forma de endividamento exigível. Sugerimos que se construa também um indicador de dívida líquida exigível do setor público, aproveitando a idéia básica do indicador dívida líquida do setor público, montado pelo Banco Central do Brasil. A idéia básica deste foi parcialmente prejudicada pela mistura de elementos que caberiam estar, ora em um indicador de necessidades de financiamento do setor público, ora em um indicador de dívida exigível do setor público.

Para servir ao monitoramento da taxa de juros média da economia, as informações dos acréscimos da dívida exigível do governo para com o setor privado devem ser diminuídas pelos acréscimos dos empréstimos do governo a esse setor. Comparado com o indicador construído pelo Banco Central, o que sugerimos difere principalmente em três aspectos:

- a) não se devem cancelar compromissos a vencer do setor público junto ao setor privado com valor similar de haveres reais do governo, tais como estoques de produtos agrícolas, etc. Deve-se ser fiel à idéia básica de estimar a contribuição líquida ou a absorção líquida de fundos pelo setor público por meio de obrigações exigíveis;
- b) não se deve computar no indicador o financiamento do governo por meio de expansão da base monetária. O impacto de expansões monetárias sobre a taxa de juros real difere essencialmente do impacto do endividamento exigível, por ser transitório e às vezes nem existir. Os dois tipos de impacto não devem ser misturados em um mesmo indicador;
- c) como o que interessa acompanhar é a taxa de juros média interna da economia, também não devem ser computados os acréscimos da dívida do setor público para com o resto do mundo.

Deve-se claramente ter em mente que indicadores como o sugerido aqui (dívida líquida exigível do setor público), assim como o levantado pelo Banco Central (dívida líquida do setor público), não devem ser tidos por substitutos do indicador NFSP, mas por veículos de informações adicionais. Em um indicador do déficit público global as operações de empréstimo do setor público ao setor privado devem ser incluídas explicitamente pelo seu valor bruto (em vez de cancelar as operações de endividamento exigível do governo), já que o objetivo daquele indicador é medir o descompasso orçamentário conjunto de todas as operações públicas (ou, mais precisamente, medir a demanda governamental de fundos sem excluir sua óbvia possibilidade de atendimento via expansão monetária). As operações de concessão de crédito pelo governo representam interesses típicos de governo e concretizam intenções de política econômica, nesse sentido tendo exatamente o mesmo caráter dos gastos correntes ou dos gastos em investimento macroeconômico.

4. Abrangência do setor público

A concepção básica do indicador de déficit público global é a de absorção pelo setor privado de novas obrigações financeiras e monetárias do governo. Isto corresponde às necessidades de financiamento do setor público, se a expressão for entendida literalmente; entretanto, por problemas de disponibilidade de estatísticas e outros de ordem prática, nem sempre a operacionalização do indicador necessidades de financiamento do setor público (NFSP) corresponde integralmente à emissão de novas obrigações pelo governo. Nos acordos com o FMI, por exemplo, tais indicadores abrangem apenas o setor público não-financeiro no lado esquerdo da equação da restrição orçamentária. A existência de diferenças entre conteúdo básico de indicadores e sua operacionalização não é de surpreender. Contudo, é pertinente explorar melhor as idéias básicas de um indicador, para evitar que o surgimento de dificuldades práticas na sua montagem dê ocasião, por falta de idéias mais claras, a distorções da idéia inicial.

Com esse propósito, desenvolvemos aqui algumas considerações sobre a abrangência do conceito de setor público na determinação do déficit global. Contudo, somos de opinião que se deve evitar o erro de adotar como regra operacionalizar uma única medida deste indicador, do mesmo modo como a maioria dos outros indicadores econômicos fica melhor apresentada por duas, três ou mais formas operacionais (os índices de preços são concretizados em pelo menos um índice de custo de vida e um índice de preços por atacado; as reservas bancárias são medidas como reservas livres, reservas não-emprestadas e reservas totais). Portanto, o conceito de déficit público global como emissão de novas obrigações pelo governo deve ser tomado como fonte de uma família de subindicadores ligeiramente

diferentes, em função da atenção dada a certos detalhes, e não apenas de um medidor único.

