

**Luiz Antonio  
Andrade Gonçalves**

O governo pode sempre dispor de instrumentos alternativos para a implementação de um programa macroeconômico: política monetária, fiscal, cambial, salarial, tributária, industrial e de preços, entre outros. Dadas as diretrizes e estratégias definidas, tais instrumentos serão acionados para a obtenção dos objetivos almejados.

Especificamente na esfera da política fiscal, o gasto do governo pode ser financiado de três formas básicas: impostos convencionais (tributação), endividamento (interno e externo) e emissão primária de moeda (imposto inflacionário). Os efeitos da aplicação de cada uma dessas alternativas sobre a economia, embora sejam diferenciados, significam que, em condições de equilíbrio de longo prazo, um maior gasto público só pode ocorrer a partir de uma diminuição equivalente do gasto privado, que libere recursos reais necessários para a expansão fiscal.

Por outro lado, os efeitos sobre a atividade econômica serão bastante diferentes, dependendo da escolha da forma de financiamento do gasto público. No curto prazo, o financiamento do déficit público através da monetização é a forma que mais contribui para a expansão do nível de renda, na medida em que evita a elevação das taxas de juros e os consequentes impactos negativos sobre o consumo e investimento privado.

Também o financiamento do déficit através do endividamento público contribui para a expansão do nível de renda. O resultado dos movimentos das demais variáveis será a elevação do produto, com maior participação do gasto público e menor participação do investimento privado. Se o estoque de títulos públicos for considerado argumento da função consumo (efeito riqueza), o consumo privado também contribuirá positivamente para o crescimento do produto.

Por último, o financiamento dos gastos públicos através da tributação contribui negativamente para a expansão do nível de renda, na medida em que reduz a renda disponível.

No entanto, no médio e longo prazos, os efeitos não são os mesmos. A monetização perde a função de ser expansiva, uma vez que o imposto inflacionário decorrente diminui a renda disponível e o gasto privado. Se existe a expectativa de que o endividamento presente implicará o aumento da tributação no futuro (para cobrir o serviço da dívida), o efeito sobre o produto, a partir da elevação do estoque da dívida pública, também será contractionista, em razão da redução da renda e investimentos privados. Em termos gerais, a escolha verdadeira seria entre pagar mais imposto no presente ou no futuro.

Por outro lado, se os agentes econô-

micos consideram que o serviço da dívida pode ser financiado no futuro com novo endividamento (sem a necessidade de aumentar os impostos), o aumento do gasto público, financiado com endividamento interno, gera investimento presente e aumenta o estoque de capital no futuro, implicando possibilidades de crescimento da renda.

Não há dúvida de que em qualquer situação, se o endividamento interno e externo financia gastos de consumo ou investimentos pouco rentáveis, as gerações futuras arcarão com um custo relativo aos juros, que não serão totalmente cobertos pelo produto adicional gerado pelas respectivas inversões.

Estas questões talvez não estejam muito claras para muitos. Porém todo o arcabouço institucional criado no país a partir de 1985 objetivou transformar o gasto público e seu respectivo financiamento em variáveis conhecidas, cujo controle e programação seriam a base para a quantificação e qualificação das Leis Orçamentárias.

O novo contexto fiscal iniciado em 1988 foi balizado por uma única peça orçamentária, com limites de gastos e de endividamento público previamente fixados e aprovados pelo Congresso Nacional.

Aprovado o orçamento, que estima a receita e fixa a despesa e o montante de endividamento, cabe à Secretaria do Tesouro Nacional executá-lo segundo critérios específicos de programação financeira de caixa, de modo a otimizar a utilização de recursos existentes e a administração da dívida pública mobiliária federal (operações de crédito).

A otimização da utilização dos recursos do Tesouro é obtida, no dia a dia, através do gerenciamento do fluxo de caixa, de modo a compatibilizar as datas de liberação de recursos às datas de entrada de receita. A otimização da administração da dívida pública, por sua vez, é obtida inclusive pela execução de políticas estáveis, com regras claras.

De acordo com a Lei nº 7.730, de janeiro passado (art. 18), o desembolso de recursos à conta do Tesouro, ao longo do exercício fiscal de 1989, fica limitado ao montante das receitas efetivamente arrecadadas, enquanto que títulos só podem ser emitidos até o valor necessário ao resgate do principal vincendo no período, acrescido dos respectivos encargos financeiros. Além disso, o Tesouro também está autorizado pela Lei 7.742, de março de 89 (art. 7º) a emitir títulos para antecipação de receitas, até o montante necessário para compatibilizar o cronograma dos refinanciamentos de dívidas externas com aval da União.

Os volumes de emissão de títulos da dívida pública são, portanto, conhecidos. Fica sob responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional a definição das características dos títulos a serem emitidos e a fixação das ofertas públicas que seguem rigorosamente os dispo-

sitivos legais citados e as necessidades de seu fluxo de caixa.

Assim, as informações necessárias à formação de expectativas quanto ao comportamento futuro da administração da dívida pública são conhecidas. Não há nenhuma razão que justifique recentes discussões acerca da capacidade de pagamento da dívida pelo Tesouro, neste ou no próximo governo, em razão do tamanho da dívida ou da magnitude do nível das taxas de juros observadas no período pós-programa econômico.

Em primeiro lugar, o estoque da dívida pública mobiliária do país não é elevado. Em 1988, o total do estoque da dívida atingiu 19,4% do PIB, sendo que a parcela em poder do público (fora da carteira de títulos do Banco Central) era de apenas 11,2% do PIB. Ao se agregar ao total da dívida mobiliária federal a dívida mobiliária estadual e municipal, encontra-se uma dívida agregada de 20,9% do PIB, percentual bastante inferior aos dois países industrializados.

Em segundo lugar, as taxas reais de juros do primeiro quadrimestre do ano não ficaram tão elevadas quanto poderia parecer à primeira vista. A taxa real de juros do período ficou em 8,89%, que equivale a 2,15% ao mês ou 29,14% ao ano, utilizando-se o INPC como deflator. Se tomado o IPC como deflator, as taxas passam a ser de -2,19%, -0,54% e -6,71%, respectivamente. Ao se comparar este resultado com o comportamento das taxas reais de juros do último quadrimestre de 1988, observa-se que os níveis de taxas reais no início de 1989 não foram muito diferentes daqueles verificados no final do ano passado.

A análise das taxas de juros dos primeiros quatro meses do ano deve ser feita em conjunto em razão das alterações ocorridas nas datas de apuração dos índices de preços. É por essa razão que não se deve atualizar qualquer taxa de juro ocorrida isoladamente em qualquer um desses meses. Além disso, a prática de tão elevadas taxas reais de juros, como ocorreu até abril, não é a regra esperada para os meses subsequentes, embora o governo pretenda buscar permanentemente taxas positivas quem remunerem adequadamente a poupança financeira.

Não existe, também, no âmbito da administração da dívida pública pela Secretaria do Tesouro Nacional, preocupação com o fato de poder haver emissões de títulos públicos com vencimento posterior a 15 de março de 1990, quando a equipe do novo presidente da República assumir o comando da economia.

A Secretaria do Tesouro Nacional continuará realizando seus leilões normalmente, sem alterar os cronogramas das ofertas públicas já estipuladas.