

A HIPÓTESE DE FRAGILIDADE FINANCEIRA APLICADA AO SETOR PÚBLICO: UMA ANÁLISE PARA A ECONOMIA BRASILEIRA NO PERÍODO 2000-2007

Fábio Henrique Bittes Terra¹
Fernando Ferrari Filho²
Octavio A. C. Conceição³

Resumo:

São dois os objetivos deste artigo: por um lado, elabora-se, à luz da Hipótese de Fragilidade Financeira de Hyman Minsky, um Índice de Fragilidade Financeira para a estrutura financeira do setor público; por outro, analisa-se, a partir do referencial elaborado, a referida estrutura financeira para as contas públicas da economia brasileira, entre 2000 e 2007. As conclusões do artigo apontam, baseado no Índice de Fragilidade Financeira, que o setor público brasileiro assentou-se em posição *especulativa* ao longo dos anos 2000. E, a consequência imediata disto foi o crescente endividamento público e o esgotamento dos graus de liberdade da atuação estabilizadora do setor público.

Palavras-chave: Hipótese de Fragilidade Financeira; Economia Brasileira Contemporânea; Economia do Setor Público.

Abstract:

Two are the aims of this paper: the first one is the development of a Financial Fragility Index to the public sector's financial structure based on Hyman Minsky's Financial Fragility Hypothesis; the latter objective is the analysis of the Brazilian's public sector financial structure from 2000 to 2007, anchored on the elaborated Index. The paper conclusion indicates that Brazilian's financial structure was a *speculative* one, during the years 2000, which had as an immediate consequence the increasing public indebtedness and the exhaustion of the public sector's cycle stabilizing action.

Key-words: Financial Fragility Hypothesis; Contemporary Brazilian's Economy; Public Sector Economy.

Área 2 – História Econômica e Economia Brasileira

Sub-área – 2.3 – Economia Brasileira Contemporânea

Submissão à Sessão Ordinária

¹ Professor assistente do IE/UFU e doutorando do PPGE/UFRGS/CNPq.

² Professor titular do PPGE/FCE/UFRGS e pesquisador do CNPq.

³ Professor adjunto do PPGE/FCE/UFRGS e economista da FEE.

1. Introdução

Em tempos de crise econômica mundial como o que estamos atravessando, a contribuição de Hyman Minsky revela claramente todo seu vigor analítico, tantas vezes reiterada pelas correntes keynesianas. Suas preocupações com a instabilidade cíclica e a natureza perversa da “financeirização”, que se agravou severamente ao longo das últimas décadas, revelam hoje, dramaticamente, o acerto e a densidade de suas teorizações. Nesse particular, Minsky mostra que concessões de crédito e, conseqüentemente, criação de dívidas, são fundamentais para a dinâmica capitalista. O financiamento permite que os investimentos tornem-se demanda efetiva e possibilita, ademais, que dívidas sejam transpostas ao longo do tempo. De alguma forma, as diferentes unidades econômicas – agentes, governo e firmas – necessitam, ainda que de forma intermitente ou pontual, incorrer na criação de dívidas para enfrentar alguma adversidade, seja a causada pelo mau gerenciamento dos fluxos de caixa, seja a derivada da incerteza inerente ao futuro, ou ainda aquela que se apresenta ante a necessidade de se investir e não manter em mãos todos os recursos necessários para isto.

Para Minsky, ampliando a perspectiva original de John Maynard Keynes, o ciclo econômico é causado tanto pelos investimentos privados e suas expectativas de retorno, quanto, e de forma fundamental, pela relação destes com a concessão de financiamento que os viabilizem, circunscritos ao movimento de expansão ou de recessão das economias capitalistas. Neste cenário Minsky estabeleceu sua Hipótese de Fragilidade Financeira (doravante HFF).

Não obstante, embora Minsky tenha teorizado sobre o comportamento financeiro da firma, o arcabouço teórico por ele desenvolvido pode ser adaptado para outros recortes analíticos: por exemplo, Paula e Alves Jr. (2000) aplicam a teoria de Minsky para o setor externo, comercial e financeiro, ao passo que Galbraith (2008) adapta as ideias de Minsky para analisar a estrutura financeira de um Estado-Nação, compreendendo tanto suas finanças internas, bem como as externas. Diante deste contexto, dois são os objetivos deste artigo: por um lado, é elaborado, à luz da HFF de Minsky, um referencial analítico para a estrutura financeira do setor público; por outro, se analisa a referida estrutura financeira para as contas públicas da economia brasileira, após 2000. É importante ressaltar que, embora não se preocupando com uma análise dos reflexos da atual crise sobre o Brasil, a análise dessa hipótese minskiana busca trazer elementos para a compreensão da forma de ação estatal levado a efeito na economia brasileira nesse começo de século.

Para tanto, o artigo está organizado em quatro seções, além desta introdução. A segunda seção descreve, brevemente, a HFF de Minsky, a partir de seus trabalhos de 1986 e 1992. A terceira seção aplica a teoria de Minsky ao comportamento das finanças do setor público. A quarta analisa o desenvolvimento teórico da seção três, para o caso do setor público brasileiro, durante o período 2000-2007. Por fim, na seção cinco são apresentadas ligeiras considerações finais.

