

análise de conjuntura

Finanças Públicas

VERA MARTINS DA SILVA

p. 3

Vera Martins da Silva analisa a conjuntura econômica brasileira, com enfoque na evolução das Transações Correntes e nas fontes de financiamento dela, além da evolução das reservas e da taxa de câmbio efetiva real.

Setor Externo

VERA MARTINS DA SILVA

p. 7

Vera Martins da Silva discute a situação das finanças públicas brasileiras, mostrando a evolução do resultado primário do Governo Central, dividido em Tesouro Nacional, Banco Central e Previdência Social.

temas de economia aplicada

Perspectivas da Economia Mundial para o Triênio 2017-2019

JOSÉ PAULO ZEETANO CHAHAD

p. 13

José Paulo Zeetano Chahad faz uma resenha, destacando os principais elementos da evolução esperada do PIB global, assim como do nível de atividade nas principais regiões em que são classificados os países analisados.

Reformas nos Regimes de Previdência de Servidores Públicos Cíveis na OCDE e PEC 287 no Brasil

ROGÉRIO NAGAMINE COSTANZI

p. 21

Rogério Nagamine Costanzi discute sobre os regimes de previdência dos servidores públicos e do setor privado em vários países do mundo e faz um paralelo com a PEC 287 no Brasil.

Democracia, *Rent-Seeking* e Aumento do Tamanho do Governo no Brasil

ELSON RODRIGO DE SOUZA SANTOS

p. 26

Elson Rodrigo de Souza Santos explora os fundamentos da interação entre democracia, *rent-seeking* e tamanho do governo no Brasil, tomando como base o choque provocado pela abertura política na metade da década de 1980.

Entendendo a Renegociação das Dívidas Estaduais com a União

GUILHERME TINOCO DE LIMA HORTA

p. 31

Guilherme Tinoco de Lima Horta faz um histórico dos diferentes processos de renegociação das dívidas estaduais com a União, além de mostrar quais as outras possíveis formas de apoio que estão em negociação.

Somos um país muito endividado?

VICTOR CEZARINI

p. 36

Victor Cezarini explica as diferentes métricas utilizadas para medir a capacidade de pagamento de um país e discute se o Brasil é muito endividado de acordo com elas.

Neutralidade da Moeda: Novo-keynesianos

VITOR KAYO DE OLIVEIRA

p. 43

Vitor Kayo de Oliveira faz uma pequena resenha a respeito de como a escola Novo-Keynesianos apresenta a relação teórica entre moeda e variáveis reais, sobretudo o produto agregado e o nível de emprego.

Relatório de Indicadores Financeiros

NEFIN-USP

p. 48

O Núcleo de Economia Financeira da USP apresenta a evolução dos valores de quatro tipos de carteiras, do *dividend yield*, do *short interest* e do índice de volatilidade futura esperada para o mercado acionário brasileiro.

economia & história

Ribeirão Preto e o Imposto sobre Cafeeiros

LUCIANA SUAREZ LOPES

p. 53

Luciana Suarez Lopes analisa a arrecadação com o imposto sobre a atividade cafeeira em Ribeirão Preto e seus impactos sobre as finanças públicas municipais.

Observatório do Emprego e do Trabalho

O Observatório do Emprego e do Trabalho oferece aos formuladores de políticas públicas um conjunto de ferramentas inovadoras para aprimorar as possibilidades de análise e de compreensão da evolução do mercado de trabalho.

O Observatório inova a análise do mercado de trabalho em dois aspectos importantes. Primeiro, utiliza um conjunto de indicadores novos, especialmente criados pelos pesquisadores da FIPE, os quais juntamente com indicadores mais conhecidos e tradicionais permitirão um acompanhamento mais detalhado do que ocorre no mercado de trabalho. Segundo, porque estes indicadores podem ser utilizados tanto para analisar o mercado como um todo, quanto para analisar aspectos desagregados do mercado como, por exemplo, uma ocupação ou um município. São indicadores poderosos, que oferecem uma visão de curto prazo e também podem formar uma série histórica. O conjunto de indicadores pode ser usado para acompanhar tanto as flutuações decorrentes das alterações conjunturais de curto prazo quanto as evoluções estruturais de longo prazo. Mensalmente é divulgado um Boletim que apresenta um resumo do que ocorreu no mercado de trabalho do Estado. As bases de dados que originam as informações divulgadas pelo Observatório são: a) CAGED (MTE); b) RAIS (MTE); c) PNAD (IBGE).

O Observatório do Emprego e do Trabalho foi desenvolvido e é mantido em conjunto pela Secretaria do Emprego e Relações do Trabalho do Governo do Estado de São Paulo (SERT) e pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas da USP (FIPE).

Para saber mais, acesse:

<http://www.fipe.org.br/projetos/observatorio/>

INFORMAÇÕES FIPE É UMA PUBLICAÇÃO MENSAL DE CONJUNTURA ECONÔMICA DA FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS – ISSN 1678-6335

Conselho Curador

Juarez A. Baldini Rizzieri
(Presidente)
Andrea Sandro Calabi
Denisard C. de Oliveira Alves
Eduardo Amaral Haddad
Francisco Vidal Luna
Hélio Nogueira da Cruz
José Paulo Zeetano Chahad
Simão Davi Silber
Vera Lucia Fava

Diretoria

Diretor Presidente
Carlos Antonio Luque
Diretora de Pesquisa
Maria Helena Garcia
Pallares Zockun
Diretor de Cursos
José Carlos de Souza
Santos

Pós-Graduação

Márcio Issao Nakane
Secretaria Executiva
Domingos Pimentel
Bortoletto
Conselho Editorial
Heron Carlos E. do
Carmo
Lenina Pomeranz



Luiz Martins Lopes
José Paulo Z.
Chahad
Maria Cristina
Cacciamali
Maria Helena G.
Pallares Zockun
Simão Davi Silber

Preparação de Originais e Revisão

Alina Gasparello de
Araujo <http://www.fipe.org.br>

Editora-Chefe
Fabiana F. Rocha

Produção Editorial
Sandra Vilas Boas

análise de conjuntura



Finanças Públicas: Entre uma Recessão Tenebrosa e um Desequilíbrio Fiscal Espantoso

VERA MARTINS DA SILVA (*)

No âmbito das finanças governamentais, foi-se o tempo de obtenção de superávits primários, sujeitos à contabilidade criativa ou não. Desde 2015, ocorrem déficits, ou seja, tanto o primário como o já recorrente déficit nominal, o que inclui as contas financeiras, este já tido como normal ou natural nas contas públicas brasileiras. No ano de 2016, o déficit primário foi calculado em R\$ 154,3 bilhões contra um déficit de R\$ 114,7 bilhões em 2015, em valores correntes. O resultado decorre da forte recessão que assola a economia¹ e só não foi pior devido aos recursos obtidos com a repatriação de valores do exterior, com a entrada de R\$ 47 bilhões. Em termos reais, usando o IPCA (Índice de Preços ao Con-

sumidor Amplo do IBGE), o déficit primário passou de R\$ 122,7 bilhões para R\$ 155,5 bilhões, ou seja, um aumento de R\$ 32,7 bilhões, que acabaram gerando uma dívida adicional ao estoque de dívida já pressionada por taxas de juros elevadas.

A maior causa do aumento do primário em 2016 foram as contas da Previdência, cuja receita do Regime Geral recuou R\$ 23 bilhões, resultado da queda da atividade econômica e do desemprego generalizado, e da queda das receitas públicas em geral, com destaque para a queda da receita administrada pela Receita Federal, de R\$ 14 bilhões. As Transferências aos governos subnacionais aumenta-

ram entre 2015 e 2016 em R\$ 3,7 bilhões, como resposta às pressões por alívio nas contas em meio à recessão, e especialmente devido ao repasse do principal e das multas do Imposto de Renda relativo aos recursos repatriados do exterior. Depois das Transferências por Repartição de Receita, a Receita Líquida da União caiu R\$ 47 bilhões, ou 4,1% em relação ao ano anterior, enquanto as Despesas caíram bem menos, R\$ 15 bilhões (1,2%). Esta tem sido a característica das despesas públicas no Brasil, bem menos flexíveis do que as receitas públicas. Entre os itens de Despesa, a maior expansão foram os Benefícios Previdenciários, com aumento de R\$ 35 bilhões entre 2015 e 2016.

A Tabela 1 apresenta os valores do déficit primário segundo as grandes instituições públicas entre 2015 e 2016, a preços constantes (IPCA). Destaque-se que o resultado do Tesouro, apesar de ainda ser negativo, caiu substancialmente em relação ao ano anterior, 2015, pois ao final deste último (2015) foram pagos uma série de atrasos de pagamentos decorrentes da

”contabilidade criativa” dos anos anteriores. O ano de 2016 já ficou livre desse legado funesto, mas a economia em recessão profunda ainda levou a um primário negativo para o Tesouro Nacional. O déficit previdenciário do Regime Geral foi de R\$ 152 bilhões, um acréscimo de R\$ 57 bilhões sobre o ano anterior.

Tabela 1 – Resultado Primário do Governo Central em 2015 e 2016, R\$ Milhões

	2015		2016
	A	B	A - B
Resultado do Tesouro Nacional	-27.177,7	-2.317,2	24.860,5
Resultado do Banco Central	-778,9	-988,1	-209,2
Resultado da Previdência Social (RGPS)	-94.805,4	-152.210,5	-57.405,2

Fonte: Resultado do Tesouro Nacional, dez/2016 – Tabela 1.2.

A recessão é a grande vilã da situação das contas públicas na medida em que derruba vendas, faturamento e importações, especialmente do setor industrial. Do ponto de vista da receita pública, as principais fontes foram afetadas pela queda dos montantes arrecadados: R\$ 16 bilhões da COFINS – Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social, R\$ 11 bilhões do Imposto sobre Produtos Industrializados e R\$ 11 bilhões do Imposto de Importação. No caso da Previdência, no âmbito do setor rural, houve até um aumento da arrecadação, de R\$ 233 milhões, que não ajudou a reverter o desastre financeiro da área urbana, onde houve queda de arrecadação de R\$ 23 bilhões.

Outros grandes itens de receita que tiveram modificações importantes foram a queda de R\$ 10 bilhões em dividendos de empresas estatais – estas, por sua vez, também sujeitas ao *stress* de mercados recessivos – e a queda da cota-parte das compensações financeiras, especialmente devido à queda dos preços do petróleo, o que impactou negativamente não só a União, mas os Estados produtores, como a caótica situação do Rio de Janeiro deixa evidente. Há que se destacar, também, a enorme perda de receita tributária com incentivos

fiscais, que aumentaram em R\$ 152 bilhões entre 2015 e 2016. Pelo lado da entrada de recursos, além da já citada receita por repatriação de recursos do exterior, que corresponde a R\$ 23 bilhões, a receita da União foi também aumentada em R\$ 16 bilhões em Concessões e Permissões, principalmente devido à concessão de 29 usinas hidrelétricas.² Neste ponto, cabe a seguinte pergunta: o que seria da receita pública e do resultado primário sem esse conjunto volumoso de expedientes gerenciais? E até quando será possível essa “criatividade arrecadatória” sem um sério processo de readequação fiscal?

Pelo lado das despesas, além dos pagamentos dos atrasados ao final de 2015, em 2016 ocorreu um aumento de pagamentos de Restos a Pagar, que são compromissos de pagamentos deixados para o ano seguinte ao de execução do orçamento anual. Este tipo de despesa, que vinha crescendo aceleradamente, está deixando de ser uma importante fonte de financiamento público, e seu pagamento aumentou em R\$ 5 bilhões entre 2015 e 2016, quando alcançou R\$ 32,8 bilhões.³ No âmbito das despesas discricionárias, um dos itens mais afetados pela situação econômica e fiscal do go-

verno foi o Programa Minha Casa, Minha Vida, com queda de R\$ 14 bilhões entre 2015 e 2016.

Além dos incentivos fiscais, uma grande fonte do desequilíbrio fiscal primário é a Previdência, objeto de uma proposta de reforma em tramitação no Congresso, que visa restringir as condições de acesso aos benefícios, seja em termos de idade, tempo de contribuição e pensões, com regras de transição entre o sistema existente e o novo modelo, de modo que os efeitos fiscais de eventuais mudanças ainda vão demorar a aparecer. No curto prazo, predomina uma corrida por parte dos possíveis beneficiários ao atual sistema e o peso do desemprego e queda das contribuições das empresas ao sistema, tornando os resultados negativos mais avassaladores. O déficit da Previdência aumentou 61%, passando de R\$ 95 bilhões em 2015 para R\$ 152 bilhões em 2016. A arrecadação líquida teve queda de R\$ 22 bilhões, ou seja, 5,6%, enquanto os benefícios tiveram aumento de R\$ 35 bilhões, ou 7,2%. Pelo lado da receita, houve decréscimo de repasses do Tesouro em função da reversão de alíquotas diferenciadas a alguns setores e também a redução de R\$ 2,5 bilhões em função do regime diferenciado do SIMPLES, que corresponde a cerca de 10% da arrecadação das contribuições previdenciárias.

1 O Novo Regime Fiscal

A novidade dentro da questão fiscal foi a aprovação ao final de dezembro de 2016 da Emenda Constitucional 95/2016, que instituiu o chamado Novo Regime Fiscal, que limita as despesas primárias reais da União, individualizando cada um dos seus Poderes, Tribunal de Contas, Ministério Público, Defensoria da União e Conselho Nacional da Justiça por 20 anos, sendo possível a alteração a partir do décimo ano de vigência da Emenda. Em 2017, os valores limites são os valores pagos (momento da emissão das Ordens Bancárias) em 2016 atualizados por 7,16%; a partir de 2018, o limite será o do exercício anterior, atualizado pela taxa de inflação de 12 meses encerrada em junho do ano anterior à sua execução.⁴

Apesar de a Emenda definir um horizonte de 20 anos para o congelamento de gastos primários reais, a partir do décimo ano o Poder Executivo pode apresentar Lei Complementar para alterar o método de correção dos limites. Então, pode-se dizer que o limite real de gastos é de 10 anos, e não de 20. Resta saber se até lá a regra de limite de despesas vai mesmo ser duramente cumprida ou se as pressões inerentes sobre os recursos públicos encontrarão novas formas criativas de se concretizar. De qualquer modo, a luta pelos recursos públicos deve se intensificar e não está garantida sua melhor

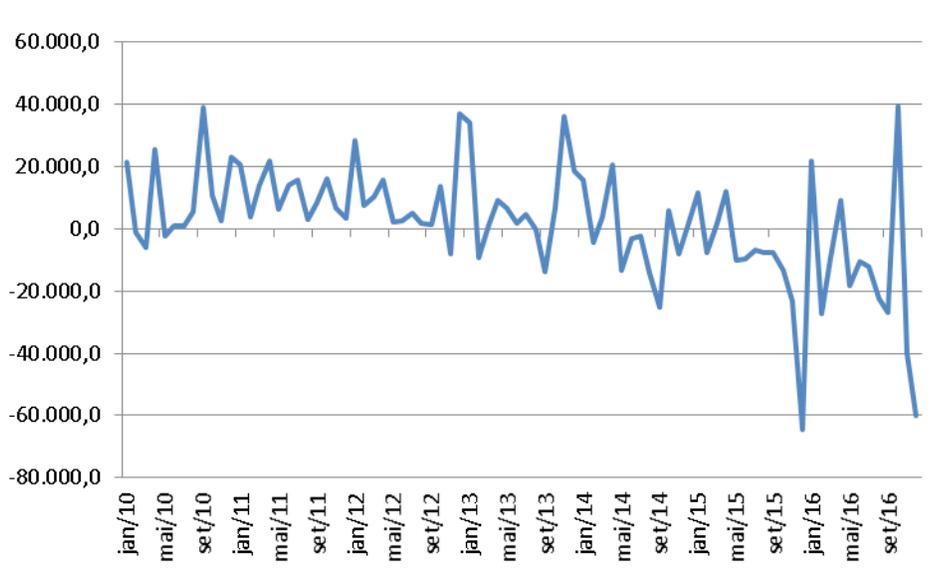
alocação, e sim maior apropriação pelos grupos mais bem representados.⁵ Por outro lado, sendo a Previdência Pública uma grande fonte de gastos, sua reforma pode amenizar a expansão do gasto primário. Contudo, há que se notar que não é só pela Previdência que a transferência de recursos ocorre. Uma fonte gigante de transferências são os incentivos fiscais e previdenciários. Há todo um conjunto de benefícios e regimes tributários diferenciados, que tornam o sistema fiscal muito complexo, oneroso e disfuncional. Caberia, portanto, uma reordenação completa do sistema fiscal nacional, incluindo a análise de cada programa de governo, eventualmente uma política de recuperação de receita e até a criação de novos impostos. Ver Gráfico 1 sobre o desempenho do resultado primário do governo central desde janeiro de 2010, mostrando que a deterioração desse indicador passou a ocorrer em meados de 2014, com a recessão se espalhando pela economia.

Enquanto as novas regras fiscais vão ganhando vida e implementação, a recessão continua derrubando as receitas públicas; muitos desempregados, que anteriormente eram usuários dos serviços privados de saúde e educação, passam a demandar Estados e Municípios por estes serviços públicos, causando maior pressão por gastos nesses também comprometidos governos subnacionais. Em decorrência de maior exigência de gastos

e, em alguns casos, de administrações fiscais irresponsáveis, vê-se a decretação de calamidade pública em alguns Estados e Municípios, que buscam auxílio financeiro na União. A dificuldade é que a recessão é uma questão premente e as soluções que estão sendo desenhadas exigem tempo para produzir algum efeito. Enquanto isso, o desequilíbrio primário continua imperando e a dívida continua em elevação. Por sorte e muito trabalho de convencimento político, há confiança no País, cujos melhores indicadores são a continui-

dade do financiamento público mesmo com taxas reais de juros em declínio e também entrada de recursos externos para financiar a baixa poupança, especialmente a despoupança pública. Melhor assim... por enquanto, porém, a agenda de gerenciamento da ação pública permanece, destacando-se o relacionamento entre Tesouro e Banco Central, ainda problemático, e as despesas com juros decorrentes de questões variadas, especialmente com variações cambiais e outras.

Gráfico 1 – Resultado Primário Real do Governo Central - Jan/2010 - Dez/2016 - R\$ Milhões (IPCA)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

- 1 Em 2016, segundo a Pesquisa Mensal do Comércio do IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, a queda foi de 6,2% no varejo. Mesmo o setor de serviços, grande campeão de desempenho nos últimos anos, apresentou queda de 5% sobre 2015 (Pesquisa Mensal dos Serviços).
- 2 A receita oriunda da repatriação dos recursos do exterior foi repartida em cerca de 50% com Estados e Municípios por se tratar de base tributária partilhada, qual seja, o Imposto de Renda.
- 3 O estoque de Restos a Pagar no início de 2017 era de R\$ 150 bilhões, cerca de 7% do orçamento, apesar de nem tudo ainda se tratar de compromissos financeiros a serem pagos, cabendo em muitos casos a verificação da efetiva prestação de serviços ou compras. Em todo caso, é um conjunto enorme de gastos potenciais que formam um orçamento do tipo “sombra” e que deveria ser objeto de maior transparência e regramento.
- 4 Ver Boxe 1 do Relatório do Tesouro Nacional, janeiro/2017.
- 5 Note-se que o teto de gastos da EC 95/2016 abrange apenas a União, deixando Estados e Municípios de fora. Também não abrange as Transferências Constitucionais relativas às cotas-partes das compensações financeiras devidas pela exploração de recursos naturais, receitas tributárias partilhadas, créditos extraordinários em casos de guerra, comção interna ou calamidade pública, despesas não recorrentes da Justiça Eleitoral para realização de eleições e aumento de despesas de capital de empresas não dependentes.

(*) Economista e doutora em Economia pela USP.
(E-mail: veramartins2702@gmail.com).

Setor Externo: Nebulosidade e Turbulências à Frente

VERA MARTINS DA SILVA (*)

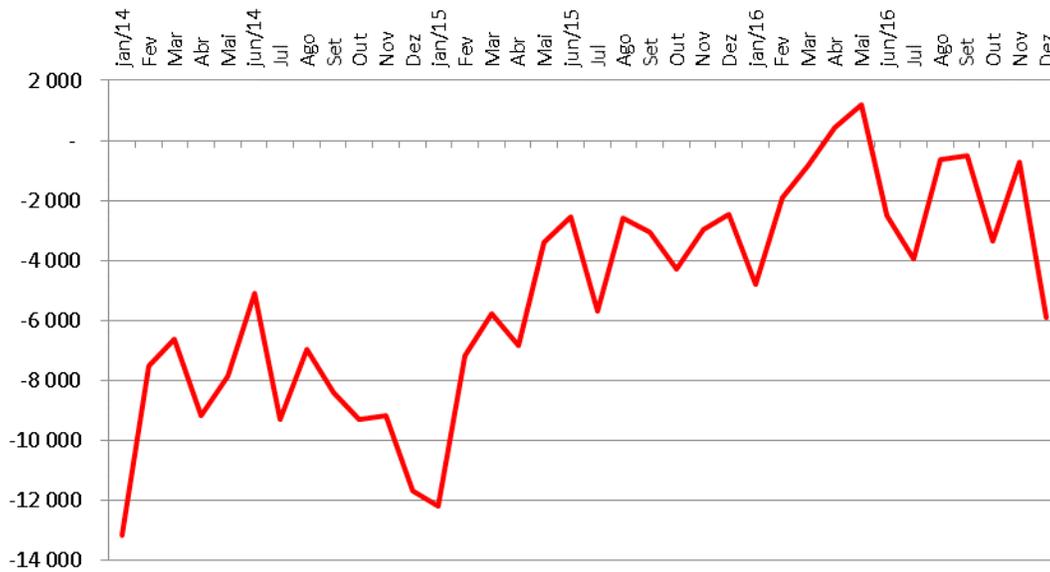
O resultado atual das contas externas, analisado sob a ótica das Transações Correntes, um dos principais agregados do Balanço de Pagamentos, mostra continuidade do ajuste externo iniciado no começo de 2015. Antes disso, o período de forte incentivo ao gasto do governo e das famílias no primeiro mandato da presidente Dilma – conhecido na área econômica como “Nova Matriz Econômica” – havia levado a substancial aumento do déficit em Transações Correntes, financiado por entradas de recursos externos. A partir do início de 2015, o sonho, a festa e as eleições acabaram, o partido no poder efetivamente conseguiu a reeleição, mas o Brasil perdeu o grau de investimento, condição necessária para o aporte de recursos

dos grandes fundos de pensão estrangeiros. Além disso, houve o declínio dos preços das *commodities* e a paralisação das grandes construções e construtoras no âmbito da Operação Lava Jato. Os efeitos disso foram a redução do dinamismo da economia, a queda da receita pública e, a face mais cruel da crise econômica, uma forte queda no emprego e mesmo das atividades informais. Como resultado, as importações tiveram queda em um contexto recessivo e, agora, num novo contexto internacional.

