



Instituto de Estudos
Econômicos e Internacionais

ENSAIOS DO IEEI

Número 3

POLÍTICA ECONÔMICA, FRAGILIDADE FINANCEIRA E
DESENVOLVIMENTO: Evidências e Perspectivas

ELTON EUSTAQUIO CASAGRANDE

SILVANA GONÇALVES REIS

RENATO GARCIA

São Paulo, fevereiro de 2010



**Instituto de Estudos
Econômicos e Internacionais**

O Instituto de Estudos Econômicos e Internacionais (IEEI-UNESP) é um centro multidisciplinar de análises e pesquisas sobre as questões econômicas e internacionais, congregando especialistas de diversas áreas para promover e enriquecer o debate dessas questões, produzir e divulgar trabalhos e promover parcerias com entidades públicas e privadas nas diversas atividades pertinentes ao seu objeto de atuação.

URL: <http://www.ieei-unesp.com.br>

ENSAIOS DO IEEI

Publicação que objetiva divulgar os resultados dos estudos realizados no Instituto de Estudos Econômicos e Internacionais.

Conselho Editorial

Andrés Serbin (CRIES/Argentina)
Carlos E. Lins da Silva (IEEI-UNESP)
Carlos Oliva Campos (UH/Cuba)
Clodoaldo Bueno (IEEI-UNESP)
Ignacio Medina Nuñez (UDG/México)
Gary Prevost (Stjohns/EUA)
Harry Vanden (USF/EUA)
Lenina Pomeranz (USP e IEEI-UNESP)
Luis Fernando Ayerbe (IEEI-UNESP)
Marcos Cordeiro (IEEI-UNESP)
Sandra Colombo (UNICEN/Argentina)
Tullo Vigevani (IEEI-UNESP)

As opiniões divulgadas nesta publicação são de inteira responsabilidade de seu(s) autor(es).

É permitida a reprodução, desde que seja citada a fonte.

ISSN 2176-8773

ENSAIOS DO IEEI

Número 3

POLÍTICA ECONÔMICA, FRAGILIDADE FINANCEIRA E
DESENVOLVIMENTO: Evidências e Perspectivas

ELTON EUSTAQUIO CASAGRANDE¹

SILVANA GONÇALVES REIS²

RENATO GARCIA³

São Paulo, fevereiro de 2010

¹ Prof. Dr. Do Departamento de Economia da UNESP/SP e professor do Programa de Pós-graduação em Economia da UNESP.

² Mestranda do Programa de Pós-graduação do Departamento de Economia da UNESP.

³³ Renato Garcia é mestre em Economia pelo Programa de Pós-graduação em Economia da UNESP. Renato é responsável pela seção três desse artigo.

ÍNDICE

Introdução	5
Aspectos teóricos das políticas econômicas	6
Aspectos práticos da política econômica	10
Política fiscal e financiamento público – evidências internacionais	17
1. Aspectos macroeconômicos	18
2. Resultados fiscais e endividamento público	22
a. Polônia	23
b. Hungria	30
c. México	36
d. Brasil	41
i. Desvalorização cambial e metas inflacionárias	42
ii. Metas fiscais e Lei de Responsabilidade Fiscal	44
iii. Política fiscal e dívida mobiliária no período recente (1999-2008)	48
iv. Composição e alongamento da dívida mobiliária	53
v. Retomada do debate em torno da política fiscal	60
3. Considerações sobre as evidências da prática política	63
Observações finais	64
Referências Bibliográficas	66

Introdução

Os temas de inflação e desemprego são tratados de forma bastante diversa na teoria macroeconômica. Os confrontos entre o J.M. Keynes, sua Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda (1936), e os economistas clássicos foram seguidos pelos confrontos entre economistas da síntese neoclássica e monetaristas nos anos 60. Os economistas novos clássicos emergiram nos anos 70 ao criticarem as escolas que os precederam e nos anos 80 tiveram de enfrentar a emergência de economistas novos keynesianos. Os economistas pós-keynesianos que se constituíram a partir da economia monetária ou economia de Keynes tem sido críticos das vertentes acima citadas e buscam através das políticas fiscais e monetárias estabilizar preços e promover o pleno emprego.

Há na obra de Keynes e dos pós-keynesianos os objetivos de promover a valorização do trabalho, das rendas e da riqueza através da intervenção do Estado. Esses objetivos não são alcançados naturalmente através das forças de mercado, e portanto, não são um subproduto do equilíbrio segundo os axiomas neoclássicos.

Se as preocupações temáticas são aparentemente próximas entre as escolas de pensamento – estabilidade e pleno emprego, não pode-se dizer que a concepção teórica e os meios o sejam. Se o funcionamento da economia é previsível e estável para os novos clássicos e imperfeito para os novos keynesianos⁴ é, por outro lado, instável e não previsível para os economistas pós-keynesianos.

Dados os pressupostos teóricos de cada abordagem há orientações específicas para a política econômica. Devido a abrangência da prática fiscal e monetária em termos de influência sobre os agregados econômicos, a coordenação entre essas duas maiores intervenções são necessárias.

Da concepção teórica à prática, os economistas novos clássicos e novos keynesianos tem minimizado o papel das políticas fiscais e estabelecido regras para a política monetária em nome da previsibilidade e coordenação. Esta lógica é incoerente do ponto de vista pós-keynesianos e a prática da política econômica derivado do consenso da macroeconomia⁵ tem elevado o grau de instabilidade do sistema econômico e reduzido a importância das políticas voltadas ao pleno emprego. É sobre isso que trata

⁴ A assimetria de informações pode gerar o quadro de incerteza fundamental, como explica J. Stiglitz. Mas, o importante na nossa análise são os efeitos de longo prazo das decisões dos agentes para o conjunto da economia. Em cenários de incerteza é discutível se as assimetrias são maiores ou menores.

⁵ Emerge na década de 70 em resposta as dificuldades do monetarismo e do keynesianismo da síntese neoclássica de explicar o quadro de recessão e inflação no final dos anos 60.

o presente artigo, discutir as relações mais gerais entre política econômica, fragilidade financeira e desenvolvimento.

O artigo está organizado da seguinte forma. Na primeira seção discutimos os aspectos teóricos das políticas econômicas. Na segunda seção nos dedicamos aos aspectos práticos dessa política. Na sessão três ilustramos quatro evidências internacionais de política econômica e suas consequências. Com isso procuramos analisar a relação entre a política, a fragilidade financeira e o desenvolvimento, temas com os quais tanto as nações desenvolvidas quanto as em desenvolvimento tem procurado manter em sintonia.

Aspectos Teóricos das Políticas Econômicas

Previsibilidade e coordenação tem se demonstrado como atributos necessários às políticas econômicas, em particular, aquelas do novo consenso da macroeconomia produzido pelas contribuições de economistas novos clássicos e keynesianos. O foco do novo consenso recaí sobre a estabilidade de preços e a condução do Banco Central enquanto autoridade monetária para administrar as expectativas através de um regime monetário.

Um pressuposto das teorias macroeconômicas de estabilização é o de que o regime de metas de inflação estabelece as condições necessárias para estabilidade dos preços, para credibilidade e reputação do Banco Central.

Segundo esse regime, haverá melhores condições para o desenvolvimento econômico segundo os pressupostos da escola novo clássica. Essa abordagem parte da condição do equilíbrio de mercado sem imperfeições e com ajustamentos contínuos, da flexibilidade de preços e salários, da neutralidade da moeda e da hipótese das expectativas racionais para interpretar a realidade.

A escola novo keynesiana se manifestou nos anos 80 como reação ao pensamento novo clássico e procurou organizar as políticas a partir da crítica à dicotomia clássica (não neutralidade da moeda no curto prazo) e das imperfeições para explicar as flutuações econômicas. Por outro lado, a reação keynesiana pouco se dedicou a outras noções de racionalidades e compartilhou a hipótese das expectativas racionais com a abordagem rival. Com a relevância das imperfeições traduzidas pelos conceitos de rigidez nominal e real, existentes nos mercados de trabalho, do produto e

de crédito criaram-se as bases do novo consenso na macroeconomia⁶. Nele a não neutralidade da moeda no curto prazo justificava-se teoricamente, abrindo a possibilidade para as intervenções do governo na economia.

A não neutralidade da moeda no curto prazo e o conjunto de imperfeições são as principais divergências entre os economistas keynesianos e clássicos, mas no longo prazo as diferenças são menos significativas, dado o aceite do conceito de taxa natural de desemprego por ambas as escolas.

É possível tratar novos clássicos e novos keynesianos com relativa proximidade devido a concepção analítica de seus modelos. Partem do equilíbrio e no caso dos primeiros não há recomendação para intervenção do governo na economia, enquanto para os segundos há em função das imperfeições que impedem os ajustamentos nominais.

As imperfeições estão presentes na curva de oferta, dada as hipóteses de custo *menu* e da concorrência monopolista. Os preços são rígidos no curto prazo. Quando ocorrem flutuações na demanda, redução dos gastos, por exemplo, o ajustamento recai sobre o emprego, dada a rigidez nominal. As imperfeições também estão nos mercados de trabalho (salário eficiência), de capitais e de crédito segundo a hipótese da assimetria de informações. Para os novos clássicos o ajustamento contínuo dos mercados segundo as hipóteses de otimização e das expectativas racionais justificam cada movimento da economia como o melhor resultado possível.

Na área fiscal as duas escolas propõem o equilíbrio orçamentário, mas os novos keynesianos tem a justificativa para a política fiscal ativa com objetivo de conduzir a economia em direção à taxa natural de desemprego quando há redução da atividade econômica.

Segundo o entendimento das duas escolas de pensamento o regime de política monetária baseado no regime de metas de inflação se firma pela existência de uma regra a qual seguida com disciplina elimina a inconsistência intertemporal que caracterizam as ações discricionárias da política econômica.

A política monetária, com o regime de metas, torna-se o centro das atenções e força aos agentes orbitar em torno das ações do Banco Central. Por outro lado, no centro da discussão da funcionalidade do regime de metas, descarta-se o papel da moeda como reserva de valor. A razão de prescindir desse atributo da moeda deriva da hipótese das expectativas racionais e, portanto, da previsibilidade das decisões dos agentes.

⁶ Argumento desenvolvido em Mankiw, G. 1989.

Sob as contribuições teóricas e empíricas de autores pós-keynesianos há um empenho de desenvolver abordagens não reducionistas e o mérito de fazê-las é constatar que essas contribuições influenciaram muito mais os formuladores de política econômica e os agentes dos mercados financeiros do que a própria academia⁷.

As proposições pós-keynesianas também oferecem os contornos à política econômica e valorizam os efeitos tanto da política fiscal quanto da monetária segundo o cenário atual e o esperado. Logo, a gestão da política não depende exatamente de uma regra fiscal ou monetária invariável, mas a atenção recai sobre as expectativas do conjunto dos agentes. A aplicação de regras para a prática da política não é contraditório com o pensamento pós-keynesianos, mas é a aplicação de regras que ignore o estado das expectativas para a formulação da política.

A primeira proposição que coletamos em Carvalho (2008)⁸ é a não neutralidade da moeda. A função de reserva de valor da moeda, ou seja, a decisão de manter parte da riqueza e das rendas na forma líquida é uma decisão de escolha dos agentes econômicos com relação às expectativas que formam.

O equívoco das autoridades monetárias ao ignorarem a relevância da não neutralidade, segundo os pós-keynesianos, é supor os efeitos da preferência pela liquidez sejam transitórios. A moeda enquanto ativo concorre com outras formas de riqueza (sejam ativos reais ou financeiros) e influencia as posições de longo prazo.

Da não neutralidade deriva a importância da liquidez, segunda proposição, que permite aos agentes reconstruírem suas estratégias, alterando os rumos anteriores e, portanto, suas decisões. Neste sentido, Carvalho (2008) aponta para a assimetria entre passado e presente, que impede a construção de modelos que dependem da regularidade e da simetria dos eventos. Neste sentido, a construção teórica novo clássica é sem propósitos dada a dependência das trajetórias passadas. Analisando o processo de endividamento das famílias americanas e os padrões de concessão de crédito Bustillo e Velloso (2009)⁹ comentam que:

Computer models, base on recent price histories, underestimated how much financial innovation was pushing up house prices, understated the odds of a national house price decline in the U.S. and encouraged an explosion of debt. The originate and

⁷ Como constatou Duncan K. Foley no artigo: Hyman Minsky and the dilemmas of contemporary economic method. IN: Riccardo Bellofiore e Piero Ferri (Orgs.) Financial Keynesianism and Market Instability – the legacy of Hyman Minsky. Ed.. Edward Elgar, MA., 2001.

⁸ Carvalho, F.J.C. ANPEC, Aula Magna (2008). WWW.anpec.org.br.

⁹ Bustillo, I. e Velloso, H. The global financial crisis: what happened and what's next. CEPAL, Washington D.C, 2009.

distribute models contributed to greater aggregate risk-taking and rather than conducting to a more efficient dispersion of risks, they have led to a shift of risks toward institutions that could not adequately manage them (p.14).

Da relação entre não neutralidade e liquidez decorre a não-neutralidade da valoração dos ativos, terceira proposição. A falha da hipótese dos mercados financeiros eficientes também é ilustrada pela citação acima. Em termos teóricos o investimento depende dos preços dos ativos reais relativamente aos preços dos ativos financeiros e ao nível de preços dos bens correntemente produzidos (Carvalho, 2008). O preço de demanda incorpora as expectativas de retornos dos projetos ainda não realizados.

Os modelos adotados para prever os preços futuros não sofrem apenas de um problema da assimetria de informações, muito embora tenha essa hipótese parte da explicação. O essencial é a inexistência de informações relevantes à previsão e nenhuma garantia de um comportamento estável dos agentes em relação aos eventos. Mais do que isso, é a impossibilidade de se associar um tipo de reação a um dado evento. Não reconhecer essa complexidade, na dimensão da política econômica, é enfraquecer a prática da política e levar ao limite, em situações de elevada incerteza, a necessidade da própria intervenção. De acordo com Bustillo e Veloso (2009) as instituições financeiras exigiram um grau de intervenção que produziu perdas enormes de riqueza e que foram constituídas em muitos anos. Caberia especular sobre os efeitos da destruição de riquezas e mensurá-la relativamente ao produto nacional para se ter uma idéia em termos de anos o que significou a crise de 2008 em termos de percentuais e de anos.

A quarta proposição é um desafio em particular a ser tratada neste texto. Como explicar o estado de confiança antes do desenrolar da crise de 2008? Com efeito, as informações sobre as dificuldades de pagamento dentro dos Estados Unidos de um grande número de hipotecas e a declaração de perdas nos balanços patrimoniais de alguns bancos existiam e eram conhecidas¹⁰. Não se pode atribuir que uma vez publicadas, essas informações eram assimetricamente conhecidas. Mas, é aceitável afirmar que o estado de confiança em determinadas expectativas baseavam-se em suposições de que a inadimplência ou era localizada ou seria possível de ser solucionada no mercado através de suas instituições e pelo Estado. Variáveis fundamentais como grau de endividamento do setor privado, em particular dos consumidores, não foi considerado com a devida atenção pelos formuladores de política econômica.

¹⁰ HSBC declarou perdas de US\$ 2 bilhões em 2007 em seu balanço patrimonial.

A formulação de um quadro melhor de suposições feitos pelo governo, pelo FED e pelas instituições financeiras se justifica dado o grau de desenvolvimento dos mercados financeiros. Posterior à crise, a confiança nas expectativas de recuperação da economia no curto prazo é baixa devido a constatação de que a crise global se manifesta pelo aumento da preferência pela liquidez. Os motivos que fazem essa preferência aumentar são os mesmos que fazem a eficiência marginal do capital cair. O efeito multiplicador dos gastos autônomos foi reduzido em função da alteração da propensão marginal a consumir e das expectativas empresarias que foram também alteradas substancialmente.

A quinta proposição recupera a importância dos gastos públicos, em particular em infra-estrutura para multiplicar a renda e atenuar os efeitos da redução dos gastos privados. A ela conectada está a própria função do Estado que em última instância age através do Banco Central para socorrer as instituições financeiras e não financeiras e da tributação para fortalecer os gastos segundo o padrão de distribuição de renda.

Segundo essas referências teóricas a política econômica na compreensão pós-keynesiana teria uma prática não peculiar em tempos de crise, mas uma orientação clara devido ao reconhecimento dos fatores que fomentam a crise, fatores esses desenvolvidos pelo próprio sistema como identificou Kalecki (1971) e Minsky (1975).

A política econômica tem relevância ao longo das flutuações e não somente em situações críticas.

Aspectos Práticos da Política Econômica

No contexto macroeconômico durante os anos 30 e, posteriormente no pós-guerra, questões foram levantadas quanto à posição de uma política fiscal e a forma do endividamento público seguido da dívida pública sobre o nível da atividade econômica. Durante a década de 30 e, meados dos anos 40, o endividamento junto ao setor privado caracterizava uma predominância como forma de financiamento do Estado, o qual abrangia as despesas governamentais, imprevistas e temporárias; porém após 1945, a posição quanto à forma de financiamento do Estado se inverte, a qual constituiu em dívida pública que, se tornou um mecanismo utilizado desde então, até os dias atuais, no entanto, a questão problemática revela pelo manejo dos instrumentos da administração da dívida pública, como se coadunam a política fiscal e a política monetária para que

possa obter uma estabilização da relação dívida pública/PIB. A importância às respostas quanto à discussão subscreve em princípio nas obras de Keynes, pós-keynesianos e, posteriormente, aos novos-keynesianos.

A Teoria Geral do Juro do Emprego e da Moeda de Keynes (1936) tornou-se mais relevante no período pós-guerra quanto à atuação do Estado na economia. Porém, cabe enfatizar que, para a teoria de Keynes e dos Pós-keynesianos para a política fiscal não significa a geração de déficits estruturais¹¹.

Keynes (1979, p.39): “(...) the volume of employment directly depends on the amount of investment”. No enfoque keynesiano a política fiscal surgiu em decorrência da incerteza, e como analisamos anteriormente é importante para amparar o estado de confiança dos agentes frente às flutuações que caracterizam no sistema econômico. A teoria keynesiana atribui ao Estado um papel anticíclico, sendo que, o gasto é utilizado com esse fim; no entanto, a política monetária precisa caminhar junto com a fiscal, a qual, também influi sobre a taxa de juros. Contudo, a administração da dívida pública é de extrema importância neste processo¹².

O gasto público é um instrumento utilizado para diminuir o grau da incerteza como para aquecer o ritmo da atividade econômica. Seu volume dependerá do multiplicador e do perfil do financiamento desse déficit, que na maioria das vezes requer a emissão de títulos públicos.

Segundo Hermann (2002), a emissão de título público necessita de um mercado financeiro organizado capaz de gerenciar as operações de troca de títulos de longo e curto prazo pelo banco central. A autoridade monetária se depara com um *trade off* envolvido neste processo, em que, precisa manter um baixo custo de financiamento do governo e ao mesmo tempo manter a estabilidade monetária da economia, neste caso, a política monetária e a política fiscal necessitam de caminharem juntas. Hermann (2006, p.10) procura descrever este processo de coordenação da política monetária e fiscal.

“Reconhecendo que o déficit público tem como contrapartida a expansão da dívida pública e que esta interfere no mercado monetário e, portanto, na taxa básica de juros da economia, atribui-se, no enfoque keynesiano, à autoridade monetária a função de administrar o “mix” de emissão de moeda e de dívidas de diferentes maturidades. O objetivo

¹¹ Ver Carvalho (1999); (2008).

¹² Sicsú (2008) desenvolve uma abordagem teórica descrevendo como deveriam ser coordenadas as políticas monetárias, fiscais, entre outras para que se possa caminhar rumo ao crescimento e desenvolvimento econômico.

dessa administração é manter o mais baixo possível o custo do financiamento do governo, sem prejuízo da estabilidade monetária da economia. A coordenação entre as políticas fiscal e monetária torna-se fundamental, já que há um óbvio *trade off* envolvido neste processo”.