2. Uma breve análise da HFF de Minsky

Tendo como referência as principais proposições de John Maynard Keynes, sobre uma economia monetária, apresentadas na *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Keynes, 1964), a teoria de Minsky mostra que o investimento, variável chave para o crescimento da acumulação de riqueza em uma economia capitalista, é condicionado pela dinâmica de financiamento, em especial do mercado financeiro⁴. Assim sendo, as decisões de investimento dizem respeito à composição de uma carteira de ativos, de capital e financeiros, estabelecida de forma atinente às estratégias de acumulação de riqueza das unidades econômicas (Carvalho, 1987).

O sistema financeiro⁵, por meio da concessão de financiamentos, possibilita que grande parte destas decisões de investimento se concretize, visto que “a acumulação de riqueza em uma economia capitalista é acompanhada pela troca de dinheiro presente por dinheiro futuro” (Minsky, 1992:2). Isto é, a construção de uma carteira de ativos por parte de uma unidade econômica é acompanhada pela formação de uma estrutura de endividamento (estrutura de passivo).

Todavia, os lucros monetários derivados da composição da carteira de ativos são, no momento da contratação dos financiamentos, apenas expectativas, enquanto que os financiamentos são dívidas cujo pagamento é uma obrigação ao seu tomador. Trava-se, assim, uma relação entre as receitas *esperadas* dos investimentos realizados e as despesas obrigatórias (tanto as operacionais quanto as de juros e amortizações decorrentes dos créditos concedidos), sendo que aquelas deverão criar os fundos que cobrirão estas (Paula e Alves Jr., 2003).

⁴ Não é demais ressaltar que as fontes de financiamento do investimento podem ser obtidas por recursos próprios do investidor ou recursos de terceiros, tais como empréstimos bancários ou emissões de dívidas e ações.

⁵ Componentes do sistema financeiro são, conforme Minsky (1992:6), qualquer unidade econômica que atue como intermediário financeiro, isto é, emprestando recursos a terceiros em troca de uma remuneração na forma de juros.

Dessa maneira, economias monetárias estão expostas à fragilidade financeira que tem como determinantes naturezas institucionais (relacionadas à organização e desenvolvimento do sistema financeiro) e conjunturais (estado de expectativas tanto dos investidores quanto dos credores).

Por sua vez, a diferença entre as receitas esperadas pelas unidades econômicas e os seus pagamentos financeiros denomina o conceito de margem de segurança⁶. De acordo com Minsky (1986), dependendo da forma pela qual se estabelece a relação entre os fluxos futuros de receitas esperadas – que se tornam fluxos de caixa para as unidades econômicas – e os compromissos financeiros contratados, diga-se de passagem, elo intrínseco entre os setores produtivo e financeiro, as posições financeiras das unidades econômicas podem ser *hedge*, *especulativa* e *Ponzi*.

As unidades em posição *hedge* são aquelas cujas receitas esperadas de seus ativos, quando convertidas em fluxos de caixa, são suficientes para cobrir as os “compromisso financeiros no presente e no futuro” (Minsky, 1986:207). Unidades *hedge*, detentoras de boas margens de segurança, são capazes de honrar com seus fluxos de receita, tanto a amortização de sua estrutura de passivo, bem como os juros que incidem sobre tal estrutura.

Na unidade *especulativa*, os fluxos de receita da unidade econômica são inferiores “aos pagamentos financeiros que a unidade econômica detém” (Minsky, 1986:207). Conforme Bahry e Gabriel (2008), unidades *especulativas* conseguem receitas que somente cobrem o pagamento dos juros de suas estruturas de passivo, não sendo suficientes para fazer frente ao principal dos seus endividamentos. Com isto, essas unidades constituem pouca margem de segurança. Decorre, então, a necessidade de, ao menos no curto prazo, a unidade *especulativa* incorrer no refinanciamento de suas dívidas tendo como base rendimentos futuros que, calculados em valor presente, sejam maiores do que o valor presente de longo prazo de seus compromissos financeiros (Paula e Alves Jr., 2003).

Por fim, tem-se a unidade *Ponzi*, que são casos extremos de unidades *especulativas*. As unidades *Ponzi* não são hábeis, a partir de suas receitas esperadas, de fazer frente nem ao pagamento do principal de suas estruturas de passivo, nem aos juros

⁶ Embora a margem de segurança não seja unicamente determinada por isso, para fins de análise deste artigo tal conceituação, que neste caso se relaciona a fluxos de caixa, é suficiente. De acordo com Minsky (1986: 335) “os fluxos de caixa, os valores capitalizados [de receitas esperadas e despesas financeiras] e o balanço patrimonial” são capazes de oferecer margem de segurança a uma unidade econômica. Para a discussão exata do que a margem de segurança envolve, ver: Minsky (1986, Apêndice A: 335-341).

que sobre elas incorrem. É de se esperar que as unidades *Ponzi* refinanciem suas estruturas de endividamento para que possam continuar a operar, sejam vendendo ativos, sejam tomando financiamentos novos para reordenar seu passivo. Unidades *Ponzi* não estabelecem margens de segurança em seus fluxos monetários e financeiros (Minsky, 1992).