O Gráfico 1 mostra a evolução das Transações Correntes, em valores mensais desde janeiro de 2014, refletindo o forte ajuste pelo qual passou a economia brasileira no *front* externo desde o início de

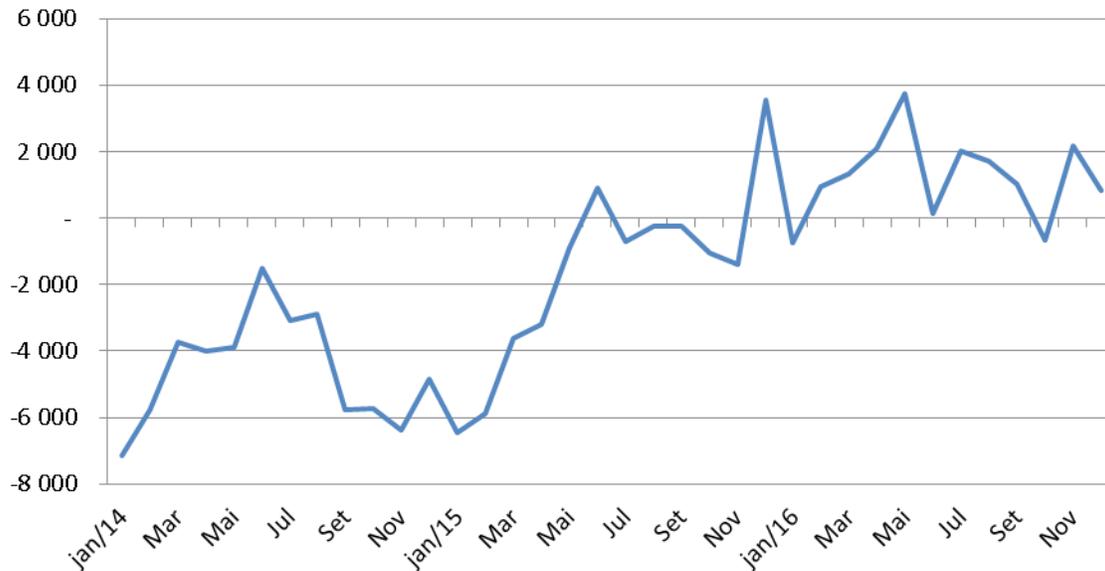
2015, mas ainda com a presença de déficit em Transações Correntes: em 2014, o valor médio mensal do déficit em Transações Correntes era de US\$ 8,7 bilhões, caiu para US\$ 4,9 bilhões e para US\$ 2 bilhões em 2016, ou seja, um forte ajuste forçado pela recessão. A Balança Comercial explica boa parte desse ajuste da economia brasileira, o que pode ser visto nos Gráficos 2 e 3, onde fica evidente que o bom resultado da Balança Comercial de Bens e Serviços a partir de 2015 foi principalmente em função da queda de Importações de Mercadorias já a partir do final de 2014, quando a queda da atividade econômica passa a se espalhar pela economia.

Gráfico 1- Transações Correntes - US Milhões, Jan/2014-Dez/2016



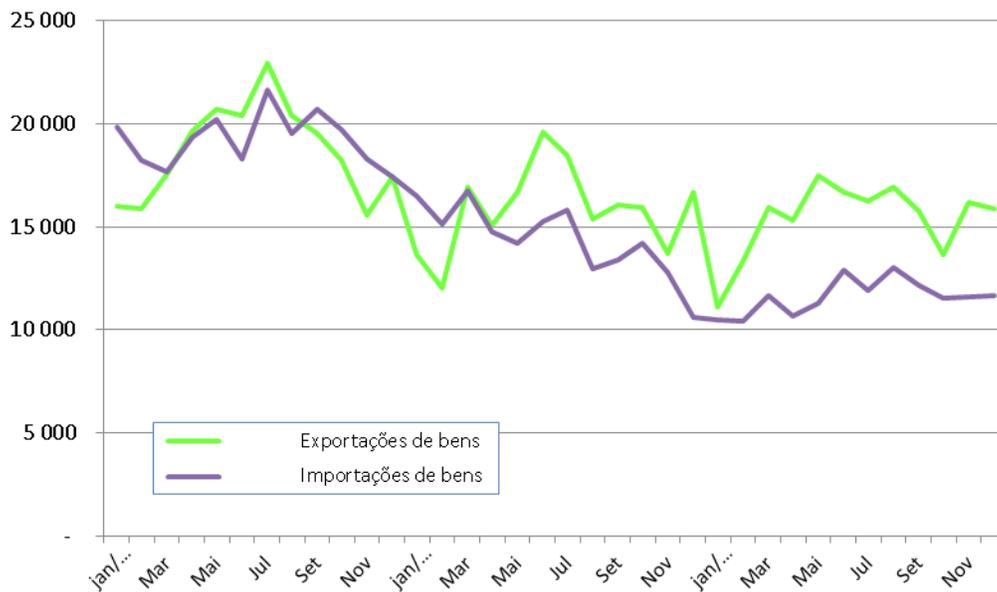
Fonte: Bacen.

Gráfico 2 – Balança Comercial - Bens e Serviços – Jan/14 a Dez/16 – US\$ Milhões



Fonte: Bacen.

Gráfico 3 – Exportações e Importações de Mercadorias – Jan/2014 a Dez/2016 US\$ Milhões



Fonte: Bacen.

No que se refere aos Serviços, o Brasil tem sido sistematicamente deficitário. Mas mesmo nesse caso, o ajuste foi forte, com queda do valor médio mensal do déficit de US\$ 4 bilhões em 2014 para US\$ 3 bilhões e US\$ 2,5 bilhões em 2015 e 2016. O grande item de despesa, neste caso das contas de Serviços em Transações Correntes, são os pagamentos de rendimentos a residentes no exterior, seja pelo pagamento dos rendimentos do Investimento Direto no País, cuja média mensal foi de US\$ 1,8 bilhões em 2016, como o pagamento de juros (Rendimentos de Carteira), que nesse ano teve uma média mensal de US\$ 1,2 bilhões.

Nesses últimos anos, tem ocorrido uma mudança na composição das principais fontes de financiamento com relativa estabilidade do Investimento Direto e re-

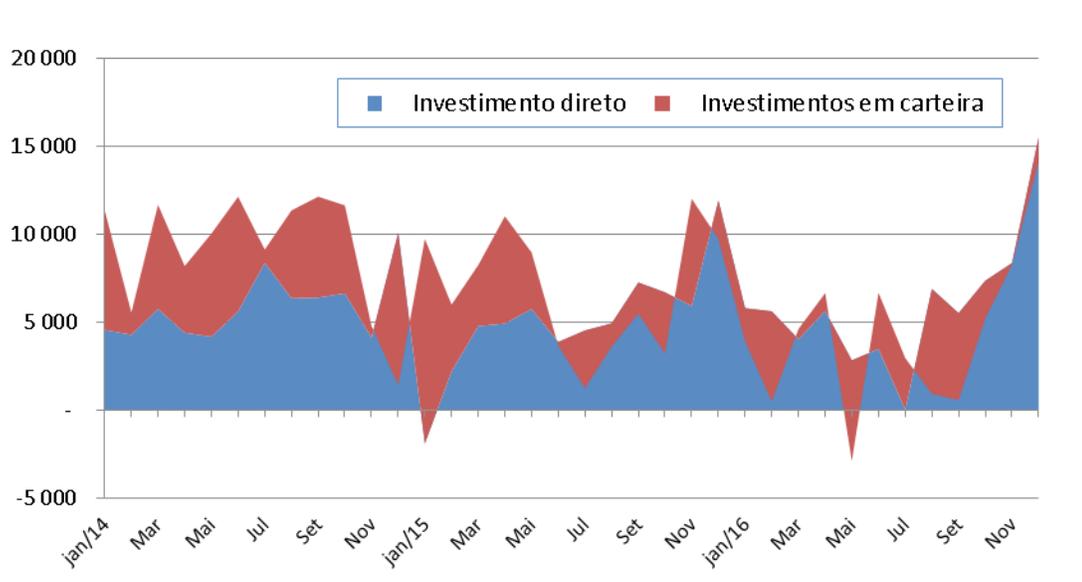
dução do Investimento em Carteira, especialmente em 2016, quando houve uma saída líquida deste tipo de investimento. Em princípio, isto indica um movimento no sentido de investimentos de prazo mais longo e com menor capacidade de perturbar o mercado cambial. A Tabela 1 apresenta as informações desses dois tipos de entrada de capitais no Brasil em termos de médias mensais. O Gráfico 4 apresenta os valores mensais do Investimento Direto no País e o Investimento em Carteira, destacando-se a redução desses valores ao longo de 2016, enquanto as crises política e econômica iam se desenrolando. Note-se que os dois tipos de entrada de capital aqui salientados oscilam muito ao longo dos meses, conforme as condições dos vários mercados e de decisões das firmas envolvidas.

Tabela 1 - Principais Fontes de Financiamento Externo – Média Mensal, 2014/2015/2016 - US\$ Milhões

	2014	2015	2016
Investimento Estrangeiro Direto	5.905	5.081	5.932
Investimento em Carteira	3.226	1.837	-1.637

Fonte: Balanço de Pagamentos, site Bacen, 08/02/2017.

Gráfico 4 - Principais Fontes de Financiamento de Transações Correntes - Jan/2014 a Dez/2016 - US\$ Milhões



Fonte: Bacen.

A questão mais relevante no momento é qual o impacto da mudança da presidência americana sobre os diversos mercados internacionais e seu impacto na economia nacional. E a questão é tão importante quanto o tamanho da economia americana e suas relações com o Brasil. A Tabela 2 mostra a participação do investimento estrangeiro no País segundo a origem do capital dos principais investidores, desde 2001 até 2016, destacando-se uma queda na importância relativa dos Estados Unidos, que, contudo, continua sendo individualmente o maior investidor no Brasil. As ideias, e pelo que tudo indica, as ações do presi-

dente americano Trump para impedir que as firmas americanas invistam no exterior e sua disposição para enfrentar uma eventual guerra comercial com a China podem causar um bom estrago nos fluxos de capitais que vêm ao Brasil, apesar de vários sinais de melhoria nas condições econômicas domésticas. Não somos o México, mas podemos ser afetados, e muito, pelas políticas americanas. Um ambiente de protecionismo entre as grandes economias tem poder destruidor não desprezível por aqui, apesar da retórica oficial de vários países de ampliar as relações comerciais.

Tabela 2 - Participação do Investimento Estrangeiro Segundo Origem do Capital - Países Selecionados (%)

	2001 a 2016	2010 a 2016
Estados Unidos	18	15
Países Baixos	18	19
Luxemburgo	4	11

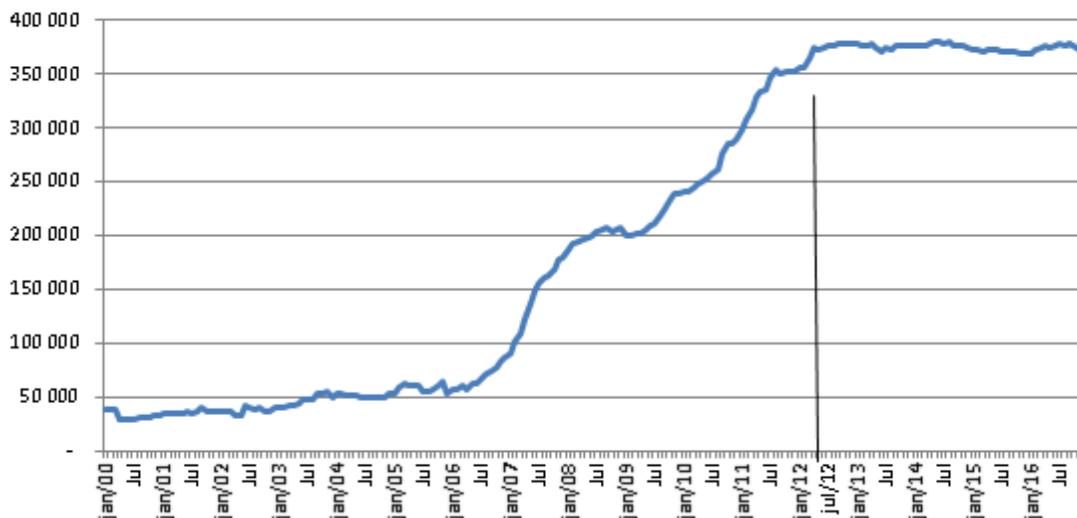
Fonte: Bacen, *site*, séries históricas, 08/02/2017.

Para os próximos meses, deve ocorrer ainda uma relativa estabilidade das relações com os demais parceiros econômicos, dos resultados externos e do câmbio, ou seja, metaforicamente falando, caminhando devagar e com cuidado na neblina. No médio prazo, contudo, as exportações brasileiras ainda carecem de melhor infraestrutura, o que dificilmente vai ser revertido no curto e no médio prazos, e as importações devem se recuperar à medida que a economia doméstica voltar a crescer, mas tudo isso num ambiente externo bem mais competitivo. A tendência para os próximos anos é o retorno de maiores déficits em Transações Correntes, mas provavelmente com fontes de financiamento externo mais complicadas. Há também grande chance de o Brasil passar a um período de depreciação cambial, o que não é um resultado de todo indesejável, já que a apreciação cambial tem retornado ao cenário econômico. Isto é, depois de um período não muito longo de câmbio depreciado, logo após a perda do grau

de investimento e da crise política ligada ao “impeachment” da presidente Dilma, quando se poderia supor que o câmbio teria atingido certo “valor de equilíbrio”, a apreciação voltou com a retomada da confiança no novo governo e a redução do risco associado ao País. Os fluxos para o Brasil devem ser impactados com o novo governo americano que, além da política comercial protecionista, deve também modificar a política monetária em termos de elevação das taxas de juros.

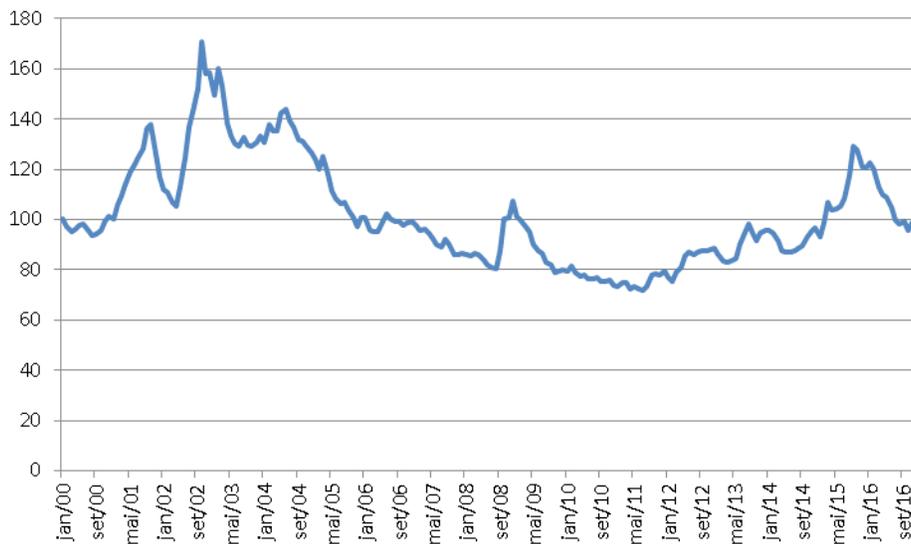
Por sorte, as Reservas estão num nível além do confortável para garantir a solvência do País; apesar de, pelo visto, o período de “enriquecer” já ter passado, agora é trabalhar para administrar as contas do melhor modo possível. O Gráfico 5 apresenta a evolução das Reservas desde 2000, mostrando que o período de acumulação de reservas ocorreu entre meados de 2006 até meados de 2012, seis anos de “vacas gordas”, agora seguidos de anos difíceis. O Gráfico 6 mostra a evolução do Índice de Câmbio Real, calculado pelo Bacen, com base em junho de 1994. Interessante notar que depois de todas as idas e vindas de movimento de capitais e crises variadas, o índice real voltou ao que era no início do Plano Real. Resta saber se corresponde a uma taxa razoável ou não para, além de manter certa calma no Balanço de Pagamentos, também proporcionar relativa competitividade aos produtores e exportadores.

Gráfico 5 - Reservas - US\$ Milhões - Janeiro/2000 a Dezembro/2016 -



Fonte: Bacen.

Gráfico 6 - Índice da Taxa de Câmbio Efetiva Real (IPCA) - Jun/1994=100



Fonte: Bacen.

(*) Economista e doutora pela USP.
(E-mail: veramartins2702@gmail.com).

temas de economia aplicada



Perspectivas da Economia Mundial para o Triênio 2017-2019¹

JOSÉ PAULO ZEETANO CHAHAD (*)

1 Introdução

Com as recentes publicações dos relatórios globais do Banco Mundial (BM) e do Fundo Monetário Internacional (FMI), bem como das discussões ocorridas no âmbito do Fórum Econômico Mundial realizado tradicionalmente na cidade suíça de Davos, é possível termos um panorama das tendências da economia mundial para o triênio 2017-2019, de acordo com as condições políticas e socioeconômicas hoje vigentes no cenário internacional.² A *expertise* dessas instituições permite-nos acreditar que, se as previsões não se comportarem como enunciadas, certamente estarão próximas da trajetória traçada.

Este texto fará uma resenha sucinta destacando os principais ele-

mentos apresentados em termos da evolução esperada do PIB global, assim como do nível de atividade nas principais regiões em que são classificados os países analisados. A seção 2 traz as projeções do crescimento global; a seção seguinte contém uma apreciação do cenário do crescimento em termos regionais; a seção 4 contempla o que de principal estes relatórios falaram sobre o Brasil e a última seção apresenta uma síntese conclusiva.

2 Projeções do Crescimento Global

A trajetória do PIB mundial pode ser vista na Tabela 1 a seguir. As projeções indicam que haverá um ganho modesto de crescimento em relação ao ano de 2016, mas ficará estagnado em torno de uma média

de 2,83% ao ano, entre 2017 e 2019. Para o BM o cenário é decorrente da estagnação do comércio mundial, aumento das incertezas no mercado quanto às políticas globais e a tibieza dos investimentos em nível mundial.

A isso adiciona-se agora a clara incerteza com relação aos rumos da economia americana, dada a imprevisibilidade do governo Trump, assim como as idas e vindas na União Europeia com relação ao *timing* e resultados do Brexit.

Nas palavras do Banco Mundial:

A moderate recovery is expected for 2017, with receding obstacles to activity in commodity exporters and solid domestic demand in comm-

modity importers. Weak investment in weighing on medium-term prospects across many emerging markets and developing economies (EMDEs). Although fiscal stimulus in major economies, if implemented, may boost global growth above expectations, risks to growth forecasts remain tilted to the downside. Important downside risks stem from heightened policy uncertainty in major economies. (World Bank Report, Executive Summary, page xvii).

Tanto o BM quanto o FMI apontam outros elementos que tendem a frear o crescimento global. Entre eles estão:

- i. a revisão da política de crescimento da China e seus impactos sobre os preços das *commodities*;
- ii. ajustamento dos exportadores de *commodities* decorrente do declínio dos termos de troca;
- iii. problemas demográficos nos países em desenvolvimento;
- iv. baixo crescimento da produtividade mundial;
- v. riscos de crises nos mercados financeiros; e
- vi. fatores macroeconômicos imprevisíveis, tais como incertezas geopolíticas e mesmo políticas.

3 Panorama Regional

3.1 Economias Avançadas

No âmbito dessas nações houve uma desaceleração do crescimento em 2016 para 1,6% a.a, enquanto haviam crescido 2,1%, em 2015. Este comportamento decorreu do fraco nível da demanda doméstica, de um baixo nível de produtividade e, em boa parte, de incertezas políticas e institucionais que afligem estes países.

Para o triênio 2017-2019 esperase um crescimento modesto, não superando o nível de 1,8% a.a. Ainda assim, esta recuperação se apresenta de forma declinante nas principais economias avançadas do mundo: Os Estados Unidos declinarão de 2,2% em 2017, para 1,9% em 2019. A Zona do Euro crescerá modestos 1,4% em 2019, e o Japão ficará praticamente estagnado em 0,4% naquele ano.

Estas cifras podem ser afetadas negativamente pelas incertezas da nova administração norte-americana e pela conturbada decisão do Reino Unido de deixar a União Europeia. Se estes fatos turvarem o horizonte de crescimento (já fraco) das economias avançadas haverá um efeito cascata em toda a economia mundial, dado o peso que representam, tanto no produto quando no comércio global.

O Banco Mundial enfatiza bastante que o rumo do crescimento global depende da trajetória do PIB americano. O relatório lembra que o país é responsável por 22,0% do PIB global, 12,0% do comércio mundial, 35,0% das ações negociadas em bolsas e 11,0% dos créditos bancários estrangeiros. Assim, *“Devido à dimensão dos EUA na economia mundial, as mudanças no direcionamento das políticas podem ter um efeito cascata. Políticas fiscais mais expansionistas nos EUA podem conduzir a um crescimento mais sólido no país e em outros em curto prazo, mas mudanças no comércio e outras políticas podem anular esses ganhos”*.³

Nesse sentido, estas Instituições deixam claro que suas análises, perspectivas e projeções realizadas não incluem as transformações que poderão advir da eleição do Presidente Donald Trump na economia americana. Sobre isto, afirma taxativamente:

The outcome of the U.S. elections has made macroeconomic projections more uncertain. Proposals for corporate and personal income tax cuts; infrastructure spending; and shifts in trade, immigration, and regulation policies are likely to have sizable on the U.S outlook – as well as spillovers on the rest of the world (Special Focus). (World Bank Report, chapter 1, page 7).

O BM aponta para o fato de que, nestas economias avançadas, como as políticas monetárias restritivas foram intensificadas, poderá caber às políticas fiscais desempenhar um importante papel positivo nos rumos dos níveis de atividade neste triênio. Ademais, pressões demográficas afetando a oferta de trabalho e a ocorrência de níveis fracos de produtividade poderão contribuir para abaixar as taxas de retorno do capital, continuando a impor restrições de longo prazo às perspectivas de crescimento nas economias avançadas.

Outros aspectos são importantes em moldar a trajetória de crescimento das economias avançadas:

- a) Embora permaneça relativamente baixa na Zona do Euro e no Japão, a inflação que vinha apresentando trajetória declinante desde 2010 parece ter recrudescido a partir de 2015, especialmente no caso da economia americana. Isto não é bom para o ambiente de negócios, podendo levar a mudanças de políticas visando sua contenção e turvando o ambiente de negócios;
- b) A queda no ritmo de crescimento da China e a revisão de sua transformação de uma economia industrial para uma sociedade de serviços podem implicar crescimento mais modesto das exportações para este país por parte das economias avançadas; e
- c) No passado, os fluxos de migrantes para as economias avançadas auxiliavam a aliviar o problema do baixo crescimento demográfico. Como eles eram, em geral, pessoas em idade de trabalhar, contribuía positivamente para a atividade econômica. Hoje, porém, os enormes fluxos migratórios decorrentes de conflitos em inúmeras regiões do mundo se constituem de famílias inteiras, trabalhadores pouco qualificados, causando impacto pequeno no aumento da oferta de trabalho e muita tensão social, que vira gasto público. Isto faz sobrar menos espaço para direcionar recursos para os investimentos produtivos.

