

O Desequilíbrio Financeiro do Setor Público — Restrição Externa, Restrição Orçamentária e Restrição Monetária — Uma Nota

EDUARDO LUIS LUNDBERG(*)

O desequilíbrio financeiro do setor público é hoje, sem dúvida, um dos maiores problemas a serem superados pelas autoridades governamentais, sem o qual se torna difícil uma redução nas taxas de juros domésticas, condição necessária para uma reativação consistente do crescimento econômico e redução da inflação.

Este problema financeiro do governo está associado ao endividamento externo assumido pelo setor público não financeiro e Autoridades Monetárias (AM), agravado que foi com a recessão econômica e as medidas adotadas para o ajuste do balanço de pagamentos (81/83). É interessante ressaltar que esse desequilíbrio financeiro do setor público somente ficou visível domesticamente após o equilíbrio nas contas

externas do país (84/85). Isto porque, se até 1983 o setor público refinanciava seus encargos financeiros com recursos externos, agora vem fazendo com recursos domésticos via emissão de base monetária e aumento do endividamento público interno.

O objetivo deste texto é apresentar algumas identidades relativamente simples que mostrem a natureza do desequilíbrio financeiro do setor público face à restrição externa, separando e mostrando a interligação existente entre as necessidades de financiamento do setor público não financeiro e a execução da política monetária.

Iniciamos pelas contas externas:

$$d RI = T - r DEL + NM \quad (1)$$

$$DEL = DEG + DEP + DEAM - RI \quad (2)$$

O autor é economista do BCB, vinculado à Secretaria de Planejamento da Presidência da República (SEPLAN)

(*) Esta nota foi redigida originalmente em outubro de 1985 a partir das identidades desenvolvidas por ARIDA, Pésio. O Déficit Público: Um Modelo Simples, in: *Revista de Economia Política*, 5(4), out.-dez., 1985.
Agradeço os comentários de Pésio Arida, Antonio Luiz Parkinson de Castro e Francisco Eduardo Pires de Souza.

(1) é a restrição externa, ou do balanço de pagamentos. A variação das reservas cambiais (RI) é explicada pelo superávit de contas correntes sem juros (T), pelo pagamento de juros líquidos ($r DEL$) e pela obtenção de novos empréstimos externos (NM), r é a taxa nominal efetiva de juros externos enquanto DEL é a dívida

DESEQUILÍBRIO DO SETOR PÚBLICO

externa líquida. Por simplificação não consideramos o refinanciamento de amortizações do principal como dinheiro novo, não incluímos os investimentos diretos líquidos e T pode ser tomado como sendo a transferência real de recursos ao exterior. A dívida externa líquida é apresentada em (2), como sendo o somatório da dívida externa bruta assumida pelo setor público não financeiro (DEG), setor privado (DEP) e AM ($DEAM$) menos as reservas internacionais (RI).

O Brasil, até 1983, vinha usando poupança externa ($NM - dRI$) para cobrir seus déficits de balanço de pagamentos em conta corrente ($T - r DEL$). Para tanto utilizou-se ativamente de captações externas por parte do setor público (DEG e $DEAM$). Entretanto, com a suspensão dos financiamentos voluntários ao país, impôs-se a necessidade de um ajuste em nossas contas externas. Assim, a partir de meados de 1984, com o equilíbrio obtido na conta corrente externa, o governo efetivamente deixa de ter como fonte de financiamento essa poupança do exterior ($NM - dRI$).

Vejam agora a restrição orçamentária do setor público não financeiro:

$$Er DEG + i DIG - F = d DGP + d DGAM + E d DEG \quad (3)$$

onde

$$DIG = DGP + DGAM \quad (4)$$

O lado esquerdo de (3) mostra a origem das necessidades de financiamento do setor público ($NFSP$), enquanto o lado direito mostra as fontes desse financiamento. O conceito de governo (e de suas necessidades de financiamento) é o mesmo utilizado pelo FMI no monitoramento do setor público não financeiro ("déficit operacional"), ou seja, não inclui as variações nominais devidas às correções monetária e cambial de seu endividamento. E é a taxa de câmbio, i a taxa de juros real domésti-

ca, DIG é a dívida interna total do governo, que pode ser decomposta (4) em dívida junto às AM ($DGAM$) e fora das AM (DGP)⁽¹⁾. F é o superávit global não financeiro do governo, aí incluídos a União, Estados, Municípios, Autarquias, Estatais etc., com exceção das AM.

