

LC/BRS/DT.004  
Julho 1996  
Original: Português

CEPAL  
COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE  
Escritório no Brasil



## POLÍTICA CAMBIAL E O DÉFICIT DO GOVERNO CENTRAL

Documento preparado por Eduardo Felipe Ohana, Oficial de Assuntos Econômicos do Escritório do Escritório da CEPAL no Brasil. As opiniões aqui expressas são pessoais do autor, e podem não coincidir com as da Instituição.

11  
12  
13

14  
15  
16

## POLÍTICA CAMBIAL E O DÉFICIT DO GOVERNO CENTRAL.

E. Felipe Ohana\*  
CEPAL/Brasília  
junho de 1996

### Introdução

Planos de estabilização baseados em ancoragem cambial têm sido eficazes na Argentina (com lei de conversibilidade) e no Brasil (com política monetária ativa). No México, o sucesso foi temporário em virtude do descontrole da absorção interna, deflagrando uma crise didática para os *policymakers* brasileiros, ensinando-os a abandonar o nominalismo cambial e a instituir uma política restritiva de crédito, a partir de março de 1995. Outros economistas sustentam que a crise mexicana serviu, simplesmente, para alterar o *timing* das medidas, uma vez que o regime de política econômica teria mudado a partir de junho de 1994.

Após dois anos de sua implementação, o Plano Real tem conseguido estabilizar a inflação, de forma acreditada. O maior problema do programa consiste no déficit público que, no conceito operacional, foi de 1,7% do PIB no Governo Central, em 1995, estimando-se 1% em 1996. Um dos fatores explicativos deste comportamento das finanças públicas é a política cambial.

A política cambial adotada, no segundo semestre de 1994, foi a de valorização nominal da taxa de câmbio em 11,17%, mesmo perante a inflação acumulada entre agosto e dezembro daquele ano de 11,7 % (IPA). A perda de reservas, até novembro, foi muito discreta (-US\$ 0,8 bilhão), em função das defasagens temporais e da política de juros adotada. A redução acentuada, no conceito caixa, ocorreu entre novembro 94 e abril 95, refletindo, em parte, o ataque especulativo contra a moeda nacional: - US\$ 9,6 bilhões.

A estratégia da ancoragem, especialmente a praticada no segundo semestre de 1994, baseou-se na elevação do prêmio cambial e na passividade da mesa de câmbio do Banco Central. A valorização, portanto, decorreu de um ajuste feito exclusivamente pelo mercado, o que não retira o caráter intencional da política. O governo tinha motivos para implementar a superancoragem (valorização nominal), ligados à incerteza da eficácia antiinflacionária do programa, uma vez que, mantidas algumas regras de indexação para os doze meses seguintes, as expectativas eram adversas. A política cambial sinalizava a disposição da política econômica para seguir na direção oposta, contra a inflação inercial.

---

\* Sem a transferência de responsabilidades. agradeço os comentários de Carlos Eduardo de Freitas, Renato Baumann, Pedro Alvim Jr., Vicente Diniz, Carlos Mussi e Cláudio Jaloreto. Agradeço, também, pelo apoio na definição e entendimento dos dados a Raimundo Eloi de Carvalho, Euclides Mário Marcon e Luis Tacca Jr.

O barateamento do preço das divisas provocou uma elevação significativa das importações, ao longo do quarto trimestre de 1994. Com isso, aumentou-se a oferta agregada na economia nacional, o que ensejou a estabilização dos preços domésticos e permitiu o aumento no nível da atividade econômica, em grande parte pela ocupação de capacidade ociosa pré-existente.

Este trabalho discute o efeito da valorização do câmbio sobre o déficit fiscal do Governo Federal. Para um dado déficit em transações correntes do balanço de pagamentos, o impacto sobre as finanças do Governo Central depende do endividamento e do investimento dos demais agentes (setor privado). O financiamento externo, que permite a elevação da oferta agregada, representa o aumento nos passivos dos setores público e/ou privado. No modelo abaixo, discutem-se condições que levem a um aumento do passivo do governo.

### **Algumas experiências que justificam as preocupações fiscais nos planos de estabilização com base em ancoragem cambial.**

Este trabalho traz a discussão sobre a política cambial para o campo das finanças públicas, indicando que, de *per se*, a estratégia da ancoragem pode requerer um esforço de austeridade fiscal do Governo Central. A última parte deste trabalho mostra que o efeito fiscal da valorização cambial depende (sob a ótica acima da linha) dos impactos sobre despesas e receitas públicas, especialmente as despesas com juros e a receita ampliada pelo efeito Olivera-Tanzi. Não obstante, o *shift* fiscal necessário pode ser adiado enquanto o setor externo financiar o país. Países, como a Austrália, têm mostrado que este financiamento pode ser de longa duração, embora outros, como o México, ensinem a cautela. A experiência internacional revela que a variável de ajuste nas crises de financiamento é a taxa de crescimento econômico.

A política econômica deve ser tão mais cautelosa, em termos da variância da taxa de crescimento do produto interno, quanto maior o grau de concentração da renda nacional. Isto porque aos benefícios concentrados do crescimento correspondem os custos desconcentrados da recessão. Se a função bem-estar da nação pode ser descrita pelo valor do consumo *per capita*, dados das contas nacionais confirmam a assimetria entre custos e benefícios dos ciclos econômicos, medidos pelo acréscimo e decréscimo do consumo *per capita*.