Tabela 1 – Evolução do PIB Mundial Segundo Países e Regiões, 2014-2019
(Variação Percentual em Relação ao Ano Anterior)

Países e Regiões	2014	2015	2016 ^a	2017 ^b	2018 ^b	2019 ^b
Global	2,7	2,7	2,3	2,7	2,9	2,9
Economias Desenvolvidas	1,9	2,1	1,6	1,8	1,8	1,7
Estados Unidos	2,4	2,6	1,6	2,2	2,1	1,9
Zona do Euro	1,2	2	1,6	1,5	1,4	1,4
Japão	0,3	1,2	1	0,9	0,8	0,4
Economias Emergentes e em Desenvolvimento	4,3	3,5	3,4	4,2	4,6	4,7
Leste da Ásia e Pacífico	6,7	6,5	6,3	6,2	6,1	6,1
China	7,3	6,9	6,7	6,5	6,3	6,3
Indonésia	5	4,8	5,1	5,3	5,5	5,5
Ásia Central e Europa	2,3	0,5	1,2	2,4	2,8	2,9
Rússia	0,7	-3,7	-0,6	1,5	1,7	1,8
Turquia	5,2	6,1	2,5	3	3,5	3,7
América Latina e Caribe	0,9	-0,6	-1,4	1,2	2,3	2,6
Brasil	0,5	-3,8	-3,4	0,5	1,8	2,2
México	2,3	2,6	2	1,8	2,5	2,8
Oriente Médio e Norte da África	3,3	3,2	2,7	3,1	3,3	3,4
Irã	4,3	1,7	4,6	5,2	4,8	4,5
Egito	2,9	4,4	4,3	4	4,7	5,4
Sul da Ásia	6,7	6,8	6,8	7,1	7,3	7,4
Índia	7,2	7,6	7	7,6	7,8	7,8
Bangladesh	6,1	6,6	7,1	6,8	6,5	6,7
Africa Sub-Sahariana	4,7	3,1	1,5	2,9	3,6	3,7
África do Sul	1,6	1,3	0,4	1,1	1,8	1,8
Nigéria	6,3	2,7	-1,7	1	2,5	2,5
BRICS	5,1	3,8	4,3	5,1	5,4	5,5

Fonte: Global Economic Prospects, Weak Investment in Uncertain Times, cap.1, pg.4, World Bank, January 2017.

^aEstimativas.

^bProjeções.

3.2 Economias Emergentes e em Desenvolvimento (EMDEs)

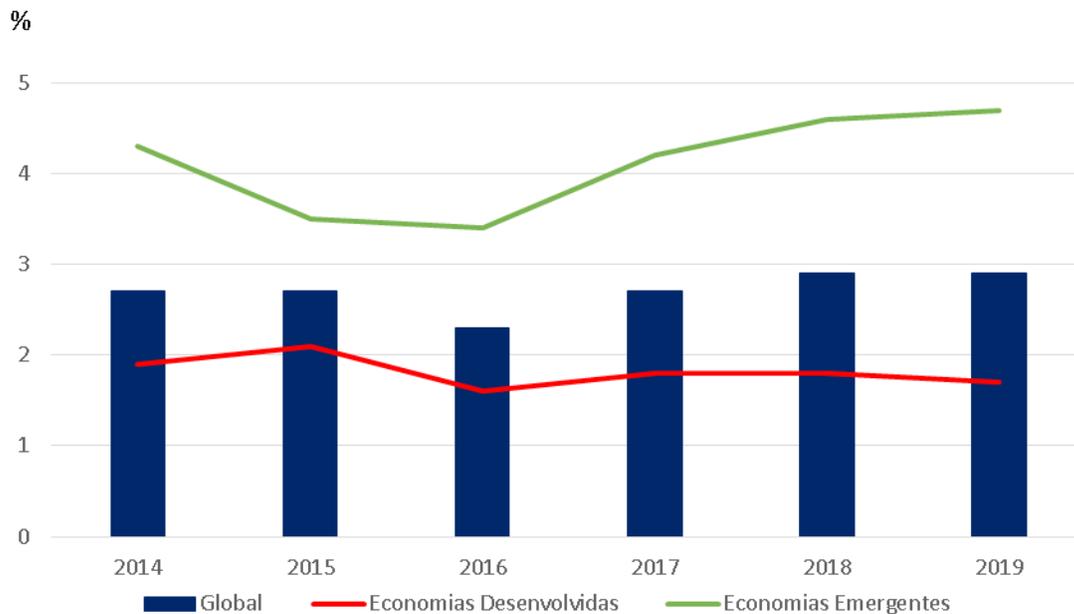
Apesar de revelar, também, um crescimento brando, o comportamento das economias emergentes e em desenvolvimento apresentará resultados substancialmente melhores do que aqueles verificados nos

países avançados. De fato, em 2017 crescerão 4,2%, e 4,7% na média do período 2017-2019. As expectativas são de que o crescimento do EMDEs os leve a contribuir com 1.6 pontos percentuais do crescimento global a partir de 2017, o que representará cerca de 60,0% do crescimento global pela primeira vez desde 2013.

O resultado desse desempenho pode ser observado no Gráfico 1, comparando a evolução das projeções do PIB para os países de economia avançada e PIB dos EMDEs. Parece nítido que, a partir de 2017, a elevação da atividade global responderá ao crescimento dos emergentes diante da quase estagnação dos países desenvolvidos, e é isto que promoverá alguma recuperação da economia mundial.

Nota-se, contudo, que duas regiões do mundo são as que, praticamente, garantirão haver crescimento no PIB global: O Leste da Ásia, onde despontam a China e a Indonésia, e o Sul da Ásia, onde se destacam a Índia (país que mais crescerá nesse período) e Bangladesh. A decepção ficará por conta da América Latina e Caribe, com destaque para o Brasil, e a Ásia Central e Europa, com a debacle da Rússia e o crescimento moderado da Turquia.

Gráfico 1 – Economia Mundial: Crescimento Global, 2014/2019 (%)



Fonte: Global Economic Prospects, Weak Investment in Uncertain Times, cap.1, pg.5, World Bank, January 2017

Mas o horizonte para esses países pode não ser tão tranquilo quanto parece, havendo fatores que podem debilitar essa recuperação, já fraca por sua própria natureza. Dentre estes, aparecem:

- i. É necessário haver uma continuidade do processo de recuperação do preço das *commodities*;
- ii. O próprio desempenho fraco da economia dos Países Avançados, e seus impactos sobre a retomada do comércio mundial;
- iii. O enfraquecimento do produto potencial dessas nações emergentes, em decorrência dos níveis pífios de investimento, seja em capital físico, seja em capital humano e maior qualificação da mão de obra;
- iv. A persistência de baixos níveis de produtividade dos fatores de produção, em especial o trabalho humano; e
- v. Fatores demográficos pressionando a oferta de trabalho e debilitando cada vez mais os sistemas de seguridade social.

4 A Situação do Brasil

4.1 O impacto da Crise Brasileira no Crescimento Mundial

Ambas as instituições, BM e FMI, reconhecem a profunda crise econômica, política, social e institucional pela qual passa o País. A estimativa de queda do PIB para 2016 é bastante semelhante: 3,4% (BM) e 3,3%(FMI). Estas cifras revelam um contorno ainda mais dramático da crise brasileira, pois em 2015 o PIB já havia caído 3,8%.

Este resultado, juntamente com a crise recessiva da Rússia (queda do PIB de 3,7% em 2015, e 0,6% em 2016), acabou por determinar um baixo crescimento do conjunto dos países “exportadores de commodities”, bem como funcionou como uma âncora ao desempenho dos BRICs.

No caso dos países emergentes exportadores de *commodities* assim se manifesta o Banco Mundial, quanto à importância do Brasil nos resultados observados:

Growth in commodity-exporting EMDEs in 2016 was supported by some stabilization in domestic demand, following the contraction in 2015. Private consumption continued to contract in Brazil and Russia, but at a slowing pace as confidence improved. Investment also contracted again in 2016, especially in Brazil, Colombia and Russia.

More generally, subdued investment across commodity exporters reflected policy tightening, weakness in extractive sectors, soft growth prospects, political and policy uncertainty, and earlier terms-of-trade shock. (World Bank Report, chapter 1, page 17).

Outra consequência da recessão brasileira em 2015/2016, tendo em vista o peso de sua economia na região, foi a de contribuir para que a América Latina também experimentasse dois anos sucessivos de recessão. De fato, em 2015 houve queda de 0,6% no nível de atividade, e em 2016 a queda foi ainda maior, 1,4%.

a) Projeções de Crescimento para a Economia Brasileira

Há um reconhecimento dessas Instituições de que o Brasil tem, vagarosamente, recobrado sua confiança, principalmente em consequência do alívio trazido pela diminuição da incerteza política. Além disso, a atividade econômica parece ter chegado ao fundo do poço em decorrência de choques passados, como realinhamento dos preços administrados, a queda no preço das *commodities* e a falta de perspectivas para o ajuste das contas públicas (reforma fiscal).

Diante desta melhoria nas expectativas, as projeções são de retomada branda do crescimento econômico

brasileiro, bem abaixo do conjunto dos países emergentes, abaixo também do crescimento dos BRICs, e menor do que o crescimento latino-americano. Para 2017, tanto o BM quanto o FMI estimam um crescimento próximo de 0,5%, que, mesmo sendo muito baixo, pelo menos indica reversão do quadro recessivo vivenciado nos últimos dois anos. Prevê-se que tal comportamento de maior crescimento ocorrerá também em 2018 (1,8%) e 2019 (2,2%), que, se não é auspicioso, pelo menos é alentador.

Além desse alento da volta do crescimento econômico, teremos o retorno de melhorias no mercado de trabalho, pelo menos sob a ótica numérica, ou seja, um possível aumento da população ocupada – outra forma de dizer que haverá geração de empregos. Quantificar isto precisamente não é tarefa fácil, visto envolver outras dimensões que a retomada do crescimento poderá trazer, como por exemplo, maior participação de setores menos absorvedores de mão de obra, mudanças organizacionais na área do trabalho e utilização de novas tecnologias afetando a utilização do trabalho.

Ignorando momentaneamente essas dificuldades, é possível dar uma ordem de grandeza da elevação esperada na ocupação da mão de obra através de um conceito simples e tradicional na área da Economia do Trabalho: a elasticidade de emprego-produto.⁴ Ela permite-

-nos saber qual será o impacto da variação do produto sobre a geração do emprego. Como nossa unidade de produto será o PIB nacional, a variável emprego será representada pelo total da população ocupada.⁵

A Tabela 2 apresenta sucintamente uma estimativa da evolução da elasticidade pessoal ocupado-PIB para o período 2011/2016.⁶ Para efeitos de impacto do crescimento previsto para o Brasil, observados na Tabela 1, vamos considerar o valor da elasticidade naquele ano em que ela foi a mais alta, 0,73, em 2012. Além disso, tomaremos como valor do crescimento brasileiro no triênio a média dos valores apresentados na nesta tabela: 1,5%.

Tabela 2 – Brasil: Estimativas da Elasticidade Pessoal Ocupado-PIB; 2011/2016

Ano	População Ocupada (PO) (em 1.000)	%PO	%PIB	$\eta_{PO,PIB}$
2012	89.497	1,4	1,9	0,73
2013	90.764	1,5	3	0,5
2014	92.112	0	0,5	0
2015	92.142	-1,9	-3,8	0,5
2016	90.384	1	-3,4	-0,29

Fontes: IBGE, Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua - PNAD Contínua, Principais destaques da evolução do mercado de trabalho no Brasil (2012-2016); Banco Central do Brasil.

Se na média do período ocorrer, de fato, este crescimento, dado o valor da elasticidade de 2012, o emprego deverá crescer na média do período cerca de 1,1%. Tomando-se como parâmetro da população ocupada aquela existente em 2016, de 90,3 milhões de pessoas, teremos um aumento médio anual de, aproximadamente, 994 mil trabalhadores. Este valor ainda não supre as necessidades de emprego do mercado de trabalho brasileiro, tendo em vista as vagas existentes e a taxa de crescimento da força de trabalho, mas muito contribuiu para aliviar as altas taxas de desemprego hoje observadas.

5 Síntese Conclusiva

As projeções que mostram a evolução da atividade econômica mundial para o triênio 2017-2019 revelam um quadro não muito promissor. Ainda que as previsões sejam de crescimento, isto ocorrerá em níveis muito baixos, tendo mais ares de uma estagnação global do que uma verdadeira recuperação da economia mundial.

As economias avançadas crescerão abaixo da média mundial e os países emergentes e aqueles em desenvolvimento como um todo crescerão mais que essa média. Apenas alguns poucos países asiáticos como China (ainda que desacelerando), Índia, Bangladesh e Indonésia apresentaram taxas de crescimento relativamente altas. Potências como Japão, Rússia, Brasil e México continuarão numa trajetória lenta de recuperação, após anos de baixo crescimento e recessão.

De uma forma geral, este panorama destaca a necessidade de se voltar a ter um crescimento mais forte, visando inclusive, evitar-se o crescimento da desigualdade e pobreza, utilizando-se para tal de políticas estruturais que impulsionem a demanda doméstica e, principalmente, ações e projetos que revigorem a retomada dos investimentos em escala mundial.

No caso das Economias Avançadas, que sofrem fortes tensões sociais derivadas do descontrole dos fluxos migratórios, do ponto de vista econômico, a ocorrência de taxas de juros extremamente baixas, e mesmo negativas, tem estrangulado a efetividade das políticas monetárias, e acaba por exigir um papel mais forte de políticas fiscais expansionistas.

Já para as EMDEs é preciso encontrar um equilíbrio entre o ajuste fiscal (controle dos gastos públicos) – medidas que reduzem a vulnerabilidade do país – e reformas voltadas para o crescimento, focadas na elevação do nível do capital humano e da qualidade

da mão de obra. Outra linha de atuação deve ser investimentos maciços em infraestrutura produtiva. Nesta direção é preciso implementar políticas domésticas com implicações de longo prazo, como investimentos de longa maturação e forte elevação da produtividade.

Estes países podem potencializar ainda mais as possibilidades de crescimento econômico por meio de amplos esforços de integração internacional, especialmente aqueles voltados para o comércio de serviços. Outro objetivo dos emergentes deve ser o de criar um ambiente institucional que beneficie diretamente o investimento estrangeiro direto.

Como uma visão final das projeções para o crescimento mundial e brasileiro aqui apresentadas, podemos parodiar o famoso refrão da clássica música de Lulu Santos, *Assim Caminha a Humanidade*: “Não vamos dizer que está ruim, também não está tão bom assim”.

1 Este texto contou com a colaboração da estagiária de pesquisas Thais Harumi Hanai Takeuchi, aluna do curso de graduação em Ciências Econômicas da FEA-USP, a quem coube parte de levantamento bibliográfico, assim como a elaboração de gráficos e tabelas. Os erros e omissões são de responsabilidade do autor.

2 World Bank Group, *Global Economic Prospects, Weak Investment in uncertain times*, Washington, January, 2017; International Monetary Fund, *World Economic Outlook subdued demand – symptoms and remedies (10/2016)*, Washington, January, 2017.

3 Palavras de Ayhan Kose, Diretor do Departamento de Perspectivas Econômicas e Desenvolvimento do Banco Mundial (citado no jornal *Valor Econômico*, página A9, quarta-feira, 11 de janeiro de 2017).

4 Ela é definida como a variação percentual da elevação do emprego dividida pela variação percentual da variação do produto. Apesar de ser um conceito simples, sua precisão numérica requer estimativas mais sofisticadas do que a aqui apresentada, por meio da utilização de instrumentos econométricos mais sofisticados e da definição mais precisa das defasagens dos períodos envolvidos. Além disso, é preciso definir sua abrangência, tais como unidade produtiva, ou nível maior de agregação, bem como outros aspectos como setor ou ramo de atividade. Estamos cientes, portanto, de que o que o experimento que vamos aqui apresentar serve apenas para indicar uma ordem de grandeza do impacto do crescimento do PIB sobre o total da população ocupada.

5 Nesse caso, se incluem na população todas as formas de trabalho, seja ele precário, conta-própria, doméstico, outras formas de informalidade e, claro, o conjunto de trabalhadores absorvidos pelo setor formal da economia.

6 A escolha desse período contemplou apenas os anos em que passou a ser publicada a PNAD contínua, a partir de 2012. A variação obtida entre 2011 e 2012 é uma estimativa do próprio IBGE (ver fonte na Tabela 2).

(*) Professor Titular (aposentado) da FEA-USP e Pesquisador Sênior da FIPE.

Reformas nos Regimes de Previdência de Servidores Públicos Civis na OCDE e PEC 287 no Brasil

ROGÉRIO NAGAMINE COSTANZI (*)

Há vários países onde existem regimes de previdência específicos para servidores públicos ou em separado daqueles voltados para os trabalhadores do setor privado. A separação entre os sistemas de previdência dos trabalhadores do setor privado e público pode ser institucional e/ou nas regras de benefícios. O Brasil se enquadra no caso em que há diferença institucional e na regra de benefícios, embora esteja ocorrendo desde a década de 90 um movimento de convergência entre os regimes, com diminuição das diferenças nas regras de benefícios. Do ponto de vista internacional também tem ocorrido, em vários países, movimentos de maior convergência entre os sistemas, havendo casos nos quais os novos servidores passaram a estar totalmente integrados ao mesmo sistema do setor privado.

Como colocado por OCDE (2016), historicamente, servidores públicos foram os primeiros a receber aposentadorias por velhice, depois dos militares. O objetivo de garantir renda para servidores públicos na velhice tinha como objetivo garantir a independência e tornar a carreira pública mais atrativa. Na maioria dos países da OCDE, certas categorias de trabalhadores no setor

público são cobertas por regimes de previdência independentes, em especial, militares, bombeiros, policiais, professores e juízes. Durante as últimas décadas, contudo, muitos países acabaram com esquemas de previdências específicos para servidores civis e exigiram que os novos servidores passassem para o sistema geral voltado para os trabalhadores do setor privado.

De todos os países da OCDE, apenas quatro ainda mantêm um esquema inteiramente separado (do ponto de vista institucional e de benefícios) para servidores civis: Bélgica, França, Alemanha e Coreia (ver Tabela 1). Há dez países que têm um regime integrado do ponto de vista institucional, mas com benefícios adicionais em relação ao setor privado. No caso do Reino Unido, por exemplo, há um pilar ocupacional, que é mandatório para os servidores públicos civis e opcional para aqueles do setor privado. Contudo, o que prevalece no âmbito da OCDE é a igualdade entre os servidores públicos e trabalhadores do setor privado, havendo 17 países que não têm nenhum esquema especial em separado e outros quatro que possuem separação institucional, mas com benefícios similares.

Os dados entre parênteses que aparecem na Tabela 1 significam o ano em que os novos servidores públicos passaram a não ser cobertos por um sistema separado e passaram a ter um regime totalmente integrado com o setor privado ou integrado com benefícios adicionais. Aqueles países onde não há nenhuma data associada é que estão na referida categoria no mínimo há 35 anos.

Em vários países, os regimes de previdência dos servidores civis estão em um período de transição no qual os novos entrantes estão em um novo sistema e aqueles servidores mais antigos permanecem em um esquema antigo e separado. Um exemplo dessa situação é a Grécia, onde apenas os servidores públicos que entraram a partir de 2011 estão totalmente integrados com o setor privado. Essa mesma transição se aplica a vários países como Israel, Itália, Japão, Portugal, Espanha, Turquia e Nova Zelândia. Áustria, Irlanda e Estados Unidos costumavam manter regimes separados, mas agora possuem regimes integrados, mas com um componente ocupacional que serve como um benefício adicional para os servidores públicos.

Tabela 1 – Arranjos Institucionais Previdência Servidores Públicos Civis x Trabalhadores do Setor Privado – OCDE e Brasil

Arranjo Institucional	Totalmente Integrado – Institucional e Benefícios	Separado Institucionalmente mas com benefícios similares	Totalmente Integrado mas com benefícios adicionais	Inteiramente separado institucionalmente e nas regras de benefícios
Países	1 Chile (1981);	Finlândia (1995)	Austrália	Bélgica
	2 República Tcheca;	Luxemburgo (1999)	Áustria	França
	3 Estônia;	Holanda	(2004,2009)	Alemanha
	4 Grécia (2011);	Suécia	Canadá	Coreia
	5 Hungria;		Dinamarca	
	6 Israel (2002);		Islândia	
	7 Itália (1995/2008);		Irlanda (1995)	
	8 Japão (2015);		México	
	9 Letônia;		(2007)	
	10 Nova Zelândia (2007);		Noruega	
	11 Polônia;		Reino Unido	
	12 Portugal (2006);		Estados	
	13 República Eslováquia;		Unidos	
	14 Eslovênia;		(1984)	
	15 Espanha (2011);			
	16 Suíça;			
	17 Turquia (2006)			

Fonte: OCDE (2016). Os anos entre parênteses correspondem aos anos em que os novos servidores públicos passaram a ser regidos por novas regras ou mesmo passaram a ter as mesmas regras e regimes do setor privado. Para aqueles países totalmente onde não aparecem datas, prevalece a categoria por no mínimo 35 anos.

Nos últimos 20 anos, as regras previdenciárias mudaram virtualmente em todos os países da OCDE, com alterações que incluem aumento da idade de aposentadoria, aumento das contribuições e redução da taxa de reposição, entre outras mudanças. Para os servidores civis, conforme colocado por OECD (2016), também houve várias reformas: elevação da idade legal de aposentadoria (14 países), aumento das restrições para a aposentadoria antecipada (12 países), redução no valor dos benefícios ou incremento no tempo de contribuição exigido (11 países), aumento das contribuições (13 países) e integração/alinha-

mento com o esquema geral (11 países), como pode ser visto pelo Quadro 1. Esses dados deixam claro que não apenas a previdência dos trabalhadores do setor privado passou por profundas reformas desde a década de 90, como também houve mudanças expressivas para os servidores públicos civis. Portanto, mesmos países que ainda mantêm um esquema separado entre servidores e trabalhadores do setor privado também passaram por reformas, ou seja, embora a maior convergência ou integração com o setor privado seja uma tendência, não foi a única direção que as reformas seguiram.

Quadro 1 – Reformas dos Servidores Públicos Civis - OCDE

Reforma	Países
Aumento da idade de aposentadoria – 14 países	Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Itália, Japão, Coreia, Portugal, Espanha, Suécia, Reino Unido
Restrição para aposentadoria antecipada – 12 países	Áustria, Austrália, Bélgica, Canadá, Finlândia, Alemanha, Itália, Coreia, Portugal, Espanha, Suécia e Reino Unido
Redução da generosidade dos benefícios ou aumento do tempo de contribuição – 11 países	Áustria, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Islândia, Coreia, Noruega, Portugal, Espanha, Reino Unido
Aumento das contribuições – 13 países	Áustria, Canadá, Finlândia, França, Grécia, Israel, Itália, Japão, Coreia, Holanda, Portugal, Suécia, Reino Unido
Integração / Alinhamento com regime geral – 11 países	Áustria, Canadá, Grécia, Israel, Itália, Japão, Luxemburgo, Nova Zelândia, Portugal, Espanha, Turquia

Fonte: OCDE (2016)

De forma muito resumida, podem ser citadas as seguintes mudanças:

Integração ou alinhamento com setor privado: na Áustria, os servidores civis tinham um esquema em separado até 2004, sendo que aqueles que entraram a partir de 1º de janeiro de 2005 são cobertos pelo mesmo regime do setor privado com benefícios adicionais; na Grécia, até 2011, os servidores tinham um regime de previdência em separado, mas a partir daquela data passaram a estar integrados com setor privado; Irlanda tinha regime para os servidores em separado até 1995; O esquema em separado para servidores públicos em Israel foi fechado em 2002 e na Itália em 1995.

