

Considere a seguinte afirmação:

" O governo brasileiro vem aplicando política fiscal apertada (restritiva) visando o controle da inflação e das contas públicas".

Ler o texto, discutir com seu grupo e, baseado nos argumentos apresentados nas "Considerações Finais (pgs. 15 e 16), responder à seguinte pergunta:

O ajuste está no caminho correto?

a. se estiver enumere (sempre com base no texto) alguns argumentos;

b. se não estiver, faça o mesmo, isto é, indique alguns argumentos que estão no texto.

SEÇÃO IV – FINANÇAS PÚBLICAS

O crescimento como condição da sustentabilidade fiscal

Geraldo Biasoto Junior¹

Introdução

Nestes seis últimos anos, em que a política econômica definiu a situação das contas públicas como pilar de seus fundamentos, a política fiscal demonstrou enorme fidelidade aos seus formuladores. As políticas fiscais obtiveram um expressivo ajuste no diferencial entre as receitas e as despesas reais. De um lado, pela eficácia conseguida na transformação de maiores alíquotas em arrecadação efetiva. De outro, porque o corte de demanda pública foi parcialmente compensado pelo fortalecimento de outros elementos da demanda, sustentando o nível de atividade da economia como um todo. Em verdade, pode-se dizer que as contas reais do setor público responderam com extrema efetividade aos instrumentos utilizados para o ajuste das contas fiscais. Talvez por isso, a política econômica tenha se acostumado a usar a política fiscal como variável de ajuste, sem atentar para os ingredientes dinâmicos e suas interações com o conjunto do mundo econômico.

A pergunta que se coloca, ainda no campo das contas reais do setor público, ou seja, das receitas e despesas não financeiras, deve focar a capacidade da política fiscal de promover ajustes sem deteriorar suas próprias condições de execução. A tese aqui sustentada é de que os últimos movimentos da política fiscal brasileira não apontam para uma situação tão confortável para as autoridades econômicas quanto a reprogramação do superávit primário quer fazer

crer. Ao contrário, o raio de manobra parece ser menor e a situação fiscal dependente, cada vez mais intensamente, do desempenho da economia real, neste e no próximo ano.

Para avaliar com mais clareza a situação é crucial verificar os traços de que o movimento de ajuste se revestiu, especialmente nos últimos meses. De um lado, uma forte ampliação da carga tributária abriu espaço para a geração dos superávits nas contas não financeiras. De outro, o contingenciamento das despesas acabou extremamente focado no investimento, cujo valor caiu a níveis quase inimagináveis. Em meio a este processo, diversos expedientes de postergação de gastos foram utilizados, desde o controle na “boca do caixa” até a simples retenção de receitas criadas justamente para gerar fundos para ações obstaculizadas pelos movimentos anteriores do próprio ajuste fiscal. Vale atentar para o fato de que este foi um expediente largamente utilizado, ainda ao final do Governo FHC, mas vem sendo amplificado, agora sob um clima de conflito ainda mais intenso com o Poder Legislativo e os interesses econômicos e sociais contrariados.

No lado financeiro das contas públicas, o seu determinante principal - a condição de administração e rolagem da dívida - vem experimentando trajetória de deterioração que não parece ser compatível com as reiteradas demonstrações de que a parcela real das contas públicas não encontrará limites para estabilizar a situação financeira. As enormes proporções da dívida pública e o acúmulo de responsabilidades na gestão dos fluxos financeiros internos parecem levantar as primeiras dúvidas sobre a capacidade do Estado se equilibrar em meio a este conjunto de compromissos. Em verdade, há que se aquiescer que o Estado é o único agente econômico capaz de dar liquidez e sustentar condições de manutenção da riqueza por parte dos agentes privados, o que acaba condicionando toda sua política financeira e, por extensão, fiscal.

¹ Participaram, como auxiliares de pesquisa: Camila Camila Belotti e Flávio Arantes, bolsistas de iniciação científica CNPq-PIBIC.

A dinâmica de um elevado estoque de dívida pública, especialmente quando a taxa de juros é o principal instrumento de política econômica, não poderia deixar de esterilizar os esforços da política fiscal em gerar os recursos reais para manter a relação dívida/PIB longe de uma trajetória explosiva. Do ponto de vista patrimonial, a redução da parcela da dívida indexada ao câmbio não deve ser superestimada, pois tem como contrapartida a ampliação da dívida indexada aos juros de curto prazo, em paralelo com o encurtamento de seu perfil. A recente elevação da taxa SELIC e os novos parâmetros sobre os quais a política fiscal passou a se desenhar, já com incremento na meta de superávit primário para 4,5% do PIB, neste ano, indicam que a política fiscal, por mais dura que seja, é mera coadjuvante dos grandes movimentos financeiros da economia.

Esta discussão se desdobra, nesta seção, em três movimentos. No primeiro, são discutidas as principais variáveis gerais da política fiscal, como o superávit primário e as necessidades de financiamento em seus conceitos nominal e operacional. No segundo, o foco recai sobre as estruturas públicas mais sensíveis no processo de ajuste – Tesouro Nacional e Previdência Social. No terceiro, são destacados os elementos financeiros que têm norteado as decisões de política fiscal. No quarto, são enfocadas as possibilidades colocadas para a recuperação do investimento público e as enormes dificuldades para que sua materialização ocorra. Ao final, avaliam-se as condições com as quais a política fiscal deverá se defrontar nos próximos meses.

1 Superávit primário do setor público

As contas públicas dos nove primeiros meses de 2004 permitem verificar uma total coerência com a execução dos últimos anos e a

elevação de 0,25% do PIB para o superávit primário. Na comparação entre o período de janeiro a setembro de 2004 e os mesmos meses dos dois anos anteriores, é nítido que a “poupança” realizada no início do ano para enfrentar os últimos meses do ano, tradicionalmente concentradores de gastos, foi fortemente ampliada. Como pode ser avaliado por meio da Tabela 1, frente aos nove primeiros meses de 2003, esta ampliação foi de 0,46% do PIB. Este indicador parece não deixar dúvidas de que a elevação da meta de superávit primário vem sendo preparada há vários meses na gestão efetiva das contas públicas.

Tabela 1
Necessidades de financiamento do setor público
2002 a 2004-set
Em % do PIB

	2002		2003		2004
	Jan-Set	Ano	Jan-Set	Ano	Jan-Set
Nominal	2,55	4,58	5,12	5,22	2,05
Governo central	-0,29	0,75	3,89	4,10	0,74
Governos regionais	2,56	3,83	1,64	1,78	2,14
Empresas estatais	0,28	0,01	-0,41	-0,67	-0,83
Juros nominais	7,43	8,47	10,26	9,58	7,65
Governo central	2,83	3,12	7,43	6,66	4,55
Governos regionais	3,53	4,62	2,67	2,69	3,36
Empresas estatais	1,07	0,74	0,16	0,23	-0,26
Primário	-4,88	-3,89	-5,14	-4,37	-5,60
Governo central	-3,12	-2,37	-3,55	-2,56	-3,81
Governos regionais	-0,98	-0,79	-1,03	-0,91	-1,22
Empresas estatais	-0,79	-0,73	-0,57	-0,90	-0,57

Fonte: BCB. Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal, out. 2004.

O superávit primário cresceu de 5,14% para 5,60% do PIB, entre os primeiros nove meses de 2003 e o mesmo período deste ano. Este desempenho tem sua explicação no comportamento do Governo Central, com expansão de 0,26% do PIB e dos Governos Regionais (Estados e Municípios, excluídas suas empresas) com 0,19% do PIB. Ao mesmo tempo, as empresas estatais, incluindo as pertencentes aos três níveis de governo, mantiveram exatamente o mesmo superávit alcançado em 2003.

