

SEÇÃO IV – FINANÇAS PÚBLICAS

Finanças públicas: a marcha continua

Francisco Luiz C. Lopreato¹

Introdução

As mudanças no cenário econômico mundial e da visão do *mainstream* nos anos 90 alteraram a forma de gestão da política macroeconômica e da condução da política fiscal. A maior integração mundial ampliou o movimento de capitais e incorporou ao circuito da valorização do capital internacional os países emergentes. A inserção no mercado financeiro internacional pôs fim ao isolamento das políticas domésticas e requereu a adequação da estrutura institucional à lógica financeira de valorização dos *estoques*. Além disso, a gestão da política macroeconômica passou a ser vista como meio de atender as expectativas dos investidores e assegurar a estabilidade e o retorno dos investimentos. Os dirigentes devem respeitar a lógica financeira internacional, favorecer as *expectativas* de ganho dos agentes econômicos e defender a *continuidade* das políticas adotadas, construindo um *regime de política econômica* com um horizonte capaz de dar aos investidores condições de traçarem cenários e de avaliarem os riscos na escolha dos seus portfólios.

O novo momento trouxe desdobramentos ao debate sobre a política fiscal. A visão dominante defende que o papel central da política fiscal é o de eliminar o risco de *default* e servir de fiadora do espaço de valorização do capital, incutindo confiança nos investidores e garantindo a rentabilidade *esperada* das aplicações. A mudança de perspectiva deixou em segundo

plano o resultado fiscal tradicional (NFSP) e alçou como principal indicador da política fiscal a idéia de sustentabilidade da dívida. Este arcabouço teórico incorporou as *expectativas* sobre o movimento futuro da situação fiscal como elemento de avaliação. Os investidores formam as expectativas sobre o comportamento *esperado* dos juros, do câmbio e das condições de valorização da riqueza a partir da visão *prospectiva* de solvência da situação fiscal.

A nova proposta de política fiscal ganhou força na economia brasileira a partir da crise cambial de 1999. A assinatura do acordo com o FMI alterou a lógica de condução da política fiscal. A obrigação de garantir a sustentabilidade da dívida, independentemente dos valores de juros e de câmbio, tornou-se o objetivo da política fiscal. Não se pode negar que o governo manteve a coerência e adotou como estratégia a definição dos superávits primários exigidos nos cenários de queda da relação dívida/PIB. O governo Lula seguiu a estratégia definida no acordo com o FMI e deu continuidade à política voltada para a redução da dívida pública. Na visão das autoridades econômicas, a perseverança no esforço fiscal é o caminho inelutável para se obter credibilidade e dar impulso ao círculo virtuoso do crescimento.

As metas fiscais de 2004 reafirmaram a crença na centralidade da política fiscal e na defesa do superávit primário *necessário* à preservação da solvência da dívida. A conquista da sustentabilidade da dívida, nessa visão, constitui o passo inicial na viabilização da estabilidade da economia. Uma vez ultrapassada essa etapa, a introdução de medidas microeconômicas, responsáveis por *desentravar* as condições de oferta, passa a ganhar importância como movimento complementar capaz de intervir nas decisões de poupança, consumo, investimento e produção e de influenciar a dinâmica do

¹ Esta seção contou com a colaboração dos bolsistas de iniciação científica CNPq-PIBIC, Camila Cristina Belotti e Flávio Arantes dos Santos.

crescimento de longo prazo e gerar o bem-estar da população.²

O sucesso das metas fiscais e o crescimento do PIB acima do esperado em 2004 levaram os dirigentes a proclamarem o acerto da estratégia e a obrigatoriedade de dar seqüência ao esforço desenvolvido. As dificuldades, no entanto, não passam despercebidas e não podem ser esquecidos os limites dessa estratégia, principalmente, quando se reconhece que as alterações constantes do mundo das finanças globais e a instabilidade da economia interna provocam variações de câmbio, juros, inflação e PIB, que, *subitamente*, modificam a trajetória até então considerada sustentável para a dívida pública. Nestas novas condições, crescem os reclamos para que o superávit primário seja ajustado, de modo a satisfazer a avaliação, *de momento*, a respeito do movimento *futuro* da política fiscal. As implicações desse tipo de comportamento são evidentes: as reações da política fiscal apresentam enorme sensibilidade às mudanças das expectativas sobre o movimento *esperado* da economia, provocando a elevação do superávit primário e a adoção de uma política fiscal restritiva, com conseqüências sobre a trajetória de crescimento da economia.

1 A estratégia de política fiscal

O ponto inicial da análise é a estratégia da política fiscal. Não há dúvida que a assinatura do acordo do governo FHC com o FMI alterou a lógica de condução da política fiscal e definiu como objetivo central a obrigatoriedade de garantir a sustentabilidade da dívida pública, independente dos valores esperados para juros, câmbio e PIB. O governo Lula manteve estratégia semelhante e propôs metas de superávits primários consistentes com a solvência

intertemporal da dívida pública. Por outro lado, as autoridades econômicas deixaram claro o comprometimento com o papel da política fiscal de âncora da estabilidade macroeconômica e de fator de sinalização da ausência de risco de *default*, contribuindo para a redução do risco-país e do efeito contágio provocado por eventuais turbulências no mercado financeiro internacional.

O compromisso com a âncora fiscal e a sustentabilidade da dívida manteve-se desde 2003 como ponto basilar da estratégia oficial e peça fundamental na consolidação da credibilidade e da reputação da política econômica. A certeza de que não haveria mudança de rota e de que as regras seriam cumpridas traria a confiança necessária no futuro da economia, abrindo caminho ao crescimento. Este diagnóstico, olhado com preocupação em 2003, passou a ser motivo de júbilo em 2004 quando a evolução favorável do PIB reforçou a crença nas hostes oficiais sobre a opção correta na escolha da política econômica e que se enganavam aqueles que a viam apenas como tática na superação do difícil momento eleitoral. A estratégia estava dada e a intenção era levá-la adiante visando colher os frutos do bom momento da economia mundial. Assim, a definição da nova meta de superávit primário, de 4,5% do PIB, não surpreendeu e recebeu boa acolhida entre os investidores, apesar da crítica ácida de simpatizantes do PT e daqueles que defendem o Estado como fator de estímulo à demanda agregada.

Os dirigentes reconheciam que o esforço em busca do objetivo seria grande, sobretudo, considerando o baixo índice de crescimento projetado para o PIB, mas não se mostraram dispostos a abrir mão do controle fiscal e das condições de solvência da dívida pública, considerados pontos fundamentais à *credibilidade* da política econômica.

² Ver *Reformas microeconômicas e crescimento de longo prazo*. Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, 2004.

A discussão da estratégia oficial ganhou fôlego com o debate recente acerca do caráter expansionista da política fiscal de 2004. Analistas, baseados no modelo keynesiano simples, defenderam a tese de que, apesar do superávit primário ter alcançado 4,61% do PIB em 2004, a política fiscal foi expansionista e não contribuiu com o Banco Central no esforço de combate à inflação. O Secretário do Tesouro Nacional, Joaquim Levy, saiu em defesa da política oficial e afirmou que o impacto do gasto público na renda foi aproximadamente nulo, negando a possível inconsistência entre a política fiscal e a monetária que justificasse alterações nos parâmetros definidos para a política fiscal.