O governo, em seu passado recente, não tinha como uma de suas preocupações gerar superávit não financeiro (F) suficiente para o pagamento dos juros de sua dívida interna e externa. Entretanto, com a elevação dos juros externos (r) e maiores desvalorizações cambiais (E), observados a partir de 1979, o governo viu aumentadas suas necessidades de financiamento, atendidas, em grande parte, por expansão de seu endividamento externo (DEG). Apesar do esforço em aumentar o superávit não financeiro do governo (F), principalmente após os programas de ajustamento negociados com o FMI, o aumento dos juros externos e internos, além da recessão econômica, impediram uma redução mais substantiva das $NFSP$. A consequência do fato de o governo continuar refinanciando juros, sem acesso à poupança externa, é uma maior pressão sobre o crédito doméstico (DGP) e sobre as AM ($DGAM$), implicando aumento da emissão de base monetária.

A restrição do orçamento monetário é dada pela variação nominal da base monetária:

$$d BM = E (dRI - dDEAM + r DEAM - r RI) + d DGAM + d CAMP - i DGAM - j CAMP - d ORAM \quad (5)$$

(1) É importante ressaltar que na composição da dívida governamental (DIG), tanto junto às AM ($DGAM$) quanto fora das AM (DGP), incluem-se a dívida mobiliária e diversas formas de dívidas contratuais, inclusive atrasados. Por simplificação consideramos que sobre esses diferentes componentes incide a mesma taxa de juros real (i).

onde *CAMP* é o crédito doméstico das AM ao setor privado, *j* é a taxa de juros real cobrada sobre esse crédito e *ORAM* são os outros recursos líquidos das AM. É importante ressaltar que a variação nominal da base monetária (*d BM*) pode e deve ser tomada a partir de fluxos reais, visto que as correções monetária e cambial de ativos e passivos das AM não têm impacto monetário. Observe em (5) que a variação das reservas internacionais (*d RI*), do crédito concedido ao setor público e privado (*d DGAM* e *d CAMP*) e os pagamentos de juros sobre a dívida externa assumida pelas AM (*r DEAM*) são fatores de expansão da base monetária, enquanto são contractionistas a receita real dos créditos concedidos (*i DGAM* e *j CAMP*), a receita da aplicação das reservas internacionais (*r RI*) e o crescimento do endividamento externo assumido pelas AM (*d DEAM*).

É interessante lembrar que no auge da crise cambial recente (1979-83) logrou-se obter expressivas reduções reais na oferta monetária em função da queda nas reservas cambiais (*d RI*), bem como no aumento do endividamento externo das AM (*DEAM*), inclusive como efeito da redução da dívida externa assumida pelo setor privado (*DEP*). Este aumento do endividamento externo líquido das AM (*DEAM RI*) importou em seu desequilíbrio patrimonial em função do aumento das despesas de juros externos que passaram a incorrer (*E r*) sobre essa dívida.

Ajustado o balanço de pagamentos, a partir de 1984, observa-se que as contas relacionadas ao setor externo das AM passam a exercer impacto monetário expansionista. Este efeito decorre, primeiro, das cambiais que as AM têm de comprar para honrar o pagamento dos juros de seu endividamento externo líquido (*r DEAM r RI*), e segundo, da própria redução dessa dívida externa líquida. Ou seja, considerando que os recursos externos líquidos das AM fazem parte de seu passivo não monetário, sua redução implica impacto

monetário expansionista. Em 1984, essa redução da dívida externa líquida das AM originou-se da expansão das reservas internacionais (*RI*) em valores superiores ao aumento da dívida externa das AM (*DEAM*), obtido pela absorção de parte dos novos créditos externos negociados com o exterior (*NM*). Já em 1985, sem dinheiro novo e com as reservas cambiais estabilizadas, observa-se claramente uma redução do endividamento externo das AM (*DEAM*). Este fenômeno decorre basicamente do fato de que o setor público não financeiro continua refinanciando os juros de sua dívida externa, enquanto o País vem honrando os juros de sua dívida no exterior. Sem novos créditos externos (*NM*), esse refinanciamento se faz por saques líquidos do passivo não monetário externo das AM (*DEAM*)⁽²⁾, pressionando a oferta monetária e a colocação de títulos públicos da carteira própria das AM.