Assim, a forma operacional pela qual são estimadas as NFSP nos programas econômicos em conjunto com o FMI de modo nenhum deve ser identificada generalizadamente com o próprio indicador, ou com a maneira apropriada ou definitiva de mensurá-lo. Enfocando-se detalhes do relacionamento entre si dos diversos compartimentos do setor público, bem como entre o governo como um todo e o setor privado, não se deve resistir à conveniência de eventualmente operacionalizar diversas formas de mensuração das NFSP. A variedade dessas formas operacionais do indicador pode ser agrupada em três classes, como base em: a) financiamento adicional *versus* refinanciamento; b) regime de competência *versus* de caixa; c) abrangência do setor governo.

4.1 *Financiamento adicional versus refinanciamento*

O fluxo de financiamento concedido pelos setores privado e externo ao setor público é normalmente medido pelo indicador NFSP computando-se apenas o aumento líquido no total de obrigações exigíveis e não-exigíveis do setor governo consolidado; ou seja, registra-se o financiamento adicional, e não o refinanciamento do principal das obrigações vencidas no período. Em coerência com isso, entende-se que a rubrica de despesas de capital do orçamento consolidado não inclui os dispêndios com as amortizações de empréstimos.

Esta variante das NFSP (que chamaríamos de NFSP-líquidas ou NFSP-novas) é a mais útil em situações de normalidade do mercado financeiro. Nessas circunstâncias não há resistência do setor privado à absorção de títulos públicos e à concessão de empréstimos ao governo, estando mantida a confiança de que o setor público honrará seus compromissos financeiros; por conseguinte, a renovação dos empréstimos e títulos vencidos é praticamente automática, representando zelo excessivo tratar da mesma maneira as necessidades de refinanciamento do setor público e a demanda de créditos adicionais. Em contraste com isso, uma outra variante das NFSP (que chamaríamos NFSP-brutas) torna-se útil quando o mercado financeiro está em situação traumática, a ponto de rejeitar o estoque de ativos financeiros governamentais que já possui (o que poderia acontecer, por exemplo, diante da perspectiva de reestruturação unilateral da dívida interna). As NFSP-brutas devem incluir o fluxo de refinanciamento, por um lado, e os dispêndios governamentais com amortizações de empréstimos, por outro.

4.2 *Regime de competência versus de caixa*

A contabilidade privilegia o regime de competência, por uma razão simples:

é superior ao regime de caixa. O primeiro registra todas as operações que, por si só, modificam o patrimônio ou os usos do patrimônio sob a guarda de uma azienda (entidade contábil autônoma); o segundo registra apenas aquelas que afetam o saldo de caixa (mas, apesar de intimamente relacionados, não se deve confundir o histórico da conta caixa, ou mais resumidamente, a variação acumulada dos fluxos de caixa, com o déficit pelo regime de caixa). Como fonte de informações econômicas, o regime de competência é mais fidedigno; afinal, o princípio fundamental deste regime é exatamente registrar a ocorrência de fatos econômicos, ainda que nem sempre avaliados pela ótica do economista (preço do mercado ou valor prospectivo).

Como fonte de informações financeiras, o regime de competência não perde sua importância; afinal, a tarefa da administração financeira não se resume às trajetórias do ativo disponível e realizável, mas também à do endividamento. Não havendo atrasos de pagamentos, o regime de caixa subestima o crescimento da dívida, porque ignora os compromissos financeiros que não se traduzem em desembolsos no período; se houver atrasos, aquele regime é ainda menos fiel à realidade, ignorando os compromissos traduzidos em desembolsos que não se efetivaram. Por outro lado, na fase oposta do ciclo, quando abundam os pagamentos de compromissos atrasados, o regime de caixa superestima o acréscimo da dívida.