O debate não chegou a uma posição final. Como mostrou Macedo e Silva (2005) pouco se pode afirmar a partir do instrumental teórico utilizado. Os resultados estão fortemente influenciados pelas hipóteses sobre o impacto da arrecadação tributária e das transferências sociais e de juros no gasto privado de bens e serviços. A escolha do valor das propensões marginais a consumir utilizadas nos cálculos altera sobremaneira o resultado do exercício teórico e conduz a conclusões diferentes. Mas, é possível afirmar que, como concluiu o autor, *sob hipótese que, embora incertas, parecem no mínimo plausíveis, as mudanças no arranjo fiscal ocorridas no ano de 2004 podem ter exercido um efeito contracionista sobre a demanda agregada. Não teria havido, portanto, a propalada contradição entre as políticas fiscal e monetária.*³

A questão em disputa, de fato, é o papel reservado à política fiscal. No campo teórico convencional, a controvérsia ocorre em torno de qual é o ajuste estrutural necessário para que o país, dada a abertura da conta financeira, faça

frente à incerteza e à volatilidade dos fluxos de capital, isto é, a preocupação é com a dimensão da âncora fiscal, principalmente em países com elevada dívida pública. Neste tipo de visão, o espaço reservado à ação discricionária da política fiscal é bastante limitado. O papel de intervir na demanda agregada é deixado à política monetária, considerado o instrumento capaz de cumprir essa tarefa com mais eficiência e em menor espaço de tempo (Taylor, 2000).⁴ A proposta em relação aos países emergentes é ainda mais dura, pois, de acordo com Perry (2003), as pressões de ordem política e a falta de instituições orçamentárias fortes não dão credibilidade à ação anticíclica da política fiscal, por isso, seria preciso restringir o espaço de decisão das autoridades econômicas, adotando regras fiscais capazes de eliminar o viés deficitário presente nas políticas fiscais dessas nações.⁵

A disputa em torno do ajuste estrutural, no caso específico da economia brasileira, ganhou outra perspectiva com o fim do acordo com o FMI. Analistas, como Delfim Netto, já se manifestaram a favor da ampliação do ajuste fiscal com o objetivo de zerar o déficit nominal. A âncora fiscal, ganhando força, atenderia aqueles que vêem a política fiscal como expansionista e clamam por maior austeridade, bem como cumpriria a tarefa de substituir o suporte do FMI, indicando ao mercado o comprometimento com a sustentabilidade de médio e longo prazos e a disposição de adotar a política fiscal *apropriada* diante de alterações bruscas da economia mundial ou no plano doméstico.

O governo ainda não respondeu, oficialmente, à nova demanda. Em 2005, reafirmou a estratégia anterior e manteve a meta oficial de superávit primário em 4,25% do PIB.

³ Macedo e Silva, A. C. (2005). O debate sobre o arranjo fiscal brasileiro – Um pouco de aritmética keynesiana. *Política Econômica em Foco*, n. 4, maio/out. 2004, p. 7. (Suplemento 7).

⁴ Taylor, J. (2000). *Reassessing discretionary fiscal policy*. *Journal of Economic Perspective*, v. 14, n. 3, Summer.

⁵ Perry, G. (2003). *Can fiscal rules help reduce macroeconomic volatility in the Latin America and Caribbean region?* World Bank, Jun. (World Bank Research Working Paper 3080).

Além disso, confirmou a intenção de aplicar R\$ 2,8 bilhões em infra-estrutura não computados no cálculo do déficit público, o que, na prática, reduz a proposta de superávit primário para 4,1% do PIB. Porém, não está afastada a revisão da meta-síntese da política fiscal, ou mesmo, a adoção efetiva de um valor de superávit primário superior ao programado sem oficializar a mudança, como ocorreu neste primeiro trimestre de 2005. Esta decisão, aliás, é coerente com a estratégia de política fiscal. O aumento da taxa de juros e a desaceleração da economia podem frear a trajetória declinante da relação dívida/PIB e do déficit nominal, colocando em dúvida o compromisso com a âncora fiscal.

A preocupação com os questionamentos da política fiscal levou o governo a reiterar, através da imprensa, o comprometimento com a estratégia oficial e a defender a fixação para os próximos anos de metas fiscais consistentes com a consolidação das contas públicas. Nesse sentido, a proposta enviada ao Congresso da Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO) de 2006, ao manter a meta de superávit primário e definir teto para a carga tributária, atendeu ao apelo daqueles que defendem a ampliação do controle dos gastos públicos e da âncora fiscal como caminho de reafirmação da credibilidade da política econômica.

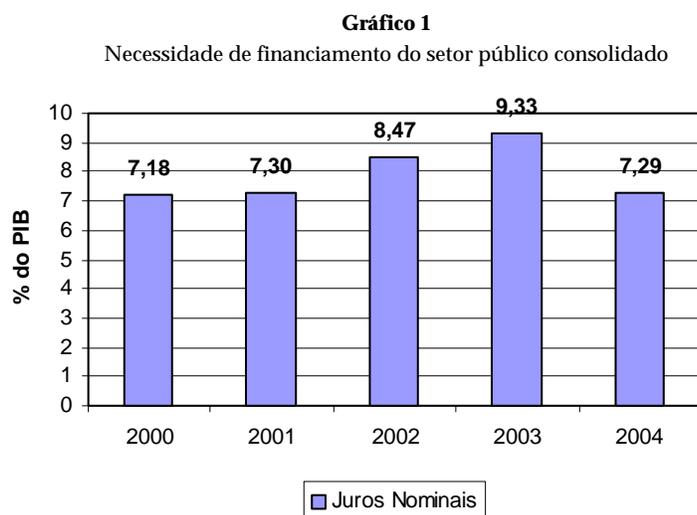
A defesa desta linha de argumentação, no entanto, não explicita as dificuldades e os limites da estratégia fiscal seguida até o momento. Não se pode esquecer que a oportunidade de conciliar crescimento econômico, altas taxas de juros reais e aumento do superávit primário depende de condições econômicas particulares que, dificilmente, se sustentam por longo período no atual quadro da economia brasileira. As condições particulares de 2004 ajudaram o quadro de sustentabilidade da dívida, mas o caráter volátil das variáveis que influenciam a situação fiscal não

garante a manutenção dos resultados já alcançados, pois eventuais mudanças no cenário econômico podem comprometer o esforço fiscal e levantar vozes em defesa de novo reajuste do superávit primário.