Outro fato relevante na análise das contas públicas pelo conceito de Necessidades de Financiamento do Setor Público é o recuo do déficit em seu conceito nominal. Ele se reduziu de 5,12% a 2,05% do PIB, na comparação entre os nove primeiros meses de 2003 e de 2004. Ao lado da elevação do superávit primário, a queda dos juros nominais, de 10,26% para 7,65% do PIB, no mesmo período, explica a maior parte deste movimento. Vale notar que o único componente onde os juros nominais tiveram expansão foi o relativo a Governos Regionais, o que se deve à utilização do IGP como indexador da parcela majoritária das dívidas estaduais.

As perspectivas são de que o ano seja encerrado com o menor déficit nominal dos últimos anos. Mesmo que a inversão da tendência de queda da taxa Selic dos últimos meses se concretize e o superávit primário diminua para convergir para a meta de 4,5% do PIB, ainda há uma razoável segurança de que a marca de 3,5% do PIB de déficit nominal nem chegará a ser atingida.

Um aspecto de grande importância a ser avaliado nas contas fiscais deste período de nove meses de 2004 é o déficit operacional. Embora este conceito tenha sido abandonado pela política econômica, é inegável seu valor analítico, dado que ele consegue traduzir o montante de recursos que é reposto à economia pela intervenção estatal sem ser influenciado pelo processo inflacionário. A Tabela 2 permite fazer uma conta simples para deduzir, a partir de dados oficiais, o

resultado operacional do setor público. Em verdade, trata-se da subtração do componente atualização monetária que está inserido nos juros nominais do déficit nominal. O resultado é um superávit operacional de 2,74% do PIB, revelando um impacto fortemente contracionista sobre a demanda agregada da economia.²

Tabela 2
Usos de recursos do setor Público
2001 a 2004-set
Em % do PIB

Discriminação	2001		2002		2003		2004	
	Set	Dez	Set	Dez	Set	Dez	Ago	Set
Usos (déficit nominal)	2,34	3,57	2,55	4,58	5,12	5,22	1,82	2,05
Primário	-4,69	-3,64	-4,88	-3,89	-5,14	-4,37	-5,79	-5,60
Juros internos	5,87	6,02	6,13	7,20	8,98	8,32	6,54	6,59
Juros reais	3,04	3,51	1,25	0,04	6,73	6,03	1,39	1,80
Atualização monetária	2,83	2,50	4,88	7,16	2,25	2,29	5,15	4,79
Juros externos	1,16	1,20	1,30	1,27	1,29	1,26	1,07	1,06
Déficit operacional*	-0,50	1,07	-2,33	-2,58	2,87	2,92	-3,33	-2,74

Nota: * cálculo próprio, retirando-se o componente atualização monetária dos juros da dívida interna do déficit nominal.

Fonte: BCB. Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal, out. 2004.

Embora a política fiscal venha conseguindo alcançar suas metas quanto ao superávit primário, as condições de financiamento das contas públicas têm experimentado enorme deterioração. Como pode ser observado, por meio da Tabela 3, a dívida mobiliária vem concentrando o financiamento ao setor público, substituindo a dívida externa e a dívida bancária.

Tabela 3
Fontes de financiamento do setor público
2001 a 2004-set
Em % do PIB

Discriminação	2001		2002		2003		2004	
	Set	Dez	Set	Dez	Set	Dez	Ago	Set
Fontes	2,34	3,57	2,55	4,58	5,12	5,22	1,82	2,05
Financiamento interno	2,30	2,78	0,83	2,75	6,14	6,24	4,63	4,34
Dívida mobiliária	6,09	4,87	1,06	0,25	9,10	8,08	4,78	4,71
Dívida bancária	-2,51	-1,69	-0,79	1,12	-1,66	-2,07	0,50	0,26
Demais	-1,27	-0,40	0,55	1,38	-1,30	0,23	-0,66	-0,62
Financiamento externo	0,04	0,79	1,72	1,83	-1,02	-1,02	-2,81	-2,29

Fonte: BCB. Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal, out. 2004.

² Vale notar que as dívidas externas não foram objeto deste cálculo, apenas as correções monetárias das dívidas internas foram consideradas.

No acumulado de janeiro a setembro de 2004, a dívida mobiliária foi responsável por mais que o dobro das necessidades de financiamento, alcançando 4,71% do PIB, o que significa que ela vem cobrindo a redução da participação de outras fontes. Neste sentido, o financiamento das contas públicas verificou a continuidade da trajetória dos últimos anos, de redução do endividamento externo e bancário interno, conquanto este último tenha experimentado uma leve descontinuidade.

Estes elementos, pinçados a partir dos resultados mais gerais das contas públicas, mostram três faces principais: cumprimento das metas de arrocho das contas reais, forte redução da demanda agregada e deterioração dos padrões de financiamento das contas públicas. A avaliação da sustentabilidade de tal política jamais poderá prescindir de uma análise mais aprofundada dos determinantes das contas públicas. Os aspectos mais importantes são detalhados nos tópicos que se seguem.

2 Governo Central: as contas do Tesouro Nacional e da Previdência Social

Os dados do Tesouro Nacional, em sua execução financeira no período de janeiro a setembro de 2004, mostram de maneira irretocável como a expansão do superávit primário veio se desenhando ao longo dos últimos meses. A Tabela 4 permite aferir a expansão das receitas totais em 1,09% do PIB.

Tabela 4
Resultado primário do Governo Central
2003 e 2004 (jan a set)
Em % do PIB

Discriminação	2003	2004
Receita Total	23,42	24,51
Transferências	4,10	3,96
Receita Líquida	19,32	20,56
Despesa Total	15,85	16,85
Resultado Primário	3,47	3,71

Fonte: MF. Resultado do Tesouro Nacional, out. 2004.

A receita líquida, que deduz as transferências de caráter constitucional a estados e municípios, contrariando a tônica dos últimos quinze anos de expansão dos repasses aos entes sub-nacionais, teve ampliação ainda maior, de 1,24% do PIB, subindo de 19,32%, no mesmo período do ano anterior, a 20,56% do PIB.

A expansão das receitas foi acompanhada de um crescimento das despesas equivalente a 1,0% do PIB, o que é especialmente explicado pelos aumentos de transferências a pessoas como previdência e políticas compensatórias, como os programas de bolsa. Desta forma, o efeito líquido foi de 0,24% do PIB, tendo o superávit primário saltado de 3,47% para 3,71% do PIB, o que revela que a meta reprogramada já estava na pauta das autoridades econômicas e vinha sendo operacionalizada do ponto de vista da gestão de caixa do Tesouro.

Tabela 5
Componentes do resultado do Governo Central
2003 e 2004 (jan a set)
Em % do PIB

Discriminação	2003	2004
Tesouro Nacional	5,02	5,30
Previdência Social	-1,53	-1,58
Banco Central	-0,02	-0,01
Governo Central	3,47	3,71

Fonte: MF. Resultado do Tesouro Nacional, out. 2004.

A expansão do superávit primário do Governo Central decorreu, basicamente, da expansão do superávit primário das contas do Tesouro Nacional (exclusive Previdência), que aumentou de 5,02% para 5,30% do PIB, como mostra a Tabela 5. Este comportamento não refletiu apenas um movimento de repressão linear ao gasto. Ao contrário, ocorreram alterações radicais no formato das contas do Tesouro Nacional. As receitas cresceram expressivamente e os gastos se ampliaram, com forte alteração em sua composição.

