

A Hipótese de Fragilidade Financeira Aplicada ao Setor Público: Uma Análise para a Economia Brasileira no Período 2000-2009

Fábio Henrique Bittes Terra

Professor Assistente do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia e Doutorando em Economia do Desenvolvimento no Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Brasil

Fernando Ferrari Filho

Professor Titular da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e Pesquisador do CNPq, Brasil

Resumo

O artigo tem dois objetivos: por um lado, elabora-se, à luz da Hipótese de Fragilidade Financeira de Hyman Minsky, um Índice de Fragilidade Financeira para a estrutura financeira do setor público; por outro, analisa-se, a partir do referencial elaborado, a referida estrutura financeira para as contas públicas da economia brasileira, entre 2000 e 2009. As conclusões do artigo apontam, baseado no Índice de Fragilidade Financeira elaborado, que o setor público brasileiro apresentou uma posição *especulativa* ao longo dos anos 2000. A consequência imediata dessa postura financeira especulativa foi o crescente endividamento público e o esgotamento dos graus de liberdade da atuação estabilizadora do setor público.

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

Classificação JEL: H0, E12, E63

Abstract

On the one hand, this paper develops a Financial Fragility Index to the public sector's financial structure based on Hyman Minsky's Financial Fragility Hypothesis. On the other hand, it analyses the Brazilian's public sector financial structure from 2000 to 2009 based on the Financial Fragility Index to the public sector's financial structure. The paper concludes that Brazilian's financial structure was a *speculative* one during the 2000s. As a result, during this period the public debt increased and the public sector was not able to adopt countercyclical fiscal policies.

1. Introdução

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

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

Não obstante, embora Minsky tenha teorizado sobre o comportamento financeiro da firma, o arcabouço teórico por ele desenvolvido pode ser adaptado para outros recortes analíticos: por exemplo, Dreizen (1985) formaliza a HFF para firmas e setores de economias em processos inflacionários e com indexação. Paula e Alves (2000) aplicam a teoria de Minsky para o setor externo, comercial e financeiro, ao passo que Galbraith (2008) adapta as ideias de Minsky para analisar a estrutura financeira de um Estado-Nação, compreendendo tanto suas finanças internas, bem como as externas. Diante deste contexto, dois são os objetivos deste artigo: por um lado, é elaborado, à luz da HFF de Minsky, um referencial analítico para a estrutura financeira do setor público; por outro, se analisa a referida estrutura financeira para as contas públicas da economia brasileira, após 2000. É importante ressaltar que, embora não se preocupando com uma análise dos reflexos da atual crise sobre o Brasil, a análise dessa hipótese minskiana busca trazer elementos para a compreensão da forma de ação estatal levado a efeito na economia brasileira nesse começo de século.

Para tanto, o artigo está organizado em quatro seções, além desta introdução. A segunda seção descreve, brevemente, a HFF de Minsky, a partir de seus trabalhos de 1986 e 1992. A terceira seção aplica a teoria de Minsky ao comportamento das

* Recebido em fevereiro de 2010, aprovado em janeiro de 2011.

E-mail addresses: fhbterra@ie.ufu.br, ferrari@ufrgs.br

finanças do setor público. A quarta analisa o desenvolvimento teórico da seção três, para o caso do setor público brasileiro, durante o período 2000-2009. Por fim, a seção cinco sumariza e apresenta uma ligeira consideração, de natureza especulativa, sobre a necessidade de reestruturação das condições financeiras do setor público brasileiro.

2. Uma Breve Análise da HFF de Minsky

Tendo como referência as principais proposições de John Maynard Keynes, sobre uma economia monetária, apresentadas na *The General Theory of Employment, Interest and Money* (Keynes 1964), a teoria de Minsky mostra que o investimento, variável chave para o crescimento da acumulação de riqueza em uma economia capitalista, é condicionado pela dinâmica de financiamento, em especial do mercado financeiro.¹ Assim sendo, as decisões de investimento dizem respeito à composição de uma carteira de ativos, de capital e financeiros, estabelecida de forma atinente às estratégias de acumulação de riqueza das unidades econômicas (Carvalho 1987).

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

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

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

Por sua vez, a diferença entre as receitas esperadas pelas unidades econômicas e os seus pagamentos financeiros denomina o conceito de margem de segurança.³

¹ Não é demais ressaltar que as fontes de financiamento do investimento podem ser obtidas por recursos próprios do investidor ou recursos de terceiros, tais como empréstimos bancários ou emissões de dívidas e ações.

² Componentes do sistema financeiro são, conforme Minsky (1992, p. 6), qualquer unidade econômica que atue como intermediário financeiro, isto é, emprestando recursos a terceiros em troca de uma remuneração na forma de juros.