Um termo relevante à escola keynesiana quanto ao seguimento da política monetária consiste na credibilidade, em que, é capaz de afetar as expectativas dos agentes, sendo assim, a condução da política monetária podem afetar as variáveis reais da economia, seja no curto e no longo prazo. Sicsú (2001) procura relatar a credibilidade da política monetária na visão Pós-keynesiana, uma vez que, a política monetária não deveria agir isolada de outras políticas, enfatizando a coordenação da política monetária com outras políticas, pois, atos isolados repercutem sobre as variáveis econômicas, sendo assim, sobre uma visão pós keynesiana, a coordenação não pode ser sinônima de subordinação. Idem (2001, p.675):

“Monetary policy tools have to be used in coordination with (not subordinated to) other policy tools, so as to enhance their credibility and increase the probability of achieving their goals. Accordingly, institutional arrangements and rules must be established to create a favorable environment for the implementation of policies that are, at the same time, both flexible and credible”.

A coordenação depende da capacidade dos governos em estabelecer práticas que se amparadas pela Constituição limitam as relações puramente de mercado no manejo das políticas. A Argentina em 1989 fixou a taxa de câmbio na Constituição e registrou um resultado desastroso. A Hungria, por outro lado, fixou em Constituição o nível para o endividamento público (dívida mobiliária) e obteve sucesso. São dois exemplos de que a coordenação exige todo uso do aparato teórico e institucional para que as economias não se submetam as supostas forças do mercado. Contudo para se garantir contra elas há de encontrar os meios adequados.

Desse modo, Roman (2004) relata que credibilidade da política monetária abrange na capacidade da autoridade monetária de difundir uma visão clara sobre o caminho desejável a ser seguido para que os agentes adotem e, tenham elementos suficientes para fazerem suposições quanto aos movimentos futuros na economia. Por

outro lado, a desconfiança quanto às expectativas formadas em relação aos rumos da política monetária, poderá intrinsecamente comprometer a coordenação da política monetária e fiscal, pois, o conceito credibilidade está ligado ao de reputação. A reputação refere-se às atitudes da autoridade monetária em sua trajetória enquanto a credibilidade depende da crença dos agentes no mercado de que é seguro financiar os gastos do governo¹³.

Sendo assim, não somente os Keynesianos, mas também, os novos clássicos, concordam da necessidade de transparência no segmento da política monetária, em que, os agentes formulem de maneira coesa suas expectativas.

Os pós-keynesianos salientam que a autoridade monetária não deve intervir na economia através de regras, seja flexíveis ou rígidas, pois esta se encontra num ambiente incerto, e os resultados desta intervenção afetam a produção e conseqüentemente o emprego. Mollo (2004, p.340):

“(...) a Autoridade Monetária não pode intervir na dinâmica monetária a partir de regras, mesmo que flexíveis, porque as regras tornam-se logo inadequadas com as mudanças estruturais provocadas pelas impulsões monetárias. É preciso então um comportamento de sintonia fina que lhes permita perceber a cada momento as necessidades que vão se desenhando na economia, de forma a conduzir a política monetária adequadamente”.

Neste aspecto teórico e prático da política econômica a não existência de regras pode contribuir para os ciclos políticos que caracterizaram o gasto público. A inexistência de regras requer, por outro lado, o máximo grau de governança pública, o que pode não ser o suficiente para o atual período da economia mundial. Em situações relativamente normais, a governança pública também pode ser insuficiente, a ela regras podem ser atribuídas. Por outro lado, a existência única de regras não garante situações melhores do ponto de vista do equilíbrio fiscal.

A teoria keynesiana se caracteriza pela adoção de um déficit fiscal planejado e o papel da dívida pública tem a função de contribuir ao crescimento econômico. Segundo Keynes (1980), no período após a 2ª Guerra Mundial, o orçamento público devia ser dividido em duas partes. A primeira seria o orçamento corrente referente às despesas decorrente da máquina pública e a segunda abrangeria os gastos relacionados a projetos

¹³ Para maiores detalhes sobre credibilidade e reputação sobre a política monetária, ver Siscú (1999a); (2001).

de investimentos públicos. O financiamento dos gastos de capitais dependeriam dos resultados esperados da viabilidade das obras. Dessa forma, Keynes demonstra uma preocupação quanto ao déficit planejado¹⁴.

Seria importante ainda acrescentar uma outra interpretação:

Além de rejeitar o aumento indiscriminado do gasto público, Keynes chega a sugerir a geração de superávit no orçamento (ou seja, poupança pública positiva) para ser transferido para o orçamento de capital”. Gobetti (2008, p.20).

Um dos principais mecanismos no arcabouço keynesiano quanto ao ritmo da atividade econômica corresponde ao princípio da demanda efetiva, esta, por sua vez, corresponde às decisões de gastos, principalmente quanto aqueles do setor privado.

Em termos de governança a construção do orçamento público torna-se a peça chave da coordenação entre a política monetária e a fiscal. Além disso, dentro de um conjunto de metas fiscais há a condição de sinalizar com políticas estruturais e anti-cíclicas.

Na Teoria Geral os gastos privados ocorrem num ambiente de incerteza e o gasto do governo seria crucial para amenizar e mesmo atenuar as oscilações que ocorrem nos gastos privados. A construção do orçamento é a maior regra e a sinalização com os níveis de endividamento seria a melhor meta a partir das mensurações do multiplicador dos gastos.

A atuação do governo na economia, ao elevar o nível de investimento e assegurar que a preferência pela liquidez não se eleve, é consistente com a promoção do crescimento econômico¹⁵.

O efeito das políticas fiscais expansionistas ocorre através do multiplicador dos gastos, base sólida de sustentação de uma política fiscal anticíclica. Keynes (1979, p.95):

“Loan expenditure by the government, whether on current or capital account, might be brought in as a balancing factor, being

¹⁴ Ver Carvalho (2008) quanto à preocupação dos escritos de Keynes sobre manter o orçamento corrente em constante equilíbrio.

¹⁵ Dessa forma, Oreiro, Siscú e De Paula (2003, p.131): “A ação das políticas macroeconômicas, em especial da política fiscal, deve ser complementar às decisões privadas e deve ser implementada quando os investimentos privados são insuficientes. Os gastos públicos não devem ser concorrentes nem substitutos das livre iniciativa empreendedora”.

increased when private expenditure was falling off relatively to costs and decreased when private expenditure was increasing if necessary negative, i.e, previous loans being repaid”.

Keynes na *Teoria Geral*, procura descrever a eficácia do multiplicador das despesas públicas, salientando que o Estado deve intervir na economia via elevação de gastos (investimentos públicos), redução de impostos ou aumentar as transferências, no entanto, segundo o autor, o multiplicador de gastos é superior ao multiplicador de impostos, e este último é superior ao de transferências¹⁶.

O conceito de gastos públicos está estritamente relacionado quanto à forma de seu financiamento que, para os teóricos keynesiano ocorre via aumento da arrecadação tributária ou aumento da dívida pública, que corresponde à colocação de títulos públicos ao mercado.

Gobetti (2008, p.30) afirma que:

“(...) política de administração da dívida parece estar aprisionada *ex-ante* pela taxa de juros fixada pelo BACEN e por uma imposição do mercado rentista, que talvez não tenha interesse em reduzir o montante bruto da dívida porque não vislumbra no horizonte substitutos tão lucrativos quanto os títulos do governo. Dessa forma, impõe-se um equilíbrio de taxa de juros e estoque de títulos públicos em um patamar oneroso (ou não-ótimo) para o setor público. Alterar esse equilíbrio exige uma ação coordenada entre autoridade monetária e fiscal”.

A alternativa de financiar os gastos do governo via aumento da arrecadação torna propício em épocas de normalidade. Sem situações em que há queda da atividade econômica e ameaça de recessão, o financiamento via tributação torna-se irrelevante, pois, a arrecadação declinará em função desta. No entanto, devido ao emprego da política fiscal anticíclica, a alternativa sucede na emissão de títulos públicos que corresponde à dívida pública mobiliária. Assim sendo, a administração da dívida pública consiste num

¹⁶ Cabe lembrar, que, de acordo com os escritos de Keynes os impostos deveriam incidir sobre a renda e o patrimônio, e não meramente sobre a produção, como por exemplo, no Brasil. Desse modo, a resenha sobre o pensamento keynesiano necessita ser repensada quanto à economia brasileira.

tradeoff envolvido entre política fiscal e monetária, para o qual, Hermann (2002, p.5) observa que:

“Admitindo-se uma “yield curve” (curva de rendimentos) normal, ascendente – taxas de juros crescentes em relação ao prazo dos títulos – o esquema ideal de financiamento do governo seria, em princípio, baseado na emissão de moeda ou de títulos de curto prazo. Isto, no entanto, envolve o risco de inflação, não só pela monetização direta do déficit, mas pelas pressões por monetização que uma dívida concentrada no curto prazo implica”.

O ônus do financiamento dos gastos públicos sobre a emissão de títulos, para os keynesianos caracteriza pela própria recuperação da economia que elevará a arrecadação, a qual, poderá sustentar os encargos financeiros da dívida adquirida no período anterior. Para os keynesianos a dívida pública possui efeito riqueza, no qual, os agentes detentores dos títulos se sentem mais ricos e elevam sua propensão marginal a consumir e; o efeito renda, cujo, propicia aos indivíduos uma maior renda decorrente do pagamento dos juros dos títulos em seu poder. Contudo, a emissão da dívida pública eleva a demanda agregada, influenciando as variáveis reais da economia, o produto e o nível de emprego. Quanto ao processo inflacionário devido a emissão de títulos, keynesianos argumentam que esta questão somente ocorre caso as autoridade emitam títulos no momento em que a economia esteja em pleno emprego. Segundo Carvalho (2008, p.19):

“Com a receita da colocação dos títulos públicos (e dos impostos recolhidos) o governo poderá saldar suas dívidas de curto prazo, recompondo sua capacidade para re-iniciar todo o processo caso fosse necessário”.

Essa reflexão merece, por outro lado, alguma ponderação. O efeito riqueza e renda devem ter a orientação dos tributos para que a ação não se torne propulsora de uma prática rentista. O argumento de Keynes é válido para economias que não praticassem o déficit público estrutural e com baixa relação com a expansão da renda.

Se a política econômica keynesiana prevaleceu de maneira enfática no período pós-guerra até os anos 60 e, até mesmo na década de 70, como, por exemplo, no Brasil, a lacuna de respostas dos keynesianos aos problemas da inflação e desemprego que

sucederam nos anos 70 foram respondidas devido a criação de um referencial teórico forte em fundamentos microeconômicos. Nem por isso, as situações empíricas de instabilidade, inflação e desemprego desapareceram.

A retomada da intervenção requer uma nova perspectiva e a coordenação das políticas está em evidência juntamente com um novo padrão de exigência da governança pública.

Na próxima seção organizamos um grupo de experiências sobre política fiscal e implicações monetárias em quatro economias. Nessa discussão a coordenação e a governança são alternativas às regras. Também funcionam como um importante combustível às expectativas que necessitam de amparo e direcionamento. Contudo, as experiências vêm mostrar que não basta seguir regras para que o financiamento do setor público (ou seja de sua dívida) seja adequado. A regra monetária pode condenar a boa governança pública.

Nosso argumento é o de que a taxa de juros instituída como regra tem uma função importante em regular as rentabilidades dos títulos públicos, mas impede que as a política fiscal tenha sua função atrelado às questões do desenvolvimento.

Política Fiscal e Financiamento Público: Evidências Internacionais

Por Renato Garcia¹⁷

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

Os países acima citados, além de adotarem regime de metas de inflação, apresentam mudanças recentes em seus patamares de endividamento. Polônia e Hungria passaram por um período de transição para uma economia capitalista e, nesse processo, seus respectivos níveis de endividamento sofreram modificações, com alteração na composição e na maturidade de suas dívidas. O México, por sua vez, historicamente marcado por dificuldades associadas à dívida externa, vem elevando sua participação de

¹⁷ Mestre em Economia pelo Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Estadual Paulista, UNESP. Texto elaborado a partir da Dissertação de Mestrado orientada por Elton Eustaquio Casagrande.

endividamento interno, também com uma melhora na composição e na maturidade de sua dívida. Tais mudanças, além de possibilitarem um maior desenvolvimento do mercado de títulos públicos nesses países, proporcionaram a queda dos seus respectivos desembolsos com despesas financeiras. O mesmo não pode ser compreendido para o Brasil que apresenta um quadro fiscal inferior.

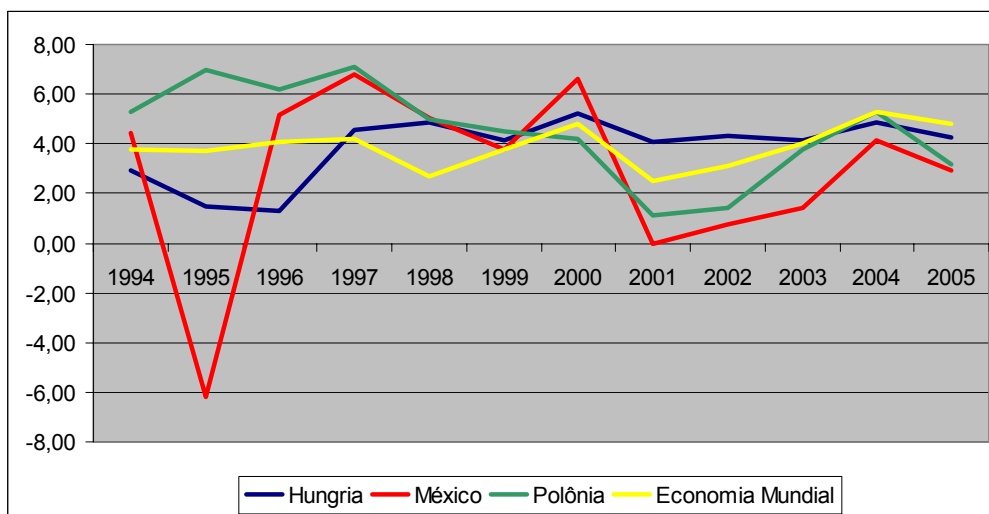
1. Aspectos macroeconômicos

Após a segunda metade da década de noventa, Polônia, Hungria e México vêm apresentando uma evolução razoável do Produto Interno Bruto (PIB), conforme se observa no Gráfico 1. Notadamente, em relação à economia polonesa, o país abandonou o regime socialista em 1989 e, entre os anos de 1994 e 2000, obteve uma taxa de crescimento média de 5,6% ao ano, o que possibilitou um incremento na renda per capita. Após 2000, entretanto, a economia sofre uma desaceleração e o governo polonês começa a implementar políticas que visam a estabilização macroeconômica, frente às expectativas negativas em torno da inflação e de uma tendência de déficit crescente no balanço de conta corrente (Poland, 2000). A partir de 2002, com a perspectiva de entrada na União Européia, a Polónia volta a demonstrar um crescimento econômico considerável¹⁸, principalmente, em 2004, devido ao incremento da demanda doméstica e ao aumento do volume de exportações.

Assim como a Polónia, a Hungria é considerada uma economia em transição para uma economia de mercado. Após um período de grande instabilidade e de baixo crescimento econômico, associado à queda do regime comunista no final da década de 80, a economia húngara se recupera a partir de 1997 e, desde então, sustenta razoáveis índices de crescimento.

¹⁸ A entrada da Polónia na União Européia ocorreu, formalmente, em maio de 2004, ao lado dos seguintes países: Hungria; Chipre; Eslováquia; Eslovênia; Estónia; Hungria; Letónia; Lituânia; Malta e República Tcheca.

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



Fonte: OCDE e Ipeadata

A economia mexicana, por sua vez, após a crise cambial de 1994¹⁹, vem mostrando um desempenho econômico favorável, como resultado da maior estabilidade macroeconômica. Através do Gráfico 1, nota-se a clara deterioração do PIB em 1995, como reflexo da crise. A partir desse momento, porém, a economia mexicana voltou a sustentar bons índices de crescimento, especialmente, entre 1996 e 2000, quando a taxa de crescimento média foi de 5,5% ao ano. Em 2001, juntamente com a desaceleração da economia global, principalmente, dos Estados Unidos, o México sofreu uma significativa desaceleração econômica²⁰.

Visivelmente a economia mexicana enfrentou flutuações mais acentuadas com conseqüências para os mercados de trabalho, produto e de crédito. Também é importante notar que essas economias, com exceção da Hungria, crescem entre 2001 e 2004 e não sustentam a taxa de crescimento quando a economia mundial continuou a crescer. A regularidade da taxa de crescimento, mais do que grandes flutuações, é importante para as questões relativas ao planejamento produtivo e distribuição de renda (com efeitos variados sobre o mercado de trabalho). Neste aspecto a Hungria conseguiu tal resultado e apesar da Polônia também ser uma economia em transição apresentou

¹⁹ A crise cambial atingiu o México em dezembro de 1994, quando o peso mexicano foi desvalorizado em mais de 50%.

²⁰ A economia mexicana é, historicamente, bastante dependente de suas exportações para os Estados Unidos. Em 2004, 81% das exportações mexicanas foram para esse país.

flutuações mais acentuadas. Uma investigação das diferenças entre as duas economias é uma matéria importante para o debate acerca do desenvolvimento.

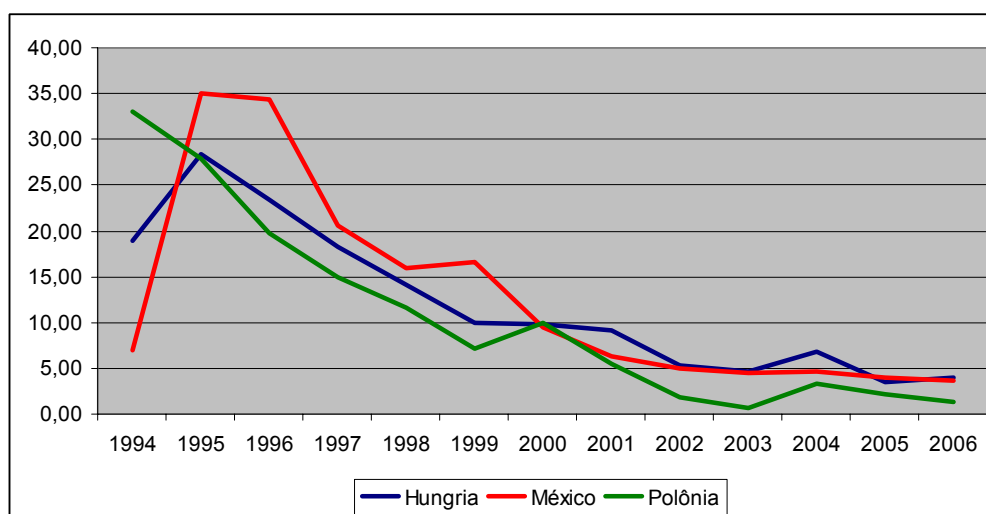
Em relação aos índices inflacionários e à taxa de juros de curto prazo, após atravessarem grandes dificuldades macroeconômicas ao longo dos anos oitenta e noventa, os países selecionados apresentaram sucessivas quedas da inflação e da taxa de juros (Gráficos 2 e 3). No caso polonês, em relação à inflação, desde 1990, o país vinha adotando um regime de âncora nominal, baseado em bandas cambiais, altamente beneficiado pela entrada maciça de capitais externos entre 1994 e 1995. Em setembro de 1998, o país adotou, formalmente, o regime de metas inflacionárias²¹, sem abandonar, porém, a política de bandas cambiais²². Diante da implantação das metas de inflação na Polônia, cabe ressaltar que o regime foi adotado em um cenário de inflação decrescente, com o intuito de sustentar os baixos índices inflacionários no longo prazo.

Além disso, de acordo com o Gráfico 3, é possível notar que, apesar de um cenário de baixos índices inflacionários na Polônia, entre 1996 e 2002, a taxa de juros nominal demonstrou um comportamento mais restritivo. De acordo com Jonas e Mishkin (2003), principalmente, entre 2001 e 2002, tal comportamento pode ser justificado pela atuação do Banco Central, na tentativa de forçar um ajuste fiscal por parte do governo. Segundo Jonas e Mishkin (2003), a estratégia evidenciou o antagonismo entre as autoridades monetária e fiscal. No entanto, a partir de 2003 a taxa de juros volta a decrescer e, em 2005, o valor da taxa de juros real chegou a 3% ao ano.