Em correspondência com a intenção fundamental das NFSP de representar o potencial expansionista ou contracionista da política econômica como um todo, consubstanciado no orçamento consolidado do setor governo, a mais importante variante desse indicador deve ser levantada com base no regime de competência. Na verdade, as computações pelo regime de caixa são míopes, isto é, focalizam impactos de curto prazo, não atendendo ao propósito fundamental do déficit global, que é permitir, em uma medida sumária, avaliação da trajetória intertemporal da política de estabilização.

4.3 Abrangência do setor governo

Sendo o conceito de NFSP visto como expressão da restrição orçamentária do setor público, cabe indagar quais esferas de governo e quais níveis de descentralização caem no campo de levantamento de dados para mensuração do indicador. Obviamente, a delimitação mais ampla ou mais estreita do campo de entidades ou operações que são classificadas como de governo afeta enormemente o tamanho da posição financeira do setor público; contudo, não se deve cair no engano elementar de considerar grande o “déficit público” meramente em virtude da magnitude dos números calculados (nem mesmo relativamente ao PIB ou a outros marcos de referência) sem levar na devida conta a abrangência do conceito de governo envolvido; igual equívoco seria adotar indicadores menos abrangentes simplesmente

para dar a impressão de que a dimensão do problema é menor ou de que este está sob controle.

Pelo menos três tópicos podem servir de orientação no que concerne à inclusão ou não de uma entidade pública (ou de um conjunto de operações governamentais) na mensuração das NFSP: a) o propósito básico do indicador, que define os agentes básicos (governo central e autoridades monetárias); b) o grau de dependência financeira da entidade em relação aos agentes básicos; c) a probabilidade de a entidade ser usada pelos agentes básicos como meio de ajuste financeiro. Passemos a comentá-los:

A. Propósito básico. A orientação mais importante de que se dispõe para a operacionalização do indicador provém do princípio maior, que é restrição orçamentária do governo. O propósito fundamental do indicador é proporcionar (para uma dada economia, em cada época) informação concernente à magnitude de um dos lados dessa equação. Ora, mesmo a interpretação mais estreita da restrição orçamentária não deixa dúvida de que os agentes a serem acompanhados pelo indicador incluem pelo menos o governo federal central e as autoridades monetárias. A razão disso é que a condução da política monetária é obrigada a responder e a contrabalançar certas atuações orçamentárias do governo central, mesmo quando as autoridades monetárias são administrativa e politicamente independentes. A final, mesmo quando não é autoridade monetária, o governo central também tem, até certo ponto, poder de autoridade monetária, pelo mero fato de que ao receber notas, moedas e depósitos à vista, estes deixam de pertencer ao público não-bancário; em outras palavras, o governo central tem a capacidade de limitar, de tornar mais difícil ou custosa a ação do Banco Central, mesmo quando os dois agentes são administrativa e politicamente independentes.

A ligação fundamental entre os dois agentes mencionados ocorre através da relação existente entre as operações de criação ou extinção de base monetária e a ampliação ou contração da dívida pública do governo central. Comumente esta esfera de governo tem o poder de recorrer diretamente à emissão de moeda para se financiar, ou de impor às autoridades monetárias a monetização de títulos públicos (quer diretamente através de imposição administrativa, quer por meio do impacto do endividamento sobre as taxas de juros no mercado de fundos emprestáveis). Por outro lado, para as autoridades monetárias, as operações relativas a títulos públicos ou a empréstimos ao setor público são ou podem ser importantes contrapartidas às operações de emissão ou contração de base monetária.