Face à restrição externa vivida pela economia brasileira, interessa-nos agora verificar a pressão do setor público não financeiro e AM sobre a base monetária e o crédito doméstico, através do crescimento da dívida pública interna fora das AM (*DGP*). Rearranjando (3) e somando a (5), temos:

$$\begin{aligned} d BM + d DGP = & E (d RI \\ & d DEG - d DEAM + r DEG + \\ + r DEAM r RI) + & i DGP - F + \\ + d CAMP - j & CAMP - d ORAM \end{aligned} \quad (6)$$

Sabendo que:

$$NM = d DEP + d DEG + d DEAM \quad (7)$$

(2) Na realidade, uma parte desse refinanciamento tem sido realizada através dos mecanismos de empréstimo-ponte das AM (Avisos MF-30 e MF-09), que não deixam de ser uma forma de saque antecipado sobre os recursos externos depositados no BCB.

e substituindo em (6), temos:

$$\begin{aligned}
 d\ BM + d\ DGP = E\ (d\ RI + \\
 + d\ DEP\ NM) + Er\ (DEG + \\
 + DEAM - RI) + i\ DGP - F + d\ CAMP - \\
 j\ CAMP - d\ ORAM \quad (8)
 \end{aligned}$$

A expressão (8) nada mais é que o somatório das restrições econômico-financeiras do setor público e AM: a restrição externa (1), a restrição orçamentária (3) e a restrição da política monetária (5). É importante ressaltar que o somatório da expansão monetária e dívida pública interna fora das AM ($d\ BM + d\ DGP$), não deve ser confundido com o "déficit público" Primeiro, porque o "déficit público" também é financiável com poupança externa, com o que, este conceito, visto pelas fontes de financiamento, estaria incompleto. Segundo, que as AM não se restringem a financiar o setor público, existindo várias outras operações a pressionarem a base monetária, com o que estaríamos agregando fluxos que nada têm a ver com "déficit público"(3).

O que a expressão (8) mostra são os fatores que influenciam a expansão da base monetária e o endividamento interno do setor público. Nesse sentido, é contracionista (expansionista) um aumento (redução) líquido do endividamento externo governamental, seja por redução (expansão) das reservas internacionais ($d\ RI$), seja por diminuição (aumento) da dívida externa absorvida pelo setor privado ($d\ DEP$), seja por aumento (redução) da contratação de novos créditos externos (NM). Aumentam a expansão monetária e/ou o endividamento público interno os encargos financeiros externos e internos da dívida líquida do governo, bem como o crédito concedido pelas AM ao setor privado ($CAMP$) e eventuais subsídios implícitos na taxa de juros sobre esse crédito (j), enquanto

reduzem essa expansão o superávit global não financeiro do setor público (F) e outros recursos das AM ($ORAM$).

A partir dessa identidade pode-se ver claramente porque, até 1983, o déficit financeiro do setor público não aumentava a dívida pública interna e a oferta monetária, pois era financiado com poupança externa ($NM - d\ RI$) e/ou por redução do endividamento externo privado ($d\ DEP$). Ajustado o balanço de pagamentos, a partir de 1984, o governo passa a não contar mais com poupança externa ($NM - d\ RI$) para o financiamento de seus déficits. Além disso, o governo tem que dividir com o setor privado o saldo do endividamento externo já internado no País. Como a partir de meados de 1984, estimulado pelo custo mais baixo do crédito externo, pelo fim do "risco cambial" e pelo crescimento econômico, o setor privado vem paulatinamente absorvendo mais empréstimos externos (DEP), isto obriga o governo a emitir ($d\ BM$) e aumentar seu endividamento interno ($d\ DGP$) para suprir essa maior demanda de crédito externo por parte do setor privado.

Como conclusão, a partir do somatório das restrições econômico-financeiras expressas na identidade (8) podemos dizer que o governo não pode descurar de seus propósitos de austeridade, de aumento da carga tributária e da redução dos juros internos e externos que incidem sobre sua dívida. Da mesma forma não pode ser benevolente com o crédito que concede ao setor privado, nem abrir mão da possibilidade de acesso a novos créditos externos. A estas questões sempre lembradas explicitamente pelos atuais gestores da política econômica, a identidade (8) acrescenta mais uma: as AM não podem ser liberais quanto ao acesso que o setor privado tem sobre o crédito externo, hoje depositado no BCB, pois isto aumenta as pressões que o governo exercerá sobre o crédito doméstico e a oferta monetária, lembrando que o financiamento externo, apesar de caro, ainda é mais barato que o financiamento doméstico.

(3) Nesse sentido, o recente conceito que vem sendo utilizado pelas AM, o "déficit de caixa" igualmente não pode ser confundido com qualquer conceito de déficit público.