²¹ A Polônia foi o segundo país em fase de transição para o capitalismo que passou a adotar o regime de metas inflacionárias. A primeira economia em fase de transição a adotar o regime foi a República Tcheca. Na Polônia, o regime de metas inflacionárias considera o monitoramento sobre o índice de preços ao consumidor (CPI), amplamente utilizado após o fim do regime comunista. As metas de inflação no país vinham sendo adotadas, informalmente, desde junho de 1998, sob o âmbito da Lei do Banco Central da Polônia (NBP) de 1997, que instituiu o Comitê de Política Econômica (MPC) e especificou o objetivo do Banco Central em torno da estabilidade do nível de preços e da sustentação às políticas econômicas adotadas pelo governo. De acordo com o artigo 3 da Lei do Banco Central da Polónia (NBP): “O objetivo básico da atuação do NBP deve ser a manutenção da estabilidade de preços, e deve-se ao mesmo tempo, agir em favor da política econômica do governo, desde que isso não restrinja a busca pelo objetivo básico do NBP”. Para detalhes sobre o regime de metas de inflação na Polónia, ver Jonas e Mishkin (2003).

²² As bandas cambiais na Polónia foram abandonadas em abril de 2000.

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



Fonte: OCDE

Na Hungria, o nível geral de preços vem mantendo uma trajetória claramente decrescente, e se situa na atualidade, abaixo de 5% ao ano, conforme ilustra o Gráfico 2. Durante a década de 90, em meio a um regime de bandas cambiais, a queda da inflação foi altamente beneficiada pela elevada entrada de capitais externos. Em 2001, aliado à maior flexibilidade do câmbio, o país adota gradualmente o regime de metas inflacionárias, com o objetivo de sustentar a baixa inflação²³. Além disso, com base no regime de metas inflacionárias, a taxa de juros passa a atuar como o principal instrumento do Banco Central da Hungria na manutenção de baixos índices de preços²⁴. Assim, a partir da trajetória decrescente da inflação, a taxa de juros se situa em níveis relativamente baixos (Gráfico 3).

Hungria e Polônia adotaram o regime de metas de inflação. A queda mais acentuada da taxa de juros na Polônia do que na Hungria é coerente com a recuperação mais forte da economia no primeiro com relação ao segundo.

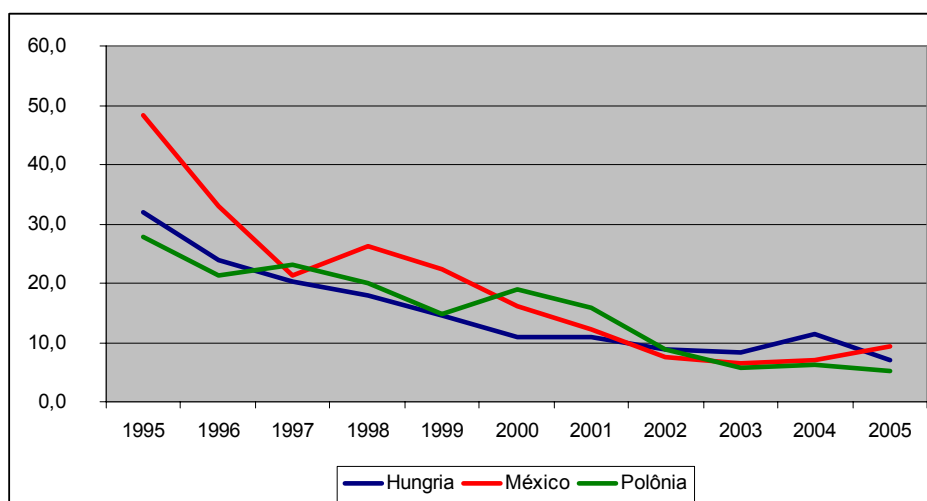
No México, além de a atividade econômica apresentar deterioração logo após a crise de 1994, os patamares inflacionários evidenciaram uma significativa alta durante 1995 e 1996. Em 1995, com o intuito de minimizar a elevação do índice de preços, o

²³ Diante desse novo cenário, porém, a taxa de câmbio continua a apresentar uma importância fundamental nos patamares inflacionários. Apesar de outras economias em transição, como a República Tcheca e a Polônia, terem abandonado o regime de metas cambiais, a Hungria manteve seu sistema de bandas cambiais até fevereiro de 2008. Sobre o regime de inflação na Hungria, ver Jonas e Mishkin (2003).

²⁴ Segundo Jonas e Mishkin (2003), apesar de a taxa de câmbio constar uma significativa importância nos índices inflacionários da Hungria, a taxa de juros ainda se apresenta como o principal instrumento do Banco Central. Intervenções no mercado de câmbio são consideradas somente em períodos de emergências.

México adota, de modo gradual, o regime de metas de inflação²⁵. A partir desse momento, torna-se claro o comportamento decrescente do índice inflacionário. Ao seguir a mesma trajetória da taxa de inflação, a taxa de juros real manteve-se elevada após a crise de 1994, mas decresceu nos anos posteriores. De acordo com Trillo e Villagomez (2001), a queda da taxa de juros após 1998 pode se relacionar a três fatores: à maior preocupação em torno do ajuste fiscal, aos processos de renegociação da dívida externa e ao aumento da credibilidade do governo na busca pela estabilização da economia.

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



Fonte: OCDE

2. Resultados Fiscais e Endividamento Público

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

²⁵ O regime de metas de inflação no México foi adotado, formalmente, a partir de 1999. Para detalhes sobre a adoção do regime de metas inflacionárias no México, além de uma análise comparativa com os casos do Brasil e do Chile, ver SCHMIDT-HEBBEL, K.; WERNER, A. "Inflation Targeting in Brazil, Chile and México: performance, credibility, and the exchange rate". *Working Paper n.171*. Central Bank of Chile, jul. 2002.

a) Polônia

Resultados Fiscais

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

No Gráfico 4, é possível observar o comportamento recente das contas públicas na Polônia. Ao longo dos últimos anos, o setor público polonês vem apresentando um significativo incremento do déficit primário, ou seja, excetuando-se as despesas com pagamento de juros da dívida pública, o país ainda possui um elevado nível de gastos públicos. Diante desse fato, é importante destacar o alto patamar de gastos do governo polonês com previdência social, especialmente, após a reforma do sistema previdenciário em 1999²⁶. De acordo com Burns e Yoo (2002), os gastos com previdência social na Polônia representam mais de duas vezes a média dos gastos com previdência dos demais países membros da OCDE²⁷.

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

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

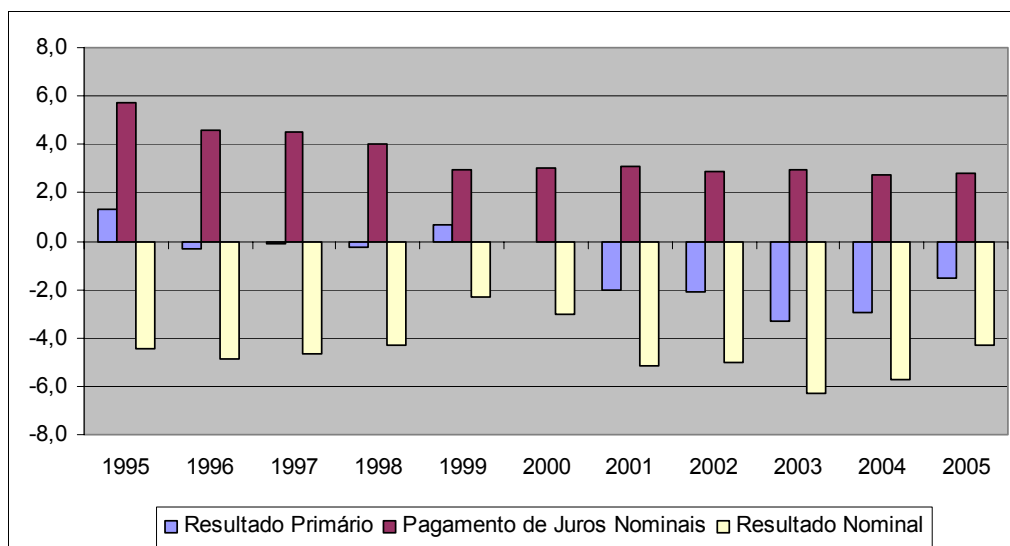
²⁶ Para detalhes sobre a reforma previdenciária da Polônia, ver GÓRA, M.; RUTKOWSKI, M. "The Quest for Pension Reform: Poland's Security through Diversity", *Working Papers*, n.286, The William Davidson Institute – University of Michigan, 2000.

²⁷ Os membros da OCDE são: Austrália; Áustria; Bélgica; Canadá; Republica Tcheca; Dinamarca; Finlândia; França; Alemanha; Grécia; Hungria; Islândia; Irlanda; Itália; Japão; Coréia; Luxemburgo; México; Holanda; Nova Zelândia; Noruega; Polônia; Portugal; Eslováquia; Espanha; Suécia; Suíça; Turquia; Reino Unido e Estados Unidos.

déficit nominal ocorre em um cenário de baixas taxas de juros e de redução dos pagamentos de juros nominais, ou seja, apesar do alto nível de gastos primários, o país vem reduzindo seu resultado nominal deficitário.

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

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



* (-) déficit e (+) superávit

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

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

possibilitar ao gestor público uma análise das conseqüências de longo prazo de suas decisões de gastos.

A prática política em torno do controle fiscal não se apresentou incoerente com relação à taxa de juros, que foi reduzida. Parte do sucesso futuro com o quadro fiscal da Polônia dependerá dos controles das taxas de juros e da inflação.

Dívida Pública

Conforme visto acima, apesar do elevado déficit público, a Polônia apresenta um nível relativamente baixo e decrescente dos gastos com encargos financeiros da dívida pública. Após o fim do regime socialista, a dívida pública polonesa passou por mudanças bastante significativas. A relação dívida pública/PIB, que em 1990 ultrapassava 90%, iniciou uma trajetória decrescente, a partir de 1993 (Gráfico 6). Em 2005, a relação dívida pública/PIB foi da ordem de 45%, e atualmente o governo procura manter um rígido controle sobre o nível de endividamento, por meio da instauração de um limite máximo de 60% para a relação dívida pública/PIB, previsto na Constituição do país e garantido pelo governo polonês, a partir da Lei das Finanças Públicas²⁸.

Em termos de responsabilidade fiscal e institucionalidade é importante frisar que inserir na Constituição limites ao endividamento constitui uma ação de elevado grau e proteção da economia contra movimentos especulativos, porque o endividamento encontrará proteção orçamentária.

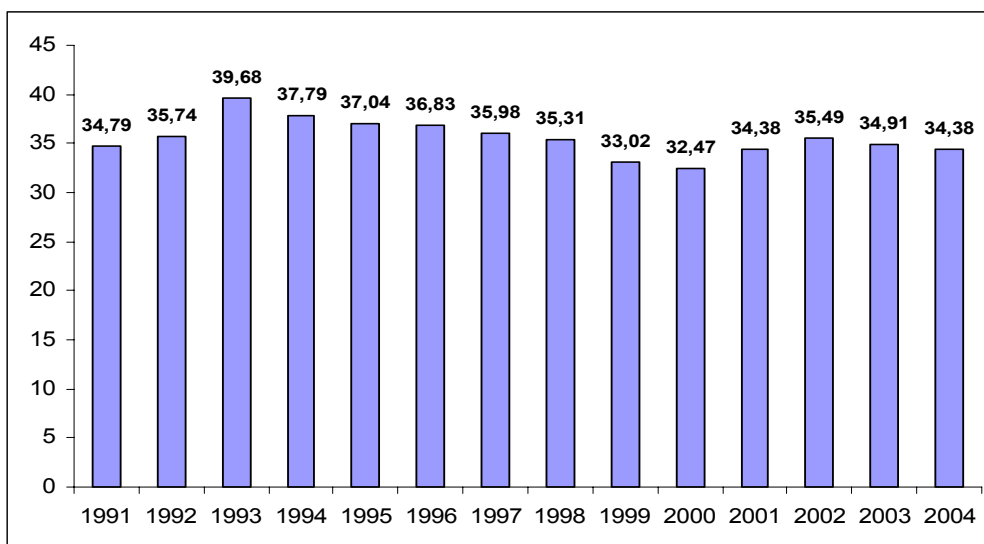
Na Polônia, o endividamento do setor público se encontra altamente concentrado no governo central. Cerca de 95% do total de endividamento corresponde à dívida do Tesouro Nacional (*State Treasury*)²⁹. Por sua vez, o componente de maior peso na dívida do Tesouro Nacional, refere-se aos títulos públicos emitidos em mercados

²⁸ Através da Lei das Finanças Públicas, o governo da Polônia estabelece regras para garantir o limite constitucional da relação dívida/PIB. Caso o nível de endividamento em relação ao PIB se situe entre 50% e 55% no ano X, a razão entre o patamar do déficit público e o nível de arrecadação previsto no ano X+2 não pode ser superior ao ano X+1. Além disso, a razão déficit público/nível de arrecadação para o ano X+2 deve ser o valor limite para a razão déficit público/nível de arrecadação dos governos locais para o ano X+2. Caso o nível de endividamento represente entre 55% e 60% do PIB no ano X, o nível de déficit público previsto no ano X+2 deve garantir uma queda da relação dívida pública/PIB, em comparação com o ano X. Nesse cenário, os governos locais também passam a apresentar um limite de déficit público para o ano X+2. Ademais, o Conselho de Ministros elabora uma proposta corretiva no sentido de reduzir o nível de endividamento. Por fim, caso a razão dívida pública/PIB no ano X aponte um valor igual ou superior a 60%, os orçamentos dos governos central e locais devem, no mínimo, constar um balanço equilibrado no ano X+2. Além disso, ainda ficam estabelecidas proibições quanto a concessão de novas obrigações e o Conselho de Ministros apresenta um plano corretivo ao Parlamento, com o intuito de implementar ações que visem a reduzir o nível de endividamento (Poland, 2006b).

²⁹ O valor total de endividamento do setor público na Polônia corresponde à dívida do Tesouro Nacional, dos governos locais, do setor de Previdência Social e de outros setores do governo central. Em 2004, o patamar da dívida do Tesouro Nacional correspondeu a 93% do endividamento total e, em 2005, esse valor passou para 94% (Poland, 2005).

doméstico e internacional. Tais componentes corresponderam a 89,9% do total da dívida do Tesouro em 2005. Dentre os títulos negociados, destaca-se a grande participação dos títulos emitidos internamente, os quais, em 2005, representaram 78,8% do total dos títulos públicos (Poland, 2005).

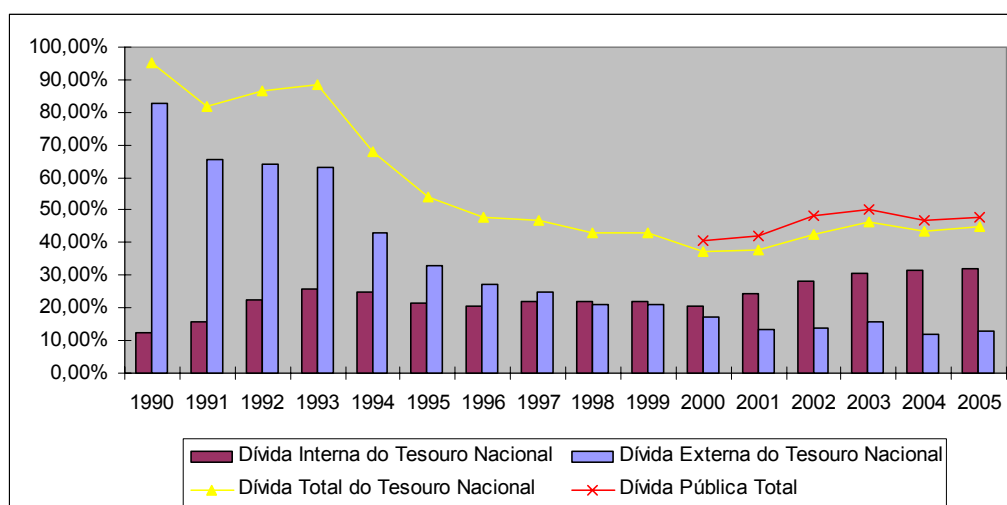
Gráfico 5 - Carga Tributária - Polônia (em % do PIB)



Fonte: OCDE

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

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



Fonte: Ministry of Finance – Poland

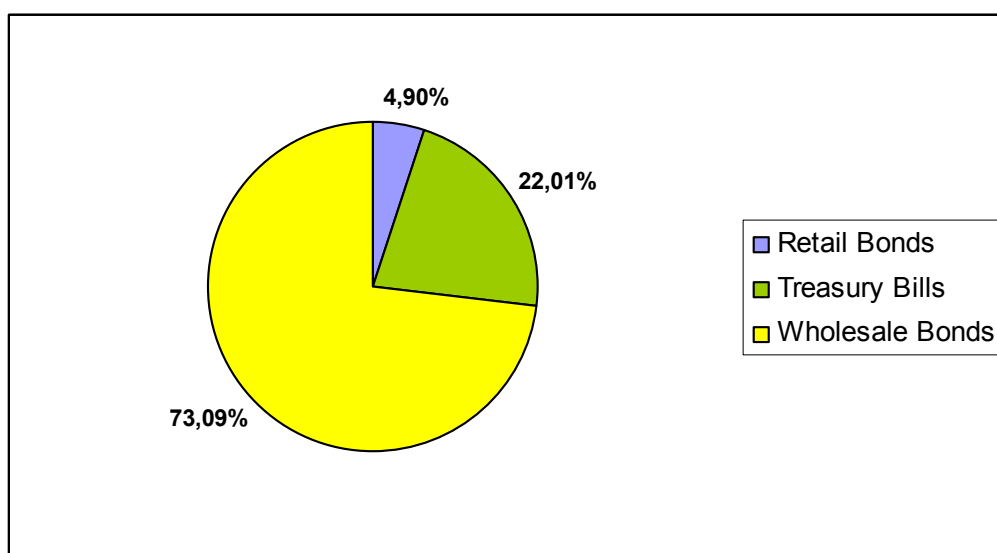
O governo polonês, por meio do Tesouro Nacional, possui a disponibilidade de emitir dois grupos de títulos públicos: os *Treasury Bills* e os *Treasury Bonds*. Os *Treasury Bills*, criados em maio de 1991, referem-se a títulos de curto prazo, emitidos internamente e vendidos em leilões primários com maturidade inferior a um ano. Já os *Treasury Bonds* são títulos de longo prazo de várias modalidades, emitidos no mercado interno ou externo e com maturidade posterior a um ano. Tais papéis podem ser emitidos no varejo, para pequenos investidores (*Retail Bonds*) e, no atacado, através de leilões (*Wholesale Bonds*). Em 2005, os *Wholesale Bonds* representaram 73% dos títulos emitidos para financiamento público no mercado doméstico (Gráfico 7).

Conforme Stopyra, Trzecinska e Grat (2002), Garcia e Salomão (2006) e Poland (2005), os *Bonds* poloneses, emitidos em mercado doméstico, dividem-se em:

- FIXED-RATE MARKETABLE BONDS:** títulos prefixados, com maturidade mínima de dois, e máxima de vinte anos;
- FLOATING-RATE MARKETABLE BONDS:** papéis com rentabilidade em função das taxas de juros correntes, com maturidade de três e cinco anos;
- SAVINGS BONDS:** títulos de renda fixa ou indexados ao índice de preços ao consumidor (CPI), com maturidade mínima de quatro anos e emitidos, exclusivamente, para a venda no varejo;
- INDEX-LINKED BONDS:** títulos indexados à inflação e com maturidade de doze anos;

e) NON-MARKETABLE BONDS: títulos emitidos com o objetivo de financiar medidas específicas do governo. Tais papéis não são comercializados no mercado primário.