B. Dependência financeira. A idéia básica das NFSP, como expressão da restrição orçamentária do governo, é medir todo financiamento ao setor público que seja expansão monetária ou possa ser convertido em (ou substituído por) expansão da base monetária, caso isso se torne necessário

ou desejável. Por essa razão, obviamente incluem-se no campo do indicador as autarquias e outras agências descentralizadas da esfera federal, já que do ponto de vista econômico-financeiro dependem completamente do governo. Do mesmo modo, devem ser incluídas no indicador as empresas estatais que dependam parcial ou totalmente de subvenções ou subsídios, transferências ou empréstimos do governo central, das autoridades monetárias ou de qualquer outra entidade pública financeiramente dependente dos agentes básicos.

A justificativa para a inclusão advém de que o endividamento dessas entidades é uma alternativa ao endividamento direto do governo central, que por sua vez é uma alternativa à expansão da base monetária. Portanto, as despesas dessas entidades devem ser consolidadas com as despesas do governo central e das autoridades monetárias para efeito de cômputo do total de operações governamentais que precisa ser financiado. Em contraste com isso, empresas estatais que fossem integralmente independentes dos agentes básicos do ponto de vista financeiro poderiam ser excluídas do campo de medição do indicador, a despeito da subordinação política ou administrativa (desde que também não fossem usadas como instrumentos de política econômica de estabilização).

Do mesmo modo, os estados e municípios não precisariam ser computados no indicador, se fossem desprezíveis as chances de que viessem a ser financiados pelo governo central ou pelas autoridades monetárias. Isso seria o caso se os estados e municípios não tivessem esgotado suas possibilidades próprias de obter financiamento nos mercados privados; ou, tendo-as esgotado, se o governo federal e as autoridades monetárias não se ocupassem com a inadimplência iminente ou efetiva daquelas entidades.

Obviamente, em geral ocorre o oposto, como se constata no Brasil dos últimos anos. O governo federal e as autoridades monetárias têm refinanciado ou assumido as dívidas de outras entidades públicas, porque lhes interessa sobremaneira que não ocorram inadimplências. Isso significa que a ampliação de despesas (acima das receitas) por parte dessas entidades representa, para os agentes básicos, uma ampliação do total daquilo que precisam financiar. No caso brasileiro, a principal razão para inclusão dos estados e municípios é que estes têm a opção de atrasar pagamentos da dívida externa como forma de se financiarem junto ao Banco Central (o mesmo ocorre com as empresas estatais).

Por outro lado, entidades como o Banco do Brasil devem ser incluídas no campo do indicador, sejam ou não autoridade monetária, já que realizam operações de interesse da política econômica por conta do governo federal. Isso significa que ampliar o endividamento do Banco do Brasil perante o público é uma das alternativas com que o governo federal pode contar

para financiar de modo menos visível as despesas de seu interesse, em lugar de expansão da base monetária ou emissão de títulos do Tesouro.

Isso ocorreu, por exemplo, durante o governo Figueiredo, quando se permitiu ao Banco do Brasil emitir CDB na época em que o acordo com o FMI tornava algo incômodo recorrer desregradamente às formas visíveis de financiamento. O governo Sarney utilizou expediente semelhante: no início de 1986 o Banco do Brasil foi oficialmente desclassificado como autoridade monetária, e como resultado imediato as operações desse banco deixaram de ser computadas nas estatísticas oficiais de base monetária, que são alvo de persistente e incômoda atenção; por outro lado, o banco não foi aliviado de quaisquer das operações ativas que realiza por conta da política econômica do governo federal, que deverão ser cobertas através de captação de fundos no mercado de capitais pelo próprio banco, exceto no que concerne ao montante dos subsídios. Em outras palavras, algumas despesas de capital do governo federal, que antes eram registradas no orçamento monetário, agora deixam de aparecer em quaisquer dos grandes orçamentos oficiais (o da União, o das "empresas" estatais ou o das autoridades monetárias).