### **Brasil: Comportamento do consumo *per capita* ao longo dos ciclos do PIB.** (Em percentagem anual)

Período	Tx. de cresc. da renda <i>per capita</i>	Tx. da cresc. do consumo <i>per capita</i>
1981-1983	- 4,2	- 4,27
1984-1987	3,1	0,8
1988-1992	-1,7	- 3,67

Fonte: Contas Consolidadas para a Nação - Brasil - 1980-1993. IBGE.

O consumo *per capita* é elástico nas recessões e inelástico no crescimento. Este é um indicador, embora pouco elaborado, da assimetria social dos custos e benefícios dos ciclos econômicos. Como a população de mais baixa renda *per capita* apresenta maior propensão média a consumir, a redução do consumo, em intensidade maior que a queda da renda, sinaliza que a recessão se concentra naquele segmento social de menor capacidade de poupança. O resultado não é outro, senão a geração secular de miséria.

As oscilações no comportamento da renda dos dois países latino-americanos que implementaram programas de estabilização com base em ancoragem cambial foram significativas. O programa mexicano que resultou na forte crise recessiva de 1995 apresentou uma taxa média anual de crescimento do produto *per capita*, entre 1989 e 1994, de 1,16%. A ancoragem argentina entre 1991 e 1994 foi mais espetacular, com uma taxa média anual de crescimento do PIB *per capita* de 6,3%. Em 1995, a recessão foi da ordem de 2-3%.

Estes resultados induzem à reflexão sobre os motivos que levam as autoridades econômicas a adotarem estratégias de estabilização sem a devida cautela em relação às fontes de financiamento. Naturalmente, misturam-se a angústia política decorrente da conjuntura de inflação crônica e a inviabilidade, também política, de se implantar uma estabilização nos moldes tradicionais.

Milesi-Ferreti e Razin (1996) analisam os fatores fundamentais por trás da crise mexicana de 1994, da seguinte forma:

"As exportações, ainda reduzidas em proporção do PIB, estavam fortalecidas em 1994, embora não tanto quanto as importações. A taxa de poupança nacional tinha declinado para um nível muito baixo (13,7%). Adicionalmente, há um consenso geral de que a taxa de câmbio estava supervalorizada, ... embora não houvesse consenso sobre como se desfazer o nó da supervalorização. Isto é muito importante porque as elevações da taxa de juros doméstica para conter a perda de reservas fragilizaria ainda mais o sistema bancário."

Os autores destacam o problema da poupança nacional que, em grande parte, advém da insuficiência fiscal. O ajuste da conta-corrente do governo se faz necessário para reduzir a absorção interna, porque a estratégia de estabilização com ancoragem cambial não é neutra sob o ponto de vista das finanças públicas. A desconsideração deste efeito ocasiona o surgimento de uma "banda" para a taxa de crescimento do produto ao redor da estagnação, acumulando custos líquidos em termos do bem-estar nacional, a exemplo do *stop-and-go* experimentado pela economia brasileira, com o Plano Real, pela Argentina, após quatro anos de programa e pelo México. A meta de um programa de estabilização é o *steady state*, com

taxas de inflação e de juros internacionais, tendo a economia condições para crescer com variância mínima.

O modelo, apresentado abaixo, baseia-se na identidade contábil do PIB e em algumas relações econômicas simplificadas para descrever em que condições o déficit público é agravado pela valorização cambial. A partir desta possibilidade teórica, o objetivo do trabalho é quantificar o efeito da valorização sobre as contas fiscais do Governo Central (gestor das reservas e emissor de moeda), ao longo do segundo semestre de 1994.

### Modelo

(1)  $Q = p_n/p_x$ , a taxa cambial é a relação entre preços domésticos e externos. A taxa de câmbio real  $(Q/p) = q$ .<sup>1</sup>

(2)  $Z = Z(Y - H)$ , a demanda agregada é determinada pelo PIB descontado o entesouramento nominal de moeda. Pode-se entender H como um fluxo de demanda por moeda.<sup>2</sup>

(3)  $H/Y = h = h(q, m)$ , o entesouramento da moeda nacional em proporção do PIB depende de elementos como a oferta de moeda (m) e a taxa de câmbio real (q). Quando há elevação de nível de preços internos, aumenta a demanda por entesouramento. Assim, quando há uma valorização do câmbio (cai o preço de um dos produtos da cesta demandada pelos agentes) ocorre o desentesouramento, em troca por divisas (importação de consumo). Dessa forma,  $dh/d(q) > 0$ .<sup>3</sup>

No mercado de divisas, prevalecem as equações de comportamento,

(4)  $M_d = M_d(Z)$ ,  $M_d' > 0$

(5)  $M_s = M_s(r/q_i)$ , a oferta de divisas depende do prêmio cambial, onde (r) é a taxa nominal de juros interna e (i) a externa.  $M'(q) < 0$ , a valorização do câmbio real aumenta a oferta de divisas, através do mercado financeiro.<sup>4</sup>

Quando o mercado de divisas está em equilíbrio,  $M_s = M_d$ , implica  $M' = 0$  (variação nula de reservas). Desta forma, determina-se a equação para a taxa de câmbio,

(6)  $Q = Q(r/p, Z)$ , a taxa de câmbio depende da taxa real de juros e da pressão de demanda. A política econômica só consegue "ancorar" a taxa de câmbio através de uma

---

<sup>1</sup>As variáveis são contemporâneas e, por isto, não são datadas para simplificar a apresentação.