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

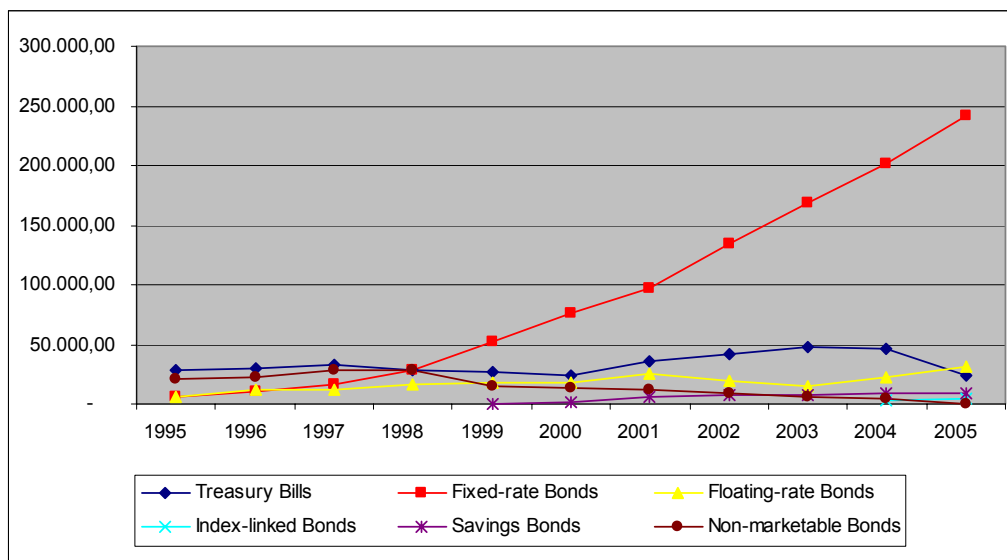


Fonte: Ministry of Finance – Poland

Através do Gráfico 8, observa-se a grande parcela de papéis prefixados, que, ao longo do período recente, elevaram, de forma considerável, sua participação no padrão de endividamento público polonês, o que, segundo Garcia e Salomão (2006), foi possibilitado a partir da queda dos índices inflacionários. Ademais, especificamente em 2005, nota-se uma queda acentuada da participação dos *Treasury Bills* e um pequeno aumento dos títulos indexados à taxa de juros variável e dos títulos indexados à taxa de inflação.

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

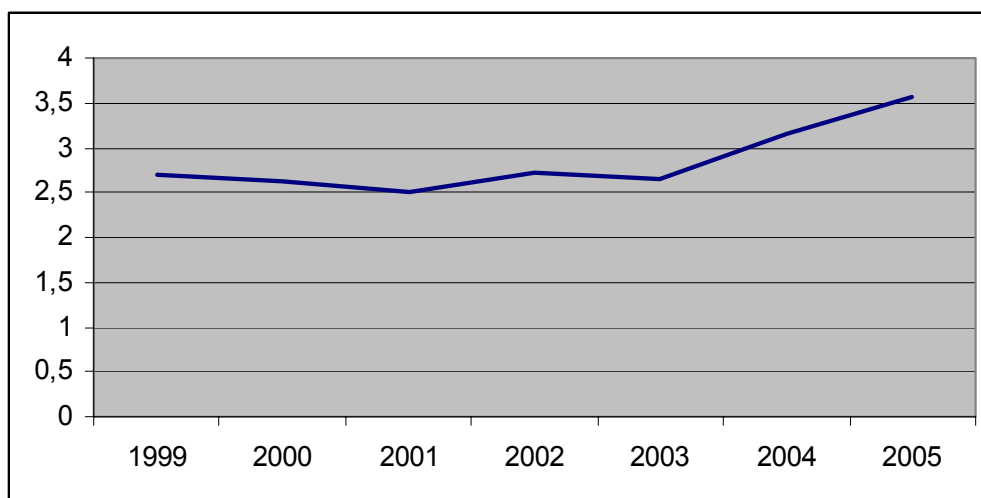
Gráfico 8 - Dívida Mobiliária Interna do Tesouro Nacional por tipo de instrumento – Polônia (em milhões de PLN)



Fonte: Ministry of Finance – Poland

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

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



Fonte: Ministry of Finance - Poland

b) Hungria

Resultados Fiscais

Assim como a Polônia, a Hungria apresenta um elevado patamar de gastos públicos, quando comparado a nações com níveis semelhantes de renda per capita. Sobretudo, após o fim do regime socialista, o setor público húngaro mantém um papel significativo na sustentação das taxas de crescimento econômico. A partir de 1995, com a adoção de um ajuste fiscal e a expectativa de entrada na União Europeia³⁰, o governo húngaro passa a buscar um maior equilíbrio orçamentário de longo e médio prazo, por meio da redução dos gastos públicos.

O ajuste fiscal realizado em março de 1995, sob a denominação “pacote Bokros”, em referência ao então Ministro das Finanças, Lajos Bokros, consistiu em um amplo corte de despesas públicas, aumento da arrecadação federal e desvalorização da moeda local. Apesar de as medidas adotadas se mostrarem altamente impopulares³¹, os resultados fiscais apresentaram uma sensível melhora, em especial, quanto aos gastos

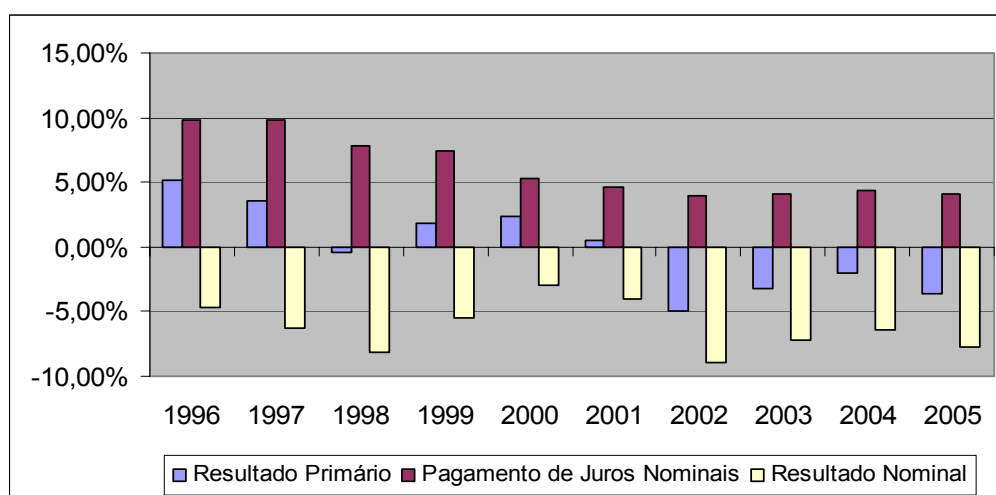
³⁰ Conforme visto anteriormente, a entrada da Hungria na União Europeia ocorreu em 2004, juntamente com Polônia; Chipre; Eslováquia; Eslovênia; Estônia; Hungria; Letônia; Lituânia; Malta e República Tcheca.

³¹ Conforme LeLoup et al. (1998), dentre as medidas impopulares adotadas pelo plano, destacam-se as tarifas sobre importações e sobre estudantes, além de cortes em investimentos, em programas de assistência familiar e nos orçamentos de universidades.

primários. A partir de então, entre 1996 e 2001, o orçamento público da Hungria começou a gerar freqüentes superávits primários, exceto no ano de 1998, quando o resultado primário apresentou um déficit de 0,40% do PIB, em grande parte devido à adoção da reforma previdenciária, que, de acordo com Brixi, Papp e Schick (1999), proporcionou um aumento temporário do déficit público³². No entanto, a deterioração dos resultados fiscais após 2002 evidenciou a fragilidade das medidas adotadas (Gráfico 10).

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

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



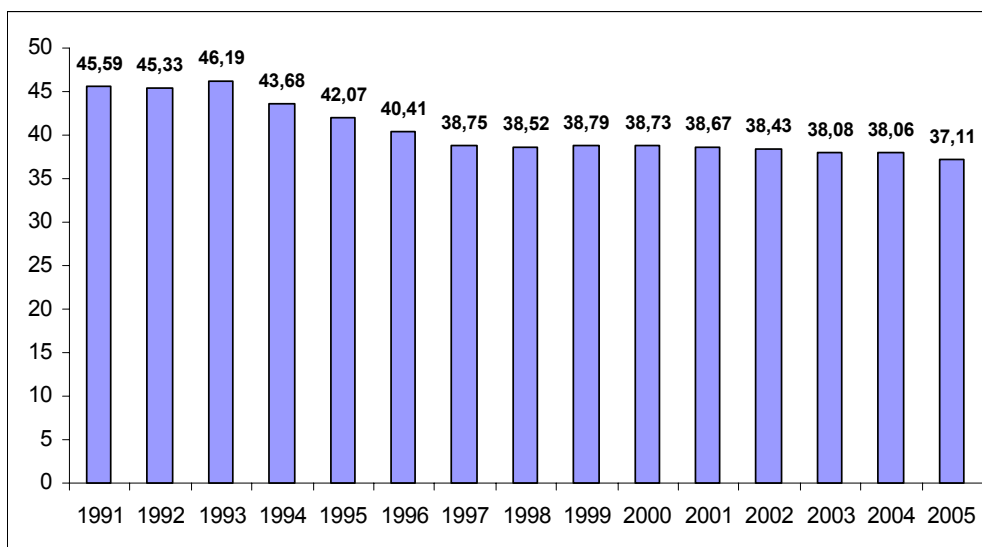
* (-) déficit e (+) superávit

Fonte: Ministry of Finance – Hungary

³² O país foi o primeiro, dentre as economias em transição para uma economia de mercado, a adotar uma ampla reforma do sistema previdenciário. Para detalhes sobre a reforma da previdência na Hungria, ver ROCHA, R.; VITTAS, D “Pension Reform in Hungary: a preliminary assessment” *Policy Research Working Paper*. The World Bank, jul. 2001.

Com o intuito de financiar tais déficits fiscais, o setor público húngaro mantém uma alta carga tributária, na ordem de 37% do PIB (Gráfico 11), o que contribui para a geração de expectativas negativas em termos de crescimento econômico. Dessa forma, assim como na Polônia, o alto patamar da carga de impostos se justifica, principalmente, pelo elevado volume de gastos primários.

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



Fonte: OCDE

Dívida Pública

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

total de endividamento interno em 2005³³ (Government Debt Management Agency – Hungary, 2007).

No Gráfico 12, é possível observar o comportamento recente do endividamento público da Hungria. Primeiramente, cabe destacar a trajetória da dívida total do governo central. No início da década de noventa, tal endividamento se eleva de forma significativa, e atinge quase 90% do PIB em 1993. A partir desse momento, no entanto, a dívida pública mantém uma trajetória de queda. Com ênfase no período entre 1995 e 1997, Barabás, Hamecz e Neményi (1999) afirmam que, além da queda das taxas de juros e da recuperação do crescimento econômico, colaboraram para a redução da dívida pública no período, as receitas com privatizações, os significativos superávits primários de 1996 e 1997 e a melhora na estrutura de endividamento.

Ainda em relação ao Gráfico 12, nota-se um crescimento da dívida interna em detrimento à dívida externa, basicamente impulsionado pela emissão de títulos públicos, que, durante a década de 90, se consolidam como instrumento de financiamento do setor público³⁴.

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

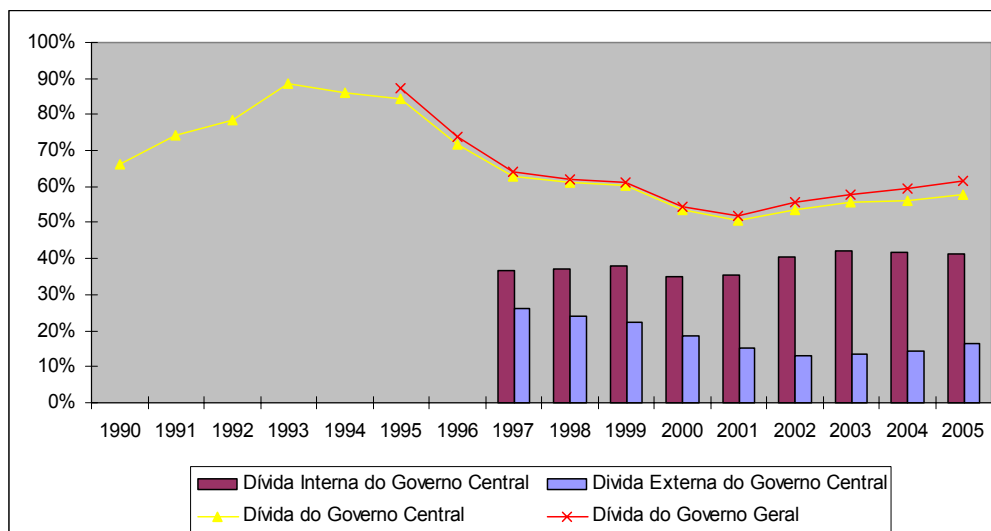
- a) FIXED RATE BONDS: títulos emitidos a taxas fixas com maturidades de três, cinco, dez e quinze anos;
- b) FLOATING RATE BONDS: títulos de renda variável, que não são mais emitidos pelo governo federal desde 2001;
- c) INTEREST-BEARING T-BILLS: títulos de renda fixa, criados em 1988, com o intuito de atrair o pequeno investidor;
- d) DISCOUNT T-BILLS: títulos com maturidade entre três, seis e doze meses e emitidos em leilões à uma determinada taxa de desconto;

³³ O restante da parcela da dívida interna refere-se a empréstimos diretos.

³⁴ Até 1992, o Banco Central da Hungria tinha a disponibilidade de financiar o governo, de modo que o orçamento público contava, de certa forma, com crédito ilimitado por parte do Banco Central. Porém, após a aprovação da Lei do Banco Central de 1991, introduzido a partir de 1992, o padrão de financiamento dos déficits incorridos pelo setor público passou por algumas modificações. Dentre as alterações, destacam-se: o financiamento do setor público deveria ser realizado exclusivamente através do mercado, por meio do lançamento de títulos públicos; o financiamento realizado através do Banco Central seria limitado e as compras dos títulos do governo seriam realizadas por investidores, com base em decisões próprias de investimentos (Barabás, Hamecz e Neményi, 1999).

e) TREASURY SAVINGS BILLS: títulos emitidos a partir de 1995, cuja maturidade varia entre um e dois anos. Os Treasury Savings Bills são negociados por meio do serviço postal da Hungria.

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



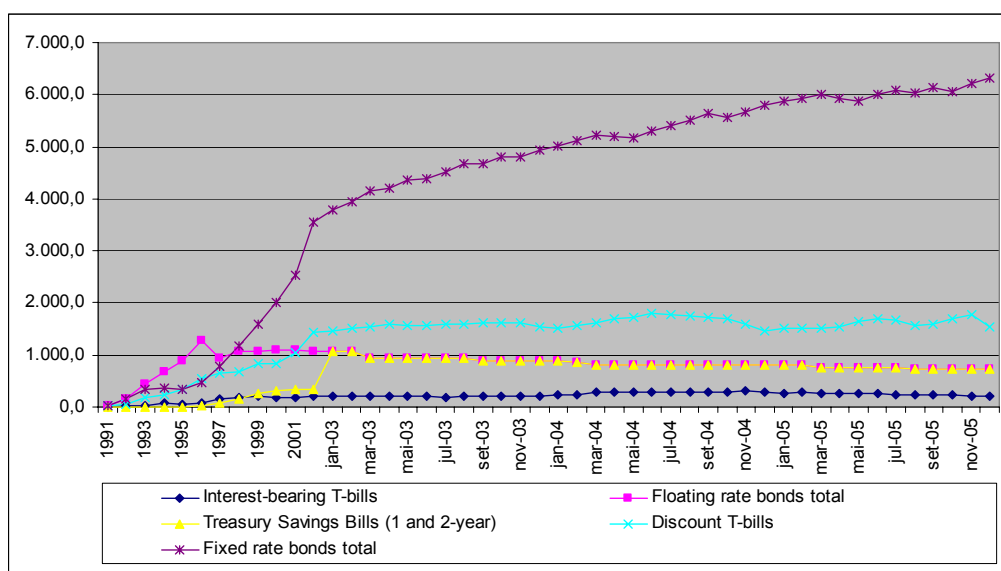
Fonte: Ministry of Finance e Government Debt Management Agency – Hungary

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

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

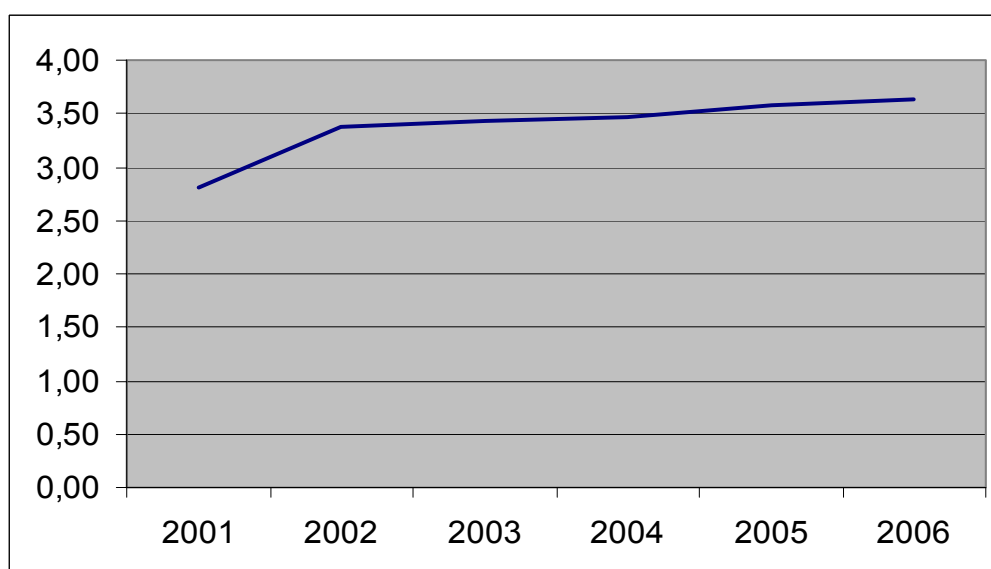
domésticos se encontravam em poder de investidores estrangeiros, os quais detêm mais de 35% dos *Bonds* emitidos pelo governo central.

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



Fonte: Government Debt Management Agency – Hungary

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



Fonte: Government Debt Management Agency – Hungary

c) México

Resultados Fiscais

Após a crise cambial de 1994, o México passou a contar com um regime fiscal mais rígido, por meio da geração de constantes e elevados superávits primários. Principalmente em 1995, o valor do superávit primário, descontando-se o pagamento com encargos financeiros da dívida pública, chegou a 4,7% do PIB. A partir de então, o resultado primário positivo se reduz, juntamente com um aumento do déficit nominal, em grande parte, como resultado de um aumento das despesas financeiras e dos gastos com políticas de desenvolvimento social, em especial, com educação e previdência social, os quais, em 2005, representaram cerca de 60% do gasto orçamentário programado total³⁵. Recentemente, porém, o resultado nominal vem diminuindo seu nível deficitário, o que proporciona a expectativa da geração de superávits nominais a partir de 2006³⁶ (Gráfico 15). Conforme Cysne e Sobreira (2007), notadamente, a partir da promulgação da Lei Federal de Orçamento e Responsabilidade Fiscal em 2006, o país passou a contar com uma política de metas fiscais em relação ao déficit nominal.