Pela mesma razão, devem ser incluídas no campo do indicador as demais entidades públicas financeiras que dependam financeiramente dos agentes básicos. Na experiência brasileira recente, por exemplo, é patente que o desajuste financeiro do sistema habitacional, administrado pelo Banco Nacional de Habitação, é coberto, em última instância, por emissão de base ou endividamento federal, redução de gastos ou aumentos de impostos pelo governo central. Em outras palavras, as despesas do BNH estão financeiramente vinculadas às demais despesas daquela esfera de governo; o endividamento do BNH é uma alternativa, na administração da política econômica, ao endividamento do Tesouro ou do Banco Central, ou à emissão de base.

Por conseguinte, ao não incluir o sistema financeiro público (ou ao menos parte dele) na operacionalização do conceito de NFSP no Brasil, os responsáveis pelo recente acordo entre o governo brasileiro e o FMI levantaram números que não refletem completamente a realidade do desequilíbrio financeiro do setor público brasileiro. Note-se que não ocorreu uma falha do conceito em si, mas de sua operacionalização, que foi pouco abrangente. Seria mais adequado construir ao menos duas formas operacionais do indicador, uma das quais referente ao setor público inclusive entidades financeiras, de modo a englobar o passivo (para com o setor privado) de todas as entidades públicas que dependam financeiramente do governo central ou das autoridades monetárias (inclusive as próprias).

C. Uso da entidade como instrumento orçamentário. Este critério é semelhante ao anterior, ambos relativos a envolvimento financeiro entre a entidade e os agentes básicos. Só que agora se trata de envolvimento na

direção contrária: em vez de aferir a existência de dependência financeira da entidade junto aos agentes básicos, procura-se observar se esses agentes usam a entidade como meio de ajuste de suas próprias posições financeiras particulares. Isso pode ser feito através de transferências de receitas dessas entidades para os agentes básicos, por exemplo, ou através da transferência de despesas desses agentes para a entidade.

A experiência brasileira recente ilustra bem o emprego desse tipo de expediente: durante a maior parte do período do regime militar, o orçamento federal foi superavitário a expensas do deslocamento de despesas para os orçamentos do Banco Central e do Banco do Brasil. Aliás, outra importante razão para se incluírem as entidades financeiras do governo no cômputo das NFSP é que boa parte das operações dessas representam despesas de interesse do governo central, subordinadas a intenções de política econômica, e em geral subsidiadas. Não há quaisquer obstáculos maiores, de natureza institucional, legal ou administrativa, que impeçam o governo central, no Brasil, de diminuir artificialmente o crescimento das NFSP exclusive setor financeiro transferindo despesas para esse setor; em outras palavras, as entidades financeiras governamentais podem facilmente ser usadas pelo governo central como meio de seu próprio ajuste financeiro (sem que o setor público como um todo se reequilibre). Do mesmo modo, os governos estaduais podem deslocar despesas e operações do seu orçamento para os orçamentos dos bancos estaduais, já que estes são predominantemente, senão inteiramente, instrumentos de política econômica e de administração governamental na esfera estadual.

Como deve ter ficado claro, antes de aferir a magnitude das necessidades de financiamento do setor público, é necessário delimitar a fronteira entre setor público e setor privado. As dúvidas principais que poderiam aparecer dizem respeito sobretudo às entidades financeiras públicas e às empresas estatais não-financeiras. No primeiro caso, é comum que sejam excluídas da medição do indicador; no segundo caso, devido à tradição das contas nacionais de englobar empresas privadas e empresas públicas “produtivas” (isto é, que fornecem bens de caráter privado – *nonpublic goods*) em uma conta que não é a do governo.

Cabe notar, entretanto, que os procedimentos da contabilidade nacional não devem servir de princípio orientador na montagem do indicador NFSP, pois as razões para aqueles procedimentos nada têm a ver com o objetivo deste. Não há fundamento para que se interprete o agrupamento das empresas privadas e empresas públicas “produtivas” em uma única conta como significando que elas de fato funcionam da mesma maneira do ponto de vista econômico e financeiro (ou seja, que as empresas públicas funcionam como empresas privadas); tal englobamento reflete exclusivamente o fato de que ambos os tipos de empresa satisfazem um mesmo

tipo de critério que atende aos objetivos essenciais da contabilidade nacional.