A fragilidade financeira de uma economia, por sua vez, resulta da mobilidade que uma unidade econômica tem entre as posições financeiras acima descritas. Como mostra Minsky, em uma etapa de expansão do sistema econômico, as expectativas dos investidores e de seus financiadores se animam de uma forma tal que “a especulação e a experimentação com estruturas de passivo e os novos ativos financeiros levam a economia a um *boom* de investimento” (Minsky, 1986:178).

Neste cenário, com a constante validação dos planos de investimento pelo sistema financeiro, isto é, em um ambiente econômico otimista, as unidades econômicas caminharão de posições *hedge* para *especulativa* e desta para *Ponzi*, trilhando, inerentemente, os rumos da fragilização de suas finanças (Silva, 2008). Assim sendo, ocorrências endógenas ao sistema capitalista – como aumento da inflação, elevação das taxas de juros, volatilidade das expectativas do sistema financeiro, etc. – levam da fragilidade financeira à crise financeira e ao ciclo econômico (Minsky, 1992). Em suma, a expansão do ritmo da atividade econômica e a “alavancagem” do financiamento aumentam o grau de fragilidade financeira e acabam conduzindo o sistema econômico à crise.

Uma vez em crise, cabe ao *Big Gouvernement* e ao *Big Central Bank* a ação de estabilização automática do ciclo do sistema econômico. O governo, por meio de desequilíbrios fiscais, mantém os lucros, o emprego e a produção corrente, e o Banco Central, como prestador de última instância, estabiliza o valor dos ativos monetários e financeiros e, por consequência, torna estáveis os mercados destes ativos (Minsky, 1986). Contudo, a ação do setor público na amenização das crises econômicas pode estar delimitada pelas próprias posições financeiras em que este se encontra nos momentos em que as crises se instauram. Por isso, “no mundo moderno, análises de relações financeiras e suas implicações para o comportamento do sistema não podem estar restritas às estruturas de obrigações dos homens de negócio” (Minsky, 1992:4).

3. O comportamento financeiro do setor público à luz de Minsky

Embora na teoria de Keynes (1964) e de Minsky (1986 e 1992) o setor público não seja o protagonista dos ciclos econômicos, seu papel de agente contra-cíclico *por excelência* é ressaltado por ambos os autores, notadamente no que cabe ao governo central⁷. Nesse particular, a atuação estabilizadora do setor público depende de sua capacidade financeira.

Como primeiro passo, consoante Aktinson e Stiglitz (1980), a definição de setor público acarreta algum grau de arbitrariedade, em função das diferenças metodológicas e analíticas que se estabelecem, neste tema, entre os diversos países. Para fins deste trabalho, e almejando uma melhor construção analítica para o caso brasileiro, a definição utilizada é a de Além e Giambiagi, na qual o setor público abrange “a administração direta e indireta do governo federal (inclusive a Previdência Social), a administração direta e indireta dos governos regionais (estados e municípios), o Banco Central do Brasil e as empresas estatais não-financeiras das três esferas de governo” (2000:66).

Nesta definição, têm-se englobadas todas as esferas de governo e com isso todas as receitas e despesas – sejam elas correntes, de capital e patrimoniais – do setor público. Desta forma, já se inclui ao longo da análise todas as diversas fontes de receita do setor público e, igualmente, todos os seus diferentes gastos⁸. Trabalhando com a variável receita total, ademais, se incluem em uma só variável, todas as possibilidades apontadas por Minsky (1986) de composição de margens de segurança.

Assim, pode-se supor que a posição financeira do setor público será estabelecida a partir de seu fluxo de caixa, isto é, da relação entre as suas receitas totais e as suas despesas totais, discriminadas em gastos correntes e financeiros. Em gastos correntes agregam-se todos os dispêndios do setor público que não envolvam despesas de juros e amortização de dívida, as quais serão definidas enquanto gastos financeiros.

Adaptando-se a taxionomia de Minsky para o setor público, a posição *hedge* relaciona-se ao cenário no qual as receitas totais do referido setor superam tanto seus gastos correntes quanto seus gastos financeiros. Ou seja, há uma margem de segurança com recursos em caixa que garante a solvência do setor público frente a choques que possam alterar de forma inopinada seus gastos. Isto indica que não há a necessidade de

⁷ Conforme Keynes, o causador do ciclo econômico é o investimento privado. Para Minsky (1986) o causador é a relação entre investimento privado, por um lado, e o sistema financeiro, por outro.

⁸ Ao adotarem-se os fluxos de receita e despesa como variável de análise facilita-se a incorporação de todas as operações do setor público em um só fluxo, muito embora se possam perder detalhes dos condicionantes destes fluxos.

criação de dívida ou de refinanciamento desta. De forma esquemática, a posição financeira *hedge* do setor público é mostrada pela seguinte relação:

$$(1) \quad (T + R_k + R_{of}) - G > G_a + G_i,$$

na qual T são tributos, R_k receitas de capital, R_{of} são receitas de outras fontes, G são gastos correntes do setor público, G_a são os gastos financeiros com amortização, e G_i são gastos financeiros com pagamento de juros.