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

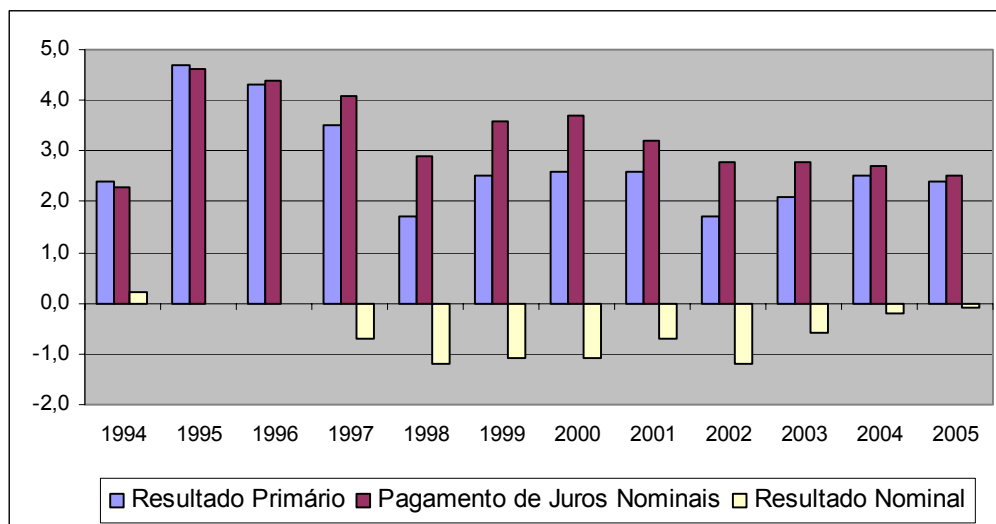
Diante dos bons resultados quanto às contas públicas, o patamar da arrecadação tributária mexicana se situa entre as mais baixas dentre as economias em desenvolvimento. Durante o período recente, a carga de tributos, como percentual do PIB, situa-se entre 16% e 20% (Gráfico 16). Em relação ao nível de arrecadação do setor público mexicano, cabe salientar a importância da arrecadação dos direitos pela

³⁵ No balanço orçamentário do setor público mexicano, os gastos se dividem entre gastos programados, que incluem gastos correntes e de capital, e não programados, que representam o custo financeiro da dívida pública e as participações de estados e municípios.

³⁶ O déficit público nominal mexicano, considerado tradicional, não incorpora algumas operações extra-orçamentárias. A incorporação dessas operações se deu a partir de 2001, quando o país passou a publicar as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), em acordo com o FMI. A publicação por meio das NFSP apresenta maior deterioração das contas públicas quando comparado a publicação do déficit nominal tradicional. Porém, a diferença entre ambos vem caindo ao longo dos últimos anos. Em 2005, o déficit nominal tradicional apontou um déficit de 0,1% do PIB, e o resultado a partir das NFSP apontou um déficit da ordem de 1,4%. Ver detalhes em Cysne e Sobreira (2007).

extração de petróleo. Nesse sentido, o valor da arrecadação federal tende a se elevar quando há um maior volume de extração e quando o preço do petróleo se encontra em alta.

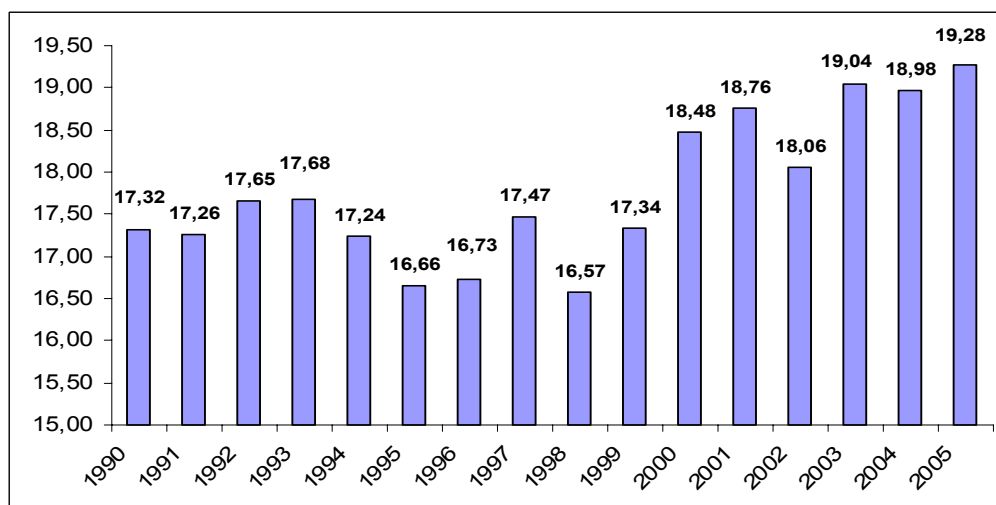
Gráfico 15 - Resultado Primário, Pagamento de Juros Nominais e Resultado Nominal – México (em % do PIB)



* (-) déficit e (+) superávit

Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público – México

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



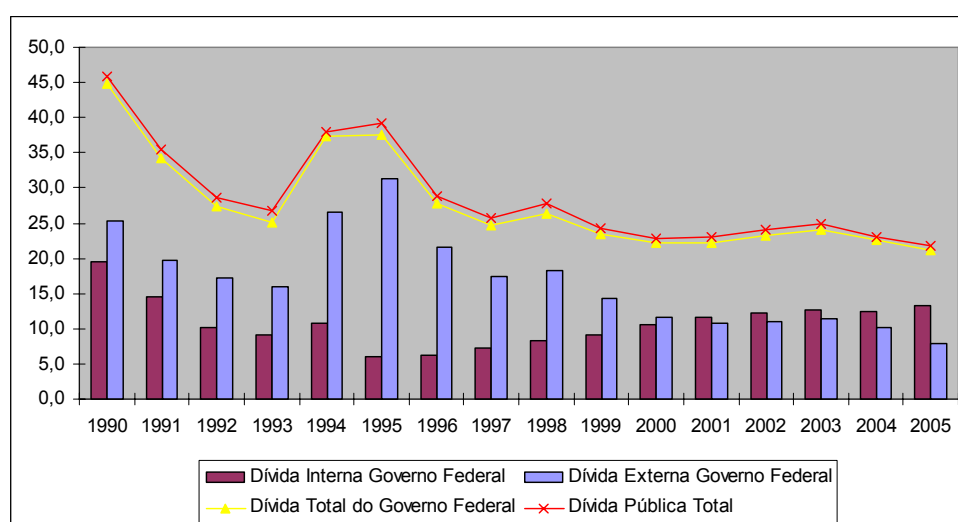
Fonte: OCDE

Dívida Pública

Historicamente, o México é caracterizado por grandes dificuldades associadas à dívida externa e à seus elevados custos fiscais³⁷. Recentemente, entretanto, o quadro se alterou e a ênfase em relação à dívida pública interna se tornou mais evidente³⁸.

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

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



Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público – México

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

³⁷ Para detalhes sobre a dívida externa mexicana e seu crescimento explosivo durante a década de oitenta, ver DORNBUSCH, R.; VINALS, J.; PORTES, R. "Mexico: Stabilization, Debt and Growth". *Economic Policy*, vol. 3, n.7, out. 1988.

³⁸ Em 1988, o México passou por uma ampla renegociação da dívida externa, o que contribuiu para sua trajetória de queda.

vez, dentre a dívida do governo federal, conforme visto destaca-se o nível de endividamento interno, que compreende os títulos públicos emitidos pelo governo, o Fundo de Poupança do Sistema de Poupança para a Aposentadoria (SAR), as dívidas assumidas e outras.

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

- a) CETES: títulos de renda fixa, criados em 1978, como o primeiro título emitido no mercado doméstico e com maturidade inferior a um ano;
- b) BONDES: títulos de renda variável com maturidade de três a cinco anos;
- c) BONOS: títulos de renda fixa com maturidade de três, cinco e dez anos;
- d) UDIBONOS: títulos indexados à taxa de inflação com maturidade de cinco e dez anos³⁹;
- e) TESOBONOS: títulos de curto prazo, indexados ao dólar e que, em 1996, tiveram a emissão suspensa.

É importante ressaltar ainda que, a partir de 2000, o Banco do México passou a emitir títulos próprios, por meio do lançamento dos *Bonos de Regulación Monetária del Banco de México* (BREMS), com o intuito de atuar como instrumento de política monetária na esterilização dos efeitos do aumento de reservas internacionais⁴⁰ (Sidaoui, 2002).

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

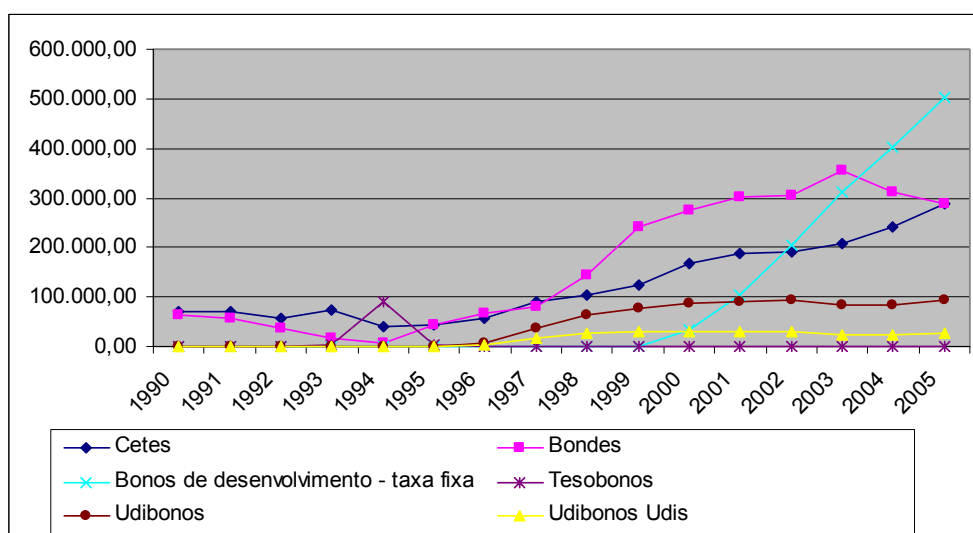
Com a eclosão da crise de 1994, é possível observar o aumento do lançamento dos Tesobonos, ou seja, em períodos de crise e maior instabilidade macroeconômica, o

³⁹ De acordo com Trillo e Villagomez (2001), os Udibonos seguem o modelo chileno de indexação à inflação. A experiência chilena de indexação dos títulos públicos à taxa de inflação pode ser identificada em CIFUENTES, R.; DESORMEAUX, J.; GONZÁLEZ, C. "Capital Markets in Chile: from financial repression to financial deepening". In: *The Development of Bonds markets in Emerging Economies*. BIS Papers 11, Basel, junho, 2000.

⁴⁰ Para detalhes sobre a colocação dos BREMS, ver Banco do México (2001). Em 2006, o estoque de BREMS em poder do público foi de \$111 bilhões de pesos.

governo federal intensificou o lançamento de títulos indexados ao dólar. Além disso, a partir de 1995, com a queda da inflação e da taxa de juros e com o maior desenvolvimento do mercado de títulos públicos domésticos, destacam-se os lançamentos de Bondes, CETES e Udibonos. No ano de 2000, inicia-se a emissão de Bonos prefixados, que a partir de 2004, representam a maior parcela dentre os papéis denominados em moeda doméstica. O desenvolvimento de um mercado doméstico de títulos públicos no México também foi amplamente favorecido pelo aumento de investidores estrangeiros em papéis do governo. Na atualidade, cerca de 10% dos papéis do governo não detidos pelo setor bancário⁴¹ se encontram em poder de estrangeiros; patamar bem acima de 2002, quando tal parcela representava apenas 2%.

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



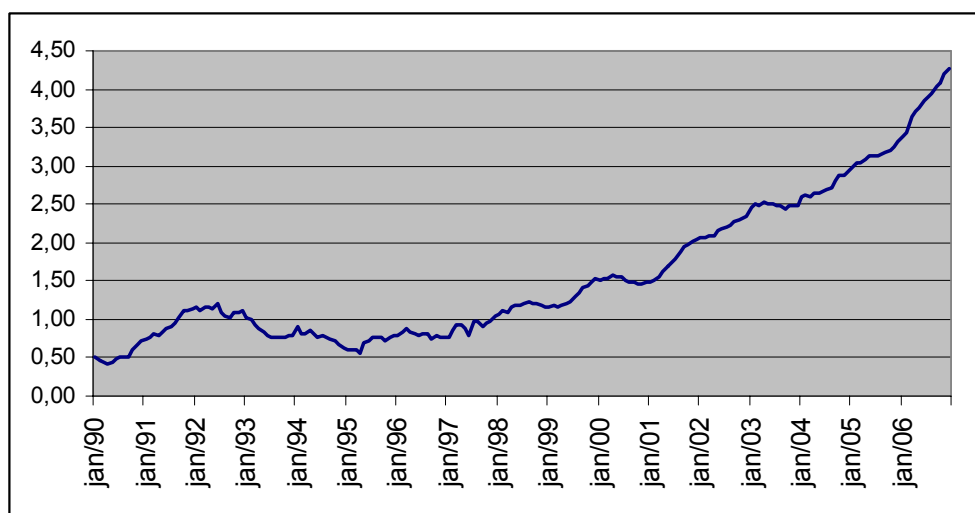
Fonte: Secretaría de Hacienda y Crédito Público – México

Além de modificar a composição de endividamento após a crise de 1994, o governo mexicano elevou, consideravelmente, a maturidade média da dívida pública interna, conforme se observa no Gráfico 19. No início da década de noventa, a maturidade média da dívida pública interna mexicana se apresentava em elevação. Porém, com a crise cambial e a deterioração do padrão de endividamento, essa trajetória de alta é interrompida. A partir de 1995, no entanto, torna-se evidente o comportamento

⁴¹ Os títulos domésticos emitidos pelo governo mexicano são detidos pelo setor bancário, pelo setor não bancário e pelo Banco Central do México. Com participação de 86%, o setor não bancário detém a maior parcela dos papéis.

crescente da maturidade média, que passa de pouco mais de 200 dias em janeiro de 1995 para cerca de 1.500 dias, ou 4,27 anos, em dezembro de 2006. Tal incremento tornou-se possível a partir dos lançamentos crescentes de Bondes, Bonos e Udibonos, cujas maturidades mínimas são de três anos⁴².

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



Fonte: Banco de México

d) Brasil

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

No período recente, grande parte da dívida mobiliária se concentra em títulos públicos pós-fixados de curto prazo, em poder de mercado e indexados à taxa básica de juros. Tal composição de endividamento, aliada a taxas de juros elevadas, dificulta a

⁴² Cabe destacar que, a partir de 1999, o aumento da maturidade média também foi favorecido pela emissão de Udibonos de dez anos.

atuação de uma política fiscal ativa, visto que, para efetuar o pagamento de serviços da dívida, o setor público realiza altos superávits primários e compromete a execução de gastos com políticas sociais e, principalmente, com investimentos em infra-estrutura. O desembolso com despesas financeiras é tão elevado que, apesar dos altos níveis de superávits primários, não é possível evitar que o setor público apresente freqüentes déficits nominais.

i) Desvalorização cambial e metas inflacionárias

No período de implantação do Real, 1995, frente às constantes crises em economias emergentes e ao declínio do nível de reservas internacionais, aumentavam as expectativas em relação a um ataque especulativo à moeda brasileira, o que colocaria em risco o regime de metas cambiais. Notadamente, após a eclosão da crise russa, a manutenção da taxa de juros elevada não apresentou os mesmos êxitos que em crises anteriores, o que fez com que o governo brasileiro buscasse apoio financeiro junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI)⁴³. No entanto, o aporte de US\$ 40 bilhões resultante do acordo, não evitou que em janeiro de 1999, o Real sofresse uma crise especulativa.

Apesar de a economia brasileira não enfrentar uma grave crise financeira e manter a relativa estabilidade inflacionária num período inicial⁴⁴, a desvalorização cambial desencadeou conseqüências adversas em termos de endividamento do setor público. Além de causar impacto, diretamente, sobre a dívida pública externa, a desvalorização cambial afeta a parcela da dívida mobiliária indexada à moeda externa.

Desde 1995, a dívida mobiliária atrelada ao câmbio demonstra um comportamento crescente, de 5,3% da DPMFi, em 1995, para 21%, em 1998, o que comprova o aumento dos custos fiscais no caso de uma desvalorização cambial.

Hermann (2002) aponta que a alta concentração da dívida em títulos indexados ao câmbio se mostra extremamente perigosa, já que o mercado pode forçar desvalorizações cambiais excessivas e, assim, aumentar o grau de endividamento

⁴³ O acordo com o FMI será retomado na seção 3.2.

⁴⁴ A maxidesvalorização da moeda era uma grande preocupação do governo no período, já que o abandono do uso da ancoragem cambial poderia comprometer a estabilidade inflacionária e deteriorar, ainda mais, o crescimento econômico. Tal preocupação se justificava pelas recentes experiências internacionais no México e na Coréia do Sul. Após a desvalorização cambial e a crise de 1994, a economia mexicana enfrentou uma séria crise financeira, com crescimento da taxa de inflação de mais de 50% e com uma redução do PIB de mais de 5 pontos percentuais. No caso coreano, a inflação se manteve sob controle, porém com uma queda significativa do PIB (Averbug e Giambiagi, 2000). No Brasil, a maxidesvalorização proporcionou, até certo ponto, um pequeno repique inflacionário, e a taxa de crescimento econômico, que, em 1998, já apresentava sinais de recessão, manteve-se no mesmo nível. O índice de desemprego, por sua vez, situou-se em torno de 7%.

público. Além disso, segundo Paula e Alves Jr. (2003), quando se verifica uma alta concentração de papéis cambiais na dívida mobiliária no Brasil, é possível observar a ocorrência de um dilema. Uma redução na taxa de juros diminui o custo da dívida indexada à taxa de juros básica, porém, ao mesmo tempo, devido à queda dos juros e à conseqüente desvalorização cambial, pode-se observar um impacto negativo sobre a dívida indexada ao câmbio.

Ainda que a estabilidade de preços tenha sido mantida após a desvalorização e o abandono do regime de metas cambiais, o governo procurou rapidamente adotar uma nova âncora nominal. Nesse sentido, a partir de junho de 1999, o país adota, formalmente, o regime de metas de inflação, o que passa a exigir uma alta parcela de credibilidade por parte da política monetária, a qual, por sua vez, mantém-se altamente restritiva⁴⁵.

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

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

Diante desse cenário, Bresser-Pereira (2007) argumenta ainda que a manutenção de uma política monetária restritiva pode desencadear um efeito contrário sobre a estabilidade inflacionária. À medida que o endividamento público é alto, a confiança dos credores internacionais se reduz, o que faz com que a autoridade monetária eleve,

⁴⁵ O regime de metas de inflação no Brasil vinha sendo adotado de maneira informal desde março de 1999, e foi adotado, formalmente, a partir do Decreto n. 3088, de 21 de junho de 1999. Para detalhes sobre o regime de metas de inflação no Brasil, ver Arestis, Paula e Ferrari Filho (2006), Modenesi (2005), Bresser-Pereira (2007) e Figueiredo e Ferreira (2002).

constantemente, a taxa de juros e, assim, aumente o risco de solvência do país, o que pode levar a freqüentes desvalorizações cambiais. Segundo Bresser-Pereira (2007, p.227): “Define-se então um cenário em que os juros sobem, enquanto o câmbio se deprecia, agravando o quadro de endividamento e de inflação, e mergulhando o país na crise”.

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

ii) Metas fiscais e Lei de Responsabilidade Fiscal

O acordo realizado com o FMI em 1998/1999, além de garantir um significativo aporte financeiro ao país, inaugurou uma nova conduta em relação às contas públicas. A partir de 1999, em conjunto com o FMI, o governo brasileiro aplica um ajuste fiscal por meio da adoção de metas e limites para as necessidades de financiamento do setor público (NFSP)⁴⁶. As medidas de ajuste contemplavam a redução dos déficits operacionais, a estabilidade da dívida pública e a divulgação de metas para a geração de superávits primários, no princípio, para o período 1999-2001⁴⁷. Como resultado inicial do acordo, o resultado primário, que vinha sendo deficitário ou pouco superavitário entre 1995 e 1998, começou a apresentar superávits significativos nos anos seguintes, o que, por sua vez, também possibilitou uma redução dos déficits nominal e operacional (Tabela 1).