Cabe lembrar que esta visa sobretudo definir e quantificar os principais agregados de desempenho da economia, o produto e a renda; sob esse ponto de vista, tanto as empresas privadas como as empresas públicas “produtivas” vendem seus produtos em transações de mercado livre, o que permite que suas respectivas contribuições ao produto agregado possam ser medidas da mesma maneira; em contraste, a produção de bens públicos típicos é aferida de maneira mais grosseira e imprecisa, pelo custo de provisão, já que esses bens não são vendáveis em mercado.

A única semelhança bem definida e estável entre os dois tipos de empresas está exatamente no fato de que as empresas públicas “produtivas” fornecem bens de caráter privado, e, portanto, em princípio, são entidades privatizáveis. Apoiando-se nesse fato (bem como na constatação de que tais entidades são capazes de adotar certas técnicas gerenciais modernas, originárias de empresas com fins lucrativos), alguns tendem a concluir que tais empresas são públicas apenas no que se refere a sua personalidade jurídica ou caráter acionário. Contudo, tal generalização é equivocada. Mais freqüentemente tais empresas funcionam subordinadas principalmente a duas classes de motivações, sendo a de maior peso as metas de política econômica oficial e, em segundo lugar, a estabilidade e a comodidade dos funcionários.

É comum que características das despesas, das receitas (tais como níveis dos preços cobrados) e das operações creditícias dessas empresas sejam diretamente estabelecidas como medidas de política econômica, expressando a utilização de tais empresas como instrumentos de política econômica. Aliás, isso não é tido por excepcional ou por distorção das finalidades dessas entidades, mas, pelo contrário, é visto como correspondendo exatamente ao que se espera. A combinação desse fato (de que nessas empresas se localizam operações de interesse de governo) com a própria personalidade pública das entidades não deveria deixar dúvida de que se trata de prolongamentos do setor público, funcionando à mercê de objetivos não-privados.

No caso do Brasil, por exemplo, os investimentos dessas empresas podem ser compulsoriamente ampliados, contraídos ou alterados qualitativamente pelas autoridades do poder central; em consequência, na obtenção de financiamentos para esses investimentos pelas empresas encarregadas de empreendê-los, as decisões não podem ser orientadas por critérios típicos de finanças privadas, tais como confronto entre custo de empréstimos e rentabilidade privada de projetos, sustentabilidade do fluxo de investimentos ao longo do tempo ou estabilidade das fontes e das condições de financiamento. Possivelmente um bom exemplo disso é o fato de que, a partir dos anos 70, as empresas estatais foram compelidas a se endividar

no exterior (e a empreender projetos de investimentos talhados para a obtenção desses empréstimos) como parte de uma manobra financeira do governo central para manter a aparência de um balanço de pagamentos saudável.

Pelo menos as conseqüências desse fato são um fator importante em favor da inclusão das empresas estatais brasileiras no cômputo das NFSP na situação presente. Tais empresas estão fortemente endividadas com o exterior, e tal dívida é automaticamente honrada pelo governo central; isso significa que, deixadas ao sabor de seus próprios interesses, tais empresas expandiriam as próprias operações à custa da inadimplência daquela dívida, já que isso não lhes custaria falência ou fechamento. O que ocorre é que, estando comprometidas por terem atuado no passado em função de interesses governamentais, as conseqüências de uma atuação privada (ou independente) de agora por diante seriam desastrosas ou altamente inconvenientes para o poder central. Por conseguinte, mantêm-se os controles, determinações e cerceamentos sobre essas empresas por parte do governo central, deixando claro que as mesmas são sobretudo instrumentos do poder público. Em resumo: entidades sujeitas a limitações oficiais da natureza dos orçamentos da Secretaria do Planejamento, dos controles da Sest e da Secretaria do Tesouro, são claramente órgãos de governo, ainda que com personalidade jurídica de sociedades anônimas.