Em outras palavras, a relação (1) diz que

(2) *Receitas Totais – Gastos correntes > Gastos Financeiros*

Por sua vez, a posição financeira *especulativa* do setor público ocorre quando as suas receitas totais superam apenas seus gastos correntes, sendo inferiores às despesas financeiras. Nesta condição, o setor público não produz margem de segurança, mas apenas superávits sobre os gastos correntes, o que não lhe confere solvência frente às crises que, de modo intempestivo, o assolam. A posição *especulativa* envolve incursões ao mercado financeiro para captação de recursos que possibilitem a rolagem do endividamento.

O setor público para sair desta situação precisa fazer com que, em algum instante, suas receitas totais se expandam acima do aumento dos gastos totais. Pode-se alcançar tal objetivo com o aumento da carga tributária e/ou o crescimento da arrecadação em momentos de expansão do produto⁹. De forma esquemática, a posição *especulativa* pode ser representada pela seguinte relação:

$$(3) \quad (T + R_k + R_{of}) - G < G_a + G_i.$$

Ou, o que é o mesmo:

(4) *Receitas Totais – Gastos corrente < Gastos Financeiros*

⁹ Considera-se, neste artigo, que o setor público não é financiado pela emissão contínua de moeda. Consoante a teoria keynesiana, este expediente só deve ser pontualmente utilizado como estabilizador automático anticíclico (Keynes, 1964).

Por fim, o setor público em posição financeira *Ponzi* é incapaz de sequer cobrir seus gastos correntes e, assim, não faz frente à parte da amortização e dos juros que lhe incorrem. Tal posição financeira é insolvente até mesmo diante de suas obrigações orçamentárias e necessita de perenes endividamentos e refinanciamentos do estoque devedor acumulado. Nesta condição, é necessário reestruturar não somente os gastos financeiros, mas necessariamente os dispêndios correntes e as próprias captações de receitas.

Sem reestruturação, o setor público em posição *Ponzi* incorrerá em conturbações no próprio crescimento do produto do país, na medida em que o deslocamento de renda privada para financiamento do setor público impedirá a ocorrência de investimentos produtivos o que obstaculizará aumentos da carga tributária e maiores arrecadações. Não existe margem de segurança na posição *Ponzi* e as possibilidades de atuação da política econômica são extremamente limitadas. Os fluxos de caixa dessa posição são observados em conformidade com a relação abaixo:

$$(5) \quad (T + R_k + R_{of}) - (p)G < (1 - p)G + G_a + G_i,$$

sendo p a porcentagem das despesas correntes cobertas pelas receitas totais.

Escrevendo a relação (5) de outra maneira, tem-se:

$$(6) \quad \text{Receitas Totais} - (p) \text{ Gastos Correntes} < (1-p) \text{ Gastos correntes} + \text{Gastos Financeiros}$$

Portanto, à lá Minsky (1986), estas seriam as posições financeiras assumidas pelo setor público, sendo que sua fragilidade financeira sobrevém com a passagem da posição *hedge* para *especulativa* e *Ponzi*. Tal cenário pode involuntariamente advir ao longo do ciclo econômico, em decorrência tanto de um precário gerenciamento das finanças públicas, quanto pela emergência de uma crise financeira, e, não obstante, pela própria redução no ritmo de atividade econômica decorrente de uma minoração dos investimentos privados, o que faz decrescer a captação de receitas.

Nesse sentido, ao passo em que a margem de segurança das finanças do setor público for deprimida por meio de causas endógenas ao sistema econômico, sua posição financeira vai se tornando mais frágil e as suas possibilidades de intervenção

estabilizadora se reduzem, ao mesmo tempo em que passam a ser mais fortemente condicionada às imposições do mercado financeiro. Assim sendo, novos financiamentos somente são fornecidos se o setor financeiro validar as expectativas do setor público de que sua posição, quando fragilizada, melhore.

4. A HFF aplicada ao setor público: o referencial analítico para o caso do Brasil

Tendo em vista o referencial analítico desenvolvido na seção anterior, buscar-se-á, nesta parte do artigo, utilizá-lo para analisar as posições financeiras em que se situou o setor público brasileiro¹⁰ ao longo do período 2000-2007.

Antes, porém, da análise de fragilidade financeira do setor público brasileiro propriamente dita, convém fazer alguns esclarecimentos acerca da escolha da periodização selecionada.

Por um lado, a ideia inicial do artigo consistia em analisar as contas públicas do Brasil a partir de 1999, pelos seguintes motivos: (i) nesse ano de 1999 foi implementado, após acordo firmado com o Fundo Monetário Internacional em 1998, o regime de metas de superávit primário, que, a partir de então, passou a balizar todas as esferas do setor público, contrariamente ao que ocorreu nos anos anteriores, nos quais apenas o governo central havia eliminado seus déficits primários¹¹; (ii) no início de 1999, foi introduzido o regime de câmbio flutuante na economia brasileira; e (iii) em junho de 1999 foi adotado o regime monetário de *metas de inflação*¹². Todavia, os dados da *Consolidação das Contas Públicas* apurados pela Secretária do Tesouro Nacional, que foram utilizados neste artigo por serem, dentre as séries existentes, uma das mais detalhadas no tocante às finanças públicas brasileiras, somente estão disponíveis a partir do ano 2000, definindo, portanto, o recorte temporal adotado no presente artigo.