<sup>2</sup>Esta formulação para a demanda agregada pode ser encontrada em Dornbusch (1992, capítulo 1).

<sup>3</sup>A demanda por encaixe pode ser descrita pela equação  $h_1 = a e^{bP_1}$ , onde (b) é a elasticidade preço da demanda por encaixe.

<sup>4</sup>Importante notar que, com a taxa de câmbio definida como a relação entre preços domésticos e internacionais, a valorização da taxa implica redução de (q).

política recessiva, reduzindo  $Y$  na equação (2), ou mediante a elevação da taxa real de juros doméstica. Esta última opção foi a adotada pelo Plano Real, no segundo semestre de 1994. É a atratividade da moeda nacional, moldada pela política de juros, que permite ao governo exercer a ancoragem cambial sem restrições quantitativas no mercado de câmbio. Naturalmente,  $d(Q)/d(r/p) < 0$  (os preços dos comercializáveis, relativamente aos demais, variam negativamente com a taxa de juros).

Segundo a equação (6), a determinação da taxa de câmbio nominal depende da taxa real de juros (sob controle da política econômica) e da demanda agregada. Se, como se mostra abaixo, a valorização cambial impacta o déficit público, gera-se uma simultaneidade entre câmbio e demanda agregada. De outra forma, a demanda agregada determina a taxa de câmbio que, por sua vez, impacta o déficit (demanda agregada). Como, em programas de ancoragem, a meta da política econômica é a taxa nominal de câmbio, a pressão para desvalorização decorrente do déficit tem que ser compensada pela elevação da taxa de juros. As condições para convergência deste processo está fora do interesse deste trabalho, embora seja de extrema importância para a administração do programa.

O impacto da política cambial sobre o déficit público pode ser avaliado a partir da identidade do PIB,

(7)  $CC_g + CC_{pv} - I = (X - M)$ ,  $CC$  representa a conta-corrente e os subíndices (g) e (pv) significam Governo Federal e o resto da economia, respectivamente. As demais variáveis têm o significado tradicional. Segundo esta identidade, todo excesso de demanda interna implicará déficit na conta-corrente do balanço de pagamentos, descontado o serviço de fatores. Rearranjando (7),

(8)  $CC_g - I_g = (X - M) - CC_{pv} + I_{pv}$ . Admitindo-se que o investimento do Governo Central é exógeno,

(9)  $d(CC_g)/d(q) > 0$ , a conta-corrente do governo é impactada negativamente pela valorização cambial, quando

(10)  $d(X - M)/d(q) + dI_{pv}/dq - d(CC_{pv})/dq > 0$ . O detalhamento dos sinais esperados em cada uma das derivadas permite que se avaliem as condições necessárias para que a desigualdade (9) se mantenha.

(10.1)  $d(X - M)/d(q) > 0$ . *Ceteris paribus*, as condições das elasticidades taxa de câmbio das exportações e importações de bens e de serviços são tais que o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos (não fatores) aumenta com a valorização cambial.

(10.2)  $d(I_{pv})/d(q) = d(I_{pv})/d(r/p) \cdot (d(r/p)/d(q)) > 0$ . A redução de (q), ou seja, a valorização cambial reduz a formação de capital. Isto porque, segundo a equação (6), a valorização cambial é decorrente do aumento da taxa real de juros doméstica e, por teoria, o investimento privado, no curto prazo, é negativamente correlacionado com a taxa real de juros, ou seja,

$$(10.2.1) I_{pv} = I(r/p), I' < 0.$$

Desta forma, o impacto da política cambial sobre o investimento privado se dá através da taxa de juros, uma vez que as duas políticas não são independentes entre si. Poder-se-ia argumentar sobre o efeito acelerador provocado pela redistribuição de renda ligada ao fim do imposto inflacionário. Este efeito, contudo, é eventual e depende da intensidade restritiva da política de juros.

(10.3)  $d(CC_{pv}/d(q)) = -\{[d(D/p)_n' / d(p)] \cdot [(d(p)/d(q))] + d(q \cdot D_x')/d(q)\}$ . O impacto sobre a conta-corrente dos demais agentes (setor privado) é analisado através do seu financiamento (abaixo da linha). O sinal negativo à direita de (10.3) significa que a redução da dívida implica aumento da conta-corrente do setor privado.  $(D/p)_n'$  é o endividamento privado interno real, onde o operador (') representa variação.  $(D_x)'$  é o endividamento privado externo em Dólares.

(10.3.1)  $(D/p)_n' dt = - (A/p)' dt = - f(h, r/p)$ . O endividamento real doméstico do setor privado é medido pelo comportamento do seu ativo real líquido  $(A/p)$  ao longo do tempo  $(t)$ . Quando  $(A/p)' dt > 0$ , o endividamento é reduzido. Para efeito da análise da política cambial, considera-se que a evolução do ativo privado é uma função do encaixe monetário  $(h)$  e do rendimento real dos títulos públicos em poder do setor privado.<sup>5</sup> Desta forma, pode-se especificar  $[(D/p)_n' dt]$  como,

(10.3.1.1)  $(D/p)_n' dt = - f(h, r/p) = - (a e^{bpt} + r/p B)$ , onde  $(b)$  é a elasticidade preço da demanda por encaixe e  $B$  é o valor, em Reais, dos títulos públicos. Assim, o primeiro termo à direita de (10.3) é representado por.