Aumento das restrições para aposentadoria antecipada: no caso da Bélgica, embora ainda exista um sistema em separado, as restrições para a aposentadoria antecipada do setor privado também afetaram

a previdência dos servidores públicos.

Aumento da contribuição: no Canadá, houve aumento das alíquotas de contribuição em 2012; na França, a contribuição dos empregados públicos irá aumentar de 9,54%, em 2015, para 11,1% em janeiro de 2020; na Coreia, após sucessivas reformas em 1995, 2000, 2009 e 2015, as contribuições se elevaram de 3,6% para um patamar programado de 9%; no Reino Unido, após a reforma de 2002, as contribuições dos empregados novos entrantes cresceu de 1,5% para 3,5%.

Aumento da idade de aposentadoria: na Bélgica, o aumento da idade de aposentadoria será para 66 anos até 2025 e para 67 anos até 2030, de forma similar ao que irá ocorrer para o setor privado; na Finlândia, a idade de aposentadoria irá subir de 63 anos, em 2017, para 65 anos em 2025 e, depois dessa data, passará a ser ligada à expectativa de

vida; na Alemanha, de forma similar ao que está ocorrendo no setor privado, a idade legal de aposentadoria está aumentando de 65 para 67 anos até 2029; na Coreia, a idade foi aumentada para 65 anos.

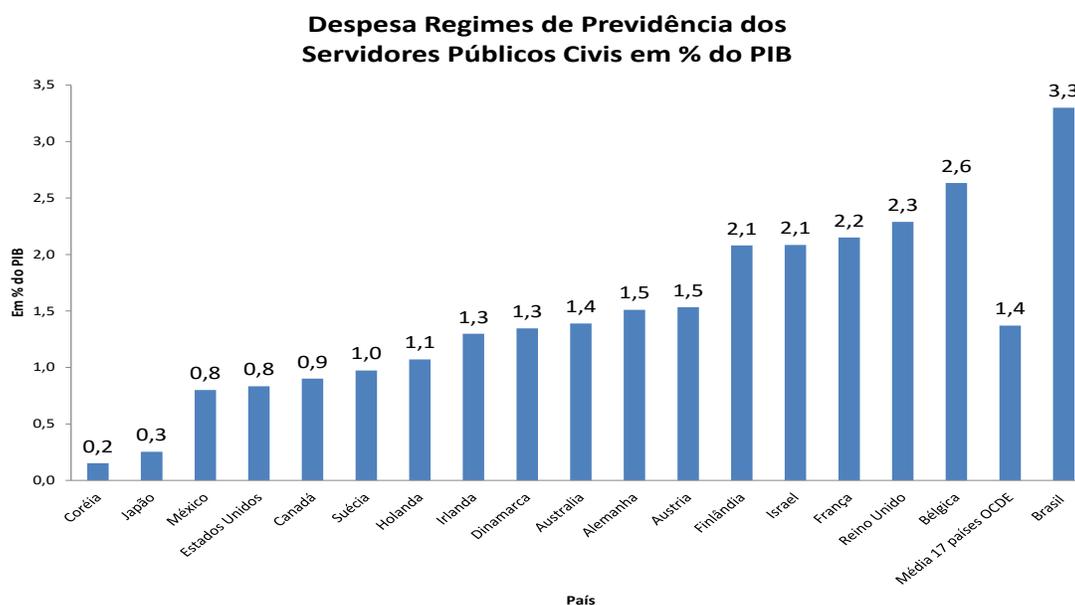
Há países em que, há várias décadas, o sistema público está totalmente integrado com o privado, como República Tcheca, Estônia, Hungria e Chile desde 1981. Trazendo a discussão das reformas dos regimes de previdência dos servidores públicos na OCDE para o contexto atual brasileiro, de proposta de uma ampla reforma cristalizada na PEC 287/2016, a descrição anterior mostra que a referida proposta brasileira está na direção correta de um maior alinhamento das regras dos estatutários e dos trabalhadores do setor privado. Além disso, a comparação internacional entre a despesa no Brasil com os Regimes Próprios de Previdência dos Servidores Públicos (RPPS) com o nível de gasto

prevalecente no âmbito da OCDE reforça a tese que é o país que tem um gasto muito acima da média e do que seria esperado em relação a nosso padrão demográfico. Como pode ser visto pelo Gráfico 1, enquanto a média da despesa com previdência dos servidores públicos civis (e, portanto, excluídos os militares) ficou em torno de 1,4% do PIB para 17 países da

OCDE, no ano de 2013 (e no Brasil, também em 2013), a despesa foi de 3,3% do PIB, excluídos os militares do governo federal. Embora este tipo de comparação internacional seja muito complexo, em função da dificuldade metodológica para torná-la o mais homogênea possível (o dado França inclui militares; no caso brasileiro, foram excluídos apenas os militares do governo fe-

deral; há países que estão em transição de esquemas em separado para totalmente integrado), o dado deixa claro que o Brasil tem uma despesa acima da média mesmo de países desenvolvidos, entre outros fatores, pelo elevado valor médio dos benefícios decorrentes de regras anteriores que geraram e ainda geram distorções, como a paridade.

Gráfico 1 – Despesa com Regimes de Previdência de Servidores Públicos – em % do PIB – OCDE e Brasil - 2013



Fonte: OCDE (2016) e para o Brasil elaborado a partir de informações do Ministério da Fazenda e do IBGE

Embora, no Brasil, desde a reforma de 1998, passando pela reforma de 2003 e pela instituição da previdência complementar na União em 2012/2013, venha ocorrendo um processo de maior convergência entre as regras de previdência dos servidores públicos e dos trabalhadores do setor privado, ainda há um grande desequilíbrio atuarial que

exige uma nova reforma, que é atendida pela PEC 287/2016. De forma similar ao que ocorreu nas reformas da OCDE, esse processo de convergência foi bastante positivo em termos fiscais, de equidade entre servidores públicos e trabalhadores do setor privado e na distribuição de renda. A proposta de reforma da PEC 287/2016 também é muito posi-

va, pois aumenta a idade mínima nos RPPS para 65 anos, assim como para o INSS, com transição. A PEC 287/2016 também propõe igualar a idade entre homens e mulheres, algo que é importante tendo em vista que dois em cada três estatutários no Brasil são mulheres. Também é importante o fim das aposentadorias especiais dos professores que repre-

sentam uma parcela relevante dos servidores e se aposentam de forma precoce (55 anos e 30 anos de contribuição para homens e 50 anos e 25 anos de contribuição para mulheres), mudanças nas regras de aposentadoria especial, na forma de cálculo dos benefícios, entre outras medidas.

Uma medida muito importante, proposta pela PEC 287, é tornar obrigatória a instituição de previdência complementar em um período de dois anos, que implica que novos servidores terão o mesmo “teto” que os trabalhadores do setor privado ou do INSS ou do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), com impactos positivos do ponto de vista fiscal, de equidade e distributivo. Embora a União já tenha instituído a previdência complementar em 2012/2013, apenas algumas Unidades da Federação também o fizeram e a maior parte dos RPPS ainda não instituiu a previdência complementar. Claro, entretanto, que a importância da medida depende do volume de servidores que ganham acima do teto do INSS/RGPS e, por este critério, o

mais importante era o ajuste no governo federal.

De qualquer forma, o Brasil é um país que tem uma despesa com RPPS muito acima do esperado na comparação internacional, em função de valores médios de benefício elevados, devido a regras inadequadas como, por exemplo, paridade e integralidade, que precisam ser revistas conforme proposto pela PEC 287/2016. A PEC 287/2016 propõe a retirada da paridade para servidores que, mesmo tendo entrado no serviço público antes de 2003, têm idade inferior a 50 anos no caso dos homens e 45 anos no caso das mulheres. A reforma da previdência, tanto nos RPPS como no RGPS/INSS, é fundamental para garantir a sustentabilidade a médio e longo prazos e evitar um custo insustentável para as gerações futuras.

Referência

OCDE. *Pensions Outlook 2016. Civil service pensions: toward a unified system with the private sector*, p. 155-179, 2016.

() Mestre em Economia pelo IPE/USP e em Direção e Gestão de Sistemas de Seguridade Social pela Universidade de Alcalá/Espanha e pela Organização Ibero-americana de Seguridade Social (OISS). O autor teve passagens pelo Ministério da Previdência Social (assessor especial do Ministro, Diretor do Departamento do RGPS e Coordenador-Geral de Estudos Previdenciários), Ministério do Trabalho e Emprego (assessor especial do Ministro e Coordenador-Geral de Emprego e Renda), Ministério do Desenvolvimento Social, IPEA e OIT. Foi membro do Conselho Nacional de Previdência Social (CNPS), do Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT) e do Conselho Nacional dos Direitos do Idoso (CNDI). Ganhador do Prêmio Interamericano de Proteção Social (2º lugar) da Conferência Interamericana de Seguridade Social (CISS) em 2015 e do Prêmio SOF de Monografia (2º lugar) do Ministério do Planejamento/ESAF em 2016. (E-mail: rogerio.costanzi@uol.com.br).*

Democracia, *Rent-Seeking* e Aumento do Tamanho do Governo no Brasil

ELSON RODRIGO DE SOUZA SANTOS (*)

1 Introdução

A proposta do artigo é explorar os fundamentos da interação entre democracia, *rent-seeking* e tamanho do governo no Brasil. Para isso, tomamos como base o choque provocado pela abertura política na metade da década de 1980 e que foi consolidada pela Constituição Federal de 1988. Nesse sentido, a Constituição Federal de 1988 possui como importância representar um indicador de mudanças nas preferências e na ideologia da sociedade, impulsionando alteração no posicionamento no Estado. O reposicionamento do Estado pode ser encarado como uma mudança no contrato social, cujo efeito foi indicar a transição de um modelo de elevada desigualdade/baixa distribuição para baixa desigualdade/elevada distribuição (ver ALSTON *et al.*, 2012; 2008; PESSÔA, 2011). Ao mesmo tempo, os grupos de interesse buscaram defender seus privilégios ao entravar aprovação de temas durante a Constituinte e nas reformas posteriores, especialmente em relação a tributação, eficiência de gasto e estrutura de Estado. Portanto, o aumento do tamanho do governo foi impulsionado, de um lado, pela necessidade

de maior oferta de bens públicos e redistribuição, de outro, na acomodação de grupos de interesse pelo acesso aos recursos orçamentários e benefícios tributários.

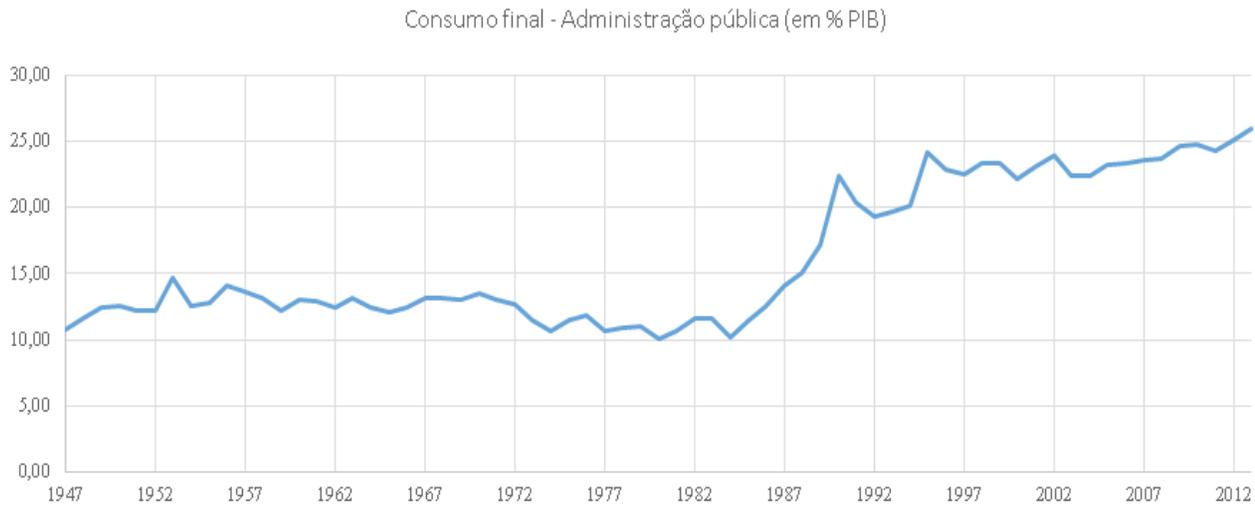
As características verificadas no Brasil podem ser identificadas em outros países em desenvolvimento e novas democracias, especialmente na América Latina (ver TANZI, 2011; GUPTA, 2007). Dessa forma, o maior tamanho do governo é impulsionado pela necessidade de elevar a oferta e viabilizar a universalização do acesso aos bens públicos (saúde, educação, seguridade social, por exemplo) como forma de responder às demandas oriundas da redemocratização (ver ACEMOGLU *et al.*, 2013). Ao mesmo tempo, a fragilidade institucional e a democracia não consolidada contribuem para a dificuldade na definição dos direitos (propriedade, políticos e civis) e administração de conflitos (ver MUKAND; RODRIK, 2015; PROFETA; PUGLISI; SCABROSETTI, 2013; BRENDER; DRAZEN, 2007). Dessa forma, o aumento do tamanho do governo pode ser lido como resultado da necessidade de responder às demandas da sociedade e, em para-

lelo, a manutenção de privilégios e *rent-seeking*.

2 Democracia, *Rent-Seeking* e Aumento do Tamanho do Governo

A Constituição Federal de 1988 consolidou as mudanças oriundas do movimento de abertura política e transição para maior participação do governo na economia. As evidências estilizadas sugerem crescimento na participação do consumo final da administração pública sobre o produto nacional após a Constituição. Os dados indicam que entre 1947 e a década de 1980 o consumo final da administração pública tinha uma participação estável entre 10% e 15% do produto nacional, cujos valores menores ocorreram na década de 1970, quando se mantiveram próximo de 10%. Na medida em que a abertura política ocorreu nos anos 1980s, verificada na campanha “Diretas Já” e na Constituinte, os governos civis passaram a elevar o consumo final. Dessa forma, entre 1985 e 1995, foi observado um aumento de cerca de 15% na participação do consumo da administração pública em relação ao produto, sustentando uma tendência de aumento na década de 2000.

Gráfico 1 – Consumo de Bens Finais da Administração Pública: 1947-2013 (em % PIB)



Fonte: IBGE e IPEA, gráfico elaborado pelo autor.

A redemocratização apresentou falhas e distorções, especialmente oriundas da dificuldade do redesenho do papel do Estado, acomodação do conflito de interesses e na defesa dos direitos. Portanto, a democracia brasileira que emergiu da abertura política pode ser caracterizada como uma democracia eleitoral que possui sufrágio universal, mas que apresenta dificuldades em evitar o aparelhamento do Estado por grupos de interesse (ver MUKAND; RODRIK, 2015; ACEMOGLU *et al.*, 2013). Dessa forma, ocorreram efeitos negativos sobre tributação e gasto, maior possibilidade de ineficiências, contribuindo para a redução do potencial de crescimento, produtividade e bem-estar (PESSÔA, 2011). Assim, sugere-se que, de um lado, existe um viés de um Estado mais comprometido com a redistribuição e,

de outro, uma dificuldade em como acomodar esse novo direcionamento dentro dos limites fiscais e conflitos de interesses.

As distorções permitem o aparelhamento de Estado e preservação de atividades não competitivas, acomodando grupos de interesses mais bem relacionados com o setor público, cujo propósito está em manter seus privilégios. A articulação dos mecanismos “*rent-seeking*” na economia brasileira está baseada em: sistema tributário regressivo e complexo; direcionamento e composição da despesa; preservação de uma estrutura parafiscal; e diversas formas de protecionismo. Estes elementos são inspirados na classificação proposta por Lisboa e Lafit (2013).

A estrutura tributária favorece concentração de renda, especialmente baseada na regressividade e na complexidade. A regressividade reflete preservação das características do sistema tributário em enfatizar os impostos indiretos que incidem sobre produção e consumo como forma de elevar receita. Dessa forma, os agentes possuem dificuldades em verificar o real custo do setor público, como a carga tributária é distribuída e quais parcelas da sociedade são mais afetadas. A complexidade permite que os agentes mais bem relacionados e assessorados tenham condições de arcar com menor carga tributária, postergar pagamentos de impostos, dificultar fiscalização e eventual punição.¹

A maior participação da despesa do governo pode ser vista como forma

de atender às demandas de uma sociedade democrática por maior acesso aos bens públicos. No entanto, o maior gasto pode sofrer dois problemas: i) direcionamento para grupos mais bem relacionados ao poder público; ii) baixa qualidade e eficiência.

No primeiro caso, os grupos mais bem relacionados ao governo (empresariais ou sindicatos do funcionalismo público, por exemplo) utilizam o Estado como forma de obter recursos da sociedade e, ao mesmo tempo, legitimar sua atuação. Nesse sentido, no caso do Brasil, podemos citar o crédito subsidiado oriundo de instituições públicas (BNDES, BB e CEF, por exemplo), cujo foco nas grandes empresas é justificado como forma de fortalecimento da indústria nacional. O problema é que essas firmas tendem a não necessitar de crédito subsidiado na medida em que são de baixo risco e possuem tamanho suficiente para buscar recursos no mercado financeiro local e internacional. Dessa forma, o subsídio de crédito contribui para distorcer o funcionamento do mercado financeiro, alocação de fundos e comportamento dos agentes (ver DE BOLLE, 2015). Adicionalmente, as firmas escolhidas tendem a ser aquelas mais bem relacionadas aos políticos e burocracia estatal, contribuindo para reduzir a competição e evitar a entrada de novos concorrentes nacionais ou estrangeiros (ver LAZZARINI & MUSACCHIO, 2012). Outros grupos

que podem ser citados são elites do funcionalismo público nos níveis federal e estadual que conseguem barganhar aumentos salariais, benefícios e condições de carreira melhores do que na iniciativa privada e de outras parcelas do funcionalismo.

A baixa qualidade e eficiência do gasto consiste em como incrementos de recursos impactam no fornecimento de bens públicos. Na comparação internacional, os resultados sugerem que o gasto público no Brasil é pouco produtivo em relação aos padrões internacionais verificados em países desenvolvidos e em desenvolvimento (BENÍCIO; RODOPAULOS; BARDELLA, 2015). Dessa forma, mesmo que o objetivo seja claro como “aumentar o acesso aos bens públicos”, o aumento de gasto pode não ser suficiente para atingi-lo ou que o objetivo seja perseguido de forma ineficiente, aumentando a demanda por recursos, mas tendo baixo efeito sobre o resultado final e impacto sobre o bem-estar da sociedade. Nesse sentido, Mattos e Terra (2015) citam a possibilidade de grupos de interesse contribuírem para o foco dos gastos em áreas que não seriam prioridade ou não gerariam maior bem-estar social como, por exemplo, saúde e educação. Na saúde, o gasto pode ser direcionado para hospitais em áreas ricas que desenvolvem pesquisas e atendimento de alta complexidade em detrimento do cuidado médico preventivo e pos-

tos de saúde afastados em regiões mais pobres. Na educação, o gasto pode priorizar o ensino superior voltado para alunos de maior poder aquisitivo em detrimento do ensino básico e profissionalizante. Em ambos os casos, certos grupos são beneficiados com a elevação de seu bem-estar, especialmente os de maior renda, mas no âmbito geral apresentam um impacto menor sobre o restante da sociedade.

A estrutura parafiscal foi aprimorada e fortalecida durante o governo militar, permanecendo ativa – por exemplo, FGTS, Sistema S, sindicatos de trabalhadores, patronais e classes, fundos de pensão das estatais. Essas estruturas são capazes de criar e obrigar a coleta de taxas de indivíduos e firmas que são transferidos para os grupos de interesse que dominam a entidade, mas que não estão submetidos ao orçamento. Por exemplo, o “Sistema S” captou 0,3% e o FGTS foi 1,7% do PIB em 2010 (ver AFONSO; SOARES; CASTRO, 2013). Dessa forma, as estruturas constituem instrumentos legais de captação de recursos outorgados pelo Estado, mas que estão fora do controle direto dos eleitores sobre a definição das contribuições e alocação dos recursos. Além disso, os recursos (FGTS e fundos de pensão de estatais, principalmente) podem ser utilizados como extensões da política econômica e ações do governo, potencialmente permissivos para direcionamentos que prejudiquem os trabalhadores,

mas justificados como uma opção estratégica.

O protecionismo se manifesta de duas formas. A primeira, relacionada à proteção de setores específicos através de elevadas tarifas de importação e barreiras não tarifárias, podendo levar à inviabilização do acesso dos bens e serviços estrangeiros ao mercado interno. Portanto, as empresas nacionais ou estrangeiras que mantenham plantas produtivas no Brasil se beneficiam da redução da competição proveniente do exterior, apresentando maior espaço para praticarem preços mais elevados e redução de custos que penalizem a qualidade do bem ou serviço. A segunda consiste em medidas de política industrial e de compras públicas que propositadamente forcem decisões que implicam a redução da competitividade e qualidade, somadas ao aumento de custos, sem refletir em inovação e novas tecnologias. Assim, existe uma resistência na abertura para competição externa e integração das cadeias produtivas globais (ver CANUTO; FLEISCHHAKER; SCHELLEKENS, 2015; CANUTO; CAVALLARI; REIS, 2013)

Por exemplo, a Lei das Licitações (nº 8.666/1993) e alterações posteriores preveem uma proteção à concorrência de empresas estrangeiras como "(...) § 8º As margens de preferência por produto, serviço, grupo de produtos ou grupo de serviços, a que se referem os §§

5º e 7º, serão definidas pelo Poder Executivo federal, não podendo a soma delas ultrapassar o montante de 25% (vinte e cinco por cento) sobre o preço dos produtos manufaturados e serviços estrangeiros (...)". Além disso, incluem critérios subjetivos como geração de emprego e renda, efeito na arrecadação, desenvolvimento de tecnologias e inovação realizado no país. Dessa forma, as empresas estrangeiras são obrigadas a se associar às nacionais para participar de licitações e, ao mesmo tempo, os concorrentes nacionais podem propositadamente calibrar preços maiores sem o risco de perder a concorrência. Outro exemplo: a utilização da obrigatoriedade de montagem local e conteúdo mínimo nacional como verificado no setor petrolífero, nos programas InovaAuto para indústria automobilística e Programa de Sustentação de Investimento (PSI) justificados como incentivo ao investimento, produtividade e inovação.