O atual momento econômico, de incerteza no cenário internacional e de alta nas taxas de juros, coloca em dúvida a dimensão do esforço fiscal e realça a questão do limite da estratégia diante dos elementos de instabilidade presentes. Em primeiro lugar, merece atenção o câmbio. A valorização do real frente ao dólar favoreceu a dinâmica da dívida pública brasileira e o bom desempenho da DLSP. Entretanto, a continuidade deste cenário depende do sucesso da política de superação dos atuais desequilíbrios da economia mundial. Alterações mais bruscas podem provocar mudanças na cotação dólar e influenciar o custo da dívida, as taxas de inflação e a política monetária. Em segundo lugar, os indicadores estão em grande medida atrelados ao comportamento da economia, de modo que a desaceleração do crescimento coloca entraves à ação fiscal e pode ampliar os problemas de consistência das contas públicas.

O outro ponto é a relação entre a política fiscal e a política monetária. No período recente, a visão convencional defende o uso da política fiscal como âncora da política monetária. O seu papel é compensar qualquer aumento da taxa de juros e evitar que os investidores, partindo de uma visão *prospectiva* sobre a capacidade do governo de cumprir os compromissos financeiros, elevem os preços antecipando os aumentos *esperados* no futuro. Nesta perspectiva, o papel da política fiscal é o de *acomodar* a política monetária e de evitar o aumento dos preços, pois, de acordo com essa visão, o controle dos preços não depende apenas

da rigidez da política monetária, mas do poder da política fiscal de sustentar a solvência da dívida.⁶



O compromisso com esta perspectiva de gestão da política fiscal é particularmente perverso diante da postura conservadora do Banco Central. O modelo de metas de inflação, base da política monetária brasileira, tem se caracterizado por manter elevadas taxas de juros reais. O peso dos gastos com juros (Gráfico 1) relega à política fiscal uma carga difícil de ser atendida. A retomada dos aumentos dos juros desde o último trimestre de 2004 coloca em xeque a política fiscal. A demanda por um esforço fiscal maior, consistente com os atuais parâmetros da política monetária, aponta o limite da estratégia e transforma a virtude de ontem em desconfiança e em questionamentos do caminho já percorrido.

A determinação de sustentar a estratégia oficial, mesmo em condições econômicas pouco favoráveis coloca restrições à manipulação da política fiscal. A preocupação é com os cortes a

serem realizados para dar lugar à ampliação do superávit primário. A questão é pertinente diante do estreito espaço orçamentário passível de cortes. As condições altamente favoráveis que vigoraram em 2004 permitiram conciliar elevação dos gastos públicos e do superávit primário. Entretanto, os sinais deste início de 2005, embora ainda dúbios, não repetem o ano anterior e levantam dúvidas sobre o comportamento da política fiscal, sobretudo, no que se refere à condição de sustentar os gastos de custeio e investimentos.

2. As condições de ampliação dos gastos públicos em 2004

Em 2004, a feliz conjugação de boas condições internas e externas permitiu a conciliação de um superávit primário de 4,61% do PIB e redução do déficit nominal, com a ampliação dos gastos de custeio e investimentos, sem colocar em risco a trajetória declinante da relação dívida/PIB que caiu de 57,2% em dezembro de 2003 para 51,8% do PIB no final de 2004. O único fator destoante na evolução das contas públicas foi a previdência social. O crescimento da economia e os ganhos no mercado formal de trabalho não foram suficientes para garantir o avanço dos benefícios e, ao mesmo tempo, conter o desequilíbrio da previdência, provocando a expansão de 0,11 p.p. no déficit, que fechou o ano atingindo 1,81% do PIB.

Os resultados positivos da política fiscal podem ser atribuídos a três elementos básicos. Primeiro, ao comportamento da receita tributária. A expansão econômica e as alterações na legislação tributária levaram ao crescimento nominal de 19,2% da receita tributária líquida e de 1,0 p.p. do PIB em comparação com o valor do ano anterior. Segundo, ao menor gasto com os juros da dívida pública. Os valores dos juros nominais em

⁶ Ver Sargent, T. J. & Wallace, N. (1981). *Some unpleasant monetarist arithmetic*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall, 1981. Reimpresso em: Miller, P. J. *The rational expectations revolution: readings from the front line*. MIT Press, 1994. Os defensores da Fiscal Theory of Price Level (FTPL), partindo da visão de Sargent & Wallace, chegam a posição diferente, mas defendem a importância fundamental da política fiscal.

2004 foram, em termos do PIB, os menores desde 2001, abrindo espaços à expansão das despesas sem o comprometimento da trajetória da dívida pública. Terceiro, à política de execução orçamentária. O movimento de expansão das despesas públicas em 2004 apenas recolocou o patamar de gastos existente no final do governo anterior, depois da forte contração ocorrida durante a fase de transição política.

Desse modo, os fatores responsáveis pela ampliação do espaço dos gastos de custeio e investimentos foram a redução das despesas com juros e o aumento da receita tributária. É preciso ter claro que, na atual situação das contas públicas brasileiras, as despesas de custeio e investimentos são vistas como resíduo, ou seja, é o que sobra depois de descontadas as despesas financeiras e as outras despesas obrigatórias, entre elas, o superávit primário. O seu crescimento, portanto, está condicionado ao comportamento da arrecadação e das despesas consideradas obrigatórias, sobretudo, o superávit primário e o gasto com juros, que oscila de acordo com a política monetária. A menos que haja novo aumento da carga tributária, as brechas para a expansão do custeio e investimentos ocorrem nos momentos de elevação do produto e de política monetária pouco restritiva, pois, tão logo as condições favoráveis deixam de existir, o peso das despesas obrigatórias restringe o crescimento desses gastos.

Assim, a ampliação dos gastos de custeio e investimentos está, de certa forma, comprometida pela elevada rigidez no trato das contas públicas. É preciso considerar, de um lado, as despesas com

juros e a amortização líquida da dívida e, de outro, os gastos da previdência e as despesas de pessoal. Estes itens constituem o nó górdio do debate em torno do ajuste das contas públicas. Os analistas convencionais centram a crítica nas despesas de caráter social, mais diretamente, nas contas da previdência e nos gastos com pessoal. Enquanto outros destacam o entrave que causam os juros e a amortização da dívida. Em primeiro lugar, merece atenção, como mostram as Tabelas 1 e 2 a seguir, o montante dos gastos com juros e amortização líquida da dívida, que superam, ao ano, só na esfera federal, a casa dos R\$ 150 bilhões, bem como a participação desses itens no PIB.