(10.3.2)  $d(D/p)_n' / d(p) \cdot (d(p)/d(q)) = - [(a e^{bpt}) \cdot b d(p)/d(q) + d(r/p)/d(q) \cdot B + (r/p) dB/d(q)]$ . Como  $d(p)/d(q) > 0$ ,  $d(r/p)/d(q) < 0$  e  $dB/d(q) < 0$ ,  $d(D/p)_n' / d(q)$  fica, a priori, indeterminado. Contudo, comparando-se a magnitude do valor da base monetária com a dos títulos e a variação dos juros reais, na implantação do plano, o efeito líquido da valorização cambial sobre o endividamento do setor privado tende a ser positivo (reduz o endividamento).<sup>6</sup> Dessa forma, para efeito da análise,  $d(D/p)_n' / d(q) > 0$ .

O efeito tipo *monetary approach* do balanço de pagamentos (redução de  $h$ ) seria dominante se a política de valorização cambial fosse sustentada por controles administrativos do câmbio. Sem tais controles, a política de juros elevados é um complemento obrigatório, quando a política monetária é ativa.

<sup>5</sup>O efeito *seignorage* real (expansão real da base monetária) que acompanha os programas de estabilização não representa uma fonte de endividamento do setor privado porque significa uma troca de títulos por base monetária, embora a perda de rendimentos diminua o valor do ativo real privado. Este fator não é considerado explicitamente, mas está presente, de forma líquida, no rendimento representado por  $(rB)$ , na equação.

<sup>6</sup>O valor médio mensal, em Reais, da base monetária foi, no segundo semestre de 1994 e primeiro de 1995, de R\$ 11.8 e R\$ 15.3 bilhões respectivamente. Os valores dos títulos federais em poder do público, no período correspondente, foi de R\$ 31.4 e R\$ 32.2 bilhões. A taxa real de juros média mensal (IGP) foi de 2.0% e 2.2%, para os mesmos períodos.



A elevação da taxa real de juros doméstica, que acompanha a valorização cambial, aumenta o ativo do setor privado através de maior rendimento real do capital financeiro. Ao mesmo tempo, o aumento dos juros deprecia o capital de giro do setor privado. Contudo, este fenômeno ocorre essencialmente intra-setor privado, de forma que o efeito líquido da majoração do juros consiste em um aumento no ativo privado.

(10.3.3)  $d(q \cdot D_X')/d(q) = [(D_1 - D_0)_X d(q)] + [q d(D_1 - D_0)_X/d(q)]$ . Os componentes do endividamento externo têm os seguintes sinais esperados perante a valorização cambial,

(10.3.3.1)  $[(D_1 - D_0)_X d(q)] > 0$ . Este componente é positivo. A valorização cambial (queda de  $(q)$ ) reduz o valor em Reais do passivo externo do setor privado.

(10.3.3.2)  $[q d(D_1 - D_0)_X/d(q)] < 0$ . A valorização cambial induz o setor privado ao endividamento externo. Suponha-se que a demanda por crédito externo seja uma função crescente do prêmio cambial ( $r/qi$ ), onde ( $r$ ) é a taxa real de juros interna e ( $i$ ) a taxa externa. Assim,

(10.3.3.2.1)  $(D_1 - D_0)_X = ( \int e^{c(r/iq)} )$ . A variação do endividamento por causa da valorização cambial é representada por

(10.3.3.2.2)  $d(D_1 - D_0)_X/d(q) = d( \int e^{c(r/iq)} )/d(q) = - ( \int e^{c(r/iq)} ) \cdot c(r/iq^2)$ , inequivocamente negativo.

Em resumo, a conta-corrente do governo tende a ser deficitária em função de uma valorização do câmbio ( $dCCg/d(q) > 0$ ) quando

$d(X-M)/d(q)$	$+ d Ipv/d(q)$	$+ [d(D/p)_n'/d(q) + d(q) (D)'_X + q d(D)'_X/d(q)]$	$> 0$
1	2	3	

Os termos 1 e 2 da desigualdade são positivos:

1 - A valorização cambial (redução de  $(q)$ ) tende a reduzir o valor de  $(X - M)$ , ou seja, eleva o déficit em transações correntes não-fatores do balanço de pagamentos.

2 - A valorização cambial provoca a redução do investimento privado, através da elevação da taxa real de juros.

O sinal de toda expressão será inequivocamente positivo em duas circunstâncias:

Primeira: Se o termo 3 for positivo ( redução no déficit do setor privado). Em termos econômicos, o setor público passa a ser responsável pelo endividamento externo total do

país e pelo movimento credor líquido em conta-corrente do setor privado. A queda do investimento privado reduz a necessidade de financiamento deste setor, ou seja, aumenta sua posição credora líquida.

Para que o termo 3 seja positivo é necessário que :

$$(11) \quad d(D/p)_n / d(q) + d(q) (D)'_X > q \, d(D)'_X / d(q),$$

ou seja, que os efeitos de ganho de capital, em Reais, da valorização e da redução do endividamento interno sejam maiores que o efeito induzido do endividamento externo. Este resultado exige que as elasticidades taxa de câmbio dos endividamentos interno em relação ao desencaixe monetário [b, no exemplo acima] e externo [c(r/i)] sejam reduzidas.