Os mecanismos presentes no funcionamento da democracia brasileira buscam conciliar no aumento do tamanho do governo o maior acesso aos bens públicos, preservar privilégios e favorecimento aos grupos de interesse mais bem relacionados com o setor público. Portanto, verificamos que o aumento do tamanho do governo não é refletido necessariamente na maior eficiência e qualidade do gasto ou que ocorre o direcionamento para elevar o provimento de bens públi-

cos e melhorar a redistribuição. Ao mesmo tempo, o aumento do tamanho do governo serve como forma de minimizar o conflito de interesses e obscurecer o real custo do Estado e os benefícios gerados.

3 Considerações Finais

A proposta do artigo foi explorar os fundamentos da interação entre democracia, *rent-seeking* e tamanho do governo. O ponto central foi argumentar que existem distorções presentes no funcionamento da democracia, cujo impacto pode ser observado no aumento do tamanho do governo, refletindo em maior participação da receita e despesa em relação ao produto. No entanto, este aumento não implica necessariamente em maior oferta de bens públicos e redistribuição na medida em que são parcialmente neutralizados por grupos de interesse que entravam reformas e buscam defender seus privilégios. Dessa forma, existe uma economia política fundamentada na fragilidade institucional e da democracia que dificulta a real implementação da proposta presente na Constituição Federal de 1988.

Referências

ACEMOGLU, D. *et al.* Democracy, redistribution and inequality. *NBER Working Paper*, n. 19.746, dez. 2013. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w19746>>. Acesso em: 21 jun. 2015.

- AFONSO, J. R. R.; SOARES, J. M.; CASTRO, K. P. *Avaliação da estrutura e do desempenho do sistema tributário brasileiro: livro branco da tributação brasileira*. BID - Banco Interamericano de Desenvolvimento, jan. 2013 (Documento para Discussão IDB-DP-265)
- ALSTON, L. J. *et al.* On the road to good governance: recovering from economic and political shocks in Brazil. In: STEIN, E. *et al.* *The policymaking in Latin America: how politics shapes policies*. Cambridge: Harvard University Press, 2008. p. 111-153.
- _____. Changing social contracts: beliefs and dissipative inclusion in Brazil. *NBER Working Paper*, n. 18588, dez. 2012. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w18588>>. Acesso em: 20 jan. 2016.
- BENÍCIO, A. P.; RODOPoulos, F. M. A.; BARDELLA, F. P. Um retrato do gasto público no Brasil: por que se busca a eficiência. In: BOUERI, R.; ROCHA, F.; RODOPoulos, F. *Avaliação da qualidade do gasto público e mensuração da eficiência*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015. p. 19-50.
- BRENDER, A.; DRAZEN, A. Why is economic policy different in new democracies? Affecting attitudes about democracy. *NBER Working Paper*, n. 13457, out. 2007.
- CANUTO, O.; CAVALLARI, M.; REIS, J. G. The Brazilian competitiveness cliff. *The World Bank - Economic Premise*, n. 105, fev. 2013.
- CANUTO, O.; FLEISCHHAKER, C.; SCHELLEKENS, P. The curious case of Brazil's closedness. World Bank, *Policy Research Working Paper*, abr. 2015.
- DE BOLLE, M. *Do public development banks hurt growth? Evidence from Brazil?* Peterson Instituto for International Economics, n. PB15-16, set. 2015.
- GUPTA, A. S. Determinants of tax revenue efforts in developing countries. *IMF Working paper*, n. WP07/184, 2007. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07184.pdf>>. Acesso em: 21 set. 2015.
- LAZZARINI, S.; MUSACCHIO, A. *Leviathan in business: varieties of stata capitalism and their implications for economic performance*. Harvard Business School, 2011.
- LISBOA, M. D. B.; LAFIT, Z. A. Democracy and growth in Brazil. *Inspere Working Paper WPE: 311/2013*, 2013.
- MATTOS, E.; TERRA, R. Conceitos sobre eficiência. In: BOUERI, R.; ROCHA, F.; RODOPoulos, F. *Avaliação da qualidade do gasto público e mensuração da eficiência*. Brasília: Tesouro Nacional, 2015. p. 211-33.
- MUKAND, S.; RODRIK, D. The political economy of liberal democracy. *NBER Working Paper*, n. 21540, 2015. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w21540.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2015.
- PESSÔA, S. D. A. O contrato social da redemocratização. In: BACHA, E.; SCHWARTZMAN, S. *Brasil: a nova agenda social*. [S.l.]: LTC, 2011, p. 204-211.
- PROFETA, P.; PUGLISI, R.; SCABROSETTI, S. Does democracy affect taxation and government spending? Evidence from developing countries. *Journal of Comparative Economics*, v. 41, p. 684-718, 2013.
- TANZI, V. *Government versus markets: the changing economic role of the state*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

1 Ver comparação internacional Doing Business < <http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/brazil/#paying-taxes> > sobre custo e tempo dispendido para pagamento de impostos pelas firmas.

(*) *Doutorando em economia pela Universidade de São Paulo. (E-mail: elson129@usp.br ou elson129@gmail.com).*

Entendendo a Renegociação das Dívidas Estaduais com a União

GUILHERME TINOCO DE LIMA HORTA (*)

1 Introdução

Os Estados brasileiros vivem uma grave crise que se intensificou a partir de 2015, após anos de relativa tranquilidade financeira. Tal crise ocorreu, em grande parte, devido ao aumento de despesas nos últimos anos, sobretudo com pessoal, como mostrado em Tesouro Nacional (2016). Em um primeiro momento, tais despesas foram viabilizadas pelo aumento de receita e também de endividamento. Contudo, num segundo momento, a arrecadação parou de subir, principalmente quando a economia entrou em recessão.

O que se vê nos últimos meses, portanto, são alguns Estados com problemas seríssimos de caixa, com salários atrasados e serviços públicos reduzidos. A situação é preocupante tanto a curto quanto a longo prazo, já que, assim como a União, os Estados também vislumbram um déficit crescente em seus regimes de previdência.

Uma das despesas relevantes que recaem sobre os Estados a cada exercício diz respeito aos juros da dívida destes com a União. Grande parte desta dívida tem origem no fim da década de 90, a partir de um

acordo da União com 25 Estados, e implicava uma despesa financeira anual de IGP-DI mais uma taxa fixa (de 6% a 9% a.a.) sobre o estoque¹. Segundo Tesouro Nacional (2016), este gasto correspondeu a R\$ 37,3 bilhões em 2015, aproximadamente 6,6% da Receita Líquida dos Estados naquele ano.

Há alguns anos os Estados passaram a questionar os indexadores utilizados na correção desta dívida, procurando obter uma renegociação que lhes fosse vantajosa. O pleito se intensificou a partir de 2014, e, desde então, os envolvidos tentam uma solução definitiva para o problema. Ao longo de 2016, com o aprofundamento da crise dos Estados, este pleito se juntou a outras demandas à União de diferentes formas de apoio por parte dos Estados, como nova renegociação das dívidas.

O noticiário recente reporta uma série de acontecimentos (pactos, reuniões, impasses), além de intensa atividade legislativa, o que muitas vezes confunde o grande público. O objetivo desta nota é, justamente, possibilitar melhor entendimento do problema. Para isso, busca-se fazer um breve histórico dos diferentes processos de rene-

gociação das dívidas estaduais com a União, bem como mostrar quais as outras possíveis formas de apoio que estão em negociação.

2 Antecedentes

A maior parte da dívida dos Estados com a União tem origem no fim da década de 90, a partir de um acordo da União com 25 Estados (exceções são AP e TO), quando o governo federal assumiu dívidas dos governos regionais com seus credores originais. Pelo acordo fechado em 1997, o indexador da dívida com a União seria o IGP-DI mais uma taxa fixa (6% a 9% a.a.).

Tal acordo vem sendo avaliado como bem-sucedido por diversos autores (por exemplo, MENDES, 2012). Naquela época, a maioria dos Estados apresentava um quadro financeiro muito grave: elevadas dívidas e taxas de juros, com rolagem praticamente diária. O acordo possibilitou aos Estados ter uma dívida com taxa de juros mais baixa e um prazo bem mais longo. Para a União também foi um acordo positivo, pois ela pôde impor aos entes um programa de ajuste fiscal, controlando seus déficits e ajudando na geração de superávit primário. Esse acordo foi um dos pilares da relativa tranquilidade

fiscal pela qual passou o País nos anos 2000.

A partir de 2012, os Estados passaram a questionar mais incisivamente o indexador utilizado naquele acordo, procurando estabelecer novo processo de renegociação de dívida. Embora a taxa de juros estabelecida nos contratos em 1997 fosse mais baixa que as taxas de mercado da época, configurando um acordo favorável para os Estados, com o passar dos anos essa relação se inverteu, de maneira a tornar bastante custosa a correção das dívidas estaduais.

Este movimento culminou com a aprovação da Lei Complementar 148/2014, sancionada em novembro de 2014, que autorizava a mudança do indexador para IPCA + 4% a.a., limitado pela taxa Selic retroativo a janeiro de 2013. Ademais, para o período anterior a 2013, haveria a troca do indexador original pela Selic acumulada, cuja diferença seria abatida do saldo devedor dos Estados. Vale ressaltar que a lei apenas autorizava a mudança do indexador, mas não a tornava obrigatória.

O início de 2015 foi marcado pelo discurso do ajuste fiscal, sob o comando do novo ministro da Fazenda, Joaquim Levy. Assim, não havia pressa, por parte do governo federal, na implementação da LC 148/2014. Neste contexto, os governadores fizeram pressão e conseguiram passar a Lei Complementar 151/2015, em agosto de 2015, estabelecendo a data de 31 de janeiro de 2016 como

limite para que a União promovesse a alteração dos indexadores.

Como resposta, em dezembro de 2015, a União editou o decreto 8.616/2015, regulamentando a mudança do indexador, isto é, definindo o processo a ser seguido para a implementação dessa alteração. O decreto estabeleceu algumas exigências, como: (i) a obtenção de autorização legislativa por parte dos Estados; (ii) a concordância prévia com os cálculos e (iii) a desistência de ações judiciais eventualmente propostas contra a União. O decreto também apresentou a fórmula matemática para o cálculo correto do saldo devedor.

Nos meses seguintes, um impasse se criou, com enorme reclamação por parte dos Estados. Em primeiro lugar, estes questionavam o decreto, principalmente a exigência da autorização legislativa, considerada incompatível com o prazo de 31 de janeiro (dado o recesso das assembleias estaduais), e a desistência de ações em andamento. Tais questões foram resolvidas com o Decreto 8.665/2016, de 10/02/16, que retirava essas exigências.

Contudo, a maior dificuldade no impasse entre os Estados e a União se referia ao cálculo da atualização da dívida. A fórmula de cálculo do desconto explicitava que a mudança de valor teria como base a utilização de juros compostos. No entanto, os Estados acreditavam que a expressão “Selic Acumulada”, utilizada nos

acordos anteriores, se referia à aplicação por juros simples.

Em consequência, muitos Estados entraram com processos na Justiça, com o objetivo de conseguir a renegociação de dívida com base no cálculo com juros simples. No dia 07/04/16, o primeiro Estado (Santa Catarina) conseguiu liminar favorável. Ao longo do mês de abril de 2016, vários outros Estados também conseguiram o mesmo.

Em 27/04/16, ao julgar tais liminares, o STF decidiu conceder 60 dias para que os Estados buscassem um acordo com o governo federal a fim de solucionar o impasse em torno do pagamento de suas dívidas com a União. Neste tempo, eles continuariam pagando as prestações conforme defendiam e sem sofrer nenhum tipo de sanção pela União. Se não houvesse solução neste prazo, o Tribunal voltaria a analisar o cálculo para definição da renegociação.

A demanda dos Estados pelo cálculo simples representava um sério problema para as finanças da União. Como mostraram Mendes *et al* (2016), a nova regra implicaria o perdão quase integral do débito dos Estados com o governo federal. Com dados de janeiro de 2013, adotando-se o critério de juros simples para o recálculo da dívida de todos os Estados, o desconto seria de R\$ 313 bilhões, equivalente a 78% do saldo devedor total, pela conta dos autores (e também pelas contas do MF).

Treze Estados deixariam de ser devedores e passariam a ser credores da União. Já as estimativas do MF para o desconto, caso fosse adotado o cálculo com juros compostos, seriam de R\$ 43 bilhões.

Ao mesmo tempo em que ocorria este impasse no processo de renegociação da dívida, em razão da forma de cálculo dos juros, a crise econômica se acentuava e, com ela, a situação financeira dos Estados. Assim, em paralelo, a União negociou com os Estados uma medida de emergência que permitia o alongamento da dívida por 20 anos (ou seja, iniciou-se um novo processo de renegociação das dívidas).

O projeto de lei que viabilizava a medida (PLP 257/2016) foi enviado ao Congresso em 22/03/16 e previa, ainda, o alongamento da dívida dos Estados com o BNDES por mais 10 anos. Trazia, entretanto, uma série de exigências, como a proibição de concessão de novos aumentos salariais para os servidores estaduais, a limitação do crescimento de outras despesas correntes dos Estados à variação da inflação, a vedação de admissão de novos servidores (exceto para reposição de aposentados e falecidos), a aprovação de uma Lei de Responsabilidade Fiscal pelos Estados, a instituição de um regime de previdência complementar para os servidores estaduais e o aumento na contribuição previdenciária paga por esses servidores.

Portanto, no fim do governo Dilma Rousseff, o quadro era o seguinte: (i) a renegociação das dívidas com a União sofria um impasse por conta do cálculo dos juros, com alguns Estados obtendo liminares favoráveis na Justiça e (ii) iniciava-se discussão sobre um pacote emergencial de ajuda aos Estados, consistindo em alongamento de dívidas por 20 anos, com exigência de contrapartidas. Segundo o governo federal, esta nova renegociação estaria condicionada à resolução do impasse na primeira.

3 Soluções do Governo Temer

A primeira medida do governo Temer em relação aos Estados, em 20/06/16, foi o fechamento do acordo para alongar as dívidas estaduais com a União por mais 20 anos, incluindo a suspensão até o fim daquele ano do pagamento das parcelas mensais de dívidas dos Estados com a União, com retomada gradual de 2017 em diante.

Tratava-se de alongamento ainda mais favorável do que o proposto anteriormente, pois suspendia qualquer pagamento por seis meses, com um retorno bem gradual (aumento mensal de 1/18 avos até junho de 2018) das parcelas ao pagamento normal. Como na proposta anterior, também previa o alongamento por 10 anos de cinco linhas de crédito do BNDES. A nova contrapartida exigida era que os Estados também se submetessem ao teto de gastos a ser

aprovado para a União. O alívio para o caixa dos Estados foi estimado em cerca de R\$ 50 bilhões até 2018.

Em relação ao imbróglio jurídico, os Estados deveriam retirar as ações que suspendiam o pagamento da dívida no STF, desistindo, portanto, do pleito por juros simples. Assim, com as partes acordadas, o STF, em 01/07/16, decidiu adaptar ao acordo firmado as decisões liminares provisórias concedidas desde abril.

Em 10/08/16, a Câmara dos Deputados aprovou o acordo (por meio de um substitutivo do PLP 257/2016; a aprovação final, que inclui a votação dos destaques, ocorreu em 30/08/16). No texto do projeto de lei, havia duas contrapartidas principais: exigência de que os Estados não pudessem conceder reajustes salariais aos seus servidores por dois anos e instituição do teto para os gastos públicos. Contudo, a primeira foi retirada do texto final e a segunda foi aprovada por um prazo de dois anos.²

No Senado, tramitando como PLC 54/2016, o projeto resgatou as contrapartidas previstas na proposta original, de março. O texto também ganhou emenda, apresentada pela liderança do governo (Aloysio Nunes), que criava o Regime de Recuperação Fiscal (doravante RRF)³, programa de adesão optativa para Estados em pior situação. Foi aprovado em 14/12/16.

Tratava-se, portanto, de uma nova forma de ajuda emergencial aos Estados mais necessitados. O RRF instituíra que os Estados em graves dificuldades financeiras que optassem por ingressar no regime teriam as dívidas com a União suspensas por até três anos, prorrogável por mais três. Por outro lado, tais Estados deveriam cumprir uma série de outras contrapartidas, mais graves, exigidas pelo governo federal.⁴

Poderiam ingressar no RRF, pela proposta, os Estados que apresentassem (i) receita corrente líquida menor que a dívida consolidada; (ii) receita corrente menor que as despesas de custeio e (iii) disponibilidade de caixa menor que as obrigações contraídas. A adesão por parte dos Estados seria voluntária e se daria por lei estadual. O plano deveria ser homologado pelo presidente da República, após parecer do Ministério da Fazenda.

Assim, é importante destacar o que foi aprovado pelo Senado em dezembro de 2016: (i) o alongamento das dívidas estaduais por 20 anos, com as contrapartidas originais e (ii) um novo plano de ajuda emergencial, denominado Regime de Recuperação Fiscal, para casos específicos e mais graves, com contrapartidas específicas.

Como mudava o projeto aprovado pela Câmara, o projeto aprovado pelo Senado teve que voltar à Câmara. E nesta, em 20/12/16, o projeto foi aprovado, mas, novamente,

sem as contrapartidas. No caso do alongamento das dívidas, a única contrapartida mantida foi o congelamento dos gastos reais por dois anos. No caso do RRF, foram retirados vários itens, entre eles os critérios de elegibilidade ao regime e uma série de vedações e contrapartidas que teriam que cumprir para readquirir a solvência fiscal e financeira.

Mesmo com uma mudança bastante favorável aos Estados em relação à proposta inicial do RRF, é importante frisar que, nos termos do texto aprovado, o Estado que se candidatasse ao RRF continuaria a depender da aprovação do MF. Este, inclusive, se apressou em declarar, através de Nota divulgada no mesmo dia (20/12), que só seriam aprovados os planos que, de fato, viabilizassem o equilíbrio fiscal e financeiro dos Estados.

Posteriormente, no dia 28/12/16, o presidente sancionou a lei aprovada pela Câmara (LC 156/2016), mas vetou integralmente a criação do RRF. Segundo a imprensa, o governo federal enviará novo texto tratando da recuperação fiscal ao Congresso na volta do recesso parlamentar, estabelecendo novas contrapartidas a serem exigidas dos Estados em troca do apoio.

Enquanto isso não ocorre, soluções para a crise dos Estados, sobretudo os com situação mais grave, continuam a ser buscadas. No dia 11/01/17, foi anunciado um acordo

entre o Ministério da Fazenda e o Estado do Rio de Janeiro, em relação a um plano de recuperação fiscal para o Estado.⁵ Os termos do acordo não foram divulgados. Contudo, especula-se que o Estado poderá ficar alguns anos (de três a cinco) sem pagar os juros da dívida com o governo federal.⁶ Dentre as contrapartidas exigidas estarão o aumento da contribuição previdenciária dos servidores, a redução de jornada de trabalho (reduzindo-se o salário) e a privatização da Cedae.

4 Perspectivas

Tendo observado o histórico recente das tratativas entre União e Estados em relação à renegociação de dívidas e outras medidas de apoio, verificou-se que existem três processos principais na agenda recente: (i) primeira renegociação de dívida (alteração do indexador); (ii) segunda renegociação de dívida (alongamento de 20 anos) e (iii) negociação de medidas emergenciais para os Estados com situação mais grave.

Em relação ao primeiro processo de renegociação de dívida (alteração do indexador, conforme a LC 148/2014), a discussão parece encerrada, como acordado em junho de 2016. Ademais, o primeiro parágrafo do Art. 1º da LC 156/2016 estabelece que “o alongamento da dívida por 20 anos está condicionado à celebração do aditivo contratual de que trata o art. 4º da Lei

Complementar nº 148, de 25 de novembro de 2014". Segundo informações do Tesouro Nacional, vários Estados já assinaram o aditivo contratual, e o estoque de dívida atual já considera as alterações para todos eles.

Em relação ao segundo processo de renegociação de dívida (alongamento de 20 anos, conforme a LC 156/2016), nota-se que já está em vigor, e os Estados já vêm pagando as parcelas de juros com os descontos correspondentes.

Por último, em relação a outras formas de apoio aos Estados com situação mais grave, uma das propostas contemplava o Regime de Recuperação Fiscal, que, como foi visto, não sobreviveu ao processo legislativo. Apesar disso, o governo federal deverá, no curto prazo, enviar ao Congresso nova proposta para o RRF. Caso não consiga aprovação com as contrapartidas desejadas, provavelmente continuará a negociar acordos bilaterais com determinados Estados. O problema desses acordos é a dependência do legislativo de cada ente: é difícil saber como as medidas mais duras serão recebidas pelas assembleias estaduais, que, obviamente, sofrerão grande pressão por parte dos grupos mais afetados.

Desta maneira, é de se esperar que a questão das dívidas estaduais ainda apresente muitos capítulos em 2017, principalmente em relação aos entes em pior situação (RJ, MG e RS). O desafio, portanto, é alcançar um acordo que, ao mesmo tempo em que alivie a situação de curto prazo, forneça os incentivos para um comportamento responsável daqui para frente, evitando uma nova crise dos Estados nos próximos anos.

Referências

MENDES, M. *Por que renegociar a dívida estadual e municipal?* Brasil, Economia e Governo, 2012.

MENDES, M. *et al.* Juros simples, consequências severas. *O Estado de São Paulo*, 12/04/2016.

TESOURO NACIONAL. *Boletim das finanças públicas dos entes subnacionais*. Brasília, 2016.

- 1 Este, por sua vez, alcançou o valor de R\$ 503,2 bilhões em novembro de 2016, e representa 71,8% da dívida total dos Estados. O restante se divide principalmente entre dívida bancária (inclusive BNDES) e dívida externa.
- 2 O projeto de lei também continha uma parte que tratava de mudanças na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A inclusão dos terceirizados e aposentados no cálculo da despesa com pessoal faria com que grande parte dos Estados descumprisse o teto fixado pela LRF. A equipe econômica chegou a concordar com um prazo de 10 anos para a adequação dos Estados a esse limite. Contudo, tal parte saiu do texto final.
- 3 Tal Regime havia sido apresentado pelo MF na véspera, 14/12/16.
- 4 Financiamento do programa de demissão voluntária dos servidores; criação de programas de desestatização de empresas estaduais; elevação da contribuição previdenciária para 14% no mínimo; redução de incentivos tributários a empresas e suspensão de reajustes salariais de servidores estaduais.
- 5 Vale ressaltar que o Estado do Rio de Janeiro apresenta uma das situações mais graves do País. Durante 2016, decretou estado de calamidade pública em 17 de junho e, posteriormente, em 04 de novembro, anunciou um plano para equilibrar as contas estaduais. O plano previa várias medidas restritivas, como aumento da contribuição previdenciária dos servidores, cobrança de alíquota extraordinária de 16% do salário dos servidores por 16 meses, extinção de programas sociais, corte de secretarias, aumento de tarifas de serviços públicos, dentre outras, o que gerou grande volume de protestos da população e, principalmente, dos servidores. Como consequência, muitas das medidas do plano não foram adiante.
- 6 O governo estadual desembolsa cerca de R\$ 5,5 bilhões por ano com o serviço da dívida.