Tabela 1. Despesas por Órgãos por grupo de Despesa

Valores Reais (IGP-DI)		(R\$ bi)			
Discriminação	2000	2001	2002	2003	2004
Pessoal e Encargos Sociais	98,0	99,8	100,8	86,4	89,4
Benefícios Previdenciários	108,2	112,4	116,0	115,2	125,8
Investimento	17,0	22,2	13,6	7,1	10,9
Inversões Financeiras	19,2	31,2	28,1	25,6	21,6
Juros e Encargos da Dívida	65,4	80,5	74,2	71,9	74,4
Amort. Líq. de Refinanc.	85,3	97,6	97,8	96,5	79,2

Fonte: Ministério do Planejamento

Tabela 2. Despesas por Órgãos por grupo de Despesa

Valores Correntes		% PIB			
Discriminação	2000	2001	2002	2003	2004
Pessoal e Encargos Sociais	5,29	5,46	5,57	5,07	5,05
Benefícios Previdenciários	5,84	6,15	6,41	6,77	7,11
Investimento	0,92	1,22	0,75	0,41	0,61
Inversões Financeiras	1,04	1,71	1,56	1,51	1,22
Juros e Encargos da Dívida	3,53	4,41	4,11	4,22	4,20
Amort. Líq. de Refinanc.	4,60	5,34	5,41	5,67	4,47

Fonte: Ministério do Planejamento

O contraste com o volume de investimentos é enorme. Sem dúvida, estes valores impõem óbices à expansão dos outros gastos e à redução da carga tributária. Além disso, é interessante observar que, apesar de expressiva, a participação das despesas de pessoal caiu nos últimos dois anos em termos reais e como participação do PIB. No caso da Previdência Social a situação é diferente. Os

gastos e o déficit têm crescido no decorrer dos anos e esta tendência persiste mesmo depois das recentes reformas – ver Tabela 3. Várias razões contribuíram nesse sentido, como o envelhecimento da população e as mudanças no mercado de trabalho provocadas pelo alto desemprego e o número de trabalhadores no mercado informal.

Tabela 3. Resultado da Previdência - Valores Reais (IGP- DI)

Discriminação	Realizado/00		Realizado/01		Realizado/02		Realizado/03		Realizado/04	
	R\$ bi	% PIB								
Arrec. Líq. INSS (A)	94,5	5,17	96,0	5,25	95,4	5,37	88,3	5,27	93,8	5,34
Ben. Prev. (B)	109,8	6,00	114,9	6,28	116,3	6,55	118,0	7,05	126,0	7,18
Resultado(A - B)	-15,3	-0,83	-18,9	-1,03	-20,9	-1,18	-29,7	-1,77	-32,3	-1,84

Fonte: Secretaria do Orçamento Federal

O enfrentamento dessa questão está longe de ser trivial, mas, certamente, o crescimento da economia a taxas mais elevadas contribuiria na solução dos problemas previdenciários. Porém, a expansão da economia brasileira esbarra na determinação da taxa de juros imposta, atualmente, pela política de metas de inflação. Nos termos em que está proposta, a política monetária sustenta o elevado custo financeiro do setor público e compromete a ação da política fiscal. Este ponto, no entanto, não é motivo de atenção no embate recente. Seria necessário deslocar o foco do debate, atualmente centrado na idéia de que a política fiscal é empecilho à ação da política monetária, e inverter a determinação, mostrando que as altas taxa de juros reduziram o espaço dos gastos de custeio e, principalmente, dos investimentos, bem como colocam em risco as condições de sustentabilidade da dívida.

Esta colocação, no entanto, não tem lugar. Pelo contrário, as proposições da Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO) de 2006 institucionalizam o caráter residual dos gastos de custeio e, mesmo que indiretamente, os de investimentos. A determinação de fixar tetos de carga tributária e de despesas correntes coloca o investimento na

dependência do comportamento do superávit primário e das despesas financeiras. No caso dos gastos financeiros crescerem e ocorrer o aumento do superávit primário, a saída, uma vez estabelecido o montante da carga tributária, é arrochar ainda mais as despesas correntes e os investimentos. Desse modo, a proposta da LDO reafirma a prática atual da execução orçamentária de olhar o custeio e investimentos como elemento

residual. Mas, vai além. A restrição do uso da carga tributária como válvula de escape para

acomodar o aumento do superávit primário e das despesas financeiras tem como resultado provável o corte dos gastos correntes e, até mesmo, dos investimentos que, dificilmente, sairão incólumes. Este ponto ganha destaque quando se leva em conta que o valor da carga tributária na esfera federal prevista para este ano é superior àquele proposto na LDO. Isto é, a LDO atende ao apelo de controlar os gastos públicos, sem, no entanto, colocar em questão as relações entre a política fiscal e monetária.

3 A evolução das contas públicas em 2005

As condições da economia brasileira mudaram em 2005. A desaceleração do crescimento, a elevação da taxa de juros e a incerteza no cenário internacional inibem a continuidade do ambiente altamente propício que deram sustentação aos ganhos fiscais alcançados em 2004. Coloca-se, então, o questionamento sobre a evolução das contas públicas diante desta nova realidade econômica. Até o momento, os sinais no plano fiscal são pouco claros, quando não contraditórios. A característica principal da evolução fiscal deste primeiro trimestre é a dubiedade, em que prevalece a sensação de

calmaria, a ausência de mudanças bruscas, mas com várias questões no ar, turvando a visão daqueles que buscam olhar à frente.

A política de juros e o quadro internacional deixam dúvidas a respeito do que esperar nos próximos meses, mas, mesmo assim, alguns alertas são importantes, embora ainda seja cedo para a avaliação completa dos reflexos da situação econômica nos indicadores fiscais. As contas fiscais não sofreram, neste primeiro trimestre, alterações marcantes em comparação com o ano anterior, de modo que os indicadores relevantes continuam apresentando resultados positivos e sinais de perturbações, mesmo que em curso, ainda não se materializaram plenamente.

O superávit primário do setor público consolidado neste primeiro trimestre atingiu R\$27,7 bilhões (6,2% do PIB), maior do que os R\$20,5 bilhões (5,2% do PIB) obtidos no mesmo período de 2004 e bem superior à meta de 4,25% fixada para o ano. Nos últimos doze meses terminados em março, o superávit primário acumulou R\$ 88,3 bilhões (4,8% do PIB) e manteve a tendência de expansão que tem caracterizado o comportamento recente das contas fiscais, dando sinais de que há preocupação em mostrar o comprometimento com a austeridade fiscal, sobretudo agora com o fim do acordo com o FMI. Mas, é preciso notar, que este resultado favorável é atribuído, fundamentalmente, às melhores condições das empresas estatais e dos governos regionais, visto que a contribuição do Governo Central na formação do superávit primário caiu, em função do pior desempenho do INSS.

O comportamento do déficit nominal no primeiro trimestre de 2005, por sua vez, alcançou R\$ 10,2 bilhões (2,3% do PIB), montante inferior aos R\$ 10,8 bilhões (2,7% do PIB) no mesmo trimestre do ano anterior. No entanto, considerando a evolução nos últimos doze meses,

ocorreu aumento do déficit nominal em março em relação a janeiro e fevereiro, graças ao aumento dos gastos com juros nos últimos meses, isto é, já é palpável o efeito negativo da política monetária sobre a política fiscal, levando vários analistas a projetarem a expansão do déficit nominal no final do ano.

Os juros nominais, no primeiro trimestre do ano, totalizaram R\$ 37,9 bilhões (8,4% do PIB), comparativamente a R\$ 31,4 bilhões (7,9% do PIB), no mesmo trimestre do ano anterior. Enquanto que os fluxos nos últimos doze meses acumularam R\$ 134,8 bilhões (7,4% do PIB) em março, comparativamente a R\$131,1 bilhões (7,3% do PIB) em fevereiro e R\$ 129,6 bilhões (7,2% do PIB) em janeiro – ver Tabela 4. Em resumo, a tendência anual de queda do déficit nominal, defendida por vários analistas, foi até agora mantida, embora já tenha se manifestado em março o efeito provocado pelo aumento dos gastos com juros, acendendo um sinal de alerta, diante da certeza da continuidade da expansão dos gastos com juros. A implicação disto é clara: para defender a credibilidade da política fiscal, o governo deve expandir o superávit primário, tentando descaracterizar a mudança do movimento do déficit nominal como sinalização de perspectivas fiscais pouco consistentes.

Além disso, é preciso estar atento às contas do Governo Central e entender a razão da queda do superávit primário de 4,45% no primeiro trimestre de 2004 para 4,01% no mesmo período deste ano – ver Tabelas 5 e 6. Não há sinais até agora de desaceleração da receita tributária. O valor da arrecadação manteve a trajetória de alta dos últimos anos, com crescimento em relação ao primeiro trimestre de 2004 de 5,14%, com valores deflacionados pelo IPCA, e de 1,62% se for usado o IGP-DI. A receita total do Tesouro Nacional, em termos do PIB, apresentou resultados semelhantes, indicando que a redução da taxa de

Tabela 4. Necessidade de Financiamento do Setor Público

Discriminação	Fluxos em 12 Meses - R\$ milhões (Valores Correntes)					
	2004			2005		
	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar
Nominal	47.736,2	44.897,3	47.143,9	44.029,8	44.811,2	46.545,4
Governo central	30.610,9	30.361,0	27.033,3	27.724,9	32.312,3	35.152,7
Governo federal (1)	43.581,6	44.302,6	32.976,2	32.859,0	39.437,5	40.126,8
Bacen	-12.970,7	-13.941,6	-5.942,9	-5.134,0	-7.125,3	-4.974,1
Governos regionais	33.676,6	33.145,1	33.982,2	31.118,1	29.741,2	27.546,5
Empresas estatais	-16.551,3	-18.608,9	-13.871,6	-14.813,2	-17.242,2	-16.153,7
Juros nominais	127.845,5	125.605,0	128.256,0	129.564,2	131.096,5	134.806,4
Governo central	78.300,8	78.345,0	79.418,5	81.438,6	83.314,9	87.398,1
Governos regionais	51.304,7	50.409,7	51.463,9	50.101,9	49.487,8	47.699,4
Empresas estatais	-1.760,0	-3.149,7	-2.626,5	-1.976,3	-1.706,1	-291,1
Primário	-80.109,3	-80.707,8	-81.112,0	-85.534,4	-86.285,3	-88.261,0
Governo central	-47.689,9	-47.984,0	-52.385,2	-53.713,7	-51.002,6	-52.245,4
Governo federal	-78.261,2	-77.793,8	-84.707,0	-85.492,8	-84.528,3	-86.643,6
Bacen	173,7	172,8	336,4	349,9	275,5	301,1
INSS	30.397,6	29.637,0	31.985,4	31.429,2	33.250,2	34.097,1
Governos regionais	-17.628,1	-17.264,6	-17.481,7	-18.983,9	-19.746,6	-20.152,9
Empresas estatais	-14.791,3	-15.459,2	-11.245,1	-12.836,9	-15.536,1	-15.862,7

(1) Inclui o INSS.

Fonte: Banco Central - Nota para Imprensa Política Fiscal - abril 2005

crescimento projetada ainda não atingiu a receita tributária. Por outro lado, o movimento expansivo da despesa não foi alterado, fazendo com que a participação da despesa total do Governo Central no PIB saltasse de 16,53% no primeiro trimestre de 2004 para 17,0% neste ano. As despesas do Tesouro Nacional mantiveram o mesmo índice de participação no PIB, mas são significativos os sinais de mudanças na estrutura de gastos, com as despesas de custeio e capital elevando a sua participação de 4,48% no primeiro trimestre de 2004 para 4,80% do PIB em igual período deste ano, ao passo que as despesas de pessoal caíram de 5,22% para 4,90% do PIB no mesmo período – ver Tabela 7.

Observa-se comportamento semelhante quando se examina a evolução nominal e real desses mesmos gastos – ver Gráficos 2 e 3. O crescimento nominal das despesas de custeio e capital mostrou-se bem mais expressiva do que as despesas de pessoal e, em termos reais, enquanto os gastos de custeio e capital mantêm-se positivos,

Tabela 5. Resultado do Governo Central (R\$ milhões)

Discriminação	Jan- Mar (Valores Reais - IGP-DI)	
	2004	2005
Tesouro Nacional	26.789,5	26.623,6
Previdência Social	-7.195,1	-8.586,1
Banco Central	-39,5	-0,1
Governo Central	19.554,9	18.037,4

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Tabela 6. Resultado do Governo Central

Discriminação	Jan-Mar (%PIB)	
	2004	2005
Receita Total	25,18%	25,53%
Transferências	4,20%	4,52%
Receita Líquida	20,98%	21,02%
Despesa Total	16,53%	17,00%
Resultado Primário	4,45%	4,01%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

as despesas de pessoal caem. Mas, o menor gasto real com pessoal não impediu que o resultado primário do Tesouro Nacional sofresse ligeira queda em termos reais. Além disso, as contas da Previdência Social sustentaram a mesma dinâmica anterior, com o déficit saltando de R\$6,5 bilhões no primeiro trimestre de 2004 para R\$8,6 bilhões em 2005 e de 1,64% para 1,91% do PIB no mesmo período.

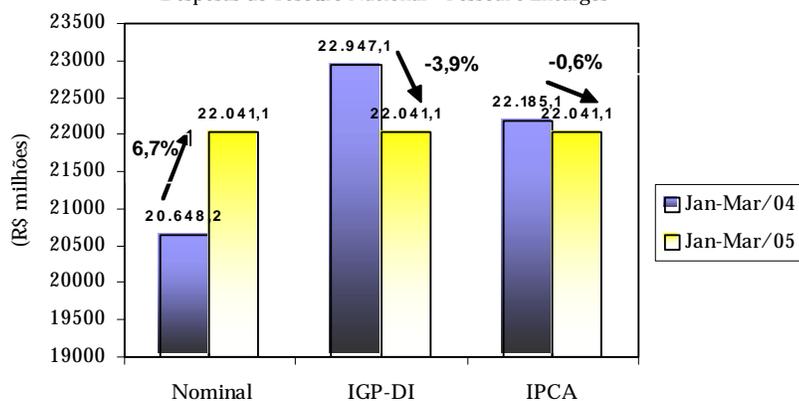
Tabela 7. Despesas do Tesouro Nacional

Jan-Mar (%PIB)		
DISCRIMINAÇÃO	2004	2005
Pessoal e Encargos	5,22%	4,90%
Custeio e Capital	4,48%	4,80%
Despesas do FAT	0,48%	0,44%
Subsídios e Subvenções (1)	0,26%	0,53%
LOAS/RMV	0,41%	0,45%
Outras	3,34%	3,38%
Transferência ao Bacen	0,03%	0,04%