A única permanência que pode ser verificada foi a tendência à queda, ainda maior, dos investimentos federais. Os números mostram que, muito provavelmente, o investimento federal, em 2004, será ainda inferior ao registrado em 2003.

Neste último ano, o investimento limitou-se a R\$ 7,1 bilhões, o menor valor desde 1984. No período de janeiro até 22 de outubro de 2004, a Execução Orçamentária da União mostra que apenas foram pagos R\$ 2,2 bilhões. Isto significa tão somente 16,7% do valor aprovado na peça orçamentária, agregados os créditos adicionais realizado no curso do ano. Embora a autorização legislativa monte a R\$ 13,3 bilhões, apenas R\$ 7 bilhões já tiveram seu empenho realizado, o que indica uma forte possibilidade de que o investimento de 2004 seja inferior ao do ano anterior.

Os dados desagregados por órgão da administração direta permitem avaliar mais detalhadamente a restrição ao investimento e entender melhor a inconsistência de seu perfil num prazo mais dilatado de tempo. A Tabela 6 mostra os valores autorizados por lei, os empenhos realizados, a liquidação financeira e os pagamentos efetivos. Apenas a Justiça Eleitoral e o Ministério de Ciência e Tecnologia apresentam valores expressivos de pagamento efetivo, relativamente às autorizações para gasto.

Os quinze órgãos listados representam mais de 90% do investimento consignado na peça orçamentária. Ministérios de grande peso como Transportes e Saúde não chegaram a pagar mais que 13% dos recursos autorizados. Nos dois casos, há questões de vinculação legal. No primeiro, os recursos autorizados têm como fonte a CIDE-combustíveis, que também aparece como fonte

importante para os Ministérios das Cidades e Integração Nacional. No segundo, a vinculação constitucional para o gasto de um montante de recursos federais com saúde. No caso da educação a mesma questão se coloca.

Tabela 6
Investimento autorizado e pago dos principais órgãos do Executivo
2004 (até 22 de outubro)
Em R\$ milhões

Órgão	Autorizado (A)	Empenhado	Liquidado	Pagos (B)	B/A %
M. dos Transportes	2.728,4	1.703,6	453,6	304,3	11,15
M. da Saúde	2.516,1	1.207,6	312,8	309,7	12,31
M. da Defesa	1.400,4	1.137,4	455,5	442,0	31,57
M. Integração Nacional	1.168,6	498,8	254,7	164,9	14,11
Min. das Cidades	1.147,7	661,7	214,8	205,8	17,93
M. da Educação	657,7	229,8	134,4	117,2	17,82
M. da Justiça	613,9	348,7	109,3	108,2	17,63
M. do Desenvolv. Agrário	344,7	158,0	82,1	49,5	14,35
Min. do Turismo	263,7	117,1	34,6	34,6	13,13
Ministério do Esporte	249,6	100,8	14,0	13,9	5,58
M. Ciência e Tecnologia	225,6	104,0	82,2	71,1	31,52
M. Agri., Pec. e Abastec.	210,3	72,1	27,8	20,0	9,51
Justiça Eleitoral	206,8	144,0	129,1	128,8	62,27
Min. Assistência Social	186,7	87,3	29,4	29,1	15,57
Presidência da República	155,5	49,6	18,6	18,5	11,9

Fonte: SIAFI e Câmara Federal.

Esta maneira de conduzir os gastos públicos não deve ser confundida com a mera administração financeira na boca do caixa. Ao contrário, aqui devemos registrar uma incompatibilidade entre a estrutura legal de destinação dos recursos públicos e sua utilização. Mais que administrar a ordem e temporalidade dos pagamentos, o superávit primário tem dependido do contingenciamento de recursos que têm destinação específica. Segundo informações do Tesouro Nacional, entre 2000 e 2003, a percentagem receitas vinculadas com superávit passou de 28% para 49%.³ As tensões políticas e as pressões dos grupos que têm seus interesses afetados tendem a se amplificar na medida em que a política se eterniza e ainda reforça sua intensidade.

³ STN/MF. *Responsabilidade fiscal, diminuição da dívida pública e restos a pagar 1999 a 2003*. Out. 2004.

No conjunto das outras despesas de custeio, exclusive pessoal, os números dão conta deste processo de administração financeira das ações públicas, que se produz não pela realização do gasto autorizado na peça orçamentária, mas pelo formato dos dispêndios de cada um dos órgãos. A Tabela 7 mostra os órgãos que são responsáveis por mais de 98% do gasto federal com o grupo de natureza de despesa relativo aos custeios em geral. Os quatro maiores órgãos, em termos de participação orçamentária, possuem formas quase automáticas de gasto, o que impõe que as despesas consignadas tenham curso efetivo.

Tabela 7
Investimento autorizado e pago dos principais órgãos do Executivo
2004 (até 22 de outubro)
Em R\$ milhões

Órgão	Autorizado (A)	Empenhado	Liquidado	Pagos (B)	B/A %
Min. Previdência Social	125.523,9	105.840,7	86.695,7	86.628,5	69,01
M. da Saúde	27.330,3	23.075,6	20.912,9	20.816,9	76,17
Min. Assistência Social	13.025,6	10.074,7	9.661,5	9.649,4	74,08
M. Trabalho e Emprego	11.597,3	11.239,5	9.303,8	9.303,0	80,22
M. da Educação	6.935,4	5.335,8	3.533,7	3.508,6	50,59
Oper. Oficiais de Crédito	3.742,3	2.269,0	1.237,9	1.234,8	33
M. da Defesa	3.520,0	2.807,1	1.927,5	1.862,1	52,9
M. da Fazenda	2.428,9	2.013,6	1.323,0	1.319,7	54,33
M. Ciência e Tecnologia	1.911,5	1.203,7	988,0	965,8	50,53
M. da Justiça	805,0	568,6	421,6	417,6	51,87
M. Relações Exteriores	790,6	582,0	482,9	481,8	60,94
Presidência da República	744,2	490,2	369,6	363,1	48,79
M. Agri., Pec. e Abastec.	691,4	482,5	395,8	376,7	54,49
M. de Minas e Energia	618,9	259,1	184,6	183,1	29,58
M. do Planej.Orç.e Gestão	586,9	245,2	175,5	173,4	29,55
M. dos Transportes	574,3	404,3	298,8	296,3	51,6
M. do Desenvol. Agrário	520,7	315,9	214,5	209,1	40,15
M. do Meio Ambiente	470,4	296,9	205,9	201,6	42,87

Fonte: SIAFI e Câmara Federal.

Tabela 8
Resultado primário do Tesouro Nacional
2003 e 2004 (jan a set)
Em % do PIB

Discriminação	2003	2004
Receitas do Tesouro*	18,41	19,22
Transferências	4,10	3,96
Despesas do Tesouro	9,30	9,96
Resultado Primário	5,02	5,30

Nota: * líquida de incentivos e restituições.

Fonte: MF. Resultado do Tesouro Nacional, out. 2004.

Estes quatro grandes orçamentos registraram pagamento efetivo de mais de 70%. No caso da Previdência, o pagamento de benefícios é incontestável. Já no caso da Saúde, os repasses automáticos para os Fundos Estaduais e Municipais de Saúde, substituíram os pagamentos a hospitais e passaram a ser imunes às decisões de corte pelo Tesouro. Na Assistência Social misturam-se os antigos pagamentos referentes à LOAS e à RMV⁴ e as novas transferências voluntárias a pessoas na forma de bolsa. Já no caso do Ministério do Trabalho, trata-se da execução do FAT. Vale dizer, o gasto passa a depender mais do seu formato do que da administração de prioridades.