³ Embora a margem de segurança não seja unicamente determinada por isso, para fins de análise deste artigo tal conceituação, que neste caso se relaciona a fluxos de caixa, é suficiente. De acordo com Minsky (1986, p. 335) “os fluxos de caixa, os valores capitalizados [de receitas esperadas e despesas financeiras] e o balanço patrimonial” são capazes de oferecer margem de segurança a uma unidade econômica. Para

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

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

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

Por fim, tem-se a unidade *Ponzi*, que são casos extremos de unidades *especulativas*. As unidades *Ponzi* não são hábeis, a partir de suas receitas esperadas, de fazer frente nem ao pagamento do principal de suas estruturas de passivo, nem aos juros que sobre elas incorrem. É de se esperar que as unidades *Ponzi* refinanciem suas estruturas de endividamento para que possam continuar a operar, sejam vendendo ativos, sejam tomando financiamentos novos para reordenar seu passivo. Unidades *Ponzi* não estabelecem margens de segurança em seus fluxos monetários e financeiros (Minsky 1992).

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

Neste cenário, com a constante validação dos planos de investimento pelo sistema financeiro, isto é, em um ambiente econômico otimista, as unidades econômicas caminharão de posições *hedge* para *especulativa* e desta para *Ponzi*, trilhando, inerentemente, os rumos da fragilização de suas finanças (Silva 2008). Assim sendo, ocorrências endógenas ao sistema capitalista – como aumento da inflação, elevação das taxas de juros, volatilidade das expectativas do sistema financeiro, etc. – levam

a discussão exata do que a margem de segurança envolve, ver: Minsky (1986, Apêndice A: 335–341).

da fragilidade financeira à crise financeira e ao ciclo econômico (Minsky 1992). Em suma, a expansão do ritmo da atividade econômica e a “alavancagem” do financiamento aumentam o grau de fragilidade financeira e acabam conduzindo o sistema econômico à crise.

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

3. O Comportamento Financeiro do Setor Público à luz da Teoria de Minsky

Embora na teoria de Keynes (1964) e de Minsky (1986, 1992) o setor público não seja o protagonista dos ciclos econômicos, seu papel de agente contra-cíclico *por excelência* é ressaltado por ambos os autores, notadamente no que cabe ao governo central.⁴ Nesse particular, a atuação estabilizadora do setor público depende de sua capacidade financeira.

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

Nesta definição, têm-se englobadas todas as esferas de governo e com isso todas as receitas e despesas – sejam elas correntes, de capital e patrimoniais – do setor público. Desta forma, já se inclui ao longo da análise todas as diversas fontes de receita do setor público e, igualmente, todos os seus diferentes gastos.⁵ Trabalhando com a variável receita total, ademais, se incluem em uma só variável,

⁴ Conforme Keynes, o causador do ciclo econômico é o investimento privado. Para Minsky (1986) o causador é a relação entre investimento privado, por um lado, e o sistema financeiro, por outro.

⁵ Ao adotarem-se os fluxos de receita e despesa como variável de análise facilita-se a incorporação de todas as operações do setor público em um só fluxo, muito embora se possam perder detalhes dos condicionantes destes fluxos.

todas as possibilidades apontadas por Minsky (1986) de composição de margens de segurança.

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

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

$$(T + Rk + Rof) - G > Ga + Gi \quad (1)$$

na qual T são tributos, Rk receitas de capital, Rof são receitas de outras fontes, G são gastos correntes do setor público, Ga são os gastos financeiros com amortização, e Gi são gastos financeiros com pagamento de juros.

Em outras palavras, a relação (1) diz que

$$\text{Receitas Totais} - \text{Gastos Correntes} > \text{Gastos Financeiros} \quad (2)$$

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

O setor público para sair desta situação precisa fazer com que, em algum instante, suas receitas totais se expandam acima do aumento dos gastos totais. Pode-se alcançar tal objetivo com o aumento da carga tributária e/ou o crescimento da arrecadação em momentos de expansão do produto.⁶ De forma esquemática, a posição *especulativa* pode ser representada pela seguinte relação:

$$(T + Rk + Rof) - G < Ga + Gi \quad (3)$$

Ou, o que é o mesmo:

⁶ Considera-se, neste artigo, que o setor público não é financiado pela emissão contínua de moeda. Consoante a teoria keynesiana, este expediente só deve ser pontualmente utilizado como estabilizador automático anticíclico (Keynes 1964).

$$\textit{Receitas Totais} - \textit{Gastos Correntes} < \textit{Gastos Financeiros} \quad (4)$$