(1) Inclui, a partir de 2005, despesas com reordenamento de passivos

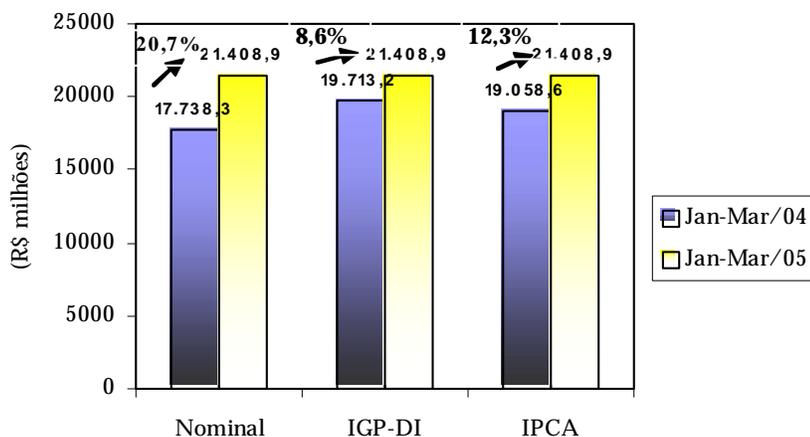
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Gráfico 2
Despesas do Tesouro Nacional – Pessoal e Encargos



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Gráfico 3
Despesas do Tesouro Nacional – Custeio e Capital



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

Os resultados do Tesouro Nacional e, sobretudo, da Previdência Social reduziram o saldo primário, em termos reais, do Governo Central, que, no entanto, até o momento, não se

refletiu no superávit primário consolidado do setor público nem no comportamento da relação dívida/PIB. Esta relação continuou em queda, atingindo, em março, a marca de 50,8% do PIB, inferior à de dezembro do ano passado (51,8%) e às de janeiro e fevereiro deste ano. Isto é, apesar do sensível impacto negativo da apropriação dos juros nominais (2 pp), as contribuições do superávit primário (1,5 pp) e do crescimento do PIB (1,3 pp) evitaram a reversão do movimento de queda da relação dívida/PIB.

A questão é saber se esta trajetória de redução da dívida em relação ao PIB poderá ser mantida diante da elevação dos juros e da desaceleração do crescimento. Sem dúvida, a dinâmica recente da dívida mobiliária preocupa. A política agressiva do Banco Central acelerou o seu ritmo de expansão, uma vez que, como se sabe, cada ponto percentual na taxa de juros básica atinge a parcela da dívida remunerada pela SELIC que, atualmente, é de 57,7%. O resultado foi expressivo. O estoque da DPMFi em poder do público em março (R\$873,6 bilhões) elevou-se 3,3% em relação a fevereiro e 7,8% em relação a dezembro de 2004. Além disso, o prazo médio da dívida continuou em declínio, com a estrutura de vencimento fortemente concentrada no curto prazo (43% vencem em 1 ano e 28,9% entre 1 e 2 anos). O único ponto positivo que vale a pena chamar a atenção é a menor exposição cambial do estoque da dívida que, com a

valorização do real, tem se mantido em queda há longo tempo. Mas, isto é insuficiente para atenuar os temores sobre a dinâmica da dívida, principalmente, quando se sabe que a elevada

concentração da dívida no curto prazo pode provocar alterações sensíveis na sua composição a qualquer sinal de mudança do ambiente econômico.

O olhar sobre as contas públicas deste primeiro trimestre gera um sentimento contraditório, pois, de um lado, o superávit primário, a relação dívida/PIB e o déficit nominal, indicadores fundamentais do setor público, apresentam resultados positivos em comparação com igual período do ano anterior ou mesmo com os dados do final de 2004. Porém, de outro, são inquietantes a evolução da dívida pública e o comportamento das contas do Governo Central. Em relação a este último ponto, não se trata de referendar a posição daqueles que defendem a tese do caráter expansionista da política fiscal, mas de lembrar que, mantida a estratégia oficial da política fiscal, existe a preocupação com as medidas a serem adotadas pelas autoridades diante dos sinais desalentadores da economia mundial, da taxa de crescimento interno e do efeito inelutável da carga de juros.

O comportamento pleno dessas variáveis é incerto, mas, há consenso em torno dos efeitos negativos da elevação dos gastos com juros e da redução da taxa de crescimento do PIB, restando conhecer as repercussões do movimento da economia mundial sobre a evolução das contas públicas. Não é trivial prever as implicações dos atuais desequilíbrios da economia mundial, por isso, é uma aposta de risco prever mudanças bruscas no cenário internacional. O mais provável é o aumento gradual da taxa de juros e certa desaceleração da taxa de crescimento da economia americana, com impacto moderado sobre as economias periféricas. Nesta última hipótese, o País pode atravessar o ano sem mudanças traumáticas nas contas públicas, mas, para tanto, a expectativa é de aumento do superávit primário e administração cuidadosa do processo de execução

orçamentária, diante dos gastos com juros e a desaceleração do PIB. A dúvida está em qual será a dimensão do aperto fiscal.

4 As perspectivas da política fiscal em 2005

O não questionamento da política econômica circunscreve a discussão da política fiscal de 2005 à análise da reação das autoridades econômicas diante da incerteza da conjuntura econômica. Não ocorreu, até o momento, a revisão oficial da meta de superávit primário. Mas, é razoável esperar que isto venha a acontecer em caso de sinais pouco promissores, principalmente agora que o País optou por não renovar o acordo com o FMI. A credibilidade da política econômica, nos termos em que está posta no Ministério da Fazenda, passa pela reafirmação do ajuste fiscal intertemporal e as atuais dificuldades afetam a expectativa de consolidação fiscal, gerando desconfiança dos agentes e potencializando as pressões em favor de cortes de gastos e maior superávit primário.

A questão, ainda em aberto, é saber como elevar o superávit primário, dada a desaceleração do crescimento da economia e as restrições ao aumento da carga tributária. A redução do nível de atividade econômica coloca, como caminho inevitável, o corte dos gastos públicos, mas esta trilha esbarra na estreita margem disponível à redução das despesas. O elevado peso das despesas obrigatórias não deixa muito espaço de manobra, restando o controle dos gastos de custeio e investimentos. O que coloca, como problema, a possibilidade dos cortes atingirem os ministérios responsáveis pela política de governo e inviabilizar a continuidade das suas ações. O abandono de programas prioritários fragiliza a proposta política e traz embaraços à realização de alianças na busca do novo mandato presidencial. A tensão irá materializar-se no processo de execução orçamentária, pois o corte *na carne* tem o

efeito potencial de acirrar conflitos internos e gerar descontentamentos de difícil superação, sobretudo, depois de um ano de expansão de gastos e de acenos promissores na agenda dos vários ministérios.