O ano de 2004, em seus nove primeiros meses, presenciou uma forte ampliação das receitas do Tesouro, que subiram de 18,41% para 19,22% do PIB. Ao mesmo tempo, como mostra a Tabela 8, a receita pós-transferências aumentou não em 0,81%, mas em 0,95% do PIB, fruto da alteração de sua configuração em detrimento das transferências constitucionais a Estados e Municípios. Estes movimentos mais que compensaram a expansão dos gastos em 0,66% do PIB.⁵

A configuração do gasto do Tesouro experimentou mudanças substantivas. Os gastos com o custeio da máquina pública (os chamados outros custeios e capital) aumentaram em 0,52% do PIB enquanto os subsídios e subvenções cresceram 0,06% do PIB. Neste último caso, investimento rural, Pronaf,

4 Lei Orgânica da Assistência Social, que dá amparo legal ao pagamento dos auxílios a idosos e deficientes. A Renda Mensal Vitalícia foi introduzida pelo INPS, ainda nos anos setenta.

5 Vale notar que cerca de 20% deste valor é referente à Renda Mensal Vitalícia, que teve suas contas transferidas do INSS para os gastos do Tesouro com Assistência Social.

Proex e subsídio à habitação tiveram expressivas expansões de gasto. Em parte, estas despesas foram viabilizadas pela redução de pessoal e encargos que declinaram a 4,94% do PIB, especialmente em decorrência da ausência de reajuste nos primeiros meses do ano. A Tabela 9 demonstra estes movimentos. No caso de despesas com pessoal, todas as indicações são de que esta é conta já tem uma expressiva elevação prevista, dados os créditos adicionais em tramitação no Congresso Nacional para adequações específicas de carreiras (mais de R\$ 4 bilhões).

Tabela 9
Despesas do Tesouro Nacional
2003 e 2004 (jan a set)
Em % do PIB

Discriminação	2003	2004
Pessoal e Encargos	5,09	4,94
Custeio e Capital	4,17	4,98
Despesas do FAT	0,53	0,58
Subsídios e subvenções	0,17	0,23
LOAS e RMV	0,29	0,49
Outras	3,17	3,69
Transferências ao BACEN	0,03	0,03

Fonte: MF. Resultado do Tesouro Nacional, out. 2004.

Os dados da evolução de receitas do Tesouro, exclusive Previdência, mostram uma forte ampliação de recursos, crucial para a construção do superávit de janeiro a setembro de 2004. No conjunto das receitas, a ampliação, relativamente a igual período do ano 2003, foi de 1,05% do PIB, como mostra a Tabela 10. Tal desempenho explica-se por duas ordens de fatores. Primeiro, e decisivo, a forte ampliação da carga tributária relativa à Cofins, de 3,84% para 4,53% do PIB, e à Contribuição sobre o Lucro Líquido, de 1,07% para 1,16% do PIB. Segundo, a sustentação dada pelo crescimento econômico aos tributos mais sensíveis à produção e à massa salarial, onde cabe destaque ao IPI, com elevação de 0,06% do PIB, após longo período de queda, e ao IR retido na fonte sobre o trabalho, que impediu que a retração das fontes remessas de

capital e remessas ao exterior ampliasse a queda para além dos 0,02% do PIB verificados.

Tabela 10
Receita do Tesouro Nacional
2003 e 2004 (jan a set)
Em % do PIB

Discriminação	2003	2004
Impostos	8,18	8,23
Imp. de Renda	6,03	6,01
IPI	1,28	1,34
Outros	0,67	0,87
Contribuições	8,71	9,61
Cofins	3,84	4,53
CPMF	1,52	1,55
CSLL	1,07	1,16
Cide-Combustíveis	0,5	0,47
Outras	1,77	1,9
Demais receitas	2,09	2,19
Total	18,97	20,02

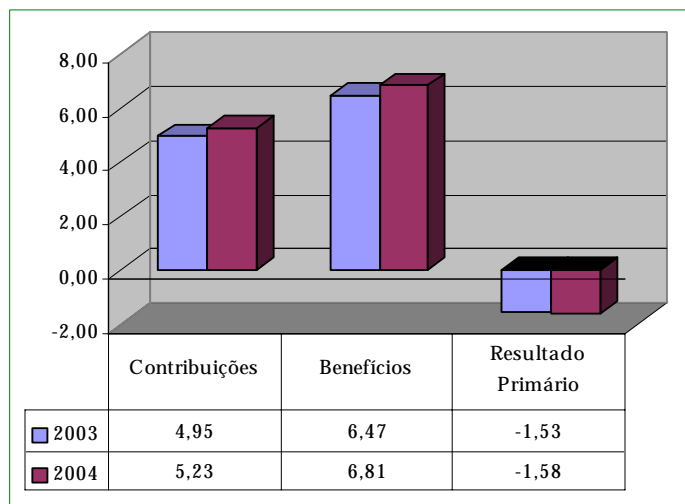
Fonte: MF. Resultado do Tesouro Nacional, out. 2004.

O grupamento Previdência Social segue representando o segmento deficitário das contas do Governo Central. Entre janeiro e setembro de 2004, o déficit acumulado foi de R\$ 19,7 bilhões, o equivalente a 1,58%. Este valor, como percentual do PIB, foi ainda superior ao resultado de 1,53%, do mesmo período de 2003.

Importante assinalar que a expansão do déficit previdenciário foi especialmente decorrente da elevação dos gastos com benefícios, que aumentaram de 6,47% para 6,81% do PIB, comparando-se os nove primeiros meses de 2003 e 2004 (ver Gráfico 1). Isto ocorreu ainda a despeito de uma mudança contábil: a remoção da Renda Mensal Vitalícia do rol de pagamento da Previdência para os gastos do Tesouro com políticas assistenciais.

O comportamento das receitas foi o fator responsável pela manutenção do déficit previdenciário em patamar semelhante ao do ano anterior. O expressivo crescimento das receitas representou avanço de 4,95% para 5,23% do PIB.

Gráfico 1
Resultado primário da Previdência Social
2003 e 2004 (jan a set)
Em % do PIB



Fonte: Previdência Social.

Este comportamento jamais poderá ser explicado pela evolução da massa salarial no período, como pode ser verificado na SEÇÃO V desse Boletim. Em verdade, os ganhos em formalização de relações de trabalho, fiscalização e algumas medidas que tornaram menos atrativo o vínculo para o trabalho autônomo podem explicar este efeito expansivo. No entanto, as últimas informações sobre a receita mensal parecem indicar um esgotamento deste processo. A Tabela 11 mostra como as elevadíssimas taxas de crescimento verificadas entre março e junho de 2004, sofreram forte inflexão, embora ainda permaneçam positivas.

Tabela 11
Evolução mensal das receitas da Previdência Social
2003 e 2004
Em R\$ milhões de setembro de 2004 (IPCA)

	2003 (B)	2004 (A)	Var % A/B
Janeiro	6.158	6.211	0,86
Fevereiro	6.785	7.433	9,55
Março	6.264	7.454	18,98
Abril	6.354	7.477	17,68
Maio	6.528	7.470	14,43
Junho	6.673	8.053	20,69
Julho	6.914	7.586	9,73
Agosto	7.027	7.608	8,27
Setembro	7.046	7.527	6,83
TOTAL	59.749	66.820	11,83

Fonte: Previdência Social.