⁴⁶ Cabe destacar, que, em meados da década de 90, o governo já vinha adotando medidas no sentido de possibilitar um ajuste fiscal, através do Plano de Ação Imediata (PAI) e do Fundo Social de Emergência (FSE). Para detalhes sobre o PAI e sobre o FSE, ver CASTRO, L. B. “Privatização, Abertura e Desindexação: a primeira metade dos anos 90”. In: GIAMBIAGI, F., VILLELA, A., HERMANN J., CASTRO, L. B. (orgs.) *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

⁴⁷ Em virtude da desvalorização cambial de janeiro de 1999, as metas, que haviam sido acordadas em 1998, foram revistas para cima, uma vez que a desvalorização provocou um impacto direto sobre a dívida pública indexada ao câmbio, conforme visto anteriormente.

Tabela 1 - Necessidade de Financiamento do Setor Público - Brasil (1999-2006)*

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

*Com desvalorização cambial sobre estoque da dívida mobiliária interna.

Fonte: Banco Central e Ipeadata.

Ao dar continuidade ao processo de ajuste das contas públicas; em maio de 2000, foi aprovada a Lei Complementar n.101, conhecida como a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF)⁴⁸. Através dessa lei, procurou-se estabelecer maior disciplina e transparência no tratamento das contas públicas em todos os níveis de governo, a partir de uma mudança cultural em busca da responsabilidade fiscal. Dentre as principais medidas adotadas com a lei, destacam-se: a adoção de metas fiscais, limites para o gasto com despesa com pessoal, limites para o endividamento, regras de transparência e imposição de penalidades para os administradores públicos que infringissem as medidas⁴⁹.

Em relação às metas fiscais, a LRF procurou constituir um maior equilíbrio entre as receitas e despesas do setor público. Através do Anexo de Metas Fiscais da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)⁵⁰, a LRF passou a exigir o estabelecimento de metas referentes a receitas, despesas, resultado nominal, resultado primário e montante da dívida pública para o ano corrente e para os dois anos seguintes (Quadro 1). Além disso,

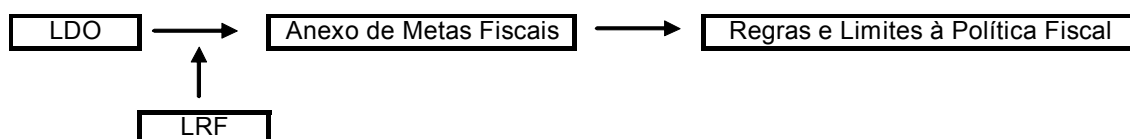
⁴⁸ A LRF foi implantada em acordo com o FMI e teve, como referencial, o Tratado de Maastricht de 1992, na União Européia; o Fiscal Responsibility Act de 1994, na Nova Zelândia e o Budget Enforcement Act de 1990, nos Estados Unidos.

⁴⁹ A LRF passaria a gerar elevadas punições à prática indisciplinar do administrador público, conforme previsto na Lei de Crimes Fiscais (LCF), aprovada no mesmo ano da LRF. As infrações sujeitas a punições ocorreriam em casos de não publicação de relatórios de acordo com a lei, de não cumprimento aos limites de despesas e endividamento, de realização de operações de crédito em desacordo com a lei, dentre outros casos. As punições dependeriam do ato de infração e poderiam chegar a quatro anos de reclusão, em casos de descumprimento das medidas relativas às despesas com pessoal.

⁵⁰ Como parte da elaboração do orçamento do governo, torna-se relevante a relação entre o Plano Plurianual (PPA), a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e a Lei Orçamentária Anual (LOA). O PPA é elaborado pelo executivo e compreende as metas do governo federal para um período de quatro anos. Em seguida, é elaborada a LDO que estabelece as metas e prioridades do governo para o ano seguinte. A LDO compreende o Anexo de Metas Fiscais, com as metas para o exercício seguinte e indicação para os dois anos posteriores. Por fim, a partir da LDO e das prioridades designadas no PPA, elaborase a LOA, que disciplina as ações do governo federal durante o ano (Brasil. Ministério do Planejamento, 2007).

de acordo com a lei, o Anexo de Metas deveria conter a avaliação do cumprimento das metas no ano anterior, os demonstrativos das metas com metodologia e memória de cálculo, a evolução do patrimônio líquido com origens e aplicação de recursos e a avaliação financeira e atuarial⁵¹.

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



Fonte: Elaboração Própria

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

“O objetivo primordial da política fiscal do governo é promover a gestão equilibrada dos recursos públicos, de forma a assegurar a manutenção da estabilidade econômica e o crescimento sustentado. A política fiscal busca criar as condições necessárias para a queda sustentável das taxas de juros, a melhora do perfil da dívida pública e a redução gradual do endividamento público líquido em relação ao PIB. Também é compromisso da política fiscal do governo promover a melhoria dos resultados da gestão fiscal, com vistas a implementar políticas sociais distributivas e tornar viáveis os investimentos em infra-estrutura” (Brasil. Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2007).

Quanto à dívida pública, a LRF exigiu um maior controle sobre seus patamares, através da instauração de limites para o montante da dívida mobiliária, submetidos pelo Presidente da República ao Congresso Nacional. Ademais, o mercado de títulos públicos passou a apresentar maior relevância, visto que, conforme esclarecem Nunes e Nunes (2000), ao lado da Constituição de 1988, a LRF detalha o impedimento ao financiamento monetário do déficit público, além de estendê-lo aos governos estaduais e à seus bancos. Cabe ressaltar ainda que, até a instituição da LRF, o Banco Central possuía a disponibilidade de emitir títulos próprios, com o objetivo de atingir suas metas monetárias. No entanto, a partir de 2002, a LRF determinou o impedimento ao

⁵¹ Em acordo com a Seção II, Artigo 4, parágrafo 2º da Lei de Responsabilidade Fiscal.

lançamento primário de títulos por parte da autoridade monetária, de modo que as operações do BC no cumprimento dos seus objetivos de política monetária passariam a ser realizadas por meio dos títulos de sua própria carteira⁵².

A LRF também possibilitou um novo tratamento em relação às contas dos estados e dos municípios. As medidas adotadas no âmbito da lei, juntamente com o processo de ajuste fiscal e renegociação de dívidas, contribuíram para um maior controle sobre as contas dos entes subnacionais. Primeiramente, de acordo com a LRF, fica vedada a renegociação das dívidas estaduais e municipais por parte da União, de modo que se tornam proibidas as concessões de novos créditos entre os entes da Federação⁵³. Além da impossibilidade de renegociar suas dívidas, os estados e municípios passaram a ter limites para endividamento e contratação de operações de crédito⁵⁴. Outros aspectos relevantes da LRF referem-se aos limites impostos com despesas com pessoal aos três níveis de governo⁵⁵ e à adoção de regras em relação às despesas com seguridade social, despesas de capital e despesas correntes.

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

⁵² Conforme o Artigo 34 da Lei de Responsabilidade Fiscal: “o Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar”. Diante disso, Pedras (2003, p.82) conclui: “Esta sistemática permite a percepção, pelo mercado, de que leilões primários têm por finalidade exclusivamente a tarefa de financiamento dos déficits fiscais, não representando, portanto, sinalização quanto a um nível ideal de taxa de juros, tarefa exclusiva de competência da Autoridade Monetária. Esta pode, uma vez que detém em sua carteira instrumentos apropriados, realizar operações, em mercado secundário, visando colocar ou retirar moeda de circulação.”

⁵³ De acordo com o Artigo 35 da Lei de Responsabilidade Fiscal: “é vedada a realização de crédito entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente”. Nesse aspecto, é importante destacar as consequências relativas ao processo de renegociação das dívidas de estados e municípios, iniciado em 1997. Conforme visto anteriormente, o processo de renegociação ocorreu em condições bastante favoráveis aos estados, cujas dívidas foram renegociadas por 30 anos e corrigidas pelo IGP-DI. Entretanto, após as desvalorizações cambiais em 1999 e 2002, o IGP-DI e, conseqüentemente, o estoque da dívida refinanciada sofreram um impacto negativo (ver detalhes em RIBEIRO, J. R. *Análise Comparada do IGP e IPCs no Período 1999-2005: impactos distributivos*. Dissertação (Mestrado em Economia) – FCLAr/Unesp, Araraquara-SP, 2006). Diante do mencionado, muitos estados vêm buscando, recentemente, renegociar suas dívidas por mais trinta anos com a troca do indexador IGP-DI pelo IPCA. Porém, apesar de tal medida proporcionar redução de custos e minimizar os riscos da flutuação cambial na dívida estadual, novas renegociações com a União são proibidas, dada a LRF. Conforme esclarece o Ministro da Fazenda, Guido Mantega, ao *Valor Online*, em 28 de novembro de 2006, a medida “não funciona porque é rever os princípios da Lei de Responsabilidade Fiscal. Mudar o indexador já significa isso porque é reestruturar a dívida. Sou contrário a isso. Temos de buscar outro tipo de solução.” Para o Ministro, a concessão de descontos e facilidades para negociar os créditos seria uma alternativa para auxiliar os estados.

⁵⁴ Definiu-se que o saldo da dívida consolidada líquida (dívida total menos disponibilidades financeiras) passaria a ter um limite de 200% da receita consolidada líquida para os estados, e de 120% para os municípios.

⁵⁵ Para a União, o limite com despesa total com pessoal, que inclui funcionários ativos, inativos e pensionistas, não poderia ultrapassar 50% da receita corrente líquida (RCL) e, para os estados e municípios, o limite seria de 60% da RCL.

institucional aos gastos discricionários, como forma de conter elevações do déficit público.

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

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

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

iii) Política Fiscal e Dívida Mobiliária no Período Recente (1999 a 2008)

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

Além disso, sob esse cenário, o nível de arrecadação do setor público deve se manter elevado, o que faz com que a carga tributária apresente uma trajetória crescente durante os últimos anos. Através do Gráfico 21, é possível verificar o comportamento da carga tributária após o Plano Real, a partir de dois períodos distintos. Entre 1995 e 1998, o nível de impostos se manteve praticamente estável, em torno de 26% do PIB, com um aumento da participação das contribuições⁵⁶. Já a partir de 1999, o caráter crescente dos impostos se torna evidente, uma vez que, diante do aumento das despesas financeiras no período 1995-1998, o governo eleva a arrecadação e o superávit primário com o objetivo de evitar um crescimento crônico do déficit nominal.

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

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

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

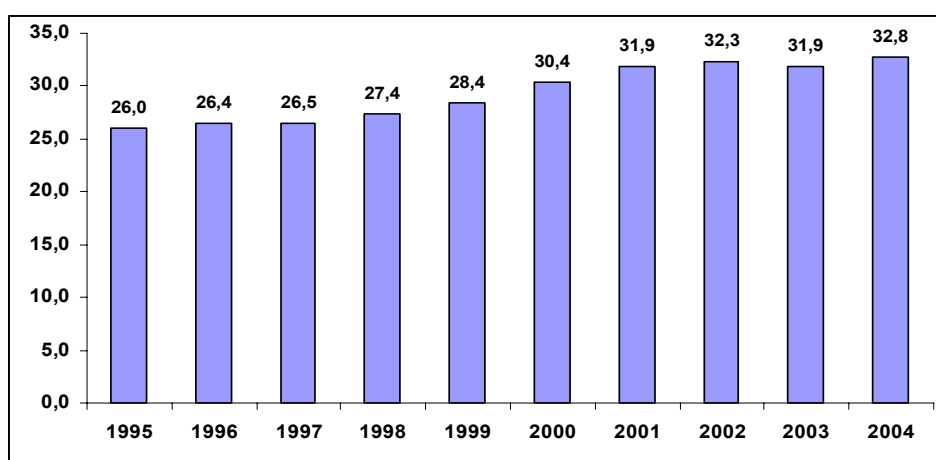
Portanto, a elevação da carga tributária no Brasil não se justificaria pelo aumento das despesas com políticas sociais e com infra-estrutura, mas sim para evitar um aumento crônico do déficit público resultante, em grande parte, dos encargos financeiros de uma dívida pública altamente indexada à taxa de juros básica. Nesse sentido, os gastos com políticas sociais e, principalmente, com infra-estrutura, vêm se mantendo praticamente estagnados ao longo do período recente (Tabela 3) e no ano de

⁵⁶ As contribuições são imposições tributárias que concedem o direito a alguma contrapartida, ou seja, são arrecadados para determinado fim, como, por exemplo, as contribuições previdenciárias, utilizadas para financiar os gastos com seguridade social (Giambiagi e Além, 2000).

2003, juntamente com um fraco desempenho econômico, grande parte dos desembolsos com tais despesas sofreram uma redução.

Quanto aos gastos associados à área social, é importante salientar que tais desembolsos se apresentam altamente concentrados em despesas referentes à seguridade social, ou seja, à saúde, à assistência social e, principalmente, à previdência social. Os gastos associados à previdência social vêm apresentando uma trajetória crescente ao longo dos anos recentes, de modo a proporcionar uma série de críticas a respeito do suposto viés deficitário do sistema previdenciário⁵⁷.

Gráfico 20 – Carga Tributária - Brasil (em % do PIB)



Fonte: Ipea – FGV/IBGE

⁵⁷ A discussão em torno do déficit previdenciário se concentra na questão do conceito de seguridade social. Conforme Gentil (2007), o que se denomina déficit da previdência, na verdade, seria o saldo previdenciário negativo, que diz respeito ao somatório das contribuições sobre a folha de salários, subtraído pelos benefícios previdenciários do Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Ao se considerar somente esses valores, o déficit previdenciário realmente existe e se apresenta crescente ao longo dos últimos anos. Porém, a partir da Constituição de 1988, o regime de previdência social passa a ser entendido como um sistema amplo de seguridade social, composto por previdência, saúde e assistência social. Assim, quando se consideram os resultados relativos à previdência social e a seus benefícios, devem ser consideradas, além das receitas dos contribuintes, outras receitas provenientes do orçamento da seguridade social, como receitas da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e receitas provenientes de concursos, como megasena, sena e loteria esportiva. Ver detalhes, em Passarinho (2007) e Marques (2007).

Tabela 3 – Gastos Por Função

FUNÇÃO	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Legislativa	1,00	1,00	1,01	0,92	0,96	0,99	1,03
Judiciária	1,93	1,78	1,88	1,76	1,89	1,95	1,96
Essencial à justiça	0,33	0,32	0,46	0,44	0,48	0,54	0,72
Administração	3,22	2,87	3,18	2,75	2,90	3,43	3,50
Defesa nacional	1,84	0,97	1,08	1,11	1,02	1,11	1,18
Segurança pública	1,73	1,88	1,87	1,78	1,96	2,08	2,20
Relações exteriores	0,18	0,10	0,11	0,10	0,08	0,08	0,10
Assistência social	1,36	1,17	1,50	1,44	1,75	1,90	2,04
Previdência social	15,36	14,05	15,47	14,77	15,42	15,94	16,84
Saúde	5,79	5,91	6,66	6,20	6,55	7,16	7,62
Trabalho	2,20	0,86	0,92	0,92	1,08	1,20	1,28
Educação	5,93	6,73	6,38	5,90	6,23	7,07	7,80
Cultura	0,25	0,18	0,18	0,19	0,21	0,24	0,27
Direitos da cidadania	0,14	0,18	0,22	0,22	0,25	0,26	0,30
Urbanismo	1,31	1,22	1,35	1,09	1,31	1,60	1,83
Habitação	0,15	0,14	0,18	0,19	0,22	0,19	0,28
Saneamento	0,62	0,45	0,43	0,37	0,47	0,57	0,66
Gestão ambiental	0,36	0,30	0,30	0,31	0,28	0,37	0,40
Ciência e tecnologia	0,24	0,25	0,30	0,31	0,33	0,35	0,36
Agricultura	0,87	0,81	0,86	0,82	0,88	0,92	0,83
Organização agrária	0,16	0,13	0,22	0,25	0,27	0,28	0,25
Indústria	0,22	0,14	0,19	0,18	0,20	0,24	0,20
Comércio e serviços	0,38	0,31	0,27	0,28	0,29	0,30	0,34
Comunicações	0,39	0,08	0,08	0,06	0,06	0,08	0,07

Energia	0,88	0,40	0,10	0,12	0,16	0,10	0,08
Transporte	3,03	1,20	1,40	1,54	1,47	1,86	2,11
Desporto e lazer	0,13	0,12	0,13	0,12	0,17	0,23	0,21
Encargos especiais	50,00	56,45	53,27	55,86	53,11	48,96	45,54
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Secretaria do Tesouro Nacional							

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

iv) Composição e alongamento da dívida mobiliária

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

A princípio, cabe analisar o comportamento da dívida mobiliária composta por títulos indexados ao câmbio. Conforme visto, tais papéis sofreram um significativo incremento durante a segunda metade da década de 90, em grande parte, devido ao cenário de forte instabilidade e de crises em mercados internacionais. Desde então, o patamar da dívida pública indexada à taxa de câmbio mantinha um desempenho estável, até que em 2001, novas crises atingem a economia brasileira⁵⁸, e a participação da dívida indexada ao câmbio se eleva novamente. Após 2001, porém, tais títulos iniciam uma trajetória decrescente como resultado de sua substituição por papéis prefixados e indexados a índices de preços⁵⁹ (Gráfico 21).

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

Conforme apontam Sicsú e Vidotto (2007), com base nesse quadro, a política fiscal no Brasil passa a ter um papel de subordinação à política monetária, uma vez que, todo momento que o Banco Central modifica a política de juros, afeta, diretamente, os

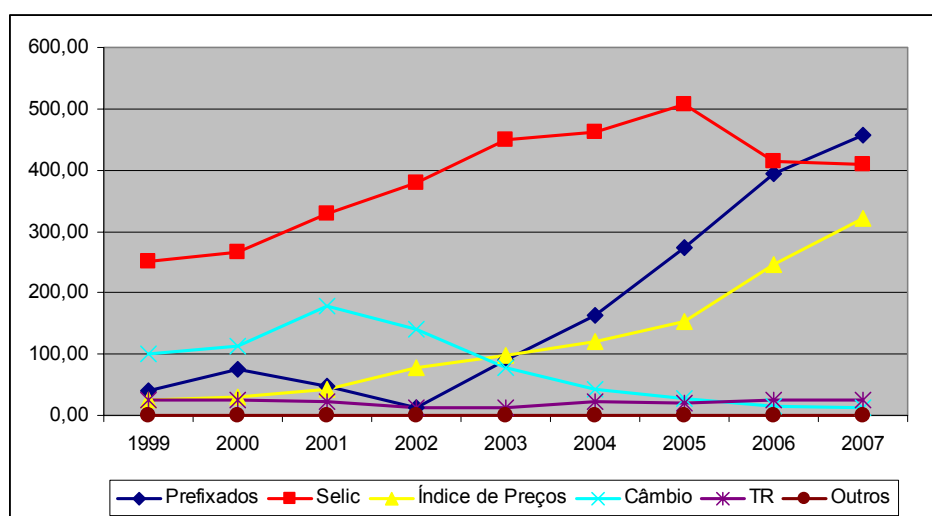
⁵⁸ Durante 2001 e 2002, a economia brasileira sente os efeitos da crise energética, da crise argentina, de atentados terroristas nos EUA e de incertezas em torno da eleição presidencial no Brasil.

⁵⁹ Conforme visto anteriormente, a partir de Paula e Alves Jr. (2003), diante de uma dívida pública com grande parcela de papéis cambiais, a redução da taxa de juros e a conseqüente desvalorização cambial provocam um impacto negativo ao custo da dívida indexada ao câmbio. A partir do momento em que há a redução da parcela da dívida composta por títulos cambiais, o impacto negativo resultante da queda do juro e da desvalorização cambial também se reduz.

custos com encargos da dívida pública. Diante desse contexto, Sicsú e Vidotto (2007) acrescentam que a redução das taxas de juros no Brasil poderia reduzir, de maneira drástica, os custos com despesas financeiras, e alterar, assim, a composição de gastos do setor público em prol de uma política fiscal mais coerente com o crescimento econômico.