4.1 A proposta de política orçamentária para 2005

A proposta de política orçamentária de 2005 reflete as dificuldades mencionadas acima. Os dados sugerem a manutenção da estratégia de ajuste fiscal intertemporal e a preocupação em reduzir a relação dívida/PIB, com a indicação do superávit primário de 4,25% e o interesse em sustentar o elevado nível de arrecadação, como ficou claro com a edição da MP 232, não aprovada no Congresso, que procurava não só repor as perdas ocorridas com o reajuste da tabela do IR como avançava em outros pontos, fechando brechas que facilitavam a evasão fiscal e ampliando a taxaçaõ de empresas prestadoras de serviços.

A tentativa de sinalizar o comprometimento com a austeridade fiscal levou o governo, em meio ao debate sobre o caráter expansionista da política fiscal de 2004, a repetir o processo de execução orçamentária do ano anterior, contingenciando os empenhos das dotações aprovadas na lei orçamentária de 2005 (Decreto 5379 de 25/2/05). Esta medida, embora possa ser vista apenas como um esforço inicial de adequação dos gastos, passível de alterações no decorrer do ano, reflete a ação das autoridades diante do comportamento esperado da economia. A decisão de relaxar estas restrições ou de realizar novos

cortes está atrelada à expectativa de arrecadação tributária, do gasto com juros e da necessidade de elevar o aperto fiscal em resposta à incerteza do quadro internacional, cujo resultado irá refletir-se na condução do processo de execução orçamentária.

A Programação Orçamentária e Financeira de 2005, elaborada com base nos valores definidos pelo Decreto 5379, aponta o espaço, definido pelo montante de recursos distribuídos aos ministérios, disponível à realização de cortes no caso de ocorrer queda de arrecadação ou aumento do superávit primário. O valor estimado, em fevereiro, da receita líquida é de R\$ 393,2 bilhões, com redução de R\$ 7,2 bilhões em relação aos valores definidos na lei orçamentária. As despesas obrigatórias, não financeiras, compostas, principalmente, por gastos com pessoal e encargos, benefícios previdenciários e superávit primário, respondem por 69,5% deste montante e não estão sujeitas a cortes durante o exercício fiscal – ver Tabelas 8 e 9.

Tabela 8. Despesas Obrigatórias (R\$ bilhões)

Discriminação	LEI (a)	REESTIMADO (Decreto 5.379) (b)	VARIAÇÃO (c=b-a)
Pessoal e Encargos Sociais	91,3	91,3	-
Benefícios Previdenciários	140	143,2	3,2
Demais Despesas	19,1	20,2	1,0
<i>Abono e Seguro Desemprego</i>	<i>10,6</i>	<i>10,6</i>	<i>-</i>
<i>Benefícios de Prestação Continuada (LOAS)</i>	<i>6,7</i>	<i>7,7</i>	<i>1,1</i>
<i>Renda Mensal Vitalícia</i>	<i>1,8</i>	<i>1,8</i>	<i>-0,1</i>
Lei Kandir	4,3	4,3	-
Outras Obrigatórias	12,8	14,3	1,4
SUBTOTAL	267,6	273,3	5,6
Meta de Resultado Primário	47,3	46,7	-0,6
TOTAL	314,9	319,9	5,0

Fonte: Ministério do Planejamento

As despesas discricionárias, compreendendo o custeio e o investimento, respondem por apenas 18,2% da receita líquida. É sobre esta pequena parcela das despesas que irão incidir, caso sejam necessários, novos cortes, uma vez que as despesas financeiras são intocáveis. Isto aponta, claramente, a enorme rigidez orçamentária. O raio de manobra das autoridades econômicas está restrito a uma pequena parte do orçamento e a obrigação de realizar cortes compromete, em grande medida, as ações dos ministérios.

Tabela 9. Síntese das Receitas e Despesas (R\$ bilhões)

Discriminação	LEI (a)	REESTIMADO (Decreto 5.379) (b)	VARIAÇÃO (c=b-a)
I. Receita Líquida	404,1	393,2	(10,90)
II. Despesas Obrigatórias	267,6	373,3	5,60
III. Leju + MPU	4,6	4,6	-
IV. Meta de resultado Primário	47,3	46,7	(0,60)
V. Projeto Piloto	2,8	2,8	-
VI. TOTAL (I-II-III-IV+V)	87,4	71,5	(15,90)
VII. Discricionárias Executivo	87,4	71,5	(15,90)

Fonte: Ministério do Planejamento

Os dados da programação orçamentária de fevereiro dão uma idéia de como a proposta de cortar R\$ 15,9 bilhões trouxe perdas significativas e afetou vários ministérios – ver Tabela 10. A área de política social, o carro-chefe da política oficial, foi a mais poupada, com cortes de 6,5% em relação aos valores estabelecidos na lei orçamentária; graças, basicamente, à manutenção das despesas dos Ministérios da Saúde e da Educação – os de maior peso nas despesas discricionárias – que, por razões constitucionais, mantêm até certo ponto os gastos. Procurou-se também preservar a área de Desenvolvimento Social e Combate à Fome, mas os outros ministérios sofreram cortes profundos, como Previdência Social (25,7%), Trabalho (32,1%) e, principalmente, Esporte (85,6%) e Cultura (55,5%).

As áreas de produção (-46%) e de infraestrutura (-41,7%) foram as mais atingidas, com os Ministérios de Comunicações, Minas e Energia, Cidades, Turismo e Integração Nacional perdendo mais de 50% dos recursos disponíveis. Enquanto que em outros, como Meio Ambiente, Transporte e Desenvolvimento Agrário os cortes superaram 30%. O Ministério de Ciência e Tecnologia foi o único que não foi afetado, preservando as dotações estabelecidas na LOA. Estes valores, apesar de não serem definitivos, ilustram os limites a que estão submetidos os gastos nessas áreas fundamentais ao desenvolvimento, embora,

como se sabe, está previsto neste ano, entre as despesas obrigatórias, o gasto de R\$ 2,8 bilhões em infra-estrutura.

A magnitude do contingenciamento definido no Decreto 5379 reflete a limitação existente na execução orçamentária. Existe, de um lado, a restrição de alterar as dotações usadas no pagamento de juros, encargos e amortização da dívida e, de outro, estão presentes as despesas obrigatórias. O corte nas áreas mais relevantes entre as despesas obrigatórias – benefícios previdenciários e pessoal e encargos sociais – não é trivial porque envolve mudanças legislativas. Assim, não surpreende que os cortes recaiam sobre um pequeno valor das despesas totais: custeio e investimentos. E, mesmo nesta rubrica, os cortes atingem parte das despesas, pois a Constituição preserva a saúde e a educação.