(*) Mestre em Teoria Econômica IPE-USP, Economista do BNDES.
(E-mail: gtinoco2002@hotmail.com).

Somos um país muito endividado?

VICTOR CEZARINI (*)

Imagine que após anos de trabalho duro, exaustiva dedicação, árduo esforço e constante disciplina financeira, você consiga acumular algum dinheiro. Suponha algo em torno de R\$ 100 mil, talvez seja muito para alguns e pouco para outros. Mas o que importa é que esse dinheiro foi você que obteve através do seu próprio esforço, é um dinheiro justo e merecido, o qual você valoriza e protege.

Agora suponha que um conhecido seu, que não está no seu círculo mais próximo de amizade, lhe peça emprestado R\$ 100 mil. Você emprestaria?

Dúvida cruel, difícil decisão... Certamente você não vai emprestar de graça, algum retorno você tem de obter. Afinal, você arriscaria perder de graça todo o seu capital acumulado durante anos para um mero conhecido? Claro que não. Portanto, duas questões serão cruciais para a sua tomada de decisão: (i) qual será a taxa de juros que você irá obter com esse empréstimo e (ii) esse conhecido possui capacidade financeira para lhe pagar a dívida?

Nesse artigo vamos focar na segunda questão: como medir a capacidade de pagamento de um devedor? Independentemente da taxa de juros cobrada, você não irá emprestar seu dinheiro se tem certeza de que o conhecido não irá lhe pagar de volta. Portanto, é crucial avaliar a capacidade financeira de repagamento do sujeito. A análise de crédito de um devedor é, em última instância, uma questão subjetiva. Dependerá de diversos fatores não mensuráveis como, por exemplo, a idoneidade moral do devedor, seus rendimentos e riquezas futuras, a relação de amizade (ou inimizade) entre vocês dois, entre outros fatores para os quais não existe uma métrica exata de cálculo. Contudo, embora não sejam suficientes para prever com 100% de acurácia se o conhecido irá pagar ou não, alguns índices podem ajudar de forma eficaz e prover importantes pistas para a avaliação de crédito do devedor.

Um índice fácil de entender e bastante comum é a razão entre o valor da dívida e o salário (além de outros rendimentos) dos últimos anos. Por exemplo, (pelo menos em um primeiro momento) é plausível pensar que se esse conhecido rece-

be R\$ 1 milhão ao ano, a chance de ele lhe pagar é maior do que se ele recebesse apenas R\$ 50 mil ao ano. Afinal, o valor da dívida é de R\$ 100 mil, apenas 0,1x o salário do conhecido no primeiro caso e 2,0x superior ao do segundo caso.

No mercado de títulos soberanos de dívida bilionárias e até trilionárias de países, a lógica funciona da mesma forma. Investidores globais não emprestam para países à beira da falência, e quanto pior a situação fiscal de determinado país mais alta é a taxa de juros cobrada pelo empréstimo. A métrica Dívida/Salário no caso de pessoas físicas é análoga à métrica Dívida/Arrecadação no caso de países. Um país que deve R\$ 100 milhões, mas arrecada R\$ 1 bilhão ao ano por meio de impostos e contribuições é (pelo menos em um primeiro momento) mais “seguro” que um país que deve R\$ 100 milhões e arrecada apenas R\$ 50 milhões ao ano. Correto? Ou não?

Vejamos como está o Brasil nessa métrica; a tabela a seguir mostra o valor da dívida pública e o valor da arrecadação de cada país, bem como a razão Dívida/Arrecadação dos últimos três anos:

Tabela 1

US\$ bilhões									
País	Dívida			Arrecadação			Dívida / Arrecadação		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Japão	10.887	10.494	9.489	1.669	1.652	1.480	6,5x	6,4x	6,4x
EUA	20.816	21.613	22.706	4.826	5.021	5.254	4,3x	4,3x	4,3x
Colômbia	144	167	145	64	63	47	2,2x	2,7x	3,1x
Canadá	1.660	1.665	1.531	707	687	607	2,3x	2,4x	2,5x
Reino Unido	2.346	2.644	2.547	1.039	1.096	1.047	2,3x	2,4x	2,4x
México	548	602	582	298	299	269	1,8x	2,0x	2,2x
Brasil	1.275	1.384	1.191	854	801	568	1,5x	1,7x	2,1x
África do Sul	162	165	157	90	87	81	1,8x	1,9x	1,9x
Coreia do Sul	454	509	508	287	305	300	1,6x	1,7x	1,7x
Turquia	325	299	280	199	189	172	1,6x	1,6x	1,6x
Peru	41	42	44	38	38	32	1,1x	1,1x	1,4x
Rep. Tcheca	86	80	68	56	55	50	1,5x	1,5x	1,4x
Alemanha	2.412	2.421	2.009	1.671	1.736	1.505	1,4x	1,4x	1,3x
Chile	35	39	42	58	53	51	0,6x	0,7x	0,8x
Rússia	218	211	135	766	704	444	0,3x	0,3x	0,3x

Observe que, por essa métrica, alguns países desenvolvidos são mais arriscados que os emergentes. E o Brasil está na “média” no quesito de bom pagador. Nossa dívida era de US\$ 1,2 trilhão em 2015, nossa arrecadação no mesmo ano foi de US\$ 568 bilhões e, portanto, a métrica Dívida/Arrecadação foi de 2,1x, melhor que a do Japão, que foi de 6,4x. Cabe ressaltar apenas que nossa métrica vem piorando ao longo do tempo. Saiu de 1,5x em 2013 para 2,1x em 2015, enquanto a do Japão apresentou precisa es-

tabilidade se situando em torno de 6,4x e 6,5x. Bom, mas ainda assim, somos bem melhores que o Japão, correto?

Não exatamente. De nada adianta seu conhecido receber R\$ 1 milhão por ano se ele gasta R\$ 1,1 milhão no mesmo período de tempo. Se ele gasta todo o dinheiro que recebe, como ele irá lhe pagar a dívida? Nesse caso, é melhor emprestar para alguém que recebe R\$ 50 mil ao ano e gasta apenas R\$ 10 mil, dessa forma ele tem R\$ 40 mil so-

brando todo o ano e ao final de três ou quatro anos ele terá recursos suficientes para lhe pagar o que deve, dependendo da taxa de juros que você cobrar.

Vamos, portanto, analisar qual foi o déficit que cada país teve ao longo dos últimos três anos. Isto é, a arrecadação total menos a despesa total de cada país. Países que possuem déficits menores ou superávits tendem a possuir melhor capacidade financeira de pagamento da dívida:

Tabela 2

US\$ bilhões									
País	(Arrecadação - Despesa)			PIB			(Arrecadação - Despesa) / PIB		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Brasil	-80	-151	-184	2.467	2.420	1.791	-3,3%	-6,2%	-10,3%
Japão	-411	-354	-216	4.918	4.608	4.126	-8,4%	-7,7%	-5,2%
Reino Unido	-158	-171	-127	2.721	3.003	2.859	-5,8%	-5,7%	-4,4%
México	-49	-60	-47	1.263	1.297	1.144	-3,9%	-4,6%	-4,1%
África do Sul	-16	-14	-13	369	352	316	-4,3%	-4,1%	-4,1%
EUA	-1.225	-927	-671	16.692	17.393	18.037	-7,3%	-5,3%	-3,7%
Rússia	-28	-24	-47	2.228	2.048	1.331	-1,3%	-1,2%	-3,5%
Colômbia	-4	-5	-8	380	378	292	-1,0%	-1,4%	-2,8%
Chile	-2	-4	-6	277	259	241	-0,7%	-1,4%	-2,3%
Peru	1	-0	-4	202	203	192	0,5%	-0,1%	-2,2%
Rep. Tcheca	-6	-2	-4	209	208	185	-2,9%	-1,0%	-1,9%
Canadá	-55	-31	-26	1.837	1.786	1.553	-3,0%	-1,8%	-1,7%
Turquia	-12	-12	-7	824	800	719	-1,5%	-1,5%	-1,0%
Coreia do Sul	13	4	-2	1.306	1.412	1.379	1,0%	0,3%	-0,2%
Alemanha	0	24	22	3.760	3.891	3.362	0,0%	0,6%	0,6%

Agora o problema ficou sério. Ao analisar o déficit percebemos que somos o pior, disparado; gastamos muito mais do que arrecadamos e nosso déficit vem piorando ao longo do tempo. Em 2013, nosso déficit era de 3,3% do PIB; em 2015, passamos para 10,3% do PIB, o pior de todos os países em todos os anos da amostra. A dinâmica é perversa e contínua; houve expressiva piora em apenas três anos. O Japão possui um déficit significativo também, contudo, este vem se reduzindo ao longo do tempo, mos-

trando aos credores e detentores de títulos japoneses que o país vem apresentando contínua melhora em suas finanças. Nós, por outro lado, estamos no caminho contrário.

Outra métrica muito utilizada para medir o endividamento dos países é a razão Dívida/PIB. O PIB é a soma do salário e de todos os outros rendimentos (juros, aluguéis, lucros etc) de todas as pessoas do país.

Países que possuem uma métrica Dívida/Arrecadação alta, mas possuem um nível de Arrecadação/PIB baixo podem controlar sua dívida mais facilmente, pois basta aumentar a alíquota de imposto para obter mais recursos para pagamento da dívida. Agora, países que já possuem uma Arrecadação/PIB alta podem enfrentar dificuldades políticas para aumentar a alíquota tributária, restando somente a redução de gastos para controle da dívida. A tabela a seguir resume essa situação para cada país.

Tabela 3

País	Dívida / Arrecadação			Arrecadação / PIB			Dívida / PIB		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Japão	6,5x	6,4x	6,4x	34%	36%	36%	221%	228%	230%
EUA	4,3x	4,3x	4,3x	29%	29%	29%	125%	124%	126%
Canadá	2,3x	2,4x	2,5x	38%	38%	39%	90%	93%	99%
Reino Unido	2,3x	2,4x	2,4x	38%	36%	37%	86%	88%	89%
Brasil	1,5x	1,7x	2,1x	35%	33%	32%	52%	57%	67%
Alemanha	1,4x	1,4x	1,3x	44%	45%	45%	64%	62%	60%
México	1,8x	2,0x	2,2x	24%	23%	24%	43%	46%	51%
África do Sul	1,8x	1,9x	1,9x	24%	25%	26%	44%	47%	50%
Colômbia	2,2x	2,7x	3,1x	17%	17%	16%	38%	44%	50%
Turquia	1,6x	1,6x	1,6x	24%	24%	24%	40%	37%	39%
Coreia do Sul	1,6x	1,7x	1,7x	22%	22%	22%	35%	36%	37%
Rep. Tcheca	1,5x	1,5x	1,4x	27%	26%	27%	41%	39%	37%
Peru	1,1x	1,1x	1,4x	19%	19%	17%	20%	21%	23%
Chile	0,6x	0,7x	0,8x	21%	21%	21%	13%	15%	18%
Rússia	0,3x	0,3x	0,3x	34%	34%	33%	10%	10%	10%

Ao comparar o Brasil com os outros países emergentes, percebemos que estamos, junto com Colômbia e México, entre os três mais endividados pela métrica Dívida/Arrecadação. Contudo, o México possui um índice Arrecadação/PIB de 24% e a Colômbia de 16% – muito abaixo de nós, que estamos com esse índice por volta de 32%. Portanto, é muito mais fácil para o governo da Colômbia aumentar sua alíquota de imposto e incrementar sua arrecadação do que para o governo brasileiro, que já é demasiadamente criticado por possuir uma tributação excessiva para o nível de países emergentes.

Dado que estamos entre os três mais endividados do mundo emergente no quesito Dívida/Arrecadação

e possuímos o governo que mais arrecada em relação ao PIB, não é de surpreender que possuímos o maior nível de Dívida/PIB entre todos os países emergentes. Nosso índice é de 67%, muito superior ao do México, segundo maior com 51%. Um dado assustador se refere ao crescimento desse índice nos últimos três anos: entre 2013 e 2015, a nossa Dívida/PIB cresceu 15 p.p.. Nenhum país, desenvolvido ou não, apresentou crescimento tão elevado da dívida em período de tempo tão curto.

Contudo, quando comparamos nossa razão Dívida/PIB com a dos países desenvolvidos, chegamos à conclusão de que não somos tão endividados assim. Afinal, os EUA possuem uma razão Dívida/PIB de

126% e o Japão de 230%. Portanto, nós ainda podemos aumentar muito nossa dívida, correto? Não precisamos nos preocupar com endividamento, dado que os países desenvolvidos são muito mais avançados do que nós. Aumente os gastos e reduza os impostos!

Infelizmente, não funciona assim... esses países são muito mais confiáveis do que nós. Ao longo da história, os países desenvolvidos mostraram-se muito mais responsáveis em termos fiscais do que a maioria dos países emergentes, permitindo que adquirissem a reputação de “bons pagadores”, enquanto nós não tivemos ainda a oportunidade de entrar nesse restrito clube. A Tabela 4 mostra o número de calotes na vida de cada país desde 1950.

Tabela 4 - Histórico de Calotes - 1950 até hoje

País	Calotes na Dívida Externa	Calotes na Dívida Interna	Número Total de Calotes
Peru	1969, 1976, 1978, 1980, 1984	1985	6
Chile	1961, 1963, 1966, 1972, 1974, 1983	-	6
Brasil	1961, 1964, 1983	1987, 1990	5
África do Sul	1985, 1989, 1993	-	3
Rússia	1991, 1998	1957	3
México	1982	1982	2
Turquia	1978, 1982	-	2
Japão	-	-	0
EUA	-	-	0
Colômbia	-	-	0
Canadá	-	-	0
Alemanha	-	-	0
Reino Unido	-	-	0
Coreia do Sul	-	-	0
República Tcheca	N/I	N/I	N/I

Observe que Peru e Chile, os dois países mais caloteiros da amostra, possuem um nível de dívida atual muito inferior ao do Brasil (Dívida/PIB em torno de 20%, enquanto o mesmo indicador para o Brasil é de 68%). Nosso país é o terceiro maior caloteiro da amostra e continuamos sendo o país mais endividado do mundo emergente.

Os países desenvolvidos, embora possuam uma dívida maior em relação à sua arrecadação e seu PIB, mostraram ao longo da história melhor gestão em suas finanças públicas, sempre honrando os compromissos acordados. Diferentemente de nós.

Você emprestaria seus R\$ 100 mil para um sujeito que já deu diversos calotes na comunidade? Ou você

preferiria emprestar seu dinheiro para outro sujeito que nunca deu calote, mesmo que esse último possua uma dívida maior?

Outro fator se refere ao nível de riqueza de cada país. Os países desenvolvidos são muito mais ricos do que os emergentes. No início do artigo, falamos muito sobre o salário de seu conhecido, mas não falamos nada sobre o nível de riqueza que ele possui.

Imagine que agora você está em dúvida entre emprestar os seus R\$ 100 mil para um sujeito que possui um salário de R\$ 500 mil ao ano e um patrimônio de R\$ 10 milhões (formado por imóveis, ações, automóveis, joias etc), e outro sujeito que possui um salário de R\$ 1 milhão ao ano, mas cujo patrimônio

é de apenas R\$ 50 mil, já que ele gasta quase tudo o que arrecada.

Certamente, é mais seguro emprestar para o primeiro sujeito. Se no ano seguinte ele perder o emprego, poderá vender alguns imóveis e lhe pagar. No segundo caso, é menos provável que ele tenha recursos suficientes para pagar a dívida.

Em geral, os países emergentes possuem uma riqueza total por volta de 2x superior ao PIB e os países desenvolvidos possuem essa mesma razão em torno de 5x. Portanto, os segundos possuem muito mais recursos para financiar a dívida pública que os primeiros. A Tabela 5 compara o nível de riqueza de cada país, bem como a razão Dívida/Riqueza:

Tabela 5

US\$ bilhões									
País	Riqueza Total			Riqueza / PIB			Dívida / Riqueza		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Brasil	2.876	3.194	2.436	1,2x	1,3x	1,4x	44%	43%	49%
Japão	22.030	23.299	19.837	4,5x	5,1x	4,8x	49%	45%	48%
México	2.294	2.351	1.957	1,8x	1,8x	1,7x	24%	26%	30%
Turquia	1.251	1.288	1.025	1,5x	1,6x	1,4x	26%	23%	27%
EUA	80.274	81.262	85.901	4,8x	4,7x	4,8x	26%	27%	26%
África do Sul	689	688	671	1,9x	2,0x	2,1x	24%	24%	23%
Colômbia	672	839	643	1,8x	2,2x	2,2x	21%	20%	23%
Canadá	7.257	7.615	6.872	4,0x	4,3x	4,4x	23%	22%	22%
Rep. Tcheca	399	412	353	1,9x	2,0x	1,9x	22%	19%	19%
Alemanha	14.015	13.935	11.939	3,7x	3,6x	3,6x	17%	17%	17%
Reino Unido	13.719	15.242	15.601	5,0x	5,1x	5,5x	17%	17%	16%
Coreia do Sul	3.408	3.690	3.545	2,6x	2,6x	2,6x	13%	14%	14%
Peru	403	442	391	2,0x	2,2x	2,0x	10%	9%	11%
Rússia	2.177	2.091	1.284	1,0x	1,0x	1,0x	10%	10%	10%
Chile	590	583	535	2,1x	2,3x	2,2x	6%	7%	8%

Somos o país mais endividado da amostra em relação a nossa riqueza, nosso índice é de 49%. Metade da riqueza do nosso país é utilizada para financiar o governo. E, além disso, o índice vem apresentando constante piora nos últimos anos: entre 2013 e 2015 cresceu 5 p.p.. O México, segundo país emergente mais endividado da amostra nesse quesito, possui um índice de apenas 30%, 19 p.p. abaixo de nós. É verdade que Japão e EUA também possuem uma métrica Dívida/Riqueza elevada, mas esses países são muito mais confiáveis que os países emergentes, pois nos últimos 75 anos nunca deram calote em suas dívidas.

Conclusão

Como se não bastasse o fato de sermos caloteiros históricos, insistimos em manter nossa dívida em um patamar demasiadamente elevado. Somos o país mais endividado do mundo em relação a nossa riqueza e o país emergente com a maior dívida em relação ao PIB. Além disso, gastamos muito mais do que arrecadamos e nosso déficit fiscal aumentou consideravelmente nos últimos três anos. No ano de 2015, nosso déficit foi de 10% do PIB, o pior entre todos os países da amostra em todos os anos analisados. Esses fatos ensejam um futuro

sombrio para as finanças públicas do Brasil.

Portanto, é de extrema necessidade que o nosso governo foque em reduzir os gastos, passe a gastar menos do que arrecada e coloque nossa dívida pública em trajetória de queda. Somente assim, após um longo período de tempo, poderemos, quem sabe, entrar no seleto clube de “bons pagadores”.

Fontes: Os dados de dívida pública, arrecadação e PIB foram obtidos na Oxford Economics. Os dados de déficit foram obtidos no Fórum Econômico Mundial. Os dados de Riqueza foram obtidos no Global

Wealth Report do Credit Suisse. A tabela com o número de calotes na dívida (Tabela 4) foi obtida no livro *Oito Séculos de Delírios Financeiros*, de Kenneth Rogoff e Carmen Reinhart.

Referências

FRANCO, Gustavo. Os juros e as crianças. *O Estado de São Paulo*, 30 de outubro de 2016 (Caderno Economia & Negócios).

GIAMBAZZI, Francesco; GOLDFAJN, Ilan; HERRERA, Santiago. *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. MIT Press, 2005.

GOLDSTEIN, Morris. Debt sustainability, Brazil, and the IMF. *Institute for International Economics Working Paper 03-1*, 2003.

LARA-RESENDE, A.; PESSÔA, S.; NAKANE, M. Por que os juros são tão altos no Brasil? *CLP Papers* n. 6, 2011.

MESQUITA, Mário. A política econômica do governo Dilma: a volta do experimentalismo. *Sob a luz do sol - uma agenda para o Brasil*. Coletânea CDPP, 2014.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton University Press, 2009.

_____. Growth in a time of debt (digest summary). *American Economic Review*, v. 100, n. 2, p.573-578, 2010.

(*) Mestre em Economia – IPE-USP.
(E-mail: victorcezarini@gmail.com).

Neutralidade da Moeda: Novo-keynesianos

VITOR KAYO DE OLIVEIRA (*)

1 Introdução

Dando continuação à análise de diferentes escolas da macroeconomia – as escolas Neoclássicos, Monetaristas e Novo-clássicos foram abordadas nos textos de edições anteriores –, este trabalho faz uma pequena resenha a respeito de como a escola Novo-Keynesianos apresenta a relação teórica entre moeda e variáveis reais, sobretudo o produto agregado e o nível de emprego, tendo como pano de fundo a busca pelos mecanismos que permitem a manifestação da neutralidade ou não da moeda dentro do contexto das flutuações econômicas. Na elaboração da resenha, apoia-se tanto em estudos de comentadores, em particular o livro de Snowdon e Vane (2005), quanto em trabalhos pertencentes à escola.

2 Novo-Keynesianos

Embora a escola novo-keynesiana seja bastante heterogênea, em termos amplos, Mankiw e Romer (1991) afirmam que, para se descobrir se uma teoria é pertencente a essa escola, ela deve responder com um enfático sim às duas seguintes perguntas:

i) A teoria em questão rejeita a dicotomia clássica? Isto é, ela admite a possibilidade de variações em variáveis nominais, como o estoque nominal de moeda, exercerem impacto sobre variáveis reais, como o produto e o nível de emprego?

ii) Ela assume que imperfeições reais de mercado na economia, tais como competição imperfeita, informação imperfeita e rigidez de preços relativos, além de imperfeições nominais são relevantes para a explicação das flutuações econômicas?

A primeira resposta positiva reflete a não neutralidade da moeda, decorrente da rigidez de preços, enquanto a segunda mostra a fonte de tal rigidez ao enfatizar imperfeições de mercado.

Snowdon e Vane (2005) complementam a caracterização dos novo-keynesianos ao dizerem que eles herdaram dos novo-clássicos a primazia pela fundamentação microeconômica e pelo arcabouço de equilíbrio geral. Diferentemente dos teóricos dos ciclos reais de negócios, que trabalham num mundo em que imperam informação perfeita, competição perfeita, custos de transação nulos e mercados

completos, os novo-keynesianos modelam os problemas econômicos num mundo em que, dentre outros elementos, reinam informação assimétrica, competição imperfeita com firmas formadoras de preços e mercados incompletos, além de trabalho heterogêneo e percepção por parte dos agentes do que seria justo. Os novo-keynesianos geralmente fazem uso da hipótese de expectativas racionais, outra herança dos novo-clássicos mesmo sob a qual seus modelos permitem que distúrbios nominais tenham impactos reais, explicitando que o que não se adequa a essa relação causal é a hipótese de mercados em equilíbrio contínuo e perfeita flexibilidade de preços e salários. Assim, embora as teorias novo-keynesianas salientem aspectos diferentes das imperfeições de mercado, todas procuram dar embasamento microeconômico para a existência de rigidez de preços e salários, que ao nível macroeconômico pode fazer com que distúrbios nominais afetem variáveis reais, em claro contraste com os neoclássicos, que simplesmente assumem como exógeno um nível rígido de salário nominal. Nesse sentido, os novo-keynesianos dão um passo a mais que os neoclássicos.