Por outro, cabe apontar que, ao longo do referido período, as economias brasileira e mundial passaram por momentos bastante distintos por, pelo menos, duas fases. Inicialmente, entre 2000 e fins de 2002, o sistema econômico mundial sofreu perturbações importantes, oriundas com a crise causada pelo 11 de setembro de 2001, bem como pela crise econômica da Argentina entre fins de 2001 e início de 2002.

¹⁰ Saliente-se que o conceito de setor público utilizado nesta seção é baseado em DEPEC/BCB (2006:4), que é exatamente igual à definição de Além e Giambiagi (2000).

¹¹ Para uma análise mais aprofundada do comportamento fiscal do setor público brasileiro no período anterior à adoção das metas de superávit primário, ver Giambiagi (2006).

¹² Para mais sobre os regimes monetários, em especial de *metas de inflação*, adotados no Brasil após a instituição do Plano Real em 1994, ver Modenesi (2005).

Ademais, a economia brasileira, no mesmo período, conviveu com a crise do setor energético, em 2001, ao passo que em 2002 houve um forte ataque especulativo decorrente das incertezas concernentes às eleições presidenciais. E entre 2003 e 2007, o sistema econômico mundial teve um notável ciclo de expansão, somente abalado a partir de fins de 2007, com os problemas financeiros relacionados ao mercado *sub-prime* norte-americano. O Brasil, na mesma fase, apresentou sinais de recuperação econômica, embora a um ritmo inferior à referida expansão mundial.

Para proceder à análise desenvolve-se, inicialmente, um Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, tendo como referência as relações comportamentais da seção 3, que discriminam teoricamente as posições financeiras *hedge*, *especulativa* e *Ponzi*. Partindo-se de uma posição de equilíbrio, tem-se que:

$$(1') (T + R_k + R_{of}) - G = G_a + G_i,$$

na qual as receitas totais do setor público, deduzidos de seus gastos correntes, equivalem ao exato montante dos gastos financeiros. Dividindo-se ambos os lados da equação (1') pela relação $1/(G_a + G_i)$, obtém-se o referido Índice:

$$(1'') \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a - G_i)} = 1$$

Diante desta condição de equilíbrio, é possível estabelecer as seguintes situações:

$$\text{se } \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a - G_i)} > 1, \text{ posição financeira } \textit{hedge};$$

$$\text{se } 0 < \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a - G_i)} < 1, \text{ posição financeira } \textit{especulativa};$$

$$\text{e se } \frac{(T + R_k + R_{of}) - G}{(G_a - G_i)} < 0, \text{ posição financeira } \textit{Ponzi}.$$

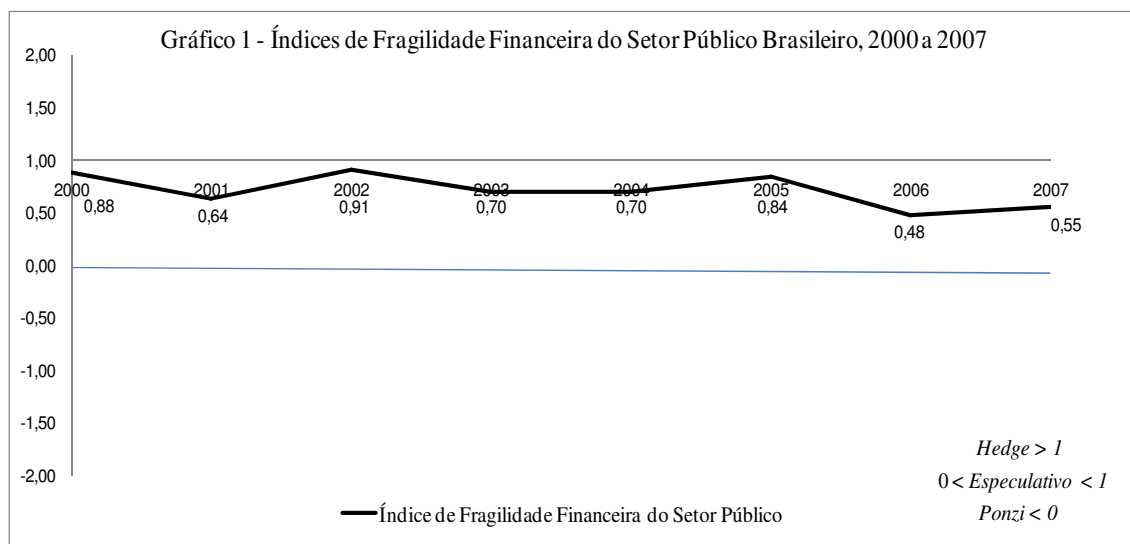
Baseado na *Consolidação das Contas Públicas* da Secretária do Tesouro Nacional (2008), para a construção do Índice de Fragilidade Financeira do Brasil utilizam-se os dados de receita total do setor público¹³ (cujas fontes são os impostos, as receitas de capital e outras fontes de receitas), apurados em regime de caixa, e os de despesas correntes e financeiras do setor público, apurados no regime de competência.