O exemplo da programação orçamentária de 2005 é ilustrativo da rigidez atualmente presente na condução da peça orçamentária. O valor das despesas discricionárias previstas na Lei Orçamentária Anual (LOA) alcançava R\$ 87.390,0 milhões, correspondendo a 21,6% da receita líquida prevista, sendo que, deste montante, saúde e educação respondiam por R\$40.683,4 bilhões,

isto é, 46,6% do total. Assim, o corte programado em fevereiro de R\$ 15,9 bilhões, fora o contingenciamento de R\$700 milhões em educação, recaiu sobre os R\$46.706,6 bilhões que correspondiam ao valor total das dotações dos demais ministérios aprovadas na LOA.⁷

Tabela 10. Custeio e Investimento - Poder Executivo (R\$ milhões)

Órgão	Empenho 2004	2005		Var (%) b/a
		LOA (a)	Disponível (b)	
POLÍTICA SOCIAL	43.524,20	51.478,70	48.138,80	(6,49)
Desenv. Social e Combate à Fome	5.795,00	7.401,00	6.201,00	(16,21)
Saúde	29.137,90	32.772,60	32.772,60	-
Educação	6.242,60	7.910,80	7.210,80	(8,85)
Esporte	236,90	621,90	89,40	(85,62)
Cultura	257,40	480,00	213,40	(55,54)
Previdência Social	1.247,10	1.486,90	1.104,40	(25,72)
Trabalho e Emprego	607,30	805,40	547,20	(32,06)
INFRA-ESTRUTURA	7.825,40	17.629,30	10.277,00	(41,71)
Transportes	2.504,10	6.986,30	4.239,70	(39,31)
Cidades	1.224,80	2.746,40	731,60	(73,36)
Integração Nacional	879,60	2.524,50	1.129,10	(55,27)
Ciência e Tecnologia	2.042,40	3.241,60	3.241,50	-
Comunicações	391,90	845,00	254,40	(69,89)
Minas e Energia	381,80	652,50	287,80	(55,89)
Meio Ambiente	400,90	633,00	392,90	(37,93)
PODERES DE ESTADO E ADMINISTRAÇÃO	9.997,00	13.576,00	10.225,80	(24,68)
Presidência da República	620,90	1.151,90	758,10	(34,19)
Advocacia-Geral da União	76,90	98,00	73,50	(25,00)
Defesa	5.050,60	5.554,40	4.705,80	(15,28)
Relações Exteriores	878,50	939,30	776,20	(17,36)
Justiça	1.227,80	1.703,60	1.227,80	(27,93)
Planejamento, Orçamento e Gestão	347,90	472,70	349,10	(26,15)
Fazenda	1.620,00	2.384,10	1.963,20	(17,65)
Encargos Financeiros da União	0,90	162,60	162,60	-
Rec. sob Sup. Min. Da Fazenda	135,90	1.046,40	146,40	(86,01)
Operações Oficiais de Crédito	37,60	63,10	63,10	-
PRODUÇÃO	3.150,60	4.706,00	2.543,40	(45,95)
Agric. Pec. e Abastecimento	734,30	1.167,10	626,50	(46,32)
Desenv., Indústria e Comércio Exterior	534,60	590,30	419,00	(29,02)
Turismo	358,00	1.014,30	199,00	(80,38)
Desenvolvimento Agrário	1.523,70	1.934,30	1.298,90	(32,85)

Fonte: Ministério do Planejamento

A dimensão destes cortes certamente traz consigo algum desgaste político. Não há dúvida que este é um quadro ainda em aberto e sujeito a revisões, mas, caso se confirme a expectativa de

⁷ Estão descontadas desse valor as reservas de R\$ 350,2 milhões.

ampliação do arrocho fiscal, coloca o problema de como lidar com o pequeno raio de manobra disponível às medidas adicionais de controle fiscal. A obrigação de realizar cortes em áreas em que os recursos à disposição já é empecilho à ação governamental, deixaria o governo em situação

política pouco confortável. A decisão de ampliar os cortes irá provocar impacto negativo no interior do governo, podendo desencadear ondas de descontentamento no plano político, sobretudo, junto aos setores sem condições de ratificarem os compromissos previamente açados. Além disso, existem limitações de outra ordem: o governo teria limitada a sua capacidade de costurar as alianças políticas necessárias ao projeto de reeleição presidencial.

Este quadro potencialmente perturbador na condução política do governo não está, até o momento,

configurado. Mas, o alerta é pertinente diante das incertezas que dominam o cenário econômico e da atual política de juros que configuram, certamente, uma situação pouco confortável, embora ainda não definitiva.

Considerações finais

O sentimento do analista quando olha o atual momento da conjuntura é de preocupação e de perplexidade. As incertezas e os riscos de perturbações econômicas provocam receios de que se aproximam mudanças que podem dar fim à aparente calma da conjuntura. Por outro lado, sinais, ainda contraditórios, não dão certeza sobre a efetiva trajetória da economia. É possível pensar em desaceleração pouco expressiva da taxa de crescimento e na possibilidade do País atravessar o ano sem comprometer os avanços fiscais do ano anterior, desde que não ocorram mudanças bruscas na economia mundial. Esta situação, diante da atual política monetária, pode ser considerada como virtuosa. Porém, é plausível a hipótese de que as dificuldades econômicas ganhem expressão e, em nome da estratégia fiscal, cresça o arrocho fiscal, contribuindo para comprimir a demanda agregada e desacelerar a taxa de crescimento da economia.

As finanças públicas são um campo privilegiado de observação dessas tendências difusas. A política de juros, mesmo preocupando, ainda não foi suficiente, neste primeiro trimestre, para que se invertesse a tendência observada em indicadores fiscais fundamentais. Sabe-se, com certeza, que as expectativas que regem o principal indicador fiscal são voláteis e a visão prospectiva dos agentes altera, com rapidez, cenários pavimentados às duras penas. Até o momento, não é sensato apostar todas as fichas na defesa de um cenário de deterioração mais intensa, pois a conjuntura ainda está em aberto e o analista corre o risco de ser pego no contra-pé, caso não saiba respeitar a incerteza do momento. Entretanto, isto não o exime de apontar as dificuldades e os riscos envolvidos no aprofundamento da âncora fiscal, dada a alta sensibilidade política envolvendo as decisões na área fiscal.

Não são desprezíveis os problemas presentes no processo de execução orçamentária se vingar a deterioração do quadro econômico. A atual estratégia fiscal levaria o governo a ampliar o corte dos gastos de custeio e investimentos e a elevar o superávit primário, procurando manter a estabilidade das contas públicas. Porém, o reduzido espaço para a realização de cortes orçamentários colocaria em xeque a disputa por recursos, com risco eminente de potencializar os conflitos internos e gerar ondas de descontentamento no seio do governo difíceis de serem debeladas, dado o elevado conteúdo político das questões envolvidas. Além disso, os novos cortes poderiam afetar vários interesses privados e as formas de relacionamento na esfera pública, ampliando o dissenso. Em dada conjuntura, quando cresce o descontentamento, a sinalização de que os indicadores fiscais são positivos não inibe as críticas nem é capaz de abrandar os sinais de insatisfação. Neste momento, as manifestações negativas da imprensa, o ensaio oposicionista diante dos cortes, o mal-estar dos ministros e a crítica de aliados geram desconfortos e potencializam o risco político. A sensibilidade é um importante fator nessa área. Não se pode desprezar o conteúdo político de decisões fiscais, mesmo que sejam feitas em nome da austeridade e da boa conduta da prática fiscal.