A seguir, será feito um breve exame de algumas das razões encontradas pelos novo-keynesianos para a origem da existência de rigidez de preços e salários. Para tanto, seguindo a categorização adotada em Snowdon e Vane (2005), a literatura novo-keynesiana pode ser dividida em rigidezes nominais, que se referem às situações nas quais algo impede o nível geral de preços de se movimentar para contrabalançar algum distúrbio nominal de demanda, e rigidezes reais, que ocorrem quando algo não permite o ajuste dos salários reais, ou um salário nominal está fixado em relação a outro salário, ou um preço nominal está fixado em relação a outro preço.

Fischer (1977) desenvolve um modelo de rigidez de salário nominal, mostrando que, mesmo sob a hipótese de expectativas racionais, políticas monetárias tanto antecipadas quanto não antecipadas afetam o produto e o nível de emprego no curto prazo desde que a frequência de ajuste dos contratos de trabalho seja maior que a frequência com que a autoridade monetária maneja o estoque nominal de moeda. No caso de uma política monetária antecipada, como os agentes apenas descobrem essa informação depois de os contratos já terem sido estabelecidos, eles não têm flexibilidade para incorporá-la na forma de uma correspondente modificação racional nas negociações salariais, só podendo fazê-lo quando do fim dos contratos em vigor. Embora ex-

cepcionalmente não se dê justificção microeconômica para o arranjo de contratos de trabalho de longa duração, argumenta-se que é empiricamente razoável essa suposição, além de ela ser completada pelo fato de os contratos de trabalho demorarem mais para serem renegociados que o período dentro do qual a autoridade monetária provoca mudanças na oferta nominal de moeda. Dessa forma, *“the use of longer-term nominal contracts puts an element of stickiness into the nominal wage which is responsible for the effectiveness of monetary policy”* (p. 194), porém *“it has no effects on long-run output behavior”* (p. 191).

Já Mankiw (1985) se volta para a análise de como a rigidez de preço nominal pode resultar de uma escolha ótima no nível individual das firmas, porém, do ponto de vista social, de uma escolha subótima. Deixando de usar a hipótese de concorrência perfeita, que implica para a firma representativa que ela se depara com uma curva de demanda perfeitamente elástica, significando que, se ela é racional, não pode desviar-se do preço de mercado dado (diz-se que ela é *price taker*), uma vez que, se o fizer para cima, não venderia nada e, se o fizer para baixo, teria lucro negativo, adota-se a hipótese de competição imperfeita do tipo monopólio. Segundo essa hipótese, a única firma no mercado tem poder de, levando em conta a demanda de mercado e o seu preço relativo, estabelecer o preço que considera

mais conveniente (diz-se que ela é *price setter*). Suponha a ocorrência de um choque de demanda agregada negativo, como, por exemplo, advindo de uma política monetária contracionista. Isso impacta a demanda do mercado com que se depara a firma monopolista. Diante da nova situação desfavorável, na presença de custos de mudança no preço, chamados custos de menu – tais como o custo de imprimir catálogos novos e listas com o preço novo e de renegociação de contratos de vendas e compras com compradores e fornecedores –, a firma racionalmente pode decidir que vale a pena manter o preço enquanto a produção vendida cai mais do que cairia caso decidisse mudar o preço para um patamar menor, já que os custos de menu são significantes o suficiente para tornar o lucro da situação com o mesmo preço ser maior que aquele com o preço menor. Do ponto de vista social, se a firma reduzisse seu preço e conseqüentemente expandisse a produção e as vendas, o ganho de bem-estar geral poderia se mostrar maior que o correspondente à situação sem mudança no preço. Por fim, é possível estender os resultados obtidos para um mercado em que vigora a competição monopolística, com a diferença crucial de várias firmas comportarem-se como monopolistas formadoras de preço que ofertam produtos altamente parecidos.

Numa importante contribuição sobre a associação entre rigidez-

zes dos preços reais e nominais, além de fazerem uma ressalva ao trabalho de Mankiw (1985), Ball e Romer (1990) declaram que “*rigidities in real prices are not sufficient to create rigidities in nominal prices and real effects of nominal shocks. And, by themselves, small frictions in nominal adjustment, such as costs of changing prices, create only small non-neutralities*”. Entretanto, a combinação entre rigidezes de preços reais e pequenas rigidezes de preços nominais pode fazer com que choques nominais de demanda no agregado influenciem o produto agregado e o nível geral de emprego.

De acordo com Snowdon e Vane (2005), pode-se entender como algumas rigidezes dos preços reais magnificam as rigidezes nominais com o auxílio da análise da mesma exemplificação que se fez para explicar o argumento dos custos de menu de Mankiw (1985). Considere o mesmo cenário só que com competição monopolística, em que ocorre um choque nominal de moeda negativo que leva a firma representativa a se deparar com uma curva de demanda deslocada para a esquerda, porém que decide não diminuir seu preço por causa dos custos de menu. No agregado, as firmas produzem e vendem menos, o que se reflete numa menor demanda por trabalho para cada salário real dado. Como o nível geral de preços é o mesmo, a queda no salário nominal é o responsável por diminuir o salário real de equi-

líbrio. No entanto, a correspondente diminuição do salário real acarreta uma diminuição no custo marginal. Então, de acordo com a teoria microeconômica básica que diz que a firma escolhe seu preço a partir de um *mark-up* sobre o custo marginal, em que o *mark-up* é tanto maior quanto menor a elasticidade-preço da demanda, para o preço se manter constante em face a uma queda no custo marginal, é necessária a ocorrência de um aumento suficiente no *mark-up*, o qual pode se dever, entre outras razões, a uma queda na elasticidade-preço da demanda para o mesmo preço devido ao deslocamento da demanda da firma em resposta ao choque inicial negativo ou a uma estrutura de mercado em que, durante os momentos de baixa atividade econômica, há fortes incentivos para a adoção de acordos latentes de oligopólio, significando menor concorrência e maior *mark-up*.

Ainda de acordo com Snowdon e Vane (2005), existem muitas outras fontes de rigidezes dos preços reais. Uma delas é a que diz respeito a “*customer markets*”. Nesse caso, como os compradores têm de arcar com custos de transação para obter informações dos produtos similares das outras firmas que não aquelas cujos produtos já estão acostumados a adquirir, em relação a esses compradores a firma detém certo poder de monopólio numa forma de fidelidade e de comodidade, que é mantido caso ela não proponha mudanças no preço do bem

vendido, já que, se elevar o preço, os compradores podem se sentir incentivados a procurar outras firmas e, se diminuir o preço, essa informação demora para chegar a outros potenciais consumidores que não estão habituados a comprar seu produto.

Outra fonte de rigidez dos preços reais está ligada à percepção da qualidade dos produtos que aos olhos dos compradores pode ser associada ao seu preço. Devido à informação imperfeita sobre a qualidade dos produtos, se os compradores acreditam que ela se relaciona positivamente com o preço, as firmas podem se tornar relutantes em modificar seu preço em face de uma queda da demanda porque não desejam incorrer no risco de os seus clientes interpretarem a diminuição do preço como uma piora na qualidade do seu produto.

Por fim, Snowdon e Vane (2005) examinam algumas fontes de rigidez de salário real que possibilitam aos novo-keynesianos explicar a contínua existência de desemprego involuntário devido ao salário real de mercado se manter num valor superior ao salário real que equilibra a demanda por trabalho e a oferta de trabalho. Entre essas fontes, uma é a relacionada à teoria do salário eficiência, segundo a qual as firmas têm incentivos para manter o salário real acima daquele que gera o equilíbrio no mercado de trabalho, pois acreditam que a produtividade dos indivíduos depen-

de positivamente do salário real. Destarte, pode ser menos custoso oferecer um salário real maior que o de equilíbrio em vez de baixá-lo gerando perda de produtividade.

Yellen (1984) sintetiza os principais motivos que levam as firmas a se comportarem de acordo com a teoria do salário eficiência. O primeiro diz respeito ao fato de que nos contratos de trabalho é muito difícil especificar o nível de esforço com que o trabalhador deve se comprometer, deixando-o em parte livre para escolher entre esforçar-se ou não, dados os elevados custos de monitoramento mesmo quando a firma tem credibilidade ao afirmar que demitirá aqueles vistos fazendo pouco esforço. Caso todas as firmas oferecessem o mesmo nível de salário real condizente com o equilíbrio do mercado de trabalho, haveria pleno emprego e um trabalhador individual seria encorajado a esforçar-se pouco, uma vez que, ao ser demitido por ter empregado pouco esforço, encontraria outro emprego com facilidade. Se a firma contratante quer que ele se esforce, uma forma de incentivá-lo a agir assim é oferecer um salário real maior que o de equilíbrio para aumentar o custo de ele ser demitido caso seja visto exercendo pouco esforço. O segundo motivo é que, ao pagar um salário real acima do de equilíbrio, a firma dá ao trabalhador um incentivo para não deixar seu emprego, o que é vantajoso quando os custos de rotatividade da mão de obra são

elevados. O terceiro motivo se relaciona com o problema de seleção adversa e informação imperfeita num mercado com trabalhadores heterogêneos, em que a firma oferece um salário real maior a fim de atrair os trabalhadores mais habilitados. Nesse cenário, ainda, se é possível encontrar uma correlação positiva entre a habilidade e o salário de reserva (i.e., o menor salário ao qual o trabalhador aceita trabalhar), os candidatos que revelam estar dispostos a trabalhar por um salário real menor são potencialmente pertencentes ao grupo dos menos habilitados.

À semelhança dos resultados relativos a rigidezes de preços reais de Ball e Romer (1990), Yellen (1984, p. 204) diz que as rigidezes de salário real por si só não são capazes de gerar modelos que expliquem por que no curto prazo variações na demanda agregada, causadas por choques monetários, por exemplo, impactam o produto agregado e o nível de emprego. Todavia, são elementos importantes para magnificar os efeitos das rigidezes de salário e preço nominais – estes, sim, responsáveis pela possibilidade da incorporação da relação causal de curto prazo mencionada.

3 Conclusão

O que se almeja mostrar com a síntese simplificada de todas essas teorias é que a escola novo-keynesiana está principalmente preocu-

pada em desenvolver modelos que joguem luz na questão da origem da existência de rigidez de preços e salários, pois ela é fundamental para entender no curto prazo o comportamento macroeconômico de variáveis reais, tais como produto e emprego, frente a choques de demanda, tal como uma mudança na oferta nominal agregada de moeda, embora ela também esteja preocupada com choques de oferta. Como foi visto, há uma miríade de teorias novo-keynesianas que tentam explicar, dentro de um arcabouço microeconômico, essa relação macroeconômica, cujo cerne se localiza não tão-somente na presença de rigidezes de preço e salário nominais, mas, sim, numa combinação de rigidezes nominais e reais, com aquelas tendo seus efeitos potencializados por estas. Portanto, “in the new Keynesian model, monetary shocks clearly have non-neutral effects in the short run, although money remains neutral in the long run” (SNOWDON; VANE, 2005, p. 398).

Referências

- BALL, L.; ROMER, D. Real rigidities and the non-neutrality of money. *The Review of Economic Studies*, v. 57, n. 2, p. 183-203, April 1990.
- FISCHER, S. Long-term contracts, rational expectations, and the optimal supply rule. *The Journal of Political Economy*, v. 85, n. 1, p. 191-205, February 1977.
- MANKIWI, N. G. Small Menu costs and large business cycles: a macroeconomic model

of monopoly. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 100, n. 2, p. 529-537, May 1985.

_____; ROMER, D. *New Keynesian economics: imperfect competition and sticky prices*. 2. ed. [S.l.]: MIT Press Readings in Economics, v. 1, 1991.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. *Modern macroeconomics: its origins, development and current state*. 1^a. ed. [S.l.]: Edward Elgar, 2005.

YELLEN, J. L. Efficiency wage models of unemployment. *The American Economic Review*, v. 74, n. 2, p. 200-205, 1984.

(*) Mestrando em Teoria Econômica do IPE-USP.
(E-mail: vitor.kayo.de.oliveira@gmail.com).

Relatório de Indicadores Financeiros¹

NÚCLEO DE ECONOMIA FINANCEIRA DA USP – NEFIN-FEA-USP (*)

Em 02/jan/2012, foram (teoricamente) investidos R\$ 100 em quatro carteiras *long-short* tradicionais da literatura de Economia Financeira. O Gráfico 1 apresenta a evolução dos valores das carteiras: (1) Carteira de Mercado: comprada em ações e vendida na taxa de

juros livre de risco; (2) Carteira Tamanho: comprada em ações de empresas pequenas e vendida em ações em empresas grandes; (3) Carteira Valor: comprada em ações de empresas com alta razão “valor contábil-valor de mercado” e vendida em ações de empresas com

baixa razão; (4) Carteira Momento: comprada em ações de empresas vencedoras e vendida em ações de empresas perdedoras. Para detalhes, visite o *site* do NEFIN, seção “Fatores de Risco”: <http://nefin.com.br/risk_factors.html>.

Gráfico 1 – Estratégias de Investimentos (Long - Short) (02/01/2012 - 10/02/2017)

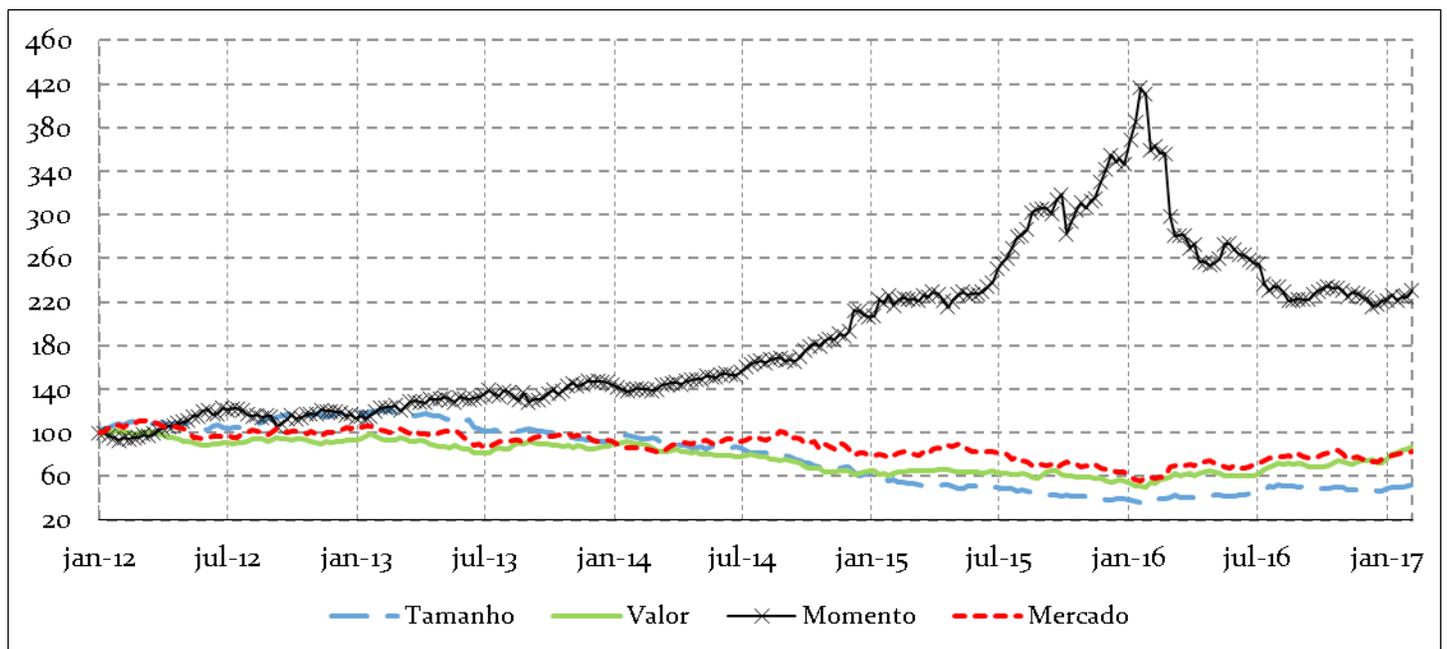


Tabela 1

	Tamanho	Valor	Momento	Mercado
Semana	0.89%	2.14%	2.65%	1.54%
Mês atual	2.08%	3.60%	2.07%	2.16%
Ano atual	11.71%	21.74%	4.43%	8.53%
2010-2017	-49.25%	-23.02%	289.99%	-34.05%

O Gráfico 2 apresenta a evolução histórica do *dividend yield* do mercado acionário brasileiro: razão entre o total pago de dividendos nos últimos 12 meses pelas empresas e o valor total das empresas hoje. Essa é tradicionalmente uma variável estacionária (reverte à média) e é positivamente correlacionada com o retorno futuro esperado dos investidores. Ou seja, é alta em momentos ruins (de alto risco ou alta aver-

são ao risco), quando os investidores exigem retorno esperado alto para investir no mercado, e baixa em momentos bons. A Tabela 2 apresenta o inverso do *dividend yield*, conhecido como Razão Preço-Dividendo, de algumas empresas. Ordenam-se os papéis da última semana de acordo com essa medida e reportam-se os papéis com as dez maiores e dez menores Razões Preço-Dividendo.

Gráfico 2 – Dividend Yield da Bolsa (01/01/2009 - 10/02/2017)

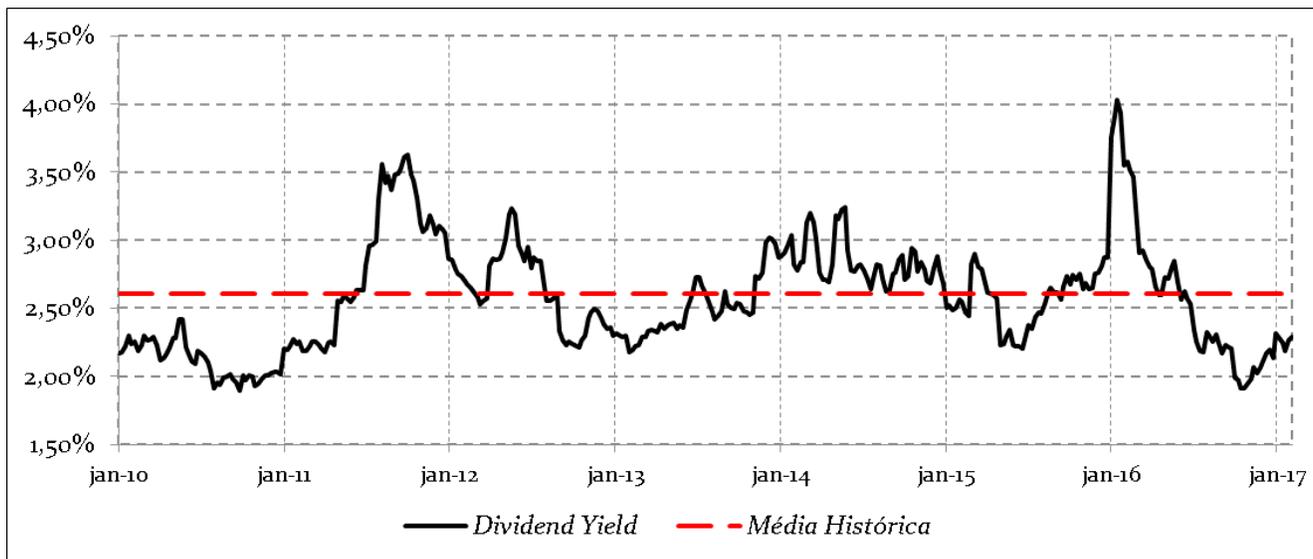


Tabela 2

Dez Maiores		Dez Menores		
	Papel	Preço-Dividendo	Papel	Preço-Dividendo
1.	EVEN3	502.43	ESTC3	8.41
2.	LIGT3	390.99	BRKM5	13.17
3.	LINX3	377.53	ENBR3	13.61
4.	CIEL3	251.61	ABCB4	15.69
5.	GGBR4	248.01	MPLU3	15.75
6.	EQTL3	204.10	PARC3	15.77
7.	LAME4	202.35	BBSE3	16.63
8.	BRAP4	183.31	FLRY3	17.03
9.	EMBR3	177.78	GRND3	18.06
10.	VALE5	176.99	ITSA4	19.10

O Gráfico 3 apresenta a evolução histórica do *short interest* do mercado acionário brasileiro e a taxa média de aluguel de ações. O *short interest* de uma empresa é dado pela razão entre a quantidade de ações em aluguel e a quantidade de ações *outstanding* da empresa. Mede assim o estoque de vendas a descoberto realizadas com as ações da empresa, tendendo a ser maior em momentos de expectativa de queda no valor da

empresa. O *short interest* do mercado, apresentado no gráfico, é a média (ponderada por valor) dos *short interest* individuais. A Tabela 3 reporta os cinco maiores *short interest* individuais e taxas de aluguel da semana passada, tanto em nível como primeira diferença (no caso deste último, são excluídos os papéis que tiveram variação negativa).

Gráfico 3 – Mercado de Aluguel de Ações (01/01/2013 - 10/02/2017)

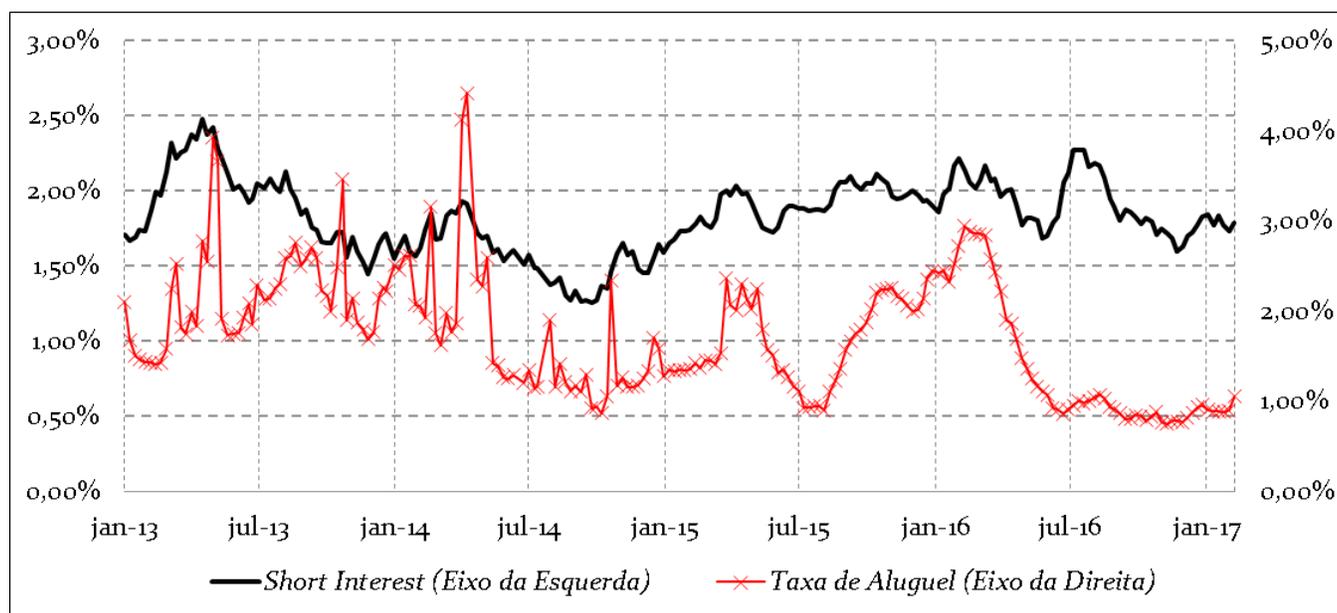


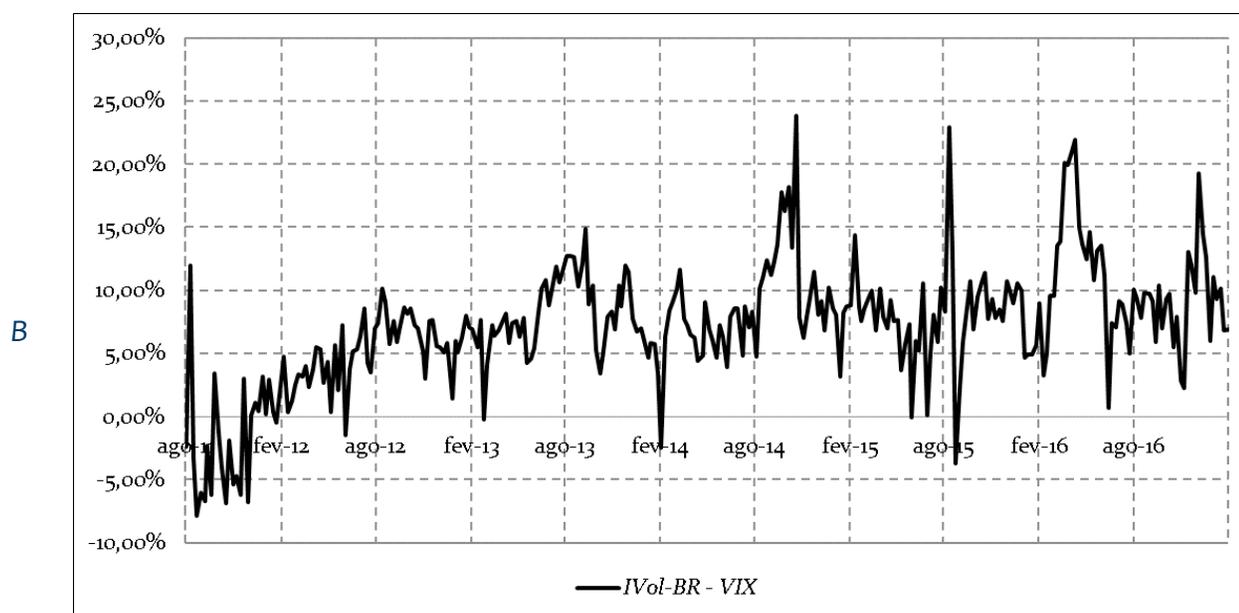
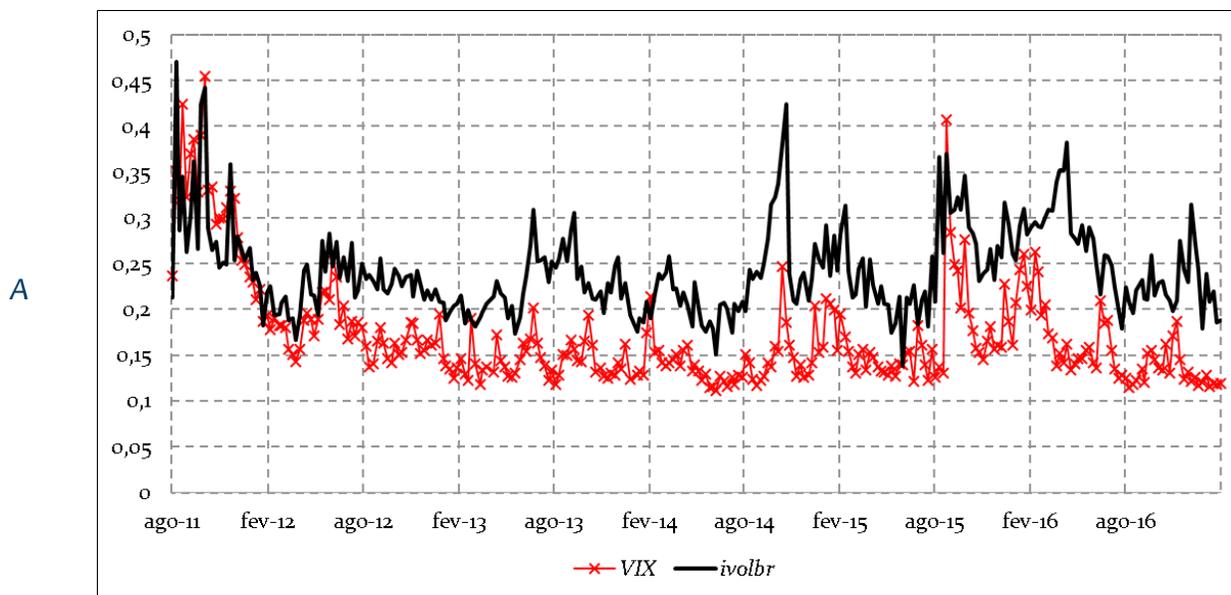
Tabela 3

Cinco Maiores da Semana				
Short interest			Taxa de Aluguel	
1.	RAPT4	7.72%	BPHA3	53.88%
2.	BRML3	7.59%	MGLU3	44.01%
3.	ELPL4	6.89%	RSID3	42.10%
4.	GOAU4	6.46%	PDGR3	39.07%
5.	CYRE3	6.29%	MRFG3	27.48%
Variação no short interest			Variação na taxa de aluguel	
1.	TCSA3	1.05%	MRFG3	21.89%
2.	GGBR4	0.72%	BPHA3	7.24%
3.	RAPT4	0.60%	ADHM3	4.83%
4.	TESA3	0.56%	CCRO3	4.67%
5.	CMIG4	0.49%	HAGA4	3.77%

O IVol-BR é um índice de volatilidade futura esperada para o mercado acionário brasileiro. É derivado do comportamento dos preços de opções sobre o IBOVES-PA. Já o VIX® é o índice de volatilidade futura esperada para o mercado americano calculado pela CBOE®.

O Gráfico 4A apresenta ambas as séries. O Gráfico 4B apresenta a diferença entre os índices, captando assim a evolução da incerteza especificamente local. Para detalhes, visite o site do NEFIN, seção “IVol-Br”: <http://nefin.com.br/volatility_index.html>.

Gráfico 4 – Volatilidade Forward-Looking (01/08/2011 - 31/01/2017)



1 O NEFIN não se responsabiliza por qualquer dano ou perda ocasionado pela utilização das informações aqui contidas. Se desejar reproduzir total ou parcialmente o conteúdo deste relatório, está autorizado desde que cite este documento como fonte.

O Nefin agradece à FIPE pelo apoio financeiro e material na elaboração deste relatório.

2 VIX® e CBOE® são marcas registradas da Chicago Board Options Exchange.

(*) <<http://nefin.com.br/>>.

economia & história



Ribeirão Preto e o Imposto sobre Cafeeiros

LUCIANA SUAREZ LOPES (*)

Como foi visto anteriormente, a discussão sobre a importância dos impostos diretos sobre o café ou sobre a atividade cafeeira nos municípios paulistas ainda é um tema pouco explorado pela historiografia. Ribeirão Preto, uma das mais importantes localidades cafeeiras em São Paulo, nos oferece importantes subsídios para o estudo desse tema.

Sendo estabelecida no final do período Imperial e ratificada pela lei de 13 de novembro de 1891, a tributação municipal sobre a cafeeicultura consistia na cobrança de uma taxa de \$040 réis sobre a arroba de café produzido e exportado pelo município. Todavia, apesar de a legislação prever tal cobrança, o resultado de sua arrecadação não aparece no orçamento referente ao exercício de 1890 a 1891.

Contudo, em orçamentos e balanços posteriores, é possível localizar os montantes arrecadados sobre o café, pois, conforme estabelecido pela Lei Municipal nº 1 de 1º de setembro de 1893, os impostos sobre indústria e profissões passariam a ser organizados em tabelas, ficando a tributação sobre a produção cafeeira registrada pela “Tabela F”. Conforme a Tabela 1, o imposto cobrado continuava a ser de \$040 por arroba de café. (PIRES, 1994, p. 57-58)

Tabela 1 – Tabela F. Ribeirão Preto, 1893

Natureza da cobrança	Imposto
Cada pipa de aguardente ou bebida forte fabricada no município	2\$000
Cada pipa de aguardente de fora do município	6\$000
Cada 10 kg ou fração de fumo em corda ou folha que entrar no município, mesmo sendo para reexportação	1\$000
Cada 10 kg ou fração de fumo picado ou desfiado	2\$000
Cada 15 kg de café exportado	\$040
Cada saca de arroz, feijão ou milho exportado até 100 litros	\$500
Cada 15 kg de toucinho exportado ou para reexportação	\$500

Fonte: Elaborado com base em Pires (1994, p. 57-58).

Em vez de aparecer o nome do imposto ou taxa e o valor arrecadado, a receita municipal passa a ser apresentada como “Arrecadado pelas Tabelas”. No balanço referente ao ano de 1901, a “Tabela F” foi responsável por aproximadamente 17% do total arrecadado pelo município, passando essa porcentagem a representar 8,4% em 1902, ano em que foi ultrapassada em importância pelos impostos arrecadados sobre o comércio e sobre o capital das empresas, que em conjunto representaram 28,5% do total arrecadado. (PIRES, 1994, p. 123) Infelizmente, não é possível desmembrar a arrecadação da tabela a fim de se isolar os montantes arrecadados com café e avaliar seus impactos na estrutura tributária do município.

Contudo, se inicialmente a legislação previa a cobrança com base na produção de café e sua exportação pelo município, posteriormente passou-se a cobrar impostos de acordo com o número de pés de

café plantados na localidade. Tal cobrança foi estabelecida no início do século XX, no contexto da primeira grande crise de superprodução da lavoura cafeeira, e amparada pela reorganização da administração municipal promovida pela Lei nº 1838 de 19 de dezembro de 1906.

Em seu Capítulo IV, dedicado às Rendas Municipais, previa-se a cobrança de imposto no valor de 2\$000 por cada mil pés de café plantados no município, conforme seu artigo 19, parágrafo 3º,

Artigo 19 – A receita dos municípios será constituída somente das seguintes verbas:

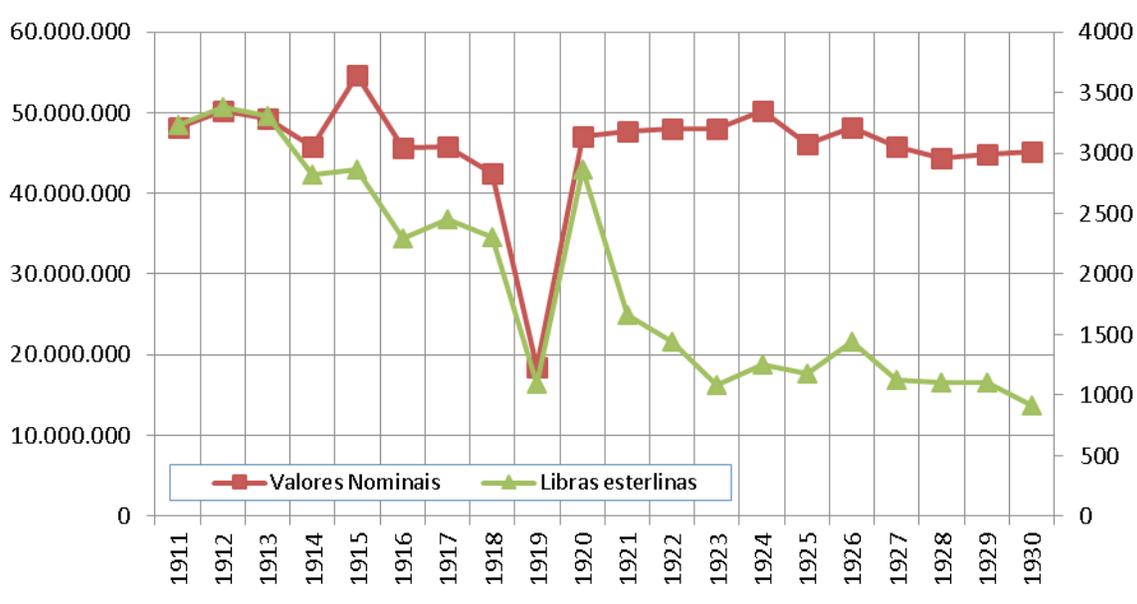
[...]

3.º Do imposto na razão máxima de 2\$000, sobre cada milhar de cafeeiros em tratamento e produção, situados no município, embora a sede do estabelecimento não o seja. Nenhum outro imposto ou taxa poderá ser lançado sobre o café, por qualquer pretexto [...] (LEI 1838)

O café passa então a ser tributado não mais se considerando como base a produção, mas sim o número de pés de café no município. Conforme o censo agrícola de 1904-1905, no início do século XX existiam em Ribeirão Preto aproximadamente 29 milhões de pés de café em produção, produção esta que naquele mesmo ano alcançou aproximadamente 2 milhões de arrobas. (MARCONDES, 2015)

Desde seu estabelecimento, e durante todo o período da República Velha, o valor do imposto sobre cafeeiros não se modificou, ficando sempre em 2\$000 por mil pés de café – ou sua fração – em produção.¹ Os pagamentos deveriam ser feitos pelos próprios cafeicultores na Contadoria Municipal até o mês de agosto. Passada a data limite, era cobrada uma multa.² A evolução da arrecadação ao longo do período 1911-1930 pode ser observada no Gráfico 1, que apresenta a evolução tanto em valores nominais como em libras esterlinas.

Gráfico 1 - Arrecadação com o Imposto Sobre Cafeeiros: Valores Reais Versus Valores Nominais. Ribeirão Preto, 1911-1930



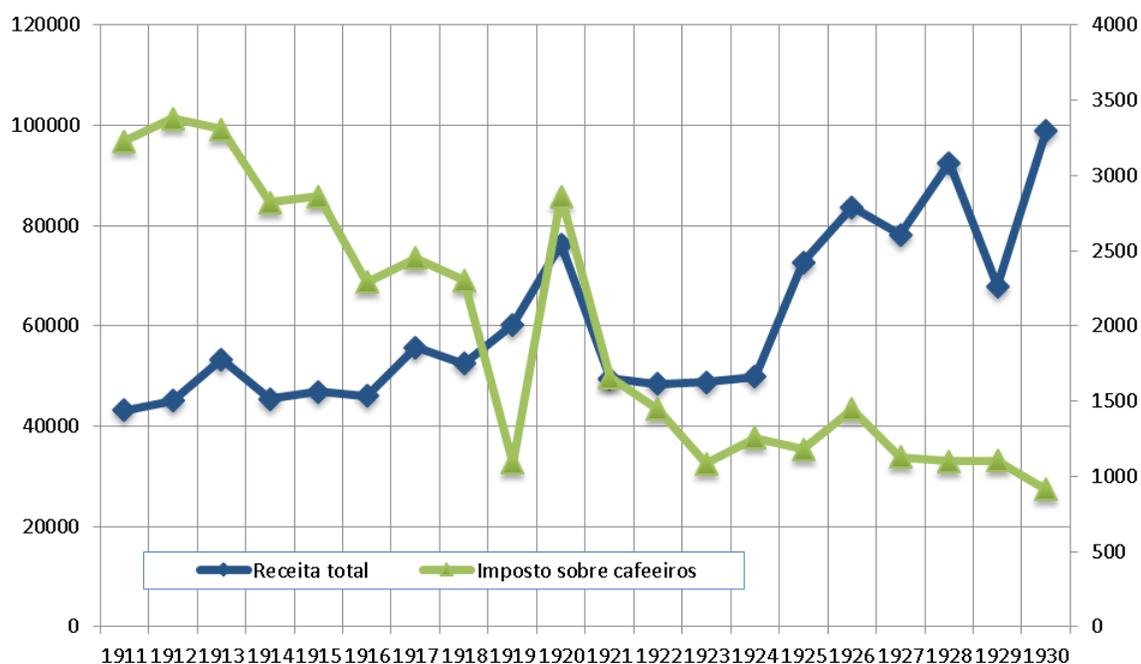
Fonte: Relatórios da Prefeitura Municipal de Ribeirão Preto. APHRP. Para transformar os valores nominais em libras esterlinas utilizamos a série *Taxa de câmbio média mensal da libra esterlina (mil-réis por pence) na praça do Rio de Janeiro (RJ)*. Disponível em: < <http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: 20 fev. 2017.

Os valores em libras esterlinas estão no segundo eixo, enquanto os valores em mil-réis encontram-se no eixo principal. É necessário adotar esse procedimento porque no período 1911-1930 houve considerável oscilação do valor do mil-réis. Num primeiro momento, a Caixa de Conversão garantia a estabilidade cambial, mas com o início da

guerra e o encerramento de suas atividades ocorre acentuada desvalorização cambial, o que diminuiu, em valores reais, o montante arrecadado com o imposto ora analisado. Finda a guerra, abre-se um novo período de desvalorização da moeda nacional. Observa-se então acentuada queda em valores reais do montante arrecadado, enquanto

em valores nominais a arrecadação se comporta de maneira relativamente estável. Tal comportamento não se repete quando analisamos a arrecadação da cidade como um todo. Considerando o total da receita municipal, a tendência da série em valores reais, a tendência da série é crescente, como pode ser observado no Gráfico 2.

Gráfico 2 - Receita Total: Valores Reais Versus Valores Nominais. Ribeirão Preto, 1911-1930



Fonte: Relatórios da Prefeitura Municipal de Ribeirão Preto. APHRP. Para transformar os valores nominais em libras esterlinas utilizamos a série *Taxa de câmbio média mensal da libra esterlina (mil-réis por pence) na praça do Rio de Janeiro (RJ)*. Disponível em <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em 20/02/2017.

Por essa razão, a participação percentual do imposto sobre cafeeiros na renda total do município caiu ao longo de todo o período, como pode ser observado no Gráfico 3. As maiores porcentagens concentram-se no início do período considerado, passando a cair rapidamente, em especial a partir de 1915. Ao final do período, o imposto analisado respondia por apenas 1,9% do total arrecadado pelo município.

Contudo, o comportamento da série não pode ser relacionado diretamente ao bom ou mau desempenho da lavoura cafeeira. A bem da verdade, para alguns

anos pode-se relacionar com segurança a arrecadação sobre os pés de café e o desempenho da cafeicultura, mas essa relação é muito pontual. Um desses momentos é o ano de 1918, quando uma severa geada comprometeu a produção paulista, e conseqüentemente a produção nacional. Um segundo momento é o ano de 1925, cuja queda reflete os impactos de uma grave seca em muitas regiões produtoras. De modo geral, esse foi um período bom para a cafeicultura, protegida primeiro pelas operações episódicas de defesa e depois pela defesa permanente.³

Gráfico 3 - Participação Percentual do Imposto Sobre Cafeeiros na Receita Total do Município - Ribeirão Preto, 1911-1930



Fonte: Relatórios da Prefeitura Municipal de Ribeirão Preto. APHRP.

Dessa maneira, a análise da arrecadação com o imposto de cafeeiros em Ribeirão Preto nos dá subsídios para melhor compreender os impactos da atividade cafeeira nas finanças públicas municipais. Ribeirão Preto, uma das mais importantes cidades cafeeicultoras do Estado de São Paulo, constitui, em boa medida, um exemplo do que acreditamos ser a regra para o período.

Os fluxos de renda, em muito dinamizados pela presença da cafeicultura, contribuíram de forma inegável para o progresso das cidades tomadas pela *onda verde*. A geração de renda, o pagamento de salários e os gastos no mercado local movimentavam a economia, alimentando o crescimento da cidade e da arrecadação proveniente da tributação de atividades tipicamente urbanas, tais como o comércio e a prestação de serviços.

Referências

- CÂMARA MUNICIPAL DE RIBEIRÃO PRETO. *Leis*. Ribeirão Preto: Tipografia da Casa Selles, 1917.
- _____. *Tabela dos impostos municipais com os respectivos regulamentos*. Ribeirão Preto: Tipografia Vallada, 1931.
- _____. *Tabelas em vigor dos impostos e taxas municipais*. Ribeirão Preto: Nogueira, Carvalho & Cia, 1923.
- DELFIN NETTO, Antonio. *O problema do café no Brasil*. São Paulo: IPE/USP, 1981.
- JORNAL "A Cidade" de Ribeirão Preto. Edição de 12 de agosto de 1908. Arquivo Público e Histórico de Ribeirão Preto.
- LEI 1838 DE 19 DE DEZEMBRO DE 1906. Disponível em: <<http://dobuscadireta.imprensaoficial.com.br/default.aspx?DataPublicacao=19070120&Caderno=Diario%20Oficial&NumeroPagina=221>>. Acesso em: 20 fev. 2017.
- MARCONDES, Renato Leite. O café em Ribeirão Preto. (1890-1940). In: MARCONDES, R. L.; REGISTRO, T. C.; GUAZ- ZELLI, A. M. C. (Org.). *Ribeirão Preto: a cidade como fonte de pesquisa*. CD-ROM - Volume 1. São Paulo: Prefeitura do Campus USP. Ribeirão Preto: Seção de

Atividades Culturais, 2015. Disponível em: <http://www.ccrp.usp.br/cultura/CURSODIFUSAO/VOLUME1/03_renato_marcondes.pdf>. Acesso em: 20 fev. 2017.

PIRES, Julio Manuel. *Um estudo de história econômica regional sob a ótica das finanças públicas*. Relatório Final de Pesquisa. São Paulo, 1994. (mimeo)

2 De acordo com a nota publicada no jornal “A Cidade” de Ribeirão Preto, de 12 de agosto de 1908.

3 Sobre as operações de defesa do café, ver Delfim Netto (1981, em especial os capítulos 2 e 3).

1 Conforme apurado em 1911, 1923 e em 1931, de acordo com as fontes a seguir. Para o ano de 1911, a coleção das leis da Câmara Municipal, publicada em 1917. (CÂMARA MUNICIPAL DE RIBEIRÃO PRETO, 1917). Para o ano de 1923, publicação “*Tabelas em vigor dos impostos e taxas municipais*” (CÂMARA MUNICIPAL DE RIBEIRÃO PRETO, 1923). E para o ano de 1931, a “*Tabela dos impostos municipais com os respectivos regulamentos*”, publicada em 1931. (CÂMARA MUNICIPAL RIBEIRÃO PRETO, 1931)

(*) Professora Doutora do Departamento de Economia da FEA/USP.
(E-mail: lslopes@usp.br).