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

Gráfico 21 - Composição da DPMFi em poder do público por indexador entre 1999-2007 – Brasil (em R\$ bilhões)

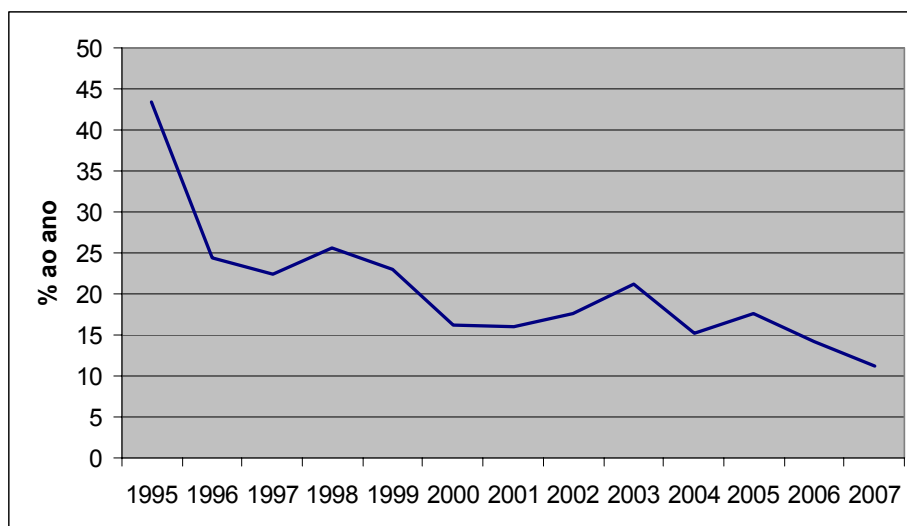


Fonte: Tesouro Nacional – Relatório Mensal da Dívida Pública

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

internos a comprar títulos e financiar os déficits públicos e reduzir o déficit comercial por meio da contenção da demanda interna. De acordo com os autores, uma ou mais dessas funções estará apontando para uma elevação da taxa de juros, sendo que cada função deve ser analisada, separadamente, com o instrumento mais adequado⁶⁰.

Gráfico 22 – Taxa de Juros Nominal Overnight /Selic - Brasil*



* acumulada no mês (anualizada)

Fonte: Banco Central e Ipeadata

O peso de uma taxa de juros elevada nos encargos financeiros da dívida se torna evidente com a alta parcela dos títulos públicos indexados à taxa básica de juros, através das Letras Financeiras do Tesouro (LFT). De acordo com o Gráfico 23, é possível observar que as LFTs se mantêm como principal componente da dívida pública mobiliária.

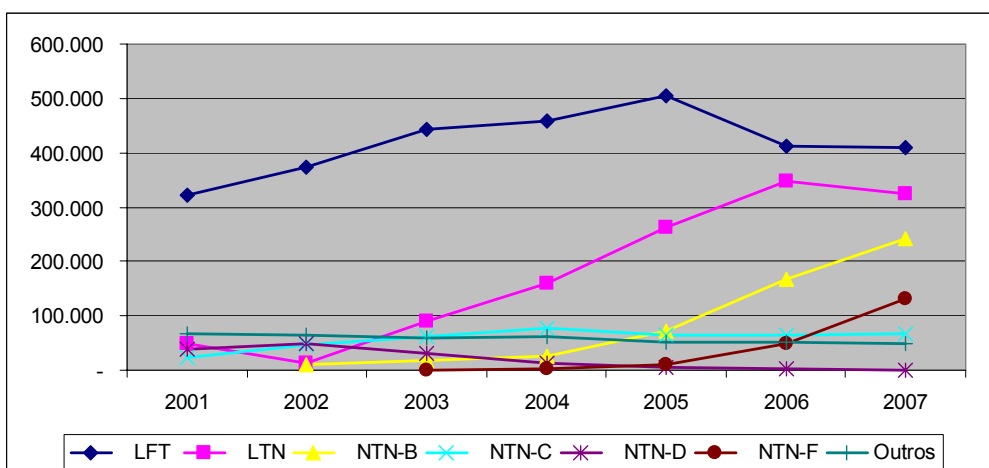
Desde a implantação do Plano Real, as LFTs se apresentam como um seguro para o investidor frente a crises e a instabilidades no cenário econômico, dada a sua liquidez diária e indexação à taxa de juros básica. No entanto, devido às suas características e à sua alta participação na dívida pública atual, as LFTs vêm sendo alvo

⁶⁰ Bresser-Pereira e Nakano (2002, p.163) acrescentam: “É evidente que um único instrumento não pode alcançar simultaneamente todos esses objetivos. Além do mais, estes objetivos são contraditórios. A elevação da taxa de juros pode permitir o alcance de um objetivo, mas caminhará na direção oposta aos outros, aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos. Por exemplo, quando o Banco Central eleva a taxa de juros para atrair capital externo, pode ajudar a fechar o balanço de pagamentos e controlar a inflação, mas estará, simultaneamente, valorizando a taxa de câmbio, o que levará a déficit comercial e, num prazo maior, ao desequilíbrio do próprio balanço de pagamentos. Isso poderá obrigar uma desvalorização mais brusca gerando impactos inflacionários e crises financeiras”.

de uma série de debates e de críticas. De acordo com Moura (2006, p.247), a concentração da dívida em LFTs se mostra prejudicial aos setores não-financeiros:

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

Gráfico 23 - Composição da DPMFi em poder do público por título público entre 2001-2007 - Brasil (em R\$ milhões)



Fonte: Tesouro Nacional – Relatório Mensal da Dívida Pública

Já para Oreiro et al. (2007), a concentração da dívida mobiliária em LFTs sugere, em parte, alguma perda de eficácia da política monetária, associada à diminuição da perda de riqueza privada com elevações da taxa de juros⁶¹. A partir desse fato, a riqueza financeira tenderia a se concentrar em títulos de indexação diária, como forma de evitar choques imprevistos da taxa de juros. Contudo, de acordo com Resende

⁶¹ O efeito riqueza ocorre quando mudanças na política monetária afetam o valor dos ativos e dos gastos dos consumidores (Oreiro et al., 2007).

(2006, p. 224), há uma enorme distância entre o peso das LFTs na dívida mobiliária e a baixa eficácia da política monetária.

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

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

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

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

No entanto, com o intuito de aperfeiçoar o mercado de títulos públicos no Brasil e de minimizar os riscos para o setor público, observa-se no período recente, um maior compromisso do governo federal com a modificação da composição e do perfil da dívida mobiliária. Através do Plano Anual de Financiamento (PAF), o governo federal procura estabelecer prioridades e metas em relação ao gerenciamento da dívida pública

para o ano corrente. De acordo com a Tabela 7, é possível constatar as metas do PAF para 2008, em relação ao estoque de DPMFi em poder do público, ao prazo médio e à composição de endividamento.

Tabela 4 - Resultados previstos para a DPMFi - Brasil (em 2008)

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

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

O Plano Anual de Financiamento (PAF) para 2008 prevê, portanto, um resgate líquido dos papéis indexados à Selic (LFTs), o aumento da participação de papéis prefixados e indexados a índices de preços, além do alongamento do prazo médio de vencimento da dívida pública federal. Quanto ao lançamento de títulos prefixados, destaca-se a consolidação da emissão de Letras do Tesouro Nacional (LTN) e de Notas do Tesouro Nacional – série F (NTN-F). Cabe ressaltar que, não obstante serem títulos prefixados e reduzirem os riscos associados a eventuais choques, as LTNs são papéis emitidos sob um patamar de juros elevados e com prazos de vencimento considerados curtos, os quais variam entre 6 e 24 meses.

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

Em relação ao prazo médio de endividamento, a DPMFi vem apresentando uma lenta trajetória de alongamento de seu prazo, principalmente a partir de 2006 (Gráfico

25). A estratégia de alongamento da dívida mobiliária vem se favorecendo, em grande parte, pela adoção de medidas de isenção fiscal para estrangeiros detentores de títulos públicos brasileiros. A partir de fevereiro de 2006, o governo passou a oferecer incentivos fiscais a investidores estrangeiros que detenham papéis brasileiros, por meio da isenção de imposto de renda sobre a rentabilidade e de CPMF para as migrações de aplicação em ações para títulos públicos⁶². De acordo com o governo, a medida busca proporcionar mais estabilidade e transparência no gerenciamento da dívida mobiliária, além de auxiliar na redução do prêmio de risco e na obtenção do grau de investimento⁶³.

Até a aprovação das medidas, os títulos brasileiros não despertavam muito interesse por parte dos investidores estrangeiros. Contudo, com maiores garantias do governo brasileiro e com a ampliação da liquidez no mercado financeiro internacional, a proposta de isenção fiscal tinha a expectativa de dobrar a participação estrangeira na dívida pública, a qual em fevereiro de 2006, representava 0,9%. Baseado em condições altamente benéficas ao capital estrangeiro⁶⁴, em março de 2007, a participação estrangeira na dívida passou para 3,6%⁶⁵. A parcela de títulos incorporada pelos estrangeiros refere-se a papéis de longo prazo prefixados e indexados principalmente a índices de preços. Nesse contexto, Moura (2007a) afirma que as medidas possibilitarão o surgimento de um mercado de títulos públicos prefixados de longo prazo, o qual poderá proporcionar a dinamização de um mercado de títulos privados de longo prazo⁶⁶.

⁶² Conforme o *Jornal Folha de São Paulo*, 17 de fevereiro de 2006, a perda de arrecadação com a medida pode chegar a R\$ 100 milhões em 2008.

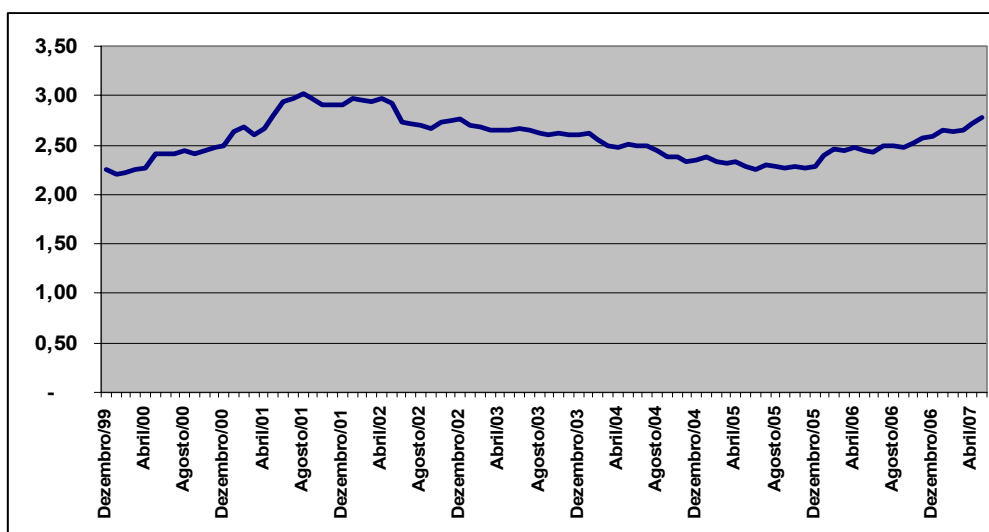
⁶³ A capacidade de o governo honrar suas dívidas é medida por agências de classificação de risco, como Moody's, Standard & Poors e Fitch, que classificam as nações entre grau de investimento e grau especulativo, conforme taxonomia própria. Para detalhes sobre a classificação de risco soberano, ver CANUTO, O., SANTOS, P. F. P. "Risco-Soberano e Prêmio de Risco em Economias Emergentes". *Temas de Economia Internacional, Secretaria de Assuntos Internacionais*, Ministério da Fazenda, Brasília, n.3, p.1-43, out. 2003.

⁶⁴ Moura (2007a, p.12) apresenta uma simulação de rendimento obtido pelos estrangeiros detentores de títulos a partir das novas medidas, sem considerar os efeitos representados pela variação cambial: "(...) supondo-se a aquisição de um título público de um ano de prazo, com rentabilidade prefixada bruta de 15% ao ano. Esta seria também a remuneração líquida de impostos auferida pelo investidor estrangeiro, após a edição daquela lei. Um título em condições idênticas de prazo e taxa de juros, comprado pelos investidores residentes representaria uma rentabilidade líquida de 12,38%, considerando-se o imposto de renda na fonte (à uma alíquota mais baixa de 15%, que é aplicável a investimentos de maior prazo) e duas incidências da CPMF, uma no momento da aquisição do título e a segunda no resgate. Com isto, a remuneração líquida para o investidor estrangeiro excederia em mais de 20% a rentabilidade líquida para o aplicador brasileiro".

⁶⁵ De acordo com Guilherme Pedras, coordenador-geral da dívida pública da secretaria do Tesouro Nacional, o percentual de estrangeiros na dívida pública ainda é baixo, em comparação com México (entre 10% e 12%), Turquia (17%) e Hungria (30%). Ver *Jornal Valor Econômico*, 25 de abril de 2007.

⁶⁶ Moura (2007a) acrescenta que a medida possibilitaria maior eficácia da política monetária, por meio do aumento de papéis prefixados.

Gráfico 24 – Prazo Médio da DPMFi em poder do público - Brasil (em anos)



Fonte: Tesouro Nacional e Banco Central

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

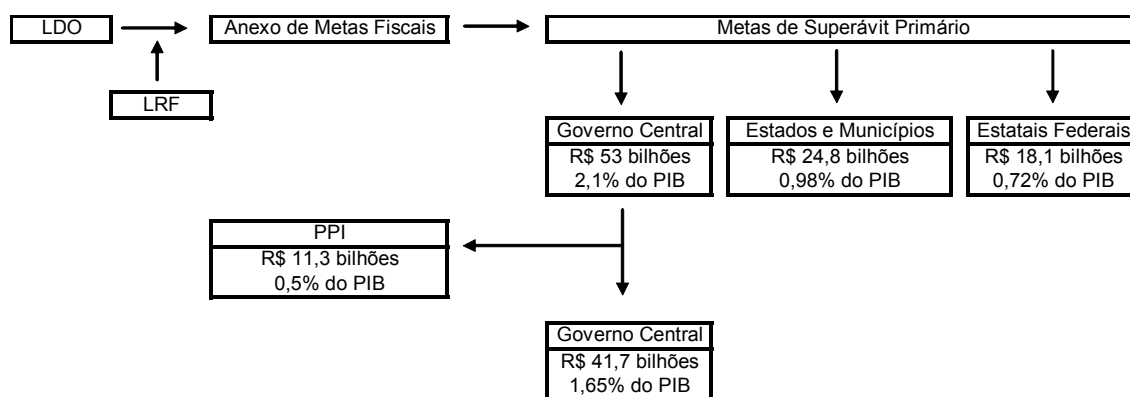
v) Retomada do debate em torno da Política Fiscal

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

Como forma de minimizar tais dificuldades, o governo brasileiro procura adotar medidas com o intuito de contornar os obstáculos impostos aos gastos com políticas sociais e infra-estrutura. O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), lançado pelo governo federal em 2007, tem previsão de gastos da ordem de R\$ 500 bilhões em

investimentos público e privado para o período 2007-2010⁶⁷. Por meio da rubrica Projeto Piloto de Investimento (PPI), o governo propôs, para 2007, investimentos públicos de R\$ 11,3 bilhões, os quais, por sua vez, seriam descontados do cálculo de metas de superávit primário. Em outras palavras, com uma meta de superávit primário de R\$ 53 bilhões, o Governo Central (União, Previdência e Banco Central) poderia descontar até R\$ 11,3 bilhões referentes ao PPI⁶⁸ (Quadro 2). Para 2008, a previsão de gastos chega a R\$ 13,8 bilhões.

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



Fonte: Elaboração Própria

De acordo com Sicsú (2007, p.95), o lançamento do PAC representa um avanço em relação ao tratamento dado à política fiscal:

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

Sicsú (2007) afirma, porém, que seria fundamental efetuar o financiamento dos gastos públicos do PAC mediante uma diminuição das despesas financeiras do setor público, ou por meio de uma redução do superávit primário, como prevê o programa.

⁶⁷ Segundo Sicsú (2007, p.93-94), o PAC leva em consideração o efeito *crowding in* dos investimentos, ou seja, que o investimento público atrai o investimento privado. Segundo o autor: “(...) o investimento público não expulsaria o investimento privado, mas, ao contrário, abriria espaço para sua expansão”.

⁶⁸ Inicialmente, a LDO 2007 previa um abatimento sobre o superávit primário de R\$ 4,6 bilhões para atender ao PPI. Após sofrer alteração com o PAC, o valor para o PPI passou a R\$ 11,3 bilhões.

Além disso, torna-se necessário adequar as políticas monetária e cambial aos objetivos do PAC, por meio de taxas de juros mais compatíveis e taxas de câmbio mais estáveis e desvalorizadas.

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

Por fim, outro ponto a ser destacado, dentre as atuações recentes do governo federal em busca da retomada do papel ativo da política fiscal, relaciona-se à reforma tributária encaminhada, recentemente, ao congresso nacional. A proposta busca, principalmente, uma mudança alocativa na estrutura tributária, de modo a simplificar a estrutura de tributos estaduais e federais. Dentre as principais medidas da proposta, destaca-se a unificação dos impostos federais e dos impostos estaduais por meio de impostos sobre valor agregado (IVA – federal e IVA – estadual)⁶⁹. A reforma tributária também prevê desoneração salarial⁷⁰ e o fim da Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins)⁷¹.

Por um lado, de acordo com o Ministério da Fazenda, a reforma tributária não implicará uma alta da carga tributária⁷², mas sim, poderá contribuir para sua queda diante de um cenário de crescimento econômico⁷³. Por outro lado, faz-se necessário aplicar uma reforma tributária, juntamente com uma política de gastos públicos mais coerente com o crescimento econômico. Apesar de significar um importante avanço na

⁶⁹ A unificação dos impostos da União atingiria a CIDE (contribuição de intervenção no domínio econômico), o PIS (programa de integração social) e a Cofins (contribuição para financiamento da seguridade social). Já a unificação dos impostos dos Estados se daria a partir do ICMS (imposto sobre circulação de mercadorias e serviços), que passaria a ter legislação única e alíquotas estabelecidas pelo Senado Federal.

⁷⁰ Seria reduzida a alíquota da contribuição patronal para o INSS, de modo a possibilitar uma desoneração da folha de salários da ordem de 5%.

⁷¹ A tributação sobre o lucro seria realizada, exclusivamente, pelo Imposto de Renda da Pessoa Jurídica.

⁷² De acordo com *Valor Online* de 28 de fevereiro de 2008, a proposta de emenda constitucional (PEC) da reforma tributária, garante que com a reforma “não haverá aumento da carga tributária”.

⁷³ Diante de um ambiente econômico favorável, o nível de arrecadação tende a se acelerar, o que possibilita, inclusive, uma redução da carga de tributos. Como exemplo, de acordo com o *Jornal Valor Econômico*, de 27 de fevereiro de 2008, mesmo com o fim da CPMF, o governo federal bateu recorde de arrecadação em janeiro de 2008. Tal resultado foi obtido com o aumento dos lucros das empresas e bancos, os quais propiciaram uma arrecadação maior através dos Impostos de Renda da Pessoa Jurídica e da Contribuição Social sobre Lucro Líquido.

agenda tributária do país, à medida que o volume de gastos públicos, especialmente, com despesas financeiras, apresenta-se bastante elevado, a discussão sobre a carga tributária e seu papel no financiamento do setor público se torna parcial, visto que desconsidera os reais problemas associados à política fiscal, representado por elevado endividamento público e por gastos financeiros incompatíveis com o crescimento econômico.