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

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

$$(T + Rk + Rof) - (p)G < (1 - p)G + Ga + Gi \quad (5)$$

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

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

$$\begin{aligned} \textit{Receitas Totais} - (p) \textit{Gastos Correntes} < (1 - p) \textit{Gastos Correntes} \\ + \textit{Gastos Financeiros} \end{aligned} \quad (6)$$

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

Nesse sentido, ao passo em que a margem de segurança das finanças do setor público for deprimida por meio de causas endógenas ao sistema econômico, sua posição financeira vai se tornando mais frágil e as suas possibilidades de intervenção estabilizadora se reduzem, ao mesmo tempo em que passam a ser mais fortemente condicionadas às imposições do mercado financeiro. Assim sendo, novos financiamentos somente são fornecidos se o setor financeiro validar as expectativas do setor público de que sua posição, quando fragilizada, melhore.

4. A HFF Aplicada ao Setor Público: O Referencial Analítico para o Caso do Brasil

Tendo como base o referencial analítico desenvolvido na seção anterior, busca-se analisar as posições financeiras em que se situou o setor público brasileiro⁷ ao longo do período 2000-2009. Porém, antes da elaboração da análise de fragilidade financeira do setor público brasileiro, convém fazer alguns esclarecimentos tanto sobre a periodicidade utilizada para análise empírica quanto sobre a elaboração de um índice de fragilidade financeira para o setor público em economias globais, em especial emergentes como a brasileira.

No que diz respeito à periodicidade da análise empírica, por um lado, a ideia inicial do artigo consistia em analisar as contas públicas do Brasil a partir de 1999, pelos seguintes motivos:

- (i) nesse ano de 1999 foi implementado, após acordo firmado com o Fundo Monetário Internacional em 1998, o regime de metas de superávit primário que, a partir de então, passou a balizar todas as esferas do setor público, contrariamente ao que ocorreu nos anos anteriores, nos quais apenas o governo central havia eliminado seus déficits primários;⁸
- (ii) no início de 1999, foi introduzido o regime de câmbio flutuante na economia brasileira; e
- (iii) em junho de 1999 foi adotado o regime monetário de *metas de inflação*.⁹

Todavia, os dados da *Consolidação das Contas Públicas* apurados pela Secretária do Tesouro Nacional (STN), que foram utilizados neste artigo por serem, dentre as séries existentes, uma das mais detalhadas no tocante às finanças públicas brasileiras, somente estão disponíveis a partir do ano 2000, definindo, portanto, o recorte temporal adotado no presente artigo.

Por outro, cabe apontar que, ao longo do referido período as economias brasileira e mundial passaram por momentos bastante distintos por, pelo menos, três fases. Inicialmente, entre 2000 e fins de 2002, o sistema econômico mundial sofreu perturbações importantes, oriundas da crise causada pelo 11 de setembro de 2001, bem como pela crise econômica da Argentina entre fins de 2001 e início de 2002. Ademais, a economia brasileira no mesmo período, conviveu com a crise do setor energético, em 2001, ao passo que em 2002 houve um forte ataque especulativo decorrente das incertezas concernentes às eleições presidenciais. Entre 2003 e 2007, o sistema econômico mundial teve um notável ciclo de expansão, somente abalado a partir de fins de 2007, com os problemas financeiros relacionados ao mercado *subprime* norte-americano. Estes problemas marcam o início da terceira fase,

⁷ Saliente-se que o conceito de setor público utilizado nesta seção é baseado em DEPEC/Banco Central do Brasil DEPEC/BCB (2006, p. 4), que é exatamente igual à definição de Além e Giambiagi (2000).

⁸ Para uma análise mais aprofundada do comportamento fiscal do setor público brasileiro no período anterior à adoção das metas de superávit primário, ver Giambiagi (2006).

⁹ Para mais sobre os regimes monetários, em especial de *metas de inflação*, adotados no Brasil após a instituição do Plano Real em 1994, ver Modenesi (2005).

período 2008-2009, que está relacionado à eclosão e aos desdobramentos da crise financeira mundial.

Em relação à elaboração do índice de fragilidade financeira para o setor público, é importante salientar que, em uma economia globalizada com mercados financeiros internacionalizados, a fragilidade financeira do setor público é, de certa forma, diferente quando os governos não emitem dívida em sua própria moeda, como é o caso de economias emergentes. A título de exemplificação, a fragilidade financeira do setor público dos Estados Unidos é completamente diferente da fragilidade financeira do setor público de países emergentes, tais como Brasil, devido ao fato de que o dólar estadunidense é uma moeda conversível e de aceitação universal. Em outras palavras, mesmo considerando-se que os Estados Unidos possuam uma dívