

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

Nº 81

"Déficit de "Caixa" do Governo Federal: Metodologia e Resultados em 1985".

Carlos Von Doellinger

Novembro de 1985

Tiragem: 90 exemplares

Trabalho elaborado em: Outubro de 1985

Instituto de Pesquisas do IPEA
Instituto de Planejamento Econômico e Social
Avenida Presidente Antonio Carlos, 51 - 139/179 andar
20.020 Rio de Janeiro RJ

Este trabalho é da inteira e exclusiva responsabilidade de seu autor. As opiniões nele emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da Secretaria de Planejamento da Presidência da República.

DEFICIT DE "CAIXA" DO GOVERNO FEDERAL:METODOLOGIA E RESULTADOS EM 1985

Carlos von Doellinger

Temos hoje conceitos diversos de contas consolidadas do setor público brasileiro. Como é sabido, essa dispersão conceitual resulta da complexidade com que se caracteriza a presença do Estado em nossa economia. Além das funções básicas atribuídas ao Estado em qualquer economia capitalista, cujos dispêndios e recursos (fiscais) são alocados ao chamado orçamento da União, temos duas vertentes adicionais da presença estatal na economia: a chamada função empresarial, que tem seus recursos e dispêndios consolidados no chamado orçamento SEST (das empresas estatais), e a ação de fomento, cujos desembolsos aparecem em grande parte alocados ao chamado orçamento monetário.

A consolidação desses três orçamentos já foi objeto de trabalhos pioneiros no IPEA/IPLAN, entre 1981/82. A partir de 1983, contudo, passou-se a seguir a metodologia utilizada pelo staff técnico do FMI, por força da divulgação que passou a ter o programa de ajustamento econômico acordado com aquela instituição. Popularizaram-se os conceitos de "Necessidades de Financiamento do Setor Público", ou "deficit nominal", e o chamado deficit operacional. Muito se tem dito e escrito sobre o tema. Não é objetivo desse trabalho voltar a essas discussões, cabendo apenas lembrar as razões básicas da perda de interesse pelos conceitos "FMI". A ausência de programa de ajustamento em 1985 é obviamente uma dessas razões. Porém, muito mais relevante é a incapacidade do conceito de "financiamento" do setor público no sentido de prover informações sobre o que se passa "acima da linha", ou seja, sobre a composição de dispêndios e recursos que resultam no desequilíbrio financeiro e, portanto, na respectiva demanda de financiamento.

Havia a necessidade urgente, pelo menos no que concerne às contas públicas com impacto direto na política monetária, de

INPES, 81/85

dispor de demonstrativos que indicassem, de forma imediata, concisa e simples, as principais contas de dispêndios e recursos, para efeito do gerenciamento adequado do "Caixa" do Tesouro, dos principais agregados monetários e das operações do setor externo e das autoridades monetárias. Buscava-se, na verdade, algo como um aprimoramento metodológico da apresentação dos fatores de expansão e contração da base monetária, tradicionalmente divulgada pelo Banco Central.

2 - Aspectos metodológicos

O conceito de "deficit de caixa" foi criado pelo Ministério da Fazenda em março de 1985, com o objetivo de evidenciar, de forma simples, o desequilíbrio financeiro do governo federal, que se reflete diretamente sobre o "caixa", isto é, Tesouro e autoridades monetárias (Banco Central e Banco do Brasil). Estas últimas atuam, em nosso país, como extensão do próprio Tesouro Nacional, executando operações tipicamente fiscais, operações especiais de crédito e financiamento por determinação do governo, operações de banco comercial (Banco do Brasil), além das atividades próprias de autoridades monetárias, tais como operações com o setor externo, redesconto e open market. Assim, o conjunto das operações do Tesouro, acrescidas daquelas das autoridades monetárias, consolidam de forma simples e abrangente a situação financeira do setor público federal.

O desequilíbrio que resulta do excesso de despesas, aplicações ou desembolsos sobre os recursos disponíveis, sejam eles provenientes de receita fiscal, de retorno de operações de crédito ou de recursos típicos de autoridades monetárias (venda de divisas, retorno de operações de redesconto, etc.), configura uma insuficiência financeira a ser coberta inexoravelmente com aumento da dívida pública ou com emissão de moeda (fluxo de base monetária). Assim, na concepção original o resultado de caixa poderia ser medido, em seu valor global, de forma extremamente simples. Bastava somar o fluxo de colocação líquida de títulos da dívida pública (ORTN e LTN) ao fluxo de base monetária (papel-moeda em circulação, depósitos à vista no Banco do Brasil, depósitos voluntários e com

pulsórios junto às autoridades monetárias), acrescentando ainda o fluxo de dispêndios com o serviço da dívida pública interna (juros e descontos de ORTN e LTN).

A composição desse deficit era apresentada regularmente pelo Ministério da Fazenda para conhecimento da sociedade brasileira. Procurava-se, primeiro, destacar as operações do orçamento fiscal, incluindo as receitas e despesas consideradas no plano de contas da União. Depois, incluam-se as demais despesas do Tesouro, executadas pelas autoridades monetárias, a saber: conta trigo, açúcar, compra de produtos agrícolas em apoio à política de preços mínimos (AGF), compra de estoques reguladores, adiantamentos ao sistema previdenciário, cobertura da insuficiência de recursos das empresas estatais para atender o serviço da dívida externa (MF-30, GB-588, MF-9), a mesma cobertura para os estados e municípios, as operações do Banco do Brasil, as operações do Banco Central e as operações diversas com o setor externo (todas em termos de fluxos líquidos). Além disso, incluam-se, é claro, os fluxos de dispêndios com o serviço da dívida externa sob responsabilidade das autoridades monetárias e do serviço da dívida pública interna. Essas duas últimas componentes, juntamente com a cobertura do serviço da dívida externa das empresas estatais e das demais Unidades da Federação, representam o que se convencionou chamar de "componente financeira do deficit de caixa".

O Banco Central passou a divulgar, em setembro, nova versão do deficit de caixa, com o intuito de aproximá-lo do conceito de deficit operacional do setor público. Vale ressaltar que o deficit de caixa não precisaria necessariamente se confundir com o operacional, e nem deveria, haja vista que as operações do setor público que não são financiadas pelo Tesouro ou pelas autoridades monetárias não têm impacto no "caixa". É o caso dos excessos de dispêndios das empresas estatais e de estados e municípios cobertos com operações de crédito junto ao setor privado. Contudo, são positivos os aperfeiçoamentos anunciados, já que visam aprimorar o conceito original.

As alterações são as descritas a seguir. Foram subtraídas do conceito original quatro parcelas. Em primeiro lugar,

cria-se uma conta credora, que seria algo como um "esforço de caixa" das empresas estatais, que se materializa na compra de títulos públicos nas chamadas operações "extramercado". Assim, do fluxo líquido de colocação de títulos públicos, pode-se deduzir as operações extramercado do setor público não-financeiro. Também o fluxo de depósitos à vista de órgãos do setor público junto ao Banco do Brasil constitui-se em conta credora, a ser subtraída da base monetária para efeito da apuração do deficit de caixa. Outra conta a ser abatida constitui-se da arrecadação de benefícios do sistema previdenciário depositados no Banco do Brasil. Esses recursos, de fato, constituem disponibilidades do setor público na forma de depósitos à vista e devem, portanto, ser deduzidos do fluxo da base monetária. Finalmente, os fluxos de depósitos em moeda estrangeira provenientes do setor privado, que antes eram considerados como parcela integrante do conjunto de operações do setor externo, passam a constituir fonte de financiamento do deficit, analogamente ao fluxo de colocação de títulos da dívida pública.

Cumpre, no entanto, um reparo. Ao fazer essas alterações, o Banco Central deixou de incluir um outro aperfeiçoamento extremamente importante, que urge considerar para o atingimento pleno do objetivo a que se propõe a instituição. Trata-se da necessidade de inclusão, como forma de financiamento do deficit de caixa, do fluxo de colocação líquida de Certificados de Depósitos Bancários (CDB) emitidos pelo Banco do Brasil. Como se sabe, a venda de CDB por parte do Banco do Brasil nada mais é do que uma forma de colocação indireta de títulos da dívida pública. Por outro lado, o Banco do Brasil é obrigado, por decisão do governo, a comprar títulos do governo, que se constituem, portanto, em fonte de financiamento do desequilíbrio de caixa do governo federal. Alternativamente, ao invés de se incluir a captação líquida de CDB, poder-se-ia adicionar ao "novo" conceito de deficit de caixa o fluxo líquido de aquisição de títulos públicos (ORTN) por parte do Banco do Brasil.

A venda de CDB por parte do Banco do Brasil é alternativa prática e funcional de colocação indireta de títulos públicos em "tomadores finais" e, com frequência, junto a aplicadores que normalmente não seriam alcançados pelos mercados financeiros. A

inclusão dos CDB ao "novo" conceito de deficit de caixa oferece uma visão mais clara e consistente do desequilíbrio financeiro do governo; não porque o conceito de deficit de caixa se aproximaria do operacional, mas simplesmente porque o torna contabilmente correto.

2 - A composição do "deficit de caixa"

A Tabela 1 a seguir mostra a composição do deficit de caixa no período janeiro-agosto de 1985, em fluxos correntes avaliados em Cr\$ bilhões.

Como se observa, a consolidação das contas "acima da linha" apresenta nove blocos básicos. O primeiro refere-se às operações das empresas estatais, que resultam em necessidade de financiamento pelas autoridades monetárias. Temos nesse caso, basicamente, a cobertura do serviço da dívida externa não honrada pelas empresas. Enquadram-se nessa situação duas formas de "não pagamento": uma "legítima" (MF-30), que seria como um empréstimo-ponte do Banco do Brasil para a cobertura desses encargos, por conta da contratação futura de recursos externos "programados" pela SEST; e uma forma "espúria", que seria o simples não pagamento, sem justificativa "oficial". O governo é forçado a cobrir o "não pagamento" por ser avalista dos empréstimos.

Além dessa conta, temos o chamado financiamento externo, que se materializa na utilização, por parte das empresas, de recursos externos depositados no Banco Central e algumas contas das aplicações, que podem ser credoras ou devedoras, tais como as carteiras de títulos públicos federais das empresas e depósitos à vista no Banco do Brasil.

O segundo bloco é denominado de "governo central", em analogia com a nomenclatura utilizada no deficit operacional calculado pela metodologia do staff do FMI. Inclui o custo da dívida pública interna (juros de ORTN e descontos de LTN), os recursos fiscais transferidos do Tesouro para as autoridades monetárias, a operação GB-588 e MF-30 de algumas entidades da administração direta e um conjunto de operações denominadas de "fiscais". Estas compreendem: a comercialização do trigo, isto é, os fluxos de compra e venda de trigo feitas pelo governo; a conta açúcar e álcool, que

TABELA 1

DEFICIT DE CAIXA DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS - 1985

12.9.1985

(Fluxos em Cr\$ Bilhões)

DISCRIMINAÇÃO	DEFICIT DE CAIXA				
	1º SEMESTRE	JULHO	JANEIRO-JULHO	AGOSTO	JANEIRO-AGOSTO
<u>EMPRESAS ESTATAIS</u>	<u>5.081</u>	<u>4.168</u>	<u>9.249</u>	<u>-91</u>	<u>9.158</u>
Av. GB-588 e MF-30	6.148	1.269	7.417	1.283	8.700
Financiamento Externo ^a	-396	3.322	2.926	-1.139	1.787
Carteira de Títulos Federais	-125	-100	-225	-375	-600
Depósitos à Vista	-343	-376	-719	100	-619
Outras	-203	53	-150	40	-110
<u>GOVERNO CENTRAL</u>	<u>69</u>	<u>1.560</u>	<u>1.629</u>	<u>2.180</u>	<u>3.809</u>
Custo da Dívida	3.515	1.678	5.193	2.668	7.861
Recursos Fiscais	-12.463	-1.404	-13.867	-440	-14.307
Despesas Fiscais nas AM	9.472	1.282	10.754	-5	10.749
Comercialização do Trigo	757	371	1.128	200	1.328
Açúcar e Alcool	914	212	1.126	16	1.142
Preços Mínimos (AGF)	7.725	644	8.369	-182	8.187
Estoques Reguladores	76	55	131	-39	92
Outras Operações	-536	-51	-587	-60	-647
Av. GB-588 e MF-30	81	55	136	17	153
<u>GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS</u>	<u>660</u>	<u>327</u>	<u>987</u>	<u>68</u>	<u>1.055</u>
Av. GB-588 e MF-30	998	382	1.380	175	1.555
Financiamento Externo ^a	-165	-81	-246	0	-246
Depósitos à Vista	-173	26	-147	-107	-254
<u>PREVIDÊNCIA SOCIAL</u>	<u>-132</u>	<u>1.465</u>	<u>1.333</u>	<u>14</u>	<u>1.347</u>
Adiantamentos	1.605	671	2.276	87	2.363
Arrecadações	-203	-40	-243	-40	-283
Carteira de Títulos Federais	-1.534	834	-700	-33	-733
<u>FUNDOS E PROGRAMAS</u>	<u>-2.986</u>	<u>-451</u>	<u>-3.437</u>	<u>-441</u>	<u>-3.878</u>
<u>ENCARGOS FINANCEIROS EXTERNOS DO BACEN</u>	<u>5.943</u>	<u>1.942</u>	<u>7.885</u>	<u>1.454</u>	<u>9.339</u>
Juros sobre DRME	2.942	634	3.576	815	4.391
Outros Encargos Externos	5.089	1.893	6.982	1.029	8.011
Rendas de Aplicações no Exterior	-2.088	-585	-2.673	-390	-3.063
<u>OUTRAS OPERAÇÕES EXTERNAS</u>	<u>582</u>	<u>-1.571</u>	<u>-989</u>	<u>2.793</u>	<u>1.804</u>
<u>OPERAÇÕES DO BANCO CENTRAL</u>	<u>1.324</u>	<u>-56</u>	<u>1.268</u>	<u>76</u>	<u>1.344</u>
<u>OPERAÇÕES DO BANCO DO BRASIL COM O SETOR PRIVADO</u>	<u>10.783</u>	<u>4.048</u>	<u>14.831</u>	<u>2.322</u>	<u>17.153</u>
Empréstimos	6.001	1.767	7.768	1.040	8.808
Depósitos a Prazo	-2.584	-1.088	-3.672	-1.018	-4.690
Outras Contas	7.366	3.369	10.735	2.300	13.035
<u>TOTAL</u>	<u>21.324</u>	<u>11.432</u>	<u>32.756</u>	<u>8.375</u>	<u>41.131</u>
<u>BASE MONETÁRIA LÍQUIDA</u>	<u>5.626</u>	<u>2.274</u>	<u>7.900</u>	<u>3.017</u>	<u>10.917</u>
Base Monetária	6.142	2.624	8.766	3.024	11.790
Depósitos à Vista do Setor Público	-516	-350	-866	-7	-873
<u>COLOCAÇÃO LÍQUIDA DE TÍTULOS</u>	<u>17.155</u>	<u>9.965</u>	<u>27.120</u>	<u>6.303</u>	<u>33.423</u>
Rolagem dos Encargos	3.515	1.678	5.193	2.668	7.861
Captação Líquida de Recursos	15.299	7.553	22.852	4.043	26.895
Carteira de Títulos Federais do Setor Público Não-Financeiro ^b	-1.659	734	-925	-408	-1.333
<u>DEPÓSITOS REGISTRADOS EM MOEDAS ESTRANGEIRAS DO SETOR PRIVADO</u>	<u>-1.457</u>	<u>-807</u>	<u>-2.264</u>	<u>-945</u>	<u>-3.209</u>

^aInclui financiamentos, refinanciamentos, amortizações e variações nos depósitos registrados em moedas estrangeiras do setor público

^b(-) aplicações; (+) resgates.

inclui subsídios às usinas do Nordeste, compra e venda de açúcar e álcool e saneamento financeiro de usinas; a conta de preços mínimos; a compra e venda de produtos agrícolas em suporte à política de preços mínimos; e a compra e venda de estoques reguladores. As operações de compra e venda acarretam, em geral, prejuízo para o governo, considerados como "subsídios" aos respectivos produtos.

O terceiro bloco refere-se às atividades dos governos estaduais e municipais, bem como de suas respectivas empresas. São contas assemelhadas às empresas estatais, incluindo os avisos GB-588 e MF-30, financiamento externo e depósitos à vista, estes como conta credora.

O quarto bloco refere-se às operações com o sistema previdenciário. Lá encontram-se, a débito, os adiantamentos ao IAPAS para pagamentos de benefícios previdenciários por conta do Banco do Brasil. As contas credoras são os recebimentos de arrecadação e a carteira de títulos públicos do SINPAS.

A conta de fundos e programas constitui um bloco à parte. Incluem-se nessa rubrica as operações creditícias de fomento do Banco Central, bem como os retornos das aplicações e recursos disponíveis de natureza fiscal (credores).

Os encargos financeiros externos do Banco Central constituem outro bloco de dispêndios líquidos. Lá se incluem os juros dos depósitos registrados em moeda estrangeira (Resoluções 479, 497, 432 e 230), os encargos externos resultantes das renegociações da dívida (Projetos A e B, Fases 1 e 2) e, como conta credora, as rendas de aplicações no exterior das reservas líquidas em poder das autoridades monetárias.

As outras operações externas, em bloco, constituem-se das operações cambiais (compra e venda de divisas), que são típicas de autoridades monetárias, os depósitos em moeda estrangeira do setor público, como conta credora, e as operações com organismos internacionais, tais como integralização de cotas-partes, pagamentos de juros ao FMI, saques de cotas, retornos de saques, etc.

As operações do Banco Central, também em bloco específico, englobam um conjunto de operações típicas de autoridades mo

netárias com o setor bancário, incluindo linhas de redesconto e a juda financeira de liquidez, bem como algumas operações de fomento a cargo da diretoria de crédito agrícola e industrial do BACEN.

Finalmente, no último bloco concentram-se as operações de crédito do Banco do Brasil com o setor privado, notadamente com a agricultura e as exportações. As outras contas referem-se a adiantamentos diversos, pagamentos de impostos e dividendos do Banco, operações especiais por conta do governo federal e outros. Como conta credora, incluiu-se o fluxo de depósitos a prazo captados pelo Banco (CDB), que de fato deveriam estar "abaixo da linha" como fonte de financiamento do deficit, conforme comentado anteriormente.

Esses nove blocos de contas compõem o resultado da "e xecução do caixa" do governo federal, que, como se observa na tabela, teria implicado um deficit de Cr\$ 41,1 trilhões no período janeiro-agosto de 1985. Feita a correção para os depósitos a prazo, que ascenderam a cerca de Cr\$ 4,7 trilhões, ter-se-ia na verdade cerca de Cr\$ 45,8 trilhões.

São então quatro as fontes de financiamento desse deficit: a variação da base monetária, exclusive os depósitos à vista do setor público do Banco do Brasil; a colocação líquida de títulos do Tesouro, exclusive a carteira de títulos federais do setor público não-financeiro; os fluxos de depósitos em moeda estrangeira do setor privado do Banco Central; e a colocação de CDB do Banco do Bra sil junto ao setor privado.

Como se observa, pela ordem de grandeza, a colocação líquida de títulos da dívida pública e a variação da base monetária constituem as fontes básicas de financiamento. Conseqüentemente, são óbvias as implicações da execução de caixa sobre a política monetária, seja afetando a expansão dos agregados monetários, ou os níveis de taxas de juros.

3 - O comportamento recente do deficit de caixa e projeção para 1985

A economia brasileira, até 1982, utilizou-se de poupança externa para financiar seu crescimento e parcelas crescentes do seu dispêndio interno global. Esse dispêndio foi inflado, ao lon

go dos últimos 10 anos, por elevação persistente dos gastos do se tor público. Pode-se interpretar essa tendência ao aumento dos dis pêndios governamentais como uma tentativa de compensar a perda re-
lativa de dinamismo do setor privado após a primeira crise do pe-
tróleo. Foi possível, através dessa elevação do dispêndio público
financiado com recursos externos, manter taxas razoáveis de cres-
cimento com certo controle dos sintomas mais evidentes do desequi-
líbrio, quais sejam, inflação e taxas de juros reais, mesmo com
queda da taxa de poupança interna.

Observemos os principais indicadores. A poupança ex-
terna líquida, que em 1977 representava 2,3% do nosso produto in-
terno bruto, chegou em 1982 a 5,7%, enquanto a poupança interna de-
clinava de 23,6% em 1977 para 15,5% em 1982. No mesmo período, o
excesso de gastos do governo sobre suas receitas, o deficit públi-
co, no conceito "caixa", elevou-se até atingir cerca de 7% do pro-
duto interno bruto, em 1982, enquanto o deficit no conceito opera-
cional atingiu mais de 6,5% do PIB.

A partir de 1982, no entanto, a poupança externa prati-
camente deixou de existir em nossa economia, representando apenas
3,3% do PIB em 1983, 0,2% em 1984 e, segundo projeção do Banco Cen-
tral, ascenderá a cerca de 0,5% em 1985. O desequilíbrio resultan-
te do deficit público, no entanto, não foi corrigido. Embora te-
nha sofrido pequena redução em 1983, para cerca de 5,7% do PIB, vol-
tou a se elevar para 6,5% em 1984. As projeções preliminares para
1985 evidenciam proporção igual ou superior a essa. Em que pesem
diferentes interpretações da composição desse desequilíbrio, é fa-
to incontestável que o seu agravamento conduz a graves conseqüências.

Há uma clara correlação entre o desequilíbrio interno,
materializado no deficit público, e a evolução da inflação e das
taxas de juros reais. A explicação é simples. O desequilíbrio do
governo, na ausência de poupança externa, há que ser necessariamen-
te coberto com recursos internos. Se é financiado com aumento de
dívida pública, acarreta demandas crescentes sobre a poupança do-
méstica, pressionando, conseqüentemente, as taxas de juros reais.
Se é financiado com emissão de moeda, resulta em aumento da infla-
ção, que gera a "poupança forçada" necessária. Temos observado,
nos últimos três anos, uma combinação dessas duas alternativas de
financiamento interno do deficit público.

Tomemos alguns indicadores. O aumento da base monetária, que se situou em 87,3% em 1982, foi de 96,3% em 1983 e de 243,8% em 1984. Os meios de pagamentos, no mesmo período, passaram de um crescimento de 65,0% para, respectivamente, 95,0% e 203,5%. A inflação anual, medida pelo Índice geral de preços (IGP-DI), passou de 99,7% em 1982 para 211% em 1983 e 223,8% em 1984. As taxas de juros reais, como se sabe, seguiram com tendência a elevação sensível nesse mesmo período. As estimativas e projeções para 1985 mostram a permanência dessas tendências.

O deficit de caixa do governo federal foi estimado inicialmente pelo Ministério da Fazenda em cerca de Cr\$ 85 trilhões. Previsões posteriores, que incluíram também contas antes não consideradas, como operações do Banco do Brasil, operações do Banco Central e outras operações com o setor externo, ampliaram o desequilíbrio de caixa para Cr\$ 108,8 trilhões, cerca de 8,6% do PIB previsto para 1985 (em 1984, o mesmo indicador foi de 6,5% do PIB).

Evidenciou-se desde logo a dificuldade de convivência com desequilíbrio financeiro tão acentuado. Assim, de posse das primeiras estimativas do deficit, anunciava-se também a necessidade imperiosa de medidas visando reduzi-lo a menos da metade do nível projetado. Reconhecia-se que uma insuficiência de caixa equivalente a 8,6% do PIB resultaria em pressões insuportáveis sobre as taxas de juros internos, como resultado da colocação de títulos públicos, ou em descontroladas emissões de moeda e, conseqüentemente, em inflação.

Seguiram-se cerca de dois meses de debates sobre o tema. Em 4 de julho de 1985, finalmente, por decisão do Presidente da República, a Nação tomou conhecimento do conjunto de medidas voltadas para a redução do deficit. Incluía-se entre essas providências, em primeiro lugar, um esforço fiscal capaz de propiciar ganho adicional de receita da ordem de Cr\$ 14 trilhões, em valores líquidos. Incluía-se também um corte de despesas correntes e de investimentos das empresas estatais em cerca de Cr\$ 15 trilhões, além de medidas de reforço de receita do sistema previdenciário capazes de eliminar o deficit do sistema (avaliado em cerca de Cr\$ 4,2 trilhões). Finalmente, a administração financeira do Te-

souro geraria um superavit de cerca de Cr\$ 12 trilhões (float)*. Essas e outras medidas seriam capazes de, supostamente, reduzir o desequilíbrio dos Cr\$ 108,8 trilhões previstos para cerca de Cr\$ 46,0 trilhões, inclusive com redução das aplicações do Banco do Brasil de Cr\$ 3,0 trilhões.

O impacto projetado das medidas, no entanto, já sofreu três reavaliações entre meados de julho e meados de setembro. A última estimativa do Banco Central indicava a persistência de deficit anual da ordem de Cr\$ 72,0 trilhões, que seria supostamente financiado por acréscimo de base monetária de Cr\$ 34,0 trilhões (crescimento do saldo em 230%) e colocação de títulos de Cr\$ 38,0 trilhões. Porém, a simples observação das tendências da dívida pública e da base monetária parece ainda contrariar essas novas estimativas.

Já ao final de setembro a dívida pública acumulava saldo próximo à previsão para final de dezembro, o que indicaria a impossibilidade de colocação líquida de títulos nos meses restantes do ano. Enquanto isso, o crescimento da base monetária, medido pela média dos saldos diários, ascendia a 268%, o que requer sua saceleração até dezembro. Ambas as hipóteses, vale ressaltar, são difíceis de serem cumpridas.

Na verdade, esses indicadores apenas ratificam as estimativas de que o deficit de caixa, pelo que se pode avaliar realisticamente, deverá ascender a cerca de Cr\$ 90 trilhões em 1985, caso não sejam tomadas medidas adicionais de contenção. Essa projeção apenas reproduz, para os meses de setembro a dezembro, os resultados recentes das principais contas que compõem o deficit de caixa.

O esforço fiscal irá permitir elevação sensível da receita do Tesouro, possibilitando a transferência, para as autoridades monetárias, de cerca de Cr\$ 20,0 trilhões. As despesas do governo, contudo, em que pesem as medidas adotadas, mantêm-se em ní

* Trata-se de um "esforço de caixa" feito com postergação de dispêndios e gerando "restos a pagar" para o ano seguinte, a serem cobertos, porém, com receita fiscal desse próximo ano.

veis elevados. É de se destacar, principalmente, os encargos de natureza fiscal (conta trigo e açúcar, por exemplo) e as operações com o setor externo incluídos no orçamento monetário, projetados em cerca de Cr\$ 112 trilhões em 1985, de acordo com dados da programação monetária do Banco Central.

Em resumo, pode-se esperar deficit de caixa da ordem de Cr\$ 90,0 trilhões, ou cerca de 7% do PIB, menor que o inicialmente projetado (Cr\$ 108,8 trilhões), mas ainda assim elevado, da mesma "ordem de grandeza" daquele verificado em 1984. Há de fato a possibilidade de o deficit do setor público não atingir esse nível, através da perda imprevista de reservas cambiais. Melhorar-se-ia assim o desempenho interno, porém às custas de redução da solvência externa.

4 - Conclusão: projeção e implicação

As projeções do deficit de caixa até o final do ano indicam a permanência das pressões sobre os recursos financeiros do setor privado, por força da colocação líquida de títulos da dívida pública, bem como uma tendência à expansão monetária forçosamente superior à meta governamental. Se, por absurdo, todo o deficit dos próximos meses fosse financiado sem recurso à colocação de títulos da dívida pública, ter-se-ia ao final do ano expansão monetária da ordem de 400%.

Se fosse mantida a meta original de 180% de expansão monetária, no ano, o acréscimo líquido da dívida pública ao final de dezembro ascenderia a mais de 260 trilhões (Tabelas 2 e 3). A dívida alcançaria, assim, crescimento real de 70%, representando 20,5% do PIB estimado para 1985 (contra 13% em 1984). As taxas de juros disparariam para o alto, ameaçando a estabilidade do sistema financeiro e a retomada do desenvolvimento. Essa alternativa, além de indesejável, afigura-se na prática inexecutável. Já se notam indícios claros de exaustão da capacidade de absorção de títulos públicos nos mercados financeiros. Além disso, o governo tomou a decisão de induzir redução significativa das taxas de juros.

Uma segunda hipótese de financiamento do deficit seria o crescimento da base monetária em cerca de 240%, isto é, a mesma

TABELA 2

PROJEÇÃO DO FINANCIAMENTO DO DEFICIT DE CAIXA - 1985

(HIPÓTESE I)

(Cr\$ Bilhões)

PERÍODOS	DEFICIT	DÍVIDA PÚBLICA ^a	BASE MONETÁRIA ^b
Janeiro-Agosto ^c	46.600	34.808	11.792
Setembro ^d	11.449	8.647	2.802
Outubro ^d	11.745	8.943	2.802
Novembro ^d	11.740	8.938	2.802
Dezembro ^d	10.434	3.434	7.000
TOTAL	91.968	64.770	27.198

^a Resíduo da diferença entre o deficit de caixa e o fluxo mensal da base monetária.

^b Fluxo mensal hipotético compatível com a meta anual de crescimento da base monetária em 180% (saldo).

^c Valores efetivamente verificados, de acordo com dados divulgados pelo Banco Central.

^d Projeções do autor.

TABELA 3

PROJEÇÃO DO FINANCIAMENTO DO DEFICIT DE CAIXA - 1985(HIPÓTESE II)

(Cr\$ Bilhões)

PERÍODOS	<u>DEFICIT</u>	DÍVIDA PÚBLICA ^a	BASE MONETÁRIA ^b
Janeiro-Agosto ^c	46.600	34.808	11.792
Setembro ^d	11.449	7.249	4.200
Outubro ^d	11.745	7.545	4.200
Novembro ^d	11.740	4.932	6.808
Dezembro ^d	10.434	2.434	8.000
TOTAL	91.968	56.968	35.000

^a Obtida por resíduo.

^b Fluxo hipotético compatível com crescimento anual de 240% (saldo).

^c Valores efetivamente verificados, de acordo com dados divulgados pelo Banco Central.

^d Projeções do autor.

taxa que hoje se verifica na variação em 12 meses. Resultaria dessa trajetória um saldo de dívida de Cr\$ 240 trilhões ao final do ano, do que adviria um aumento real de quase 60%, ou 19,5% do PIB projetado.

Essa alternativa de financiamento, em termos práticos, não difere radicalmente da anterior. Os fluxos mensais de colocação líquida de títulos públicos ainda permaneceriam elevados, só se reduzindo significativamente em dezembro, porém por força de maior expansão monetária naquele mês. Assim, não é de se prever, mesmo nesse caso, uma redução sensível das pressões sobre os mercados financeiros. Porém, pode-se admitir, nessa hipótese, que as pressões inflacionárias seriam certamente mais fortes, tornando praticamente impossível manter o crescimento anual do índice geral de preços abaixo de 220%.

Alternativas mais realistas de financiamento talvez devêssem incluir expansão monetária superior a 240% ao ano, face à limitação para a colocação líquida de títulos públicos imposta pela meta de redução das taxas de juros. Ter-se-ia, então, certamente, tensões inflacionárias mais acentuadas. Essa talvez seja a via de menor resistência para a convivência com o desequilíbrio financeiro no setor público. Em qualquer caso, porém, ter-se-ia sempre ou inflação crescente ou permanência de juros reais elevados, ainda que não necessariamente em ascensão.

Do exposto, conclui-se ser inevitável a adoção de providências visando reduzir substancialmente o deficit público. A fuga dessa terapia pode acarretar conseqüências graves.

A impossibilidade de manter o crescimento líquido da dívida pública indica que o deficit de caixa, a cada mês, não poderia ser superior ao aumento da base monetária que se destinaria a financiá-lo. Assim, dada uma projeção de aumento da base monetária compatível com a meta anual de elevação máxima da inflação, ter-se-ia, automaticamente, o financiamento disponível e, portanto, o limite do deficit de caixa "programável".

Uma terapia desse tipo afigura-se, no momento atual, aparentemente inviável, pela rigidez dos dispêndios programados. Em

algum momento, no entanto, que acreditamos estar em futuro próximo, não restará outra alternativa. Seja por redução de gastos ou por elevação de receitas, o desequilíbrio financeiro do setor público irá encontrar seu limite no aumento suportável da emissão de moeda, que terá de se restringir, por seu turno, ao limite suportável de taxas de inflação sensivelmente inferiores às atuais.