O Gráfico 1 apresenta o Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro. Como pode ser observado, durante todo o período 2000-2007, o setor público brasileiro situou-se na posição financeira *especulativa*, o que indica que em todo o período o setor público foi obrigado, de alguma forma, a refinanciar-se.

A despeito do bom momento do sistema econômico mundial entre 2003-2007, o referido Índice apontou que foi este o período em que o setor público brasileiro obteve os piores indicadores de fragilidade, principalmente em 2006, 0,46, e 2007, 0,55. Nos anos de 2003 a 2005, o Índice manteve-se relativamente estável, com destaque para o ano de 2005, no qual o aquecimento da economia brasileira refletiu-se em aumentos de receitas mais que proporcionais ao aumento de despesas, como apresenta a Tabela 1.

Em sentido inverso, no ano de 2002, época de turbulência na economia brasileira, o setor público auferiu seu melhor Índice de Fragilidade Financeira, 0,91. Neste particular, tem-se que em 2000, apenas um ano após a crise da economia brasileira em 1999, que a obrigou a mudar seus regimes cambial e monetário, o Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro atingiu seu segundo melhor resultado, 0,88. Sugere-se que, em momentos de crise, sobrevêm políticas econômicas contracionistas que almejam, em tese, garantir a solvência do setor público frente a seus compromissos assumidos.

¹³ Principalmente por incluir as receitas de capital, a receita total se diferencia da receita primária, variável usualmente utilizada como indicador para a determinação da solvência do setor público. Para mais, ver: Biage, M. et alii (2006).



OBS: Índice elaborado pelos autores.

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional (2008).

É possível inferir também que, a partir da Tabela 1, entre 2001 e 2002, as receitas do setor público cresceram acima das despesas, o que implicou no melhor Índice de Fragilidade Financeira obtido ao longo de todo o período, que ocorreu no ano de 2002, mesmo em período de crise. Entre 2003 e 2005 as taxas de crescimento das receitas e das despesas são mantidas em equivalência até 2006, ano em que as despesas crescem a uma taxa bastante superior ao crescimento das receitas.

TABELA 1

Taxas de variação (%) das despesas e receitas totais do Setor Público, 2000 a 2007

| Rubrica/Ano | 2000-2001 | 2001-2002 | 2002-2003 | 2003-2004 | 2004-2005 | 2005-2006 | 2006-2007 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Receitas | 11 | 21 | 9 | 11 | 14 | 13 | 14 |
| Despesas | 17 | 15 | 15 | 10 | 11 | 25 | 9 |

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional (2008).

Em 2006, o crescimento das despesas acima das receitas, comparativamente aos outros anos da série, deveu-se, por um lado, à antecipação do pagamento de dívidas brasileiras reestruturadas, tanto junto ao Clube de Paris quanto ao pagamento antecipado das dívidas renegociadas no bojo do Plano Brady por meio da retirada do mercado dos títulos *Bradies*, ambas concentradas em 2006, conforme destacam STN (2006) e BCB (2006). Por outro, somaram-se a estas amortizações, as operações de *swaps* cambiais desfavoráveis aos dispêndios financeiros do setor público, em 2006 e em 2007, bem como os juros nominais apropriados pela dívida líquida do setor público, em montante equivalente a 6,6% do PIB, em 2006, como mostra BCB (2007).

Desta forma, nestes anos, embora tenha ocorrido o crescimento das receitas públicas, impulsionadas pela melhoria da atividade econômica, as despesas financeiras do setor público expandiram-se em ritmo notadamente superior. Este aumento dos dispêndios financeiros determinou que os resultados auferidos pelo Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro ficassem fragilizados em 2006 e em 2007. Como foi mencionado anteriormente, mais uma vez o referido Índice permite sugerir que as políticas econômicas levadas a cabo no período 2000-2007 acompanharam o ciclo econômico, piorando os valores encontrados pelo Índice em tempos econômicos benignos de expansão.

Apreende-se da análise empírica que o setor público situou-se sempre em uma posição *especulativa*, o que explica sua crescente necessidade de endividamento¹⁴. Este endividamento crescente implica, por sua própria dinâmica, cada vez mais uma custosa rolagem, que tende a gerar encargos financeiros maiores, os quais, por sua vez, corroboram para o agravamento da posição *especulativa*. Em uma economia como a brasileira, na qual a taxa de juros básica manteve-se em patamares elevados no período em análise¹⁵, o recurso ao endividamento, típico de uma posição *especulativa*, tende a majorar periodicamente as despesas financeiras, o que insere o setor público em um círculo *especulativo*. Desta forma, como comprova o Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, os indicadores vão se ampliando ao longo do tempo, apontando que o setor público “embarca” para posturas financeiras mais próximas da posição *Ponzi*.

É possível argumentar-se, também, que a política fiscal do setor público brasileiro apresenta-se cada vez mais engessada. Na medida em que se precisa, cada vez mais, fazer frente a maiores dispêndios financeiros, suas possibilidades de ação estabilizadora – o *Big Government* de Minsky (1986) – são reduzidas e os efeitos de uma crise financeira poderão ser por demais nefastos. Tal situação tende a se agravar na vigência do regime de *metas de inflação*, que serve de âncora monetária e de impedimento à utilização da política monetária como outro possível estabilizador automático dos ciclos – o *Big Central Bank*¹⁶ minskyano.