3 Juros e a deterioração das condições de financiamento da dívida pública

As últimas decisões do COPOM sobre a condução da política monetária e financeira colocam fortes tensões sobre as contas públicas. A inflexão da política de juros que veio sendo promovida durante o primeiro semestre favoreceu, depois de muito tempo, uma resposta positiva da relação dívida/PIB ao superávit primário. Em setembro de 2004, a relação dívida/PIB recuou a 53,7%, frente a 58,7%, verificados em dezembro de 2003. Logicamente, o comportamento favorável do PIB, por aumentar o denominador desta razão, e a redução das taxas nominais de juro foram os agentes indutores desta trajetória. A Tabela 12 mostra a inflexão do endividamento, como proporção do PIB, foi expressiva, entre julho e setembro, o que ocorreu, especialmente, em decorrência do crescimento do produto.

A nova realidade instaurada pelo COPOM deverá dar lugar a um cenário bem mais complexo. O Quadro 1 mostra o impacto das duas elevações da taxa de juros (de 16% para 16,25% e para 16,75%) ocorridas e a esperada nova alteração (para 17%). O Quadro 2 e seu impacto sobre as contas deste ano e na suposição de uma permanência em 17% por 12 meses. Os cálculos foram realizados a partir dos estoques de dívidas registrados em setembro de 2004, quais sejam: a dívida mobiliária colocada com referência direta à taxa Selic, majoritariamente formada por LFT, de R\$ 408 bilhões, e a dívida mobiliária interna em poder do público total, de R\$ 845 bilhões, incluindo as operações compromissadas.

Os cenários construídos a partir dos estoques atuais de dívida frente às novas condições financeiras indicam o peso dos movimentos da política monetária sobre a política fiscal.

Tabela 12
Fatores condicionantes da evolução da Dívida Líquida do Setor Público
2001 a 2004 (setembro)
Em % do PIB

Discriminação	2002		2003		2004		2004		2004	
	Dezembro		Dezembro		Julho		Agosto		Setembro	
	Saldos	% do PIB	Saldos	% do PIB	Saldos	% do PIB	Saldos	% do PIB	Saldos	% do PIB
Dívida líquida total - saldo	881 108	55,5	913 145	58,7	945 659	54,7	941 313	54,0	940 540	53,7
Dívida líquida - var. ac. ano	220 241	2,9	32 037	3,2	32 514	-4,0	28 168	-4,7	27 395	-5,0
Fatores condicionantes:	220 241	13,9	32 037	2,1	32 514	1,9	28 168	1,6	27 395	1,6
NFSP	61 614	3,9	79 032	5,1	19 407	1,1	20 058	1,2	25 513	1,5
Primário	-52 390	-3,3	-66 173	-4,3	-52 796	-3,1	-63 728	-3,7	-69 771	-4,0
Juros nominais	114 004	7,2	145 205	9,3	72 203	4,2	83 786	4,8	95 284	5,4
Ajuste cambial	147 225	9,3	-64 309	-4,1	11 121	0,6	4 098	0,2	-1 523	-0,1
Dív mobil int index ao câmbio	76 662	4,8	-22 715	-1,5	3 388	0,2	1 526	0,1	67	0,0
Dívida externa - metodológico	70 564	4,4	-41 594	-2,7	7 733	0,4	2 571	0,1	-1 590	-0,1
Dívida externa - outros ajustes	753	0,0	16 710	1,1	2 385	0,1	3 297	0,2	3 004	0,2
Reconhecimento de dívidas	14 286	0,9	604	0,0	- 322	0,0	793	0,0	479	0,0
Privatizações	-3 637	-0,2	0	0,0	- 78	0,0	- 78	0,0	- 78	0,0
Efeito crescimento PIB - dívida		-11,0		1,2		-5,9		-6,3		-6,6

Fonte: BCB. Nota para a Imprensa sobre Política Fiscal, out. 2004.

Quadro 1

Cenário de evolução do custo da Dívida Mobiliária Federal
Impacto apenas sobre a dívida diretamente vinculada à taxa Selic
Em R\$ milhões de setembro de 2004

Hipóteses	Out/Dez 2004	Diferença em relação à manutenção de 16%	Em 12 meses	Diferença em relação à manutenção de 16%
Mantendo 16% por todo o período	15.453,49		65.408,18	
Aumentando para 16,25% e 16,75% e mantendo	15.985,62	532,13	68.303,38	2.895,21
Aumentos efetuados + 17% com incidência em dezembro	16.061,36	607,86	69.154,72	3.746,54

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 2

Cenário de evolução do custo da Dívida Mobiliária Federal
Impacto sobre a toda a dívida (incluindo operações compromissadas)
Em R\$ milhões de setembro de 2004

Hipóteses	Out/Dez 2004	Diferença em relação à manutenção de 16%	Em 12 meses	Diferença em relação à manutenção de 16%
Mantendo 16% por todo o período	31.957,48		135.262,64	
Aumentando para 16,25% e 16,75% e mantendo	33.057,90	1.100,43	141.249,86	5.987,22
Aumentos efetuados + 17% com incidência em dezembro	33.214,53	1.257,05	143.010,41	7.747,77

Fonte: Elaboração própria.

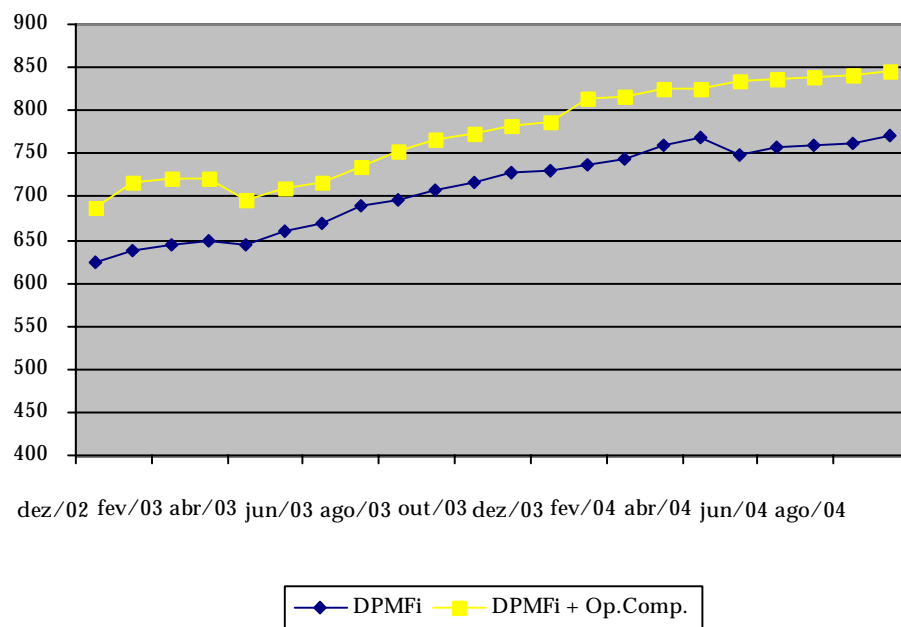
Os Quadros 1 e 2 mostram duas situações distintas que se configuram como limites inferior e superior do impacto da elevação da taxa básica de juros sobre a dívida pública. O limite inferior é medido pela dívida diretamente indexada à taxa Selic. Já o limite superior é dado pelo impacto da nova taxa sobre toda a dívida, incluindo operações compromissadas, papéis pré-fixados e outros indexadores.