Considerações similares pesam contra a exclusão das entidades financeiras públicas do âmbito do setor governo no cômputo das NFSP. Tal exclusão se justificaria se essas entidades fossem meramente intermediárias na transmissão e deslocamento de fundos dentro da economia; contudo, não é isso que acontece no Brasil — nos orçamentos dos mesmos localizam-se despesas, operações e programas puramente de interesse de política econômica e típicos de atuação governamental. Isso significa que, na ocorrência de erros, descontroles operacionais ou ineficiência de atuação por parte dessas entidades, as perdas não serão pagas por presumíveis acionistas privados, nem haverá falência ou concordata; tais perdas serão cobertas com aumentos de impostos, expansão monetária, endividamento público ou cortes de despesas públicas.

Aliás, a exclusão do setor financeiro oficial do cômputo do déficit faria com que a mera mudança na forma de conduzir operações de governo diminuísse o “déficit”, sem que se reduzisse o fluxo de endividamento ou expansão monetária. Por exemplo, em vez de gastar determinada quantia por ano em favor de algum segmento da sociedade, o governo poderia passar a emprestá-la e renovar empréstimos a cada ano. Tendo em vista isso, parece conveniente acompanhar também um conceito de déficit em que a opção quanto às maneiras de empregar os fundos obtidos através das obrigações emitidas pelo setor público não influencie o cômputo do total dessas obrigações.

Cabe observar também que, se há preocupações com a asfixia financeira do setor industrial privado em decorrência de elevação das taxas de juros reais, há mais uma razão para incluir as empresas estatais no câmputo das NFSP, juntamente com os estados e municípios. Afinal, a demanda de fundos por parte dessas entidades afeta o custo do crédito para o segmento privado sem acesso a empréstimos subsidiados; exatamente por isso, a redução do descompasso financeiro das entidades mencionadas é uma das possíveis maneiras de buscar aliviar a pressão sobre as taxas de juros ao mesmo tempo em que se pratica uma política monetária restritiva. Obviamente, essa opção deixa de ser útil na eventualidade de uma orientação oficial que prefira investimentos estatais a investimentos privados; nesse caso, como ocorreu na primeira parte do governo Figueiredo, poderia até ser mais interessante para o governo elevar as taxas de juros reais nos segmentos de crédito livre. De qualquer maneira, uma das qualidades do déficit público global como indicador é precisamente essa: deixa claro que há limitações mútuas entre o objetivo de reduzir as taxas de juros reais para incentivar o investimento industrial privado e o objetivo de ampliar a formação de capital pelas estatais — é necessário escolher alguma combinação deles.

Para finalizar, relembramos o seguinte com relação à delimitação mais ampla ou mais estreita do conceito de governo: nada impede que sejam levantadas várias especificações paralelas do indicador de posição financeira do setor público, correspondentes a diferentes extensões daquele conceito. Nesse caso, o indicador NFSP representaria na verdade uma família de subindicadores relacionados, mas distintos, como acontece com outros indicadores econômicos (índices de preços, indicadores de reservas bancárias, etc.). A multiplicidade de subindicadores de NFSP é especialmente desejável no caso em que o grau de envolvimento de diferentes grupos de entidades governamentais com as operações e orçamentos do governo central e das autoridades monetárias for claramente distinto e discernível.

Quando essas idéias já estavam desenvolvidas, tivemos conhecimento de uma excelente forma de apresentação da interligação financeira dos diversos segmentos do setor público, através de uma inteligente aplicação da idéia de matrizes de fluxos de fundos (Oliveira, 1986). Obviamente, as duas abordagens se complementam, pois as informações detalhadas nessas matrizes são necessárias para o controle dos agregados exibidos nos demonstrativos de déficit público global.