¹⁴ A título de ilustração: em termos monetários, a dívida líquida do setor público atingiu R\$1.067 milhões, em dezembro de 2006, e R\$1.150 milhões, em dezembro de 2007, de acordo com BCB (2008).

¹⁵ A taxa de juros básica da economia brasileira foi, no período 2000 a 2007, segundo dados das séries temporais do Banco Central do Brasil (2008), de 17,5% ao ano, em média.

¹⁶ Atrelado a isto estão, ainda, os custos da Autoridade Monetária operar via mercado aberto sua política monetária, pois os custos da dívida mobiliária são bastante elevados, devido aos altos juros, como mostram os dados da Secretária do Tesouro Nacional (2008).

O engessamento da política fiscal processa-se por ser o superávit primário o intermediário de consecução da estabilidade do endividamento líquido do setor público relativamente ao PIB. Disto infere-se que o foco da política fiscal ao longo dos anos 2000-2007 foi bastante afastado daquelas políticas anticíclicas estabilizadoras que a perspectiva keynesiana/pós-keynesiana prescreve.

De fato e, com efeito, o que se percebe é que as ações da política econômica foram pró-cíclicas e corroboraram os argumentos de Hermann (2002), segundo os quais a atuação da política fiscal no Brasil aproxima-se da chamada “equivalência ricardiana”¹⁷. Por exemplo, em 2002, ano da crise de confiança em relação às eleições presidenciais, em que o crescimento do PIB, conforme BCB (2008), foi de 1,93%, o Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro alcançou seu melhor resultado, 0,91, o que indica um grande arrocho nos gastos públicos. Em oposição, no ano de 2007, quando o Brasil cresceu 5,4%, melhor resultado de expansão do PIB no período 2000-2007, o referido Índice obteve seu segundo pior valor, 0,55.

Em síntese, a análise empírica balizada pelo Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro mostra que o mesmo encontra-se em posição financeira fragilizada, ancorada na obtenção de superávits primários e em constante criação de endividamento para refinanciamento do estoque de dívida já existente. Assim sendo, tem-se que as possibilidades de atuação dos estabilizadores automáticos do setor público brasileiro encontram-se engessadas pela condução de suas políticas fiscal e monetária.

5. Considerações Finais

Embora Minsky não tenha utilizado o setor público como unidade de análise, sua HFF é plenamente aplicável a esse setor. Com a elaboração de um Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público Brasileiro, pode-se concluir que este setor tem-se assentado em posição *especulativa* ao longo dos anos 2000. A consequência direta disto é um crescente endividamento e o esgotamento dos graus de liberdade de atuação estabilizadora do setor público.

Anseia-se que possa ocorrer alguma forma de reestruturação das condições financeiras do setor público para que ele possa obter melhores indicadores de fragilidade, invertendo a lógica trilhada nos últimos anos, em que houve uma

¹⁷ Para mais informações sobre a equivalência ricardiana, ver, além de Hermann (2002), Barro, R. (1974).

fragilização crescente. As propostas para tal mudança devem basear-se, sobretudo, na contenção dos gastos financeiros, que estão sujeitos a alterações intempestivas, como a ocorrida em 2006.

Caso contrário, devido à fragilidade financeira das suas contas, o sistema financeiro exigirá esforços mais penosos do setor público brasileiro para validar suas expectativas de melhora futura de suas condições financeiras. Somente se enredado a tais esforços, o sistema financeiro concederá empréstimos que possibilitem a reestruturação das finanças públicas brasileiras, de uma forma tal que torne desnecessário ao País incorrer em refinanciamentos constantes de sua estrutura de passivos.

Referências Bibliográficas

- ALÉM, A. C. e GIAMBIAGI, F. (2000). *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus.
- ATKINSON, A. B. e STIGLITZ, J. E. (1980). *Lectures on Public Economics*. Nova York: McGraw-Hill Company.
- BAHRY, T. R. e GABRIEL, L. F. (2008). “A hipótese de instabilidade financeira e suas implicações para ocorrência de ciclos econômicos”. *Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política*, João Pessoa/PB.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2008). *Séries Temporais de Economia e Finanças*. <http://www.bcb.gov.br>, acesso em setembro de 2008.
- _____. (2006). *Relatório de Inflação, Seção 3, Políticas Creditícias, Monetária e Fiscal*. Brasília, dezembro.
- _____. (2006). *Relatório de Inflação, Evolução dos Indicadores de Sustentabilidade Externa*. Brasília, março.
- BARRO, R. J. (1974). “Are governments’ bonds net wealth?” *Journal of Political Economy*, 81: 1095-1117.
- BIAGE, M., CÔRREA, V. P., NEDER, H. D. e VAL MUNHOZ, V. C. (2006). “Risco país, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil: uma análise de impactos por meio da metodologia VAR”. *Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política*, Vitória/ES.
- CARVALHO, F. J. C. (1987). “Stabilizing an unstable economy – Resenha Bibliográfica”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 17(1): 257-264.

- DEPEC/BCB (Departamento de Política Econômica do Banco Central do Brasil). (2006). *Manual de estatísticas fiscais divulgadas pelo Departamento Econômico do Banco Central*. Brasília.
- GALBRAITH, J. (2008). “The generalized Minsky Moment”. *Conference Proceedings of the 17th Annual Minsky Conference on the State of the U.S. and World economics: credit, markets and the real economy – is the financial system working?* Blithewood/USA, pp. 22-32.
- GIAMBIAGI, F. (2006). “A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual o limite para o aumento dos gastos públicos?” *Textos para Discussão do IPEA*, nº 1169. Rio de Janeiro.
- HERMANN, J. (2002). “A macroeconomia da dívida pública: notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002)”. *Textos para Discussão*. <http://www.ie.ufrj.br/moeda>, acesso em setembro de 2008.
- KEYNES, J. M. (1964). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: HBJ Book.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Heaven: Twentieth Century Fund Report.
- _____. (1992). “The Financial Instability Hypothesis”. *The Jerome Levy Economics Institute*, Working Paper nº74.
- MODENESI, A. de M. (2005). *Regimes Monetários: teoria e experiência do Real*. São Paulo: Manole.
- PAULA, L. F. e ALVES, J. A. J. (2000). “External financial fragility and the 1998 – 1999 Brazilian currency crisis”. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 22(4): 589-617.
- _____. (2003). “Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskyano”. *Análise Econômica*, 21(39): 137-160.
- SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (2008). *Consolidação das Contas Públicas*. http://www.tesouro.fazenda.gov.br/contabilidade_governamental/execucao_orcamentaria_do_GF/Consolidacao_Contas_Publicas.xls, acesso em setembro de 2008.
- _____. (2006). “Brasil realiza resgate antecipado dos Bradies”. *Informe Dívida: abril*. http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Call_dos_Bradies.pdf, acesso em fevereiro de 2009.
- SILVA, T. F. M. R. (2008). “Uma análise sistêmica para o papel dos bancos e das firmas no desenvolvimento do ciclo minskyano”. *Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política*, João Pessoa/PB.

Anexo

TABELA 2
Consolidação das Contas Públicas – Receitas Totais e Despesas (Correntes e Financeiras), 2000 a 2007 em R\$

| Rubrica/Ano | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| DESPESAS CORRENTES (1) | 435.402.127.876,36 | 503.067.399.723,12 | 574.969.327.196,43 | 671.509.756.212,85 | 753.859.889.619,60 | 863.891.658.166,10 | 1.026.213.482.641,58 | 1.141.529.719.376,65 |
| JUROS E ENCARGOS DA DÍVIDA (2) | 47.431.187.066,12 | 63.320.357.141,62 | 66.924.131.082,49 | 79.388.057.431,32 | 88.593.593.623,46 | 105.947.995.185,26 | 168.640.197.221,65 | 158.599.653.543,50 |
| DESPESAS DE CAPITAL (3) | 27.405.933.047,94 | 33.366.056.326,09 | 34.091.501.681,03 | 29.674.104.646,41 | 37.912.632.610,59 | 45.396.236.333,11 | 57.259.035.148,59 | 72.873.828.742,77 |
| AMORTIZAÇÃO (4) | 51.892.228.273,17 | 61.198.358.641,66 | 76.828.943.801,25 | 87.903.783.303,17 | 80.254.728.488,61 | 58.620.419.205,88 | 132.303.289.352,57 | 109.559.347.573,38 |
| INVERSÕES FINANCEIRAS (5) | 16.789.404.081,55 | 24.517.357.339,01 | 26.662.600.976,46 | 27.404.398.355,00 | 26.562.943.031,74 | 28.096.687.843,55 | 33.360.345.109,81 | 38.290.884.807,29 |
| DESPESAS CORRENTES (1-2+3+5) | 432.166.277.939,73 | 497.630.456.246,60 | 568.799.298.771,43 | 649.200.201.782,94 | 729.741.871.638,47 | 831.436.587.157,50 | 948.192.665.678,33 | 1.094.094.779.383,21 |
| DESPESAS FINANCEIRAS (2+4) | 99.323.415.339,29 | 124.518.715.783,28 | 143.753.074.883,74 | 167.291.840.734,49 | 168.848.322.112,07 | 164.568.414.391,14 | 300.943.486.574,22 | 268.159.001.116,88 |
| DESPESA TOTAL (1+2+3+4+5) | 531.489.693.279,02 | 622.149.172.029,88 | 712.552.373.655,17 | 816.492.042.517,43 | 898.590.193.750,54 | 996.005.001.548,64 | 1.249.136.152.252,55 | 1.362.253.780.500,09 |
| RECEITA TOTAL* | 519.869.778.133,32 | 576.912.008.689,88 | 700.234.073.431,35 | 765.548.818.076,39 | 847.875.904.696,07 | 970.247.741.762,41 | 1.092.008.153.826,17 | 1.242.493.908.521,90 |

*Receita total são as receitas de arrecadação de impostos, receitas de capital e de outras fontes.

FONTE: Secretaria do Tesouro Nacional (2008)