3. Considerações Sobre as Evidências da Prática Política

A partir do estudo das evidências internacionais, pôde-se notar a grande preocupação em torno do equilíbrio das contas públicas e dos atuais níveis de endividamento público em países em desenvolvimento que adotam regime de metas inflacionárias. Dentre as economias estudadas, o México é o país que mais se destaca em termos fiscais. O país apresenta um baixo volume de déficit público, com expectativa de geração de superávits nominais para os próximos anos, o que contribui para que a economia mexicana apresente uma carga tributária consideravelmente baixa, em especial se comparada a outras economias em desenvolvimento. Por outro lado é a economia com maior flutuação do produto

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

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

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

No Brasil a armadilha em torno da dívida pública interna foi montada a partir da implantação do Plano Real em 1995, quando a dívida mobiliária apresentou um crescimento bastante significativo. Além disso, frente às constantes crises em mercados internacionais e às elevações na taxa de juros, nota-se uma deterioração na composição do endividamento, que passou a ser caracterizado por títulos pós-fixados, notadamente, indexados à taxa de juros básica da economia. Em 1999, com a mudança no regime monetário e fiscal, a taxa de juros se manteve elevada, e o controle sobre os gastos não financeiros se tornou mais rígido. Contudo, o problema da dívida pública não foi solucionado, e os desembolsos com encargos financeiros mantiveram-se elevados.

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

Observações Finais

Em termos de síntese observamos que a capacidade de financiamento da dívida pública entre os países está relacionada diretamente com os aspectos institucionais que garantam previsão e controle do nível de endividamento. A exposição maior ao

financiamento do mercado é a maior fragilidade no caso brasileiro e a limitação constitucional para o endividamento público na Hungria representa menor exposição ao mercado e menor fragilidade.

Em termos de arrecadação o México tem níveis abaixo do recomendado embora registre maior alongamento da dívida. Esse resultado não foi alcançado através do manejo das políticas econômicas, mas sim da proposta de negociação política da dívida externa nos anos 80.

A Hungria, a Polônia e o México desenvolveram os mercados de títulos internos, registram que das taxas de juros e maior controle das contas públicas ao contrário do Brasil. Há semelhanças entre os regimes monetários e fiscais entre os países, mas o mesmo não se pode dizer de suas condições institucionais e políticas que merecem mais investigação.

As restrições e a tipologia de financiamento dessas economias estão no centro das questões de desenvolvimento. Quanto menos seguras forem as políticas em termos de controle fiscal, menores as chances de o estado de confiança dos agentes responderem às políticas monetárias. Essa inclusive, se depender de elevadas taxas de juros para manter a inflação sob controle fragilizará a própria condição fiscal e inibirá os gastos privados. A lógica de um cassino no sentido da advertência de Keynes é aplicável ao manejo da política econômica: um Estado que dependa do financiamento de curto prazo, com elevadas taxas de juros privilegiará os ganhos de rentistas, cuja natureza é o mais instável entre os comportamentos econômicos e o menos interessado no desempenho produtivo do sistema.

Entendemos que a elaboração da política fiscal, o orçamento equilibrado com dispositivos contra crises e níveis constitucionais para o endividamento público devem prevalecer, deixando à política monetária a incumbência de não onerar o próprio orçamento público com a prática da taxa de juros como o único instrumento. Ações normativas, de controle de crédito, por exemplo, seriam menos prejudiciais à economia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AFONSO, J. R. R.; BIASOTO JR., Geraldo & FREIRE, Ana C. “ O Reduzido Investimento Público no Brasil e Reflexões sobre sua Retomada”. In: *XIX Seminário Regional de Política Fiscal*. Santiago do Chile: CEPAL/ILPES, 2007.
- AFONSO, J. R.R. & MEIRELLES, B. B. “Carga Tributária Global no Brasil, 2000/2005: cálculos resvisitados”. *Caderno nº61, NEPP/UNICAMP*. Campinas, 2006.
- AFONSO, Jose R. R. “Responsabilidade fiscal: primeiros e próximos passos”. In: Antônio Dias Leite; João Paulo dos Reis Velloso. (Orgs.). *O Novo Governo e os Desafios do Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, p. 485-504, 2002.
- ANDIMA. *Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto: Séries históricas — dívida pública*, 1993.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI FILHO, F. “Inflation targeting in emerging countries: the case of Brazil” *Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia – ANPEC*, 2006
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. *Re-examining Monetary and Fiscal Policy for the 21st Century*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 2004.
- AVERBUG, A.; GIAMBIAGI, F. “A Crise Brasileira de 1998/1999 – Origens e Consequências”. *BNDES - Textos para Discussão - n. 77*, Rio de Janeiro. Maio, 2000.
- BANCO DE MEXICO. “Informe Anual 2000”. Ciudad de Mexico. Abril, 2001.
- BARABÁS, G.; HAMECZ, I.; NEMÉNYI, J. “Fiscal Consolidation, Public Debt Containment and Disinflation (Hungary’s Experience Transition)”. *NBH Working Paper*, May, 1999.
- BARRO, R.; GORDON, D. “Rules, Discretion and reputation in a model of monetary policy. In: PERSSON, T.; TABELLINI, G. (edit.) *Monetary and Fiscal Policy (1): Credibility*. Cambridge (Mass.): MIT, 1994
- BELL, S. A. "Can Taxes and Bonds Finance Government Spending?". *Levy Economics Institute Working Paper* No. 244, July, 1998
- BELL, S. A. "Functional Finance: What, Why, and How?". *Levy Economics Institute Working Paper* No. 287, November, 1999.
- BIASOTO JR., G. “A polêmica sobre o déficit público e a sustentabilidade da política fiscal”. In: BIASOTO JR., G., PINTO, M. P. A. (orgs.) *Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil*. Campinas-SP: Editora da Unicamp, 2006.
- BRASIL. Lei Complementar N. 101 de 04 de maio de 2000. Disponível em: <http://www.stn.fazenda.gov.br/legislacao/download/contabilidade/lei_comp_101_00.pdf>. Acesso em: 20 de julho de 2007.

- BRASIL. Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2007. Anexo IV.1 – Anexo de Metas Anuais. Disponível em: http://www.planejamento.gov.br/arquivos_down/sof/lei/ldo_11439_061229_anexos/LDO_11439_061229_AnexoIV.pdf . Acesso em: 20 de julho de 2007.
- BRASIL. Ministério do Planejamento. Disponível em: <www.planejamento.gov.br> Acesso em: 17 de julho de 2007, 2007.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. *Macroeconomia da estagnação: crítica da ortodoxia convencional no Brasil pós-1994*. São Paulo: Editora 34, 2007
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; DALL'ACQUA, F. “A composição financeira do déficit público” In: LOZARDO, E. (ed.) *Déficit Público brasileiro: política econômica e ajuste estrutural*. São Paulo: Paz e Terra, 1987.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; DALL'ACQUA, F. “Economic Populism versus Keynes: Reinterpreting Budget Deficits in Latin America,” *Journal of Post-Keynesian Economics*, 14 (1), 1991.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade”. *Revista de Economia Política*, 22, n.3, (87), julho-setembro, 2002.
- BRIXI, H. P.; PAPP, A.; SCHICK, A. “Hungary: Fiscal Risks and the Quality of Fiscal Adjustments”. *WorldBank Policy Research Working Paper*, July, 1999.
- BROWN-COLLIER, E.; COLLIER, B. “What Keynes Really Said About Deficit Spending,” *Journal of Post Keynesian Economics*, 17 (3), Spring, 1995.
- BURNS, A.; YOO, K. Y. “Public expenditure management in Poland” *Economics Department Working Papers n. 346 OECD*. December, 2002.
- CÂMARA NETO, A. F.; VERNENGO, M. “Fiscal Policy and the Washington Consensus: a post keynesian perspective. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 27 (2), 2004.
- CARNEIRO, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Unesp, IE/Unicamp, 2002.
- CARVALHO, C. E. “Finanças Públicas e Estabilização no Plano Real: Uma Reinterpretação”. *Textos para Discussão* 04/01. São Paulo, PUCSP, Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política, 2001.
- CARVALHO, F. J. C. “Economic policies for monetary economies”. *Revista de Economia Política*, vol. 17 (4) out-dez, 1997.
- CARVALHO, F. J. C. “Equilíbrio Fiscal e Política Econômica Keynesiana”. Disponível em: <www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/equilibriofiscal.pdf>. Acesso em 10 de agosto de 2007, 2007.

- CARVALHO, F. J. C. et al. *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro-RJ: Elsevier, 2000.
- CARVALHO, F. J. C.; MELO, E.; BARONI, S. *Dívida Pública: Propostas para Ampliar a Liquidez*. 1. ed. Rio de Janeiro: Andima, 2003.
- CASTRO, J. A. et al. “Gasto Social Federal em uma Dimensão Macroeconômica: 1995-2001”. In: PINTO, M. P. A.; BIASOTO JR., G. (orgs.) *Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil*. Campinas-SP: Editora da Unicamp, 2006.
- COLANDER, D. “Functional Finance, New Classical Economics and the Great Great Grandsons”, *Middlebury College Discussion Paper* No. 02-34, 2002.
- COLANDER, D. “Was Keynes a Keynesian or a Lernerian?” *Journal of Economic Literature*, 22 (4), Dec, 1984.
- COLANDER, D.; MATTHEWS, P. H. “Integrating Sound Finance with Functional Finance”. In: BERGLUND, P. G., VERNENGO, M (orgs.) *The Means of Prosperity: Fiscal policy reconsidered*. New York-NY: Routledge, 2006.
- CYSNE, R. P.; SOBREIRA, R. (coords.) *Ajustes Fiscais: experiências recentes de países selecionados*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2007.
- FERRARI FILHO, F. “Da tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e metas de inflação à proposição de uma Agenda Econômica alternativa: uma estratégia de desenvolvimento para a economia brasileira à luz da teoria pós-keynesiana”. *Texto de Discussão/PPGE/UFRGS*. Porto Alegre: UFRGS, 2002.
- FIGUEIREDO, F. M.; FERREIRA, T. P. “Os Preços Administrados e a Inflação no Brasil”. Trabalho para discussão n.59, *Banco Central do Brasil*. Brasília. December, 1-32, 2002.
- FORSTATER, M. “LERNER, Abba Ptachya (1903-1982)”. *Working Paper n.52. Center of full employment and price stability (CFEPS)*. April, 2006
- GARCIA, Renato V. “Política Fiscal e Reestruturação da Dívida Pública no Brasil”. *Dissertação de Mestrado: UNESP/FCLAR*. Araraquara, 2008.
- GARCIA, M. G. P.; SALOMÃO, J. “Alongamento dos Títulos de Renda Fixa no Brasil”. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs.) *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação, Alongamento*. Rio de Janeiro-RJ: Contra Capa Livraria, 2006.
- GENTIL, D. L. “A política fiscal e a falsa crise da seguridade social no Brasil: análise financeira do período recente”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.
- GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. 2 ed., Campus, 2000.

- GOBETTI, Sérgio W. “Tópicos sobre a política fiscal e o ajustamento fiscal no Brasil”. *Tese de Doutorado: Faculdade de Economia - UNB*. Brasília, 2008.
- GOVERNMENT DEBT MANAGEMENT AGENCY – HUNGARY. Disponível em: <www.akk.hu>. Acesso em: 10 de abril de 2007, 2007.
- HERMANN, J. “A Macroeconomia da Dívida Pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002)”. *Cadernos Adenauer*, Ano III, nº 4, Novembro, 2002.
- HERMANN, J. “Ascensão e queda da política fiscal: de Keynes ao “autismo fiscal” dos anos 1990-2000”. In: *XXXIV Encontro Nacional de Economia, 2006, Salvador/Ba. Anais*. Salvador, 2006.
- JONAS, J.; MISHKIN, F. S. “Inflation targeting in transition countries: experience and prospects” *Working Paper 9667 National Bureau of Economic Research (NBER)*. Abril, 2003.
- KHAIR, A. A. “A Questão Fiscal e a Lei de Responsabilidade Fiscal”. In: PINTO, M. P. A.; BIASOTO JR., G. (orgs.) *Política Fiscal e Desenvolvimento no Brasil*. Campinas-SP: Editora da Unicamp, 2006.
- KREGEL, J. “Budget deficits, stabilization policy and liquidity preference: Keynes’s post-war policy proposals”. In: VICARELLI, F. (edit.). *Keynes’s relevance today*. Londres, Macmillan, 1985.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans” *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3 Jun, 1977.
- LELOUP, L. T. et al. “Budgeting in Hungary during the democratic transition”. *Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management*, 10 (1), Spring, 1998.
- LENAIN, P.; BARTOSZUK, L. “The Polish Tax Reform” *Economics Department Working Papers n. 234 OECD*. March, 2000.
- LERNER, A. “Functional Finance and the Federal Debt,” *Social Research*, 10, 1943.
- LERNER, A. *Economía del Pleno Empleo*. Madrid: Aguilar, 1957.
- LOPREATO, F. L. C. “O papel da política fiscal: um exame da visão convencional”. *Texto para Discussão IE/UNICAMP n.119*. Fevereiro, 2006.
- LOPREATO, F. L. C. *O colapso das finanças estaduais e a crise da federação*. São Paulo: Editora Unesp, IE-Unicamp, 2002.
- MARQUES, R. M. “Uma Previdência Social para os brasileiros”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.

- MISHKIN, F. S. “*What should Central Banks do?*”. Prepared for the Homer Jones Lecture, Federal Reserve Bank of St. Louis, March 30, 2002.
- MODENESI, A. M. *Regimes Monetários: teoria e a experiência do real*. Barueri: Manole, 2005.
- MOGGRIDGE, D. (org) “The Collected Writings of John Maynard Keynes”, Londres: MacMillan para a Royal Economic Society, 30 volumes, 1971/1990. Os volumes são identificados pela sigla CWJMK, seguidos do número do volume em algarismos romanos e da página citada.
- MOURA, A. R. “Bem vindo ao admirável mundo novo da LFT sintética”. *Jornal Valor Econômico*, 14 de junho, 2007b.
- MOURA, A. R. “Dívida pública interna: os estrangeiros estão chegando”. *Revista Conjuntura Econômica*, março, 2007a.
- MOURA, A. R. “Letras Financeiras do Tesouro: quousque tandem?”. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs.) *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação, Alongamento*. Rio de Janeiro-RJ: Contra Capa Livraria, 2006.
- NAKANO, Y. “A Taxa de Juros Mais Alta do Mundo Deverá Persistir”. *Revista Conjuntura Econômica*, janeiro, 2007.
- NATIONAL BANK OF POLAND *The Act on the National Bank of Poland*. Warsaw, 1997.
- NUNES, S. P. P.; NUNES, R. C. “Instituições orçamentárias: uma agenda para reformas pós lei de responsabilidade fiscal”. Brasília: Editora da UnB. *Monografia premiada em 2º lugar no V Prêmio Tesouro Nacional*. Orçamentos e Sistemas de Informação, 2000.
- OREIRO, J. L. et al. “Por que o Custo do Capital no Brasil é tão alto?” *Textos para discussão 02/07*. CMDE/UFPR, 2007.
- OREIRO, J. L.; PASSOS, Marcelo. “A Governança da Política Monetária Brasileira: Análise e proposta de Mudança”. *Indicadores Econômicos FEE*, Porto Alegre, v.33, nº1, p.157-168, 2005.
- OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. “Crescimento Econômico e Superávit Primário”. *Jornal Valor Econômico*, 24 de maio, 2004.
- OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. “Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira”. In: OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; e PAULA, L.F. (orgs.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri/SP: Editora Manole, 2003.
- OREIRO, J.L., SICSÚ, J., e PAULA, L.F. “Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira”. In Sicsú, J., Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (orgs.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri/SP: Editora Manole, 2003.

- PASSARINHO, P. “Previdência Social Pública: um serviço universal ao cidadão brasileiro”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.
- PAULA, L. F.; ALVES JR., A. “Banking behavior and the brazilian economy after the end of the real plan: a post keynesian approach”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n. 227, December, 2003.
- PEDRAS, G. B. V. “A Evolução da Administração da Dívida Pública e Risco de Repúdio no Brasil”. *Dissertação (Mestrado em Economia)* - Fundação Getúlio Vargas – RJ, 2003.
- PIRES, M. C. de C. & ANDRADE, J. P. “Um arcabouço para análise da transmissão da política monetária e o canal da dívida pública no Brasil”. In: *XXXVI Encontro Nacional de Economia, Salvador/BA. Anais*. Salvador, 2008.
- POLAND. Ministry of Finance. *Debt Management Strategy 2007-2009*. Warsaw, 2006b.
- POLAND. Ministry of Finance. *Public Debt Annual Report – Polish Treasury Securities*. Warsaw, 2006a.
- POLAND. Ministry of Finance. *Public Debt Annual Report – Polish Treasury Securities*. Warsaw, 2005.
- POLAND. Ministry of Finance. *Public Debt Annual Report – Polish Treasury Securities*. Warsaw, 2000.
- RESENDE, A. L. “Em Defesa dos Títulos de Indexação Financeira”. In: BACHA, E. L.; OLIVEIRA FILHO, L. C. (orgs.) *Mercado de Capitais e Dívida Pública: Tributação, Indexação, Alongamento*. Rio de Janeiro-RJ: Contra Capa Livraria, 2006.
- ROZKRUT, M. “The monetary and fiscal policy mix in Poland” In: *Fiscal issues and central banking in emerging economies BIS paper n.20*, Basel. October, 2003.
- SICSÚ, J. “PAC: quatro anos depois o governo tenta mudar o rumo”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.
- SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. “A administração fiscal no Brasil e a taxa de juros”. In: SICSÚ, J. (org.) *Arrecadação (de onde vem?) e gastos públicos (para onde vão?)*. São Paulo-SP: Boitempo, 2007.
- SIDAOUI, J. J. “The Role of the Central Bank in Developing Debt Markets in México” In: *The Development of Bonds markets in Emerging Economies. BIS Papers 11*, Basel, june, 2002.
- SNOWDON, B., VANE, H. R. “Modern Macroeconomics: Its origins, development and current state”. Cheltenham-UK: Edward Elgar, 2005.

- SNOWDON, B.; VANE, H. R. *Modern Macroeconomics: Its origins, development and current state*. Cheltenham-UK: Edward Elgar, 2005.
- SOUZA, S. S. de. “Ambiente Institucional e Resultados Fiscais: os diferentes impactos da Lei de Responsabilidade Fiscal”. In: *Finanças Públicas: XI Prêmio Tesouro Nacional de Monografia*. Brasília: Editora da UNB, 2006.
- SPECTOR, L. C. “Fiscal Policy” In: CATE, T. (edit.) *An Encyclopedia of Keynesian Economics*. Cheltenham, UK; Northampton, MA, USA: Edward Elgar, 1997.
- STN. *Dívida Pública Federal: Plano Anual de Financiamento*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Janeiro, número 8, 2008.
- STOPYRA, J.; TRZECIŃSKA, A.; GRAT, A. “Debt market development: challenges for the central bank in Poland” In: *The Development of Bonds markets in Emerging Economies. BIS Papers 11*, Basel, junho, 2002.
- TANNER, E. & RAMOS, A. M. “Fiscal sustainability and monetary versus fiscal dominance: evidence from Brazil, 1991-2000”. *Internacional Monetary Fund, Washington, DC*, 2002. (WP n. 5).
- TAVARES, M. C. “A Economia Política do Real”. In: MERCADANTE, A. (orgs.) *O Brasil pós Real: a política econômica em debate*. Campinas, SP: Unicamp-IE, 1998.
- TAVARES, Ronnie G. “A utilização de opções conjugadas a títulos públicos no gerenciamento da dívida interna brasileira”. *Dissertação de Mestrado: Departamento de Economia – UNB*. Brasília, 2006.
- TRILLO, F. H.; VILLAGOMEZ, A. “La estructura de la deuda publica en Mexico”. *Revista de Análisis Económico*, Vol. 16, n.1, junio, 2001.
- TURE, N. “Keynes’s influence on public policy: a conservative’s view”, In: WATTEL, H. (org), *The Policy Consequences of John Maynard Keynes*, Armonk: M.E. Sharpe, 1985.
- WORLDBANK “The Act on Public Finance – Poland”. Disponível em: [≤www1.worldbank.org/publicsector/pe/BudgetLaws/PolandPublic-Finance.doc>](http://www1.worldbank.org/publicsector/pe/BudgetLaws/PolandPublic-Finance.doc). Acesso em: 22 de maio de 2007, 1998.
- WRAY, L. R. *Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade dos preços*. Tradução de José Carlos de Assis. Rio de Janeiro: Editora UFRJ / Contraponto Editora, 1998.