Abstract

The Overall Public Deficit (OPD) results from consolidating the budgets of all governmental entities; it confronts the totals for outlays and revenues

of all kinds, including non fiscal outlays, such as financial investments (accumulation of international reserves, loans extended); it is backed by new obligations incurred, comprising borrowings and "non liable" obligations (i. e., not subject to claims, like the monetary base). The several features of stabilization policy (fiscal, monetary, and credit policies, as well as the public debt or interest rate policies) are mutually constrained through the budget restraint, and only the OPD fully expresses this common bond. As a result, if a tight monetary policy is implemented, the OPD signals whether it is unsustainable. If, besides the fall of the inflation, the goals of the stabilization policy include lessening the real interest rates charged to the private sector, or at least to some critical segment of it, then the OPD is not less important than the monetary base, the fiscal deficit or the national income accounts deficit, as an indicator of economic policy. In the computation of the OPD, one should encompass every governmental entity that has any budgetary link with the central government, with the monetary authority or with another public entity that has some link of this kind. So, the OPD includes every governmental entity that receives grants, transfers or loans from any other, as long as at least one of them has part or the whole of its expenditures or revenues committed to specific norms or decisions emanating from the economic policy of the central government.

Referências bibliográficas

Blinder, Alan & Solow, Robert. Analytical foundations of fiscal policy. In: Blinder, Alan; Solow, Robert et alii. *The economics of public finance*. Washington, The Brookings Institution, 1974.

Brandão, Carlos & Arida, Pêrsio. *Déficit público e renegociação da dívida*. Rio de Janeiro, Andima, jun. 1986. (Cadernos de Debates, n° 28.)

Christ, Carl. A simple macroeconomic model with a government budget restraint. *Journal of Political Economy*, 76(1):53-67, Jan./Feb. 1968.

———. On fiscal and monetary policies and the government budget restraint. *American Economic Review*, 69(4):526-38. Sept. 1979.

Cysne, Rubens. O déficit nosso de cada dia. *Conjuntura Econômica*, 39 (8):162-4, ago. 1985.

Dewald, William. CBC and OMB projections, adjusted for inflation, show federal budget deficit under control. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 71 (6):15-22. Nov./Dec. 1985.

Eisner, Robert. Which budget deficit? Some issues of measurement and their implications. *American Economic Review*, 74(2):138-43, May 1984.

Hartman, Robert. The budget outlook. In: Pechman, Joseph, ed. *Setting national priorities — the 1982 budget*. Washington, D.C., The Brookings Institution, 1981. cap. 5

Modigliani, Franco. The monetary mechanism and its interaction with real phenomena. *The Review of Economics and Statistics*, 45 (1, part 2): 79-107, Feb. 1963 (suplement).

Oliveira, João do Carmo. *Déficits dos orçamentos públicos no Brasil; conceitos e problemas de mensuração*. Seplan/UnB, maio 1986 Versão revista de trabalho de mesmo título, in: *Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Anpec*. 1985. v. 1: p. 567-90.

Pechman, Joseph, ed. *Setting national priorities — the 1982 budget*. Washington, D. C., The Brookings Institution. 1981.

Ramalho, Valdir. Controle da inflação e das despesas públicas. *Conjuntura Econômica*, 37 (7): 82-4, jul. 1983a.

———. *Controle da inflação, déficit governamental e política de dívida pública*. Fundação Getulio Vargas/Cemei, nov. 1983b

———. Déficit público em percentagem do PIB como indicador enganoso em política de estabilização. *Revista Brasileira de Economia*, 40(2):169-76. abr./jun. 1986a.

———. *Déficit de pleno emprego; um indicador errôneo de política de estabilização*. Fundação Getulio Vargas/Cemei. n° 28. dez. 1986b.

Rossi, José. Notas sobre o conceito apropriado de déficit público real. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 15 (3): 567-74, dez. 1985.

Sayad, João. O reequilíbrio financeiro do setor público é essencial para remover as barreiras à retomada do crescimento. *Revista da economia brasileira*. Suplemento de *Ciência Hoje*, 4 (21):2-4, nov./dez. 1985.