Segunda: Se

$$(12) \quad d(X - M) / d(q) > d(CC_{pv}) / d(q) - d(I_{pv}) / d(q), \text{ quando o termo 3 for negativo (que representa aumento no déficit do setor privado, ou seja, } d(CC_{pv}) / d(q) > 0).$$

Neste caso, a variação do endividamento externo do país, em função da valorização cambial, é maior que a variação do resultado operacional do setor privado. Se a valorização cambial gera um déficit na conta-corrente do balanço de pagamentos e, ao mesmo tempo, gera um déficit operacional no setor privado, haverá déficit público se o endividamento do setor privado for menor que o endividamento total do país, dado pelo balanço de pagamentos. Este caso ocorre quando há importação do setor público, como no exemplo abaixo:

Exemplo sobre a variação das contas patrimoniais dos setores privado e público, quando o setor privado é deficitário.

Endividamento externo bruto de 30 unidades monetárias.

SETOR PRIVADO			
<b>Ativo</b>			<b>Passivo</b>
encaixe	-8		crédito externo
importação	14		6
SETOR PÚBLICO			
reservas	10		crédito externo
importação	6		obrigações
			- 8

Neste exemplo, o setor privado endivida-se em 14 unidades monetárias (8 internamente e 6 no exterior) para consumir bens importados no mesmo valor. O setor público, da mesma forma, endivida-se em 6 unidades. A equação (12) fica caracterizada uma vez que o

endividamento externo líquido do país (30-10 de reservas) é maior que o endividamento do setor privado (14 unidades).

Com isto, pode-se concluir que:

a) O fato de o endividamento externo ser, na maior parte, de responsabilidade do setor privado (redução da dívida externa líquida do setor público) não representa, necessariamente, que as contas públicas estejam salvaguardadas. Este resultado pode representar uma arbitragem financeira, contra o setor público.

b) Segundo a equação (12), a elevação do investimento privado, tudo mais constante, implica a necessidade, *ex-ante*, de um superávit público. *Ex-post*, um déficit operacional do setor privado maior do que o déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos reflete um superávit do setor público. Por isto, a adoção de uma política restritiva (*ex-ante*) revela a percepção das autoridades econômicas a respeito da insuficiência fiscal. A escassez da poupança pública é, portanto, a raiz do ciclo *stop-and-go*, nos programas de ancoragem, em que a restrição externa se torna efetiva.

A política restritiva implementada a partir do segundo trimestre de 1995, via a abertura do *spread* da taxa de juros doméstica (taxa Selic em relação à taxa livre de mercado), diminuiu o espaço para a arbitragem financeira contra o governo e incentivou a substituição do financiamento doméstico para investimentos e capital de giro pelo financiamento externo, formalizando uma estratégia consistente com a redução do custo financeiro do governo. Como resultado, observou-se, além da crise bancária, um aumento no desembolso líquido externo de longo prazo, que evoluiu de US\$3,5 bilhões em 1993, para US\$ 4,9 e US\$ 7,2 bilhões em 1994 e 1995, respectivamente. O acréscimo de desembolso em 1995 é explicado, quase que integralmente, pela elevação na rubrica intercompanhias (US\$ 8,3 bilhões em 1994 e US\$ 12,6 bilhões em 1995). Como as normas tributárias penalizam os empréstimos de curto prazo, é possível que parte do incremento dos desembolsos intercompanhias, de médio e longo prazos, seja um disfarce para a arbitragem financeira. Para consubstanciar esta suspeita, deve-se notar que a taxa de formação bruta de capital fixo, em proporção do PIB, virtualmente estagnou, passando de 15% em 1994 para 15,8% em 1995. Com essa estratégia, a política econômica conseguiu conter a demanda a gregada (e proteger o balanço de pagamentos) e aumentou o volume das operações de arbitragem financeira, elevando o total da renda com juros do setor privado.

Em resumo, mostra-se que a política de valorização cambial pode ter um efeito expansionista sobre as finanças públicas. Sob certas condições, a política de valorização cambial gera déficit público. A possibilidade teórica deste déficit justifica o trabalho de medição dos efeitos da política cambial sobre o resultado fiscal (operacional) do setor público, conforme especificado abaixo.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> A quantificação do déficit público através de seu financiamento não permite que se separem as despesas com investimento público. Importante também notar que as estatais e os governos regionais estão classificados como não-governo, uma vez que não são emissores (pelo menos oficiais) de moeda e, portanto,

## Esquema Analítico do déficit do Governo Federal

O detalhamento do déficit público permite que se identifiquem as magnitudes deste déficit associadas exclusivamente à valorização cambial. Em outros termos, tudo mais constante, qual o montante de déficit público decorrente da valorização cambial?

A necessidade de financiamento do setor público, no seu conceito operacional, é descrita como:

$$(13) \text{NFSP} = \text{Déficit Primário} + \text{Juros Reais de Competência.}$$

O detalhamento da necessidade de financiamento em seus componentes básicos resulta em

$$(14) \text{NFSP} = (T - G) + (r/p)(Dn) + (e/p)(iDx).$$

O primeiro termo (T-G) representa o déficit primário. O segundo, as despesas com juros reais da dívida interna. O terceiro, o valor em Reais dos juros externos. Assim,

T = Receita total do Governo Federal (governo),

G = Despesas orçamentárias do governo,

r/p = Taxa real de juros doméstica,

Dn = Dívida líquida interna do governo,

e/p = Taxa real de câmbio,

i = Taxa externa de juros e

Dx = Dívida externa líquida do governo.

O exercício consiste em quantificar o efeito da variação da taxa real de câmbio sobre a NFSP.

(15)  $d(\text{NFSP})/d(e/p) = \sum \{(T - G)' + [(r/p)(Dn)]' + [(e/p)(iDx)]'\} d(e/p)$ . O operador (d) representa variação e o somatório é aplicado para o segundo semestre de 1994. O desenvolvimento de (17) resulta em,

---

o efeito descaixe aplica-se igualmente a estes segmentos. contra o Governo Central. Os demais efeitos têm a mesma natureza que os do setor privado convencional.

$$(16) d(\text{NFSP})/d(e/p) = \sum \{ T' - G' + [(r/p)'D_{no} + (D_n)'(r/p)_o] + [(iD_x)_o + (iD_x)'(e/p)] \} d(e/p).$$

O cálculo do efeito cambial sobre o déficit operacional do governo é conduzido segundo a equação (16). A metodologia para quantificação é apresentada no anexo.

## Resultado

O impacto da valorização cambial, do segundo semestre de 1994, sobre as finanças do Governo Federal é apresentado na tabela abaixo.

### Brasil: Impacto da valorização cambial sobre as finanças do Governo Federal. Segundo semestre de 1994.

	R\$ milhões de dezembro de 1994	Em perc. do PIB
T'	1065,47	0,20
G'	74,42	0,01
(r/p)'D <sub>no</sub>	-5578,71	-1,04
D <sub>n</sub> '(r/p) <sub>o</sub>	240,10	0,04
iD <sub>x</sub> <sub>o</sub> d(e/p)	83,73	0,02
(D <sub>x</sub> )' i <sub>o</sub>	-330,53	-0,06
<b>Total</b>	<b>-4445,52</b>	<b>-0,83</b>

As variáveis têm o seguinte significado, em função da política cambial, e as respectivas definições:

T' = Variação da receita: Perda do imposto inflacionário e efeito Olivera-Tanzi.

G' = Variação do gasto primário: Redução do custo, em Reais, das importações.

(r/p)'D<sub>no</sub> = Variação do custo financeiro da dívida interna: Aumento da taxa real de juros doméstica.

D<sub>n</sub>'(r/p)<sub>o</sub> = Variação do custo financeiro da dívida interna: Aumento da dívida interna líquida.

iD<sub>x</sub><sub>o</sub> d(e/p) = Variação do custo financeiro da dívida externa: Valorização real do câmbio.

D<sub>x</sub>' i<sub>o</sub> = Variação do custo financeiro da dívida externa: Endividamento externo líquido.

Os principais componentes do resultado fiscal do segundo semestre de 1994 são, como esperado, os efeitos arrecadação e juros reais internos.

O efeito arrecadação, de acordo com a definição metodológica do anexo, foi positivo porque o efeito Olivera-Tanzi, calculado em R\$ 3525 milhões de dezembro de 1994, superou a perda do imposto inflacionário de R\$ 2460 milhões. O cálculo do efeito Olivera-Tanzi seguiu a metodologia apresentada em Carvalho (1994), consistindo na avaliação do custo inflacionário incidente sobre a arrecadação fiscal no período entre a geração do fato econômico e a apuração do imposto (aplica-se sobre o IPI, IRPJ, CSSLL, COFINS e PIS).<sup>8</sup>

O principal elemento negativo para as finanças públicas foi a progressão da taxa real de juros doméstica. Contudo, é importante ressaltar que os supostos empregados na forma de cálculo influenciam decisivamente o resultado. Dois problemas são básicos: O primeiro refere-se ao critério de escolha do período de base que, neste exercício, correspondeu ao mês de junho de 1994. A alternativa seria utilizar a média de algum período progressivo, o que certamente alteraria o resultado, uma vez que a taxa real daquele mês foi negativa. O segundo problema é a insuperável dificuldade do vetor inflacionário, na passagem do Plano. Na falta de melhor critério, foi empregado aquele utilizado pelo Banco Central no cálculo da necessidade de financiamento (inflação de junho de 50,99% e de 4,4% em julho). A taxa de juros adotada foi a do *Over/Selic* que, apesar de representar o limite superior do custo de financiamento, não provoca ruídos significativos em relação à taxa de variação da taxa real de juros.

Os impactos dos demais condicionantes das finanças públicas, neste Plano de ancoragem cambial, virtualmente, se cancelaram (um aumento nos recursos disponíveis de R\$ 60 milhões, no semestre).

Os dados do resultado operacional apontam um superávit de 1,1% do PIB, no ano de 1994, o que equivale a R\$ 5,9 bilhões, a preços de dezembro. O superávit acumulado no primeiro semestre, valorado também a preços de dezembro, foi de R\$ 3,42 bilhões. Com isso, o superávit obtido no segundo semestre teria sido de R\$ 2,48 bilhões, o que representaria 0,46% do PIB. Assim, de acordo com o impacto calculado da política cambial sobre as finanças públicas, o Governo Central teria feito um esforço de ajustamento de R\$ 6,9 bilhões no segundo semestre (4,44 + 2,48), ou seja, de 1,3% do PIB anual.<sup>9</sup>

O resultado das contas fiscais do Governo Federal, em 1995, mostrou que aquele esforço de ajustamento era insustentável. A preços de dezembro de 1994, o superávit operacional do primeiro semestre de 1995 caiu para R\$ 58 milhões e o resultado do segundo semestre representou um déficit de R\$ 12,9 bilhões. Um dos fatores explicativos para esta degeneração fiscal foi o aumento da valorização do câmbio real, em 1995. A taxa média de câmbio real do segundo semestre de 1994, a preços de dezembro de 1994, valorizou-se 43% perante a mesma taxa do primeiro semestre, enquanto a do primeiro de 1995 valorizou-se

---

<sup>8</sup>A receita administrada da SRF, no segundo semestre de 1994, a preços de dezembro daquele ano, superou o montante arrecadado em igual período de 1993 em R\$6050 milhões. Assim, o efeito Oliveira-Tanzi foi responsável por 58% do aumento registrado.

<sup>9</sup>Os resultados acumulados dos superávits operacionais de 1994 são: 2,6% do PIB no primeiro trimestre, 1,3% até o segundo, 1,4% até o terceiro e 1,1% para o ano.

8,5% em relação à do segundo semestre de 1994. A desvalorização da taxa média real do segundo semestre de 1995 foi de somente 0,75%.<sup>10</sup>

Se, como parecem indicar os resultados do segundo semestre de 1994, a valorização do câmbio real implica expansão do déficit operacional (essencialmente pela conta de juros), a austeridade fiscal requer mudanças estruturais na gestão das finanças do governo. O ajuste feito através de metas nominais das despesas leva, eventualmente, à exaustão do ajustamento. Sem um regime para os reajustes de despesas (tipo *forward looking*) e uma reorganização das funções ou obrigações do governo, os ajustamentos acabam sendo cíclicos, por causa das pressões políticas que encontram nestas lacunas um terreno fértil para o desenvolvimento das conveniências.

Sem regime e sem definições de obrigações, a pressão fiscal dos juros é suavizada tanto pela redução da absorção interna (queda no nível da atividade), quanto pela imposição de restrições cambiais e tarifárias ao comércio. Em 1995, a política econômica avançou sobre as restrições tarifárias, com o pretexto de política industrial, e definiu um regime cambial de lenta desvalorização, perante os preços industriais. Embora o efeito para a política industrial seja concreto, aquelas medidas protecionistas têm, acima de tudo, amplo alcance fiscal. No limite, a ausência de um ajuste fiscal consistente com o programa de estabilização conduz a economia a ciclos de *stop-and-go* no ritmo de atividade ou a um isolamento externo crescente. Eventualmente, a ambos.

## CONCLUSÃO

Sob certas circunstâncias, a valorização cambial pressiona o déficit do Governo Federal. O cálculo do impacto sobre as finanças públicas, no segundo semestre de 1994, aponta um déficit de R\$ 4,4 bilhões (a preços de dezembro) ou 0,83 % do PIB anual. Como o resultado fiscal (operacional) do segundo semestre foi superavitário em R\$ 2,5 bilhões, o esforço de ajustamento, neste período, teria sido de R\$6,9 bilhões, em grande parte devido à desvinculação orçamentária permitida pelo Fundo Social de Emergência (de 1/3/94).

Medidas como o FSE são úteis para a transição do novo regime de política econômica, mas implicam, essencialmente, o abandono de certas funções de responsabilidade da União. Enquanto a sociedade tiver a expectativa de que o governo é responsável por determinadas funções, as medidas transitórias de austeridade alimentam as pressões políticas para que o governo retorne ao seu papel de provedor social.

Os planos de estabilização apoiados em ancoragem cambial, menos que uma opção, têm sido, em todos os países, a única alternativa de política econômica para lidar com as inflações crônicas. A restrição aos planos convencionais está no âmbito político, dificultando a instauração de regimes de política que explicitem, *up front*, os custos da estabilização. Dessa forma, não haveria como impor mudanças contratuais e alocativas que permitissem recuperar a moeda nacional. Por esta razão, os planos de ancoragem, que devem implicar uma mudança no regime de política econômica, são lançados na dependência de

<sup>10</sup>As taxas de câmbio reais médias para os semestres, a preços de dezembro de 1994, foram: R\$ 1,61 em I/94, R\$ 0,91 em II/94, R\$ 0,84 em I/95 e R\$ 0,845 no último semestre de 1995.

redefinições institucionais e legais, as quais seriam obtidas a partir da credibilidade conferida aos planos pelos resultados antiinflacionários alcançados.

A carência das redefinições funcionais do setor público revigora a restrição técnica dos planos de ancoragem constituída pela interação entre valorização cambial e pressão de demanda agregada. Quando esta interação é divergente - a valorização cambial pressiona as fianças públicas e a demanda agregada pressiona a taxa de câmbio - a defesa do programa de estabilização impõe medidas restritivas ao nível da atividade econômica.

Embora um programa de estabilização não seja um plano de crescimento econômico, o descontrole da política fiscal pode exigir o aumento do financiamento inflacionário. Este risco é potencializado pela valorização do câmbio real, vale dizer, enquanto a taxa real de câmbio exigir uma taxa real de juros doméstica superior ao risco Brasil, o programa estaria na dependência da reconstituição da poupança nacional, em especial, da poupança pública, pois o efeito despesa com juros continuaria existindo, ao passo que o efeito Olivera-Tanzi cessaria. Em paralelo, as incertezas impõem aos *policymakers* um prêmio de prudência aos juros, o que realimenta a necessidade de maior austeridade fiscal no âmbito primário das contas públicas.

Em suma, trata-se da reapresentação do argumento em prol do controle da política fiscal, com uma nova roupagem. Os economistas usam estes diagnósticos em defesa de um novo regime de política econômica que não convalide, através da política monetária, os desequilíbrios macroeconômicos, enquanto os economistas ligados à prática de governo tendem a identificar a agenda política como a principal restrição à sustentação desse novo regime. Nesse sentido, é importante caracterizar o efeito expansionista da ancoragem cambial como mais um elemento identificável de risco ao programa de estabilização, em um conjunto de problemas que depende, essencialmente, do calendário e dos anseios políticos.



## ANEXO METODOLÓGICO

A análise é conduzida em dois períodos. O período zero é o mês de junho de 1994. O segundo período é o da análise, ou seja, cada mês do segundo semestre de 1994. As variações referem-se à comparação dos valores no mês de análise, em relação ao mês de junho de 1994. Para efeito de cálculo, cada mês do período de análise é considerado como se imediatamente subsequente a junho 1994.

Todas as variáveis são medidas em R\$ de dezembro de 1994, utilizando-se como deflator o IGP-DI centrado.

As variáveis calculadas seguem o seguinte roteiro.

$T^*$  = i) Perda do imposto inflacionário, uma vez que a redução inflacionária foi uma decorrência da ancoragem cambial. Forma de calcular: [Base monetária em junho  $\cdot \ln(1+\text{inflação daquele mês}) - (\text{imposto inflacionário do mês de análise})$ ].

ii) Efeito Olivera-Tanzi. Forma de calcular: Empregou-se a metodologia apresentada por Raimundo Eloi de Carvalho (1994). A taxa de inflação de referência foi a média do IGP-DI do primeiro semestre de 1994 (43,23%). A taxa de inflação correspondente a 15 dias foi aplicada, em cada mês de análise, à arrecadação dos tributos com apuração mensal. A inflação correspondente a 5 dias foi aplicada à arrecadação do IPI, de apuração decendial. Outros efeitos não foram considerados: A perda do governo, com a redução da inflação, referente ao crédito nominal do IPI e a queda do IOF.

$G^*$  = Variação do poder de compra externo do orçamento do governo (gasto primário). Forma de calcular: Estimativa das importações de bens e serviços do governo em US\$ 67 milhões por mês, com base em levantamento especial junto ao SIAFI para os cinco primeiros meses de 1996. Sobre este valor aplicou-se a taxa de valorização do câmbio real em cada mês, com referência ao mês de junho de 1994.

$(r/p)^*$ . Dno = Variação da taxa real de juros interna aplicada ao estoque da dívida líquida interna no momento zero. Forma de calcular: Variação da taxa *over* real, em cada mês da análise, relativamente a junho de 1994, aplicada à dívida interna líquida desse mês. Da dívida interna líquida foi descontada a base monetária e acrescido o crédito do MF-30 (descontado da dívida externa).

$(Dn)^*(r/p)_o$  = Efeito puro do endividamento doméstico, em termos do custo financeiro. Forma de calcular: Acumulação líquida de reservas externas, descontada a expansão da base monetária, multiplicada pela taxa real de juros de junho de 1994.

$(iDx_o) d(e/p)$  = Efeito instantâneo da variação cambial sobre os juros da dívida externa. Forma de calcular: Variação do câmbio real, no mês de análise, aplicada sobre o pagamento de juros (competência) ao exterior no momento zero. O pagamento de juros de competência, em junho, foi calculado a partir da taxa LIBOR do primeiro semestre de 1994,

aplicada à dívida externa líquida do Governo Federal, descontado o saldo do MF-30, do mês de junho.

$(i'Dxo)(e/p)$  = Não há este efeito. A política cambial brasileira não influencia a taxa internacional de juros.

$(Dx'i)(e/p)_o$  = Efeito puro do endividamento externo. Forma de calcular : Variação, no mês, da dívida externa líquida do Governo Federal, descontado o saldo do MF-30, multiplicada pela taxa LIBOR de junho, valorada pela taxa de câmbio de junho (unitária).

### SUPOSTOS

- A variação da taxa real de juros doméstica (e do prêmio cambial) ao longo do segundo semestre de 1994 teria sido a estritamente necessária (desconsiderando-se qualquer *overkill*).
- A taxa LIBOR representa o custo do endividamento externo.
- A taxa SELIC representa o custo de oportunidade dos recursos fiscais.
- O endividamento externo líquido é uma decorrência da política cambial.
- A inflação de junho de 1994 foi aquela empregada pelo Banco central para o cálculo do abaixo da linha (IGP-DI-C = 50,99%).
- A taxa real de juros de junho de 1994 foi calculada a partir da taxa de inflação de 50,99%.

## BIBLIOGRAFIA

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim do Banco Central do Brasil, volume 31. Brasília, 1994. 212 pags. (Relatório).

\_\_\_\_\_. Boletim do Banco Central do Brasil, volume 31, nº 3, Brasília, mar./1995.

\_\_\_\_\_. Boletim do Banco Central do Brasil, volume 32. 236 pags. Brasília, 1996. (Relatório 1995).

\_\_\_\_\_. Boletim do Banco Central do Brasil, volume 32, nº 4, Brasília, abr./1996. 196 pags.

DORNBUSCH, Rudiger. Exchange rates and inflation. The MIT Press, England, 1991. 478 pags.

IPEA. Boletim Conjuntural, 32. Grupo de Acompanhamento Conjuntural, Rio de Janeiro, jan/96.

SINDIFISCO. Tributação em Revista, nº 7. CARVALHO, Raimundo Eloi de. "Efeitos da estabilização sobre a arrecadação tributária". Jan.-Mar./94.