A hipótese mais plausível, tomada a experiência histórica com a gestão da dívida mobiliária é de que o custo da nova taxa de juros se aproxime do limite superior. A contaminação da rolagem dos papéis pela nova taxa deverá ser

rápida, dado o curto prazo das operações pré-fixadas. Ao mesmo tempo, diversas formas de troca de papéis de rentabilidade inferior acabam sendo realizadas em operações comandadas pelo Banco Central para salvaguardar as condições de rentabilidade das carteiras de títulos das instituições.

O impacto mais elevado, correspondente a uma contaminação integral da dívida pela nova taxa, representaria um custo adicional para o Estado de R\$ 7,7 bilhões, em doze meses. Ao PIB anualizado de setembro, isto significa que o impacto da nova taxa, em doze meses, tenderá a 0,47% do PIB.

Gráfico 2
Evolução da Dívida Mobiliária Federal em poder do público e operações compromissadas
2002 a 2004
Em R\$ bilhões



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil. *Dívida Pública Mobiliária Federal e Mercado Aberto*, set. 2004.

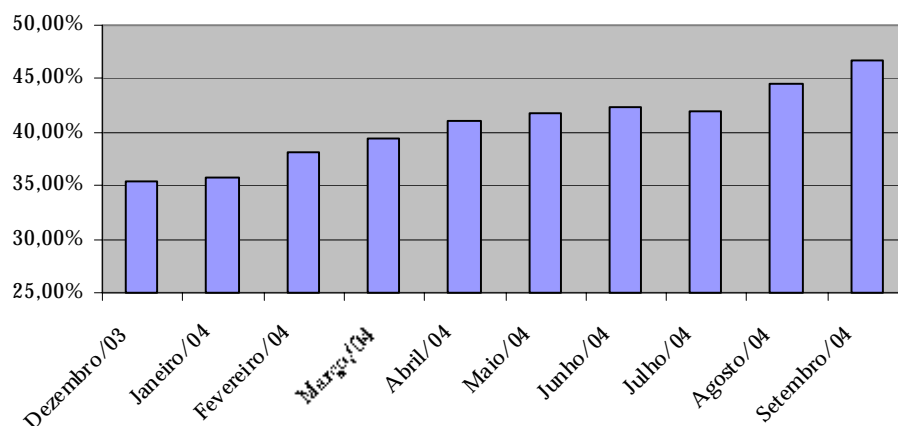
A expansão do custo da dívida não está dissociada de outros graves problemas para a gestão do endividamento público. Em primeiro lugar, há que se frisar que a forte expansão que a dívida mobiliária vem experimentando, como já colocado acima, está sendo acompanhada de uma expansão ainda mais acelerada das operações compromissadas de responsabilidade do Banco Central. Como mostra o Gráfico 2, a trajetória de expansão é demonstra um crescimento acelerado.

Ao mesmo tempo, os últimos meses foram de forte deterioração das condições de rolagem da dívida, em grande medida devido aos temores quanto aos rumos que a taxa de juros tomara. A dívida mobiliária mostrou uma forte deterioração em

seu perfil, incrementando sua concentração em prazos inferiores a um ano. O Gráfico 3 mostra o percentual de dívida que experimenta estas condições, que agora chega a quase metade.

Ao mesmo tempo em que vai se deteriorando o perfil do endividamento público é importante saber quem são os principais agentes financiadores, geralmente tratados como “público”, quando se identificam, por exemplo, os títulos colocados junto ao público. Como pode ser observado por meio da Tabela 13, que traz a posição de 30 de setembro de 2004, os títulos públicos estão majoritariamente nos FIF (R\$ 388 bilhões), cuja propriedade final não pode ser identificada, mas certamente é referente à riqueza financeira de empresas e pessoas físicas. A grande maioria está vinculada à taxa Selic, cerca de R\$ 254 bilhões, mas existe uma expressiva parcela de R\$ 69 bilhões em títulos pré-fixados (LTN).

Gráfico 3
Participação dos títulos com prazo inferior a um ano na Dívida Mobiliária Federal
2003 a 2004



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil. *Dívida Pública Mobiliária Federal e Mercado Aberto*, set. 2004.

Tabela 13
Detentores da Dívida Mobiliária Federal
Setembro de 2004
Em R\$ milhões

Títulos	Carteira Própria dos Bancos	Títulos Vinculados (b)	Clientes					Extra- Mercado (2)	Em Poder do Público (1+2)
			Pessoa física	PJ não financ	PJ Financ (c)	FIF (d)	Total Clientes		
LTN	38.571	23.248	162	2.195	272	68.875	71.543	-	133.362
NBCE	4.102	7.537	12	371	34	3.978	4.395	-	16.034
LFT	164.407	27.160	578	15.025	3.487	209.597	229.620	-	421.188
LFT-A	1.728	1.027	-	21	276	598	894	85	3.734
LFT-B	2.734	719	114	824	586	513	2.037	14	5.504
LFT (e)	10.808	27	-	168	-	910	1.078	862	12.774
BTN/BIB	11	8	-	22	-	24	46	-	65
NTN-A3	100	199	-	28	-	4	32	11.721	12.052
NTN-C e D	19.831	18.153	281	11.428	87	44.226	56.037	525	94.546
Outras NTN	5.961	3.085	42	13.243	213	8.954	22.454	692	32.192
TOTAL	248.254	81.162	1.191	43.323	4.956	337.679	388.136	13.899	731.453

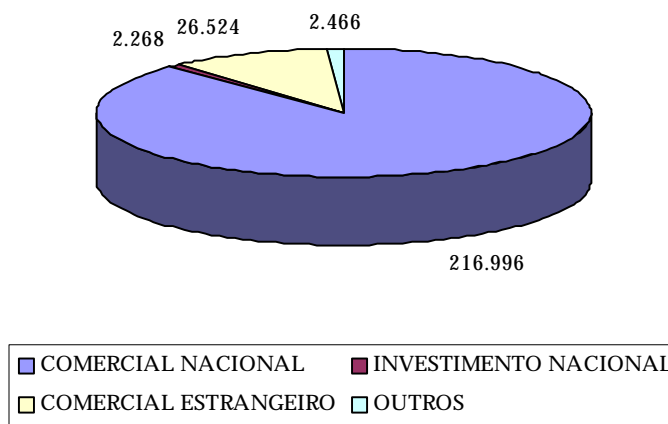
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil. *Dívida Pública Mobiliária Federal e Mercado Aberto*, set. 2004.

A outra parcela mais expressiva encontra-se na carteira própria dos bancos, que mantém R\$ 248 bilhões em aplicações ditas “de tesouraria”. Em verdade, são disponibilidades financeiras que poderiam estar sendo direcionadas para o crédito, mas estão direcionadas para títulos públicos justamente pela ausência de confiança de demandantes e doadores de crédito. Como pode ser observado por meio do Gráfico 4, os bancos comerciais nacionais possuem a grande maioria destes recursos, sendo nada menos que R\$ 184 bilhões em títulos vinculados à taxa Selic (LFT e NTN séries C e D).

Estes elementos foram levantados para realçar que a análise do endividamento público nos mercados mobiliários mostra um cenário complexo. De um lado, há uma evidente concentração em títulos curtos, colocados junto a agentes que não são financiadores finais da dívida pública. Os bancos comerciais, além de altamente carregados de títulos pós-fixados e atrelados à

Gráfico 4

Participação das instituições bancárias na Dívida Mobiliária Federal (carteira própria)
Setembro de 2004
Em R\$ milhões



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central do Brasil. *Dívida Pública Mobiliária Federal e Mercado Aberto*, set. 2004.

taxa Selic, estarão renovando suas carteiras de títulos pré-fixados pelas novas taxas. De outro lado, mais especificamente no caso dos FIF, os acontecimentos recentes e a marcação a mercado das LFT, em 2002, não podem indicar que haja um processo de distribuição de perdas sem sérias consequências para a credibilidade do sistema.

4 Os investimentos públicos, a PPP e a retomada do crescimento

Não há dúvida de que a construção de um processo de crescimento sustentado depende do encaminhamento da resolução de diversos elementos da estrutura produtiva brasileira, notadamente nos setores de energia e transportes. O papel jogado pelo Estado nestes campos sempre foi decisivo, em grande medida pelo volume de investimentos necessários, mas também pelos prazos dilatados de retorno dos capitais invertidos.

Vale observar que o papel crucial destes investimentos reside em dois aspectos igualmente importantes. O primeiro é a pressão sobre a demanda exercida por este tipo de investimento sobre a cadeia produtiva, que se estende desde a abertura de numerosos postos de trabalho até a ativação de diversos segmentos das indústrias de bens de capital e insumos básicos. O segundo é a retirada de obstáculos do horizonte dos agentes econômicos que possuem projetos de investimento com boas perspectivas, mas que não podem correr o risco de dificuldades logísticas, aumentos de custo ou falta de fornecimento de energia.

Na primeira parte deste trabalho verificou-se que o formato das contas públicas brasileiras, durante o ano de 2004, mostrou-se ainda mais perverso, do ponto de vista do investimento público, do que o passado recente. Conquanto tenha havido uma forte elevação da arrecadação, o perfil de despesas foi redesenhado com impacto ainda mais negativo sobre o investimento que o verificado no ano anterior. Em verdade, este novo perfil parece ser consequência natural da estratégia de ajuste das contas públicas instalada a partir de 1999, onde as contas reais devem ser adequadas à necessidade de geração de recursos para o cumprimento das metas fiscais.

O governo atual parece jogar todas suas fichas na aprovação do projeto de lei que abre caminho para que se firmem as PPP (parcerias público-privadas), uma forma alternativa ao investimento realizado diretamente pelo Estado para suprir a economia dos investimentos que se fazem necessários. O referido projeto tem enfrentado fortes questionamentos no Congresso Nacional, especialmente devido às incertezas sobre pontos de atrito com a Lei de Responsabilidade Fiscal e a Lei de Licitações. Os questionamentos, embora não se coloquem contra o intento básico da proposta, indicam falhas no projeto que facilitariam o rompimento dos limites de endividamento postos pela LRF e a transparência na contratação de bens e serviços pelo poder público.

Partindo do suposto de que estas questões serão resolvidas no Legislativo,⁶ cabe-nos, aqui, avaliar a capacidade de uma nova forma institucional, como a PPP, contribuir para destravar o nó em que acabou se enredando o investimento público brasileiro. Em primeiro lugar cabe avaliar o espírito geral da proposta, ou seja, a idéia de que um determinado projeto terá uma espécie de garantia de rentabilidade ao empreendedor, complementada, por recursos públicos quando e enquanto o próprio negócio não gerar caixa suficiente para garantir retorno ao capital investido. Ainda há grandes dúvidas sobre a forma que isto assumiria. Uma possibilidade seria a complementação da rentabilidade mínima ser variável, conforme a rentabilidade efetiva. Neste caso, o desembolso estatal seria variável. Dois grandes problemas teriam lugar neste formato: a) o incentivo para ganhos em eficiência

⁶ Alguns pontos do projeto de lei realmente merecem alteração, sob pena de comprometimento global da administração pública. O relacionamento entre as ações públicas cursadas pela PPP frente àquelas realizadas por meio da Lei 8.666 é crítico, especialmente no que toca à precedência de pagamento da primeira contra a segunda e da genérica permissão, dada pela primeira, à contratação de serviços a serem ofertados diretamente à administração.

seria reduzido, afetando a própria lógica da participação privada; e b) o comprometimento de recursos públicos passaria a ser variável e poderia se colocar uma disputa por recursos entre os diversos projetos, gerando enorme incerteza para os mesmos.

A outra possibilidade de desenho do relacionamento entre o Estado e o parceiro privado seria o desembolso, pelo poder público, de um valor pré-determinado, equivalente ao cálculo *ex-ante* da necessidade de equalização da taxa de retorno do projeto. Desta forma, um eventual leilão de PPP seria objeto de lances dos interessados, que seriam justamente os valores necessários para compor um piso de rendimento. Embora esta alternativa melhore a previsibilidade dos compromissos financeiros do setor público, amplificam-se as dificuldades para o setor privado. Sem dúvida, haveria elevação do risco envolvido, especialmente no caso de projetos de maturação mais longa e piores condições de previsibilidade.

O segundo ponto emerge diretamente deste primeiro. Os recursos garantidores deveriam ser aportados pelo tesouro público a um fundo específico para dar suporte financeiro aos projetos contratados. Há, no entanto, uma enorme falta de clareza sobre as obrigações dos gestores deste fundo para com os projetos. De um lado porque, a segurança do investidor depende do número de projetos que forem apoiados, aos quais o fundo passará a dever obrigações de longo prazo. De outro porque a capacidade de pagamento do fundo que ressarcirá as PPP dependerá de decisões orçamentárias que serão tomadas, anualmente, ao longo da vida do projeto, o que pode significar mais de vinte anos. Este elemento insere uma enorme incerteza para as decisões de investimento dos parceiros privados. Vale dizer, o atual projeto de lei não oferece as garantias necessárias ao parceiro para que ele assume o

risco embutido em projetos que, por definição, não gerarão rentabilidade mínima no curto prazo.

O terceiro ponto a destacar é justamente o início de todo o processo: as fontes de financiamento. O investimento público enfrentou uma história de paralisia que começou no governo federal, já nos anos oitenta, e se abateu sobre os governos estaduais, nos anos noventa. O rompimento do padrão de financiamento da economia brasileira mostrou-se ainda mais agudo para as administrações públicas por conta dos limites ao endividamento impostos pelas políticas monitoradas pelo FMI e pela estratégia de política fiscal que operou a restrição ao crédito como núcleo de seus instrumentos de política. Os últimos anos acabaram presenciando a consolidação da tese de que o setor privado poderia investir nos setores de infra-estrutura com acesso aos recursos mobilizados pelo Estado, especialmente por meio do BNDES e da CEF. O caso do setor de saneamento é emblemático, anos de discussão sobre a forma das concessões a serem realizadas ao setor privado e praticamente nada ocorreu de relevante, a não ser a paralisia dos investimentos públicos.

Na forma atual de configuração o risco é que as PPP acabem apenas privatizando, em escala ainda mais intensa, o crédito movimentado por instituições oficiais, limitando ainda mais os recursos para o setor público. Vale lembrar que uma das críticas mais procedentes ao processo de privatização das empresas estatais foi o excessivo envolvimento dos bancos públicos – e de fundos das estatais – em seu financiamento, o que acabou se constituindo em mera realização de transações financeiras com patrimônio já existente, sem mobilizar a formação de capital novo. O risco de que as PPP apenas mobilizem crédito já disponível, sem alavancar recursos privados, fica ainda mais evidente pela leitura do projeto de lei, onde não há nenhuma preocupação com a

adequação ou a criação de novos instrumentos de crédito, que possam ser usados pelas sociedades de propósito específico⁷ para mobilização de recursos⁸. Não há como deixar de apontar o risco de que, em sua atual configuração, as PPP limitem-se a permitir que investimentos que seriam realizados na forma atual, por suas condições de atratividade, acabem aproveitando o novo formato, deprimindo ainda mais a participação do setor privado no financiamento do investimento.

O quarto ponto a destacar talvez seja o de maior relevância. Há um enorme conflito entre uma política que tenta incentivar a realização de investimentos em áreas de rentabilidade limitada ou incerta e o nível da taxa básica de juros, que tem se situado em patamares elevadíssimos. Frente aos níveis que a remuneração no mercado financeiro oferece aos agentes detentores de recursos líquidos, a rentabilidade necessária para que um projeto de parceria ganhe viabilidade econômica é muito elevada. Evidentemente, apenas alguns projetos serão viáveis nestas condições. Mas se o forem, terão uma taxa esperada de retorno tão alta que já não dependerão da PPP para serem realizados. Nunca é demais ressaltar que o intento de isolar as variáveis macroeconômicas dos chamados microfundamentos da economia é impossível. A íntima relação entre o cálculo micro e as condições macroeconômicas é inerente à lógica do capitalismo e dos agentes que nela operam, o que

transforma a taxa de juros num elemento de veto ao sucesso das PPP.

A reflexão acima realizada não deve ser entendida como um repúdio à PPP. Ao contrário, é necessário conseguir maior flexibilidade nas relações entre o setor público e os empreendedores privados. A questão aqui colocada é que não se deve acreditar que a PPP eliminará o problema do investimento público no Brasil. A PPP será de difícil implementação inicial, encontrará grandes problemas em sua legitimação perante aos órgãos de controle e, certamente, enfrentará um longo período de amadurecimento e construção de credibilidade para efeito de decisões políticas e empresariais.

A urgência que a economia brasileira do encaminhamento de graves gargalos de infraestrutura torna impeditivo que as autoridades econômicas continuem à espera da maturação dos projetos de PPP. Em verdade, esta parece ser mais um instrumento de retórica para reduzir o nível de tensões frente às demandas dos segmentos empresariais e políticos. Com isso, as iniciativas de retirada dos investimentos do cálculo do superávit primário, aventadas há tempos, acabaram sendo esquecidas nas discussões sobre a natureza e o formato da política fiscal (com ou sem FMI).

Certamente, seria muito mais produtivo que as autoridades econômicas olhassem para a realidade internacional e vissem que o tema está sendo tratado inclusive na União Européia, dado que os diversos países perceberam a enorme limitação que as metas fiscais de Maastricht significam para suas economias. Economistas de peso têm advogado que as metas têm que ser revistas ou que os conceitos têm que ser alterados, dada a excessiva restrição fiscal que significa um teto de déficit de 3% do PIB. Em texto recente, Blanchard & Giavazzi (2003), propõem a alteração do conceito de investimento bruto para líquido,

7 Este tipo de figura já existe na estrutura jurídica brasileira. No entanto, há uma enorme carência de papéis que possam proporcionar segurança ao investidor para participar na montagem do *project finance* necessário. Isto acaba por colocar enormes entraves à mobilização de recursos pelas sociedades de propósito específico, justamente porque seus acionistas não respondem com seu capital externo ao empreendimento, em caso de inadimplência com financiadores. Por isso, um complexo esquema de seguros e resseguros, de distintos tipos, é o coração deste tipo de empreendimento.

8 Vale notar que casos de sucesso, como o inglês, tiveram na montagem de instrumentos financeiros adequados o seu ponto forte.

eliminando-se, assim o valor equivalente à depreciação do patrimônio público das despesas.⁹

Considerações finais

A política fiscal brasileira dos últimos anos logrou obter respostas muito claras aos movimentos dos seus formuladores. As elevações de impostos e contribuições produziram novos recursos, que compostos com os cortes de receitas produziram resultados no lado real das contas públicas que viabilizaram a manutenção e ampliação do superávit primário, colaborando para administrar a relação dívida/PIB em patamares razoáveis aos olhos do mercado financeiro.

Estes nove meses de 2004 mostraram forte redução do déficit nominal, como reflexo da queda da taxa média nominal incidente sobre o estoque de dívida. Ao mesmo tempo, os novos recordes de arrecadação do Tesouro e da Previdência, fruto das mudanças da Cofins e do aquecimento da economia, garantiram algum espaço para ampliação de gastos correntes, o que não ocorreu com os gastos com investimentos. Deste modo, o superávit primário passou todo o ano em nível bem superior ao obtido em 2003, preparando o caminho para a eventualidade de uma expansão em suas metas, que efetivamente se deu.

No campo da gestão do endividamento público, o ano de 2004 é o primeiro desta década onde há queda da relação dívida/PIB, especialmente em decorrência do avanço do produto. No entanto, isto não significa melhoria da estrutura de financiamento do Estado. A dívida pública está se concentrando cada vez mais nos títulos mobiliários, cujos prazos de vencimento

enfrentaram um forte processo de encurtamento e apontam para uma maior permeabilidade aos movimentos da política econômica na manipulação das taxas de juros com objetivos de políticas monetárias e controle do nível de preços da economia.

Neste contexto, a recente alteração das taxas de juros, que enseja um movimento de controle do processo de crescimento, traz fortes dúvidas quanto à política fiscal para 2005. Os encargos da dívida a serem criados com a manutenção de uma taxa Selic de 17%, durante 2005, poderão resultar em novas necessidades de incremento do superávit primário, a menos que se garanta um nível de expansão do produto que compense a elevação da taxa de juros com um incremento do denominador da relação dívida/PIB. No entanto, a própria expansão da taxa Selic faz o jogo inverso ao crescimento.

Mas o crescimento não será só necessário para isto. Esgotados os efeitos do aumento de formalização das relações de trabalho para a receita da Previdência e da elevação da alíquota de Cofins para a receita do Tesouro, os espaços do lado da arrecadação serão fortemente estreitados. Por isso, as medidas adicionais para contenção só poderão partir dos gastos. No entanto, já está programado um novo patamar de gastos com pessoal, dadas as diversas reestruturações de carreiras verificadas e o fato de que as outras despesas ainda se encontrem altamente comprimidas. Assim, as contas reais ficarão, muito mais que em períodos anteriores, na dependência de um comportamento favorável do nível de atividades.

A ainda incipiente política de parceria com setor privado e a ausência de perspectivas quanto à remontagem do esquema de financiamento estatal, num quadro de restrições como o acima descrito, tornam a aposta na recuperação do

⁹ Ou seja, somente o investimento líquido seria computado como despesa. Ver: Blanchard, O. & Giavazzi, F. *Improving the SGP through a proper accounting of public investment*. OCDE, 2003.

investimento em infra-estrutura altamente improvável. Como visto, é mais provável que o país continue atolado no mesmo imobilismo, que já dura anos, no que toca ao assunto.

É importante frisar que, diferentemente do passado recente, a formulação e a execução da política fiscal passam depender muito mais do ambiente econômico. O crescimento da economia será, para 2005, um elemento fundamental para a manutenção da estabilidade fiscal, nos termos em que a política governamental a desenhou. Os instrumentos sobre-utilizados do aumento da carga tributário e do corte de gasto já encontram dificuldades de implementação muito maiores e terão, certamente, impacto sobre o nível de atividades. O mesmo pode-se dizer da gestão da dívida pública. Em verdade, a necessidade de articulação entre as políticas é, hoje, muito mais real e sua negligência poderá significar um forte revés na política fiscal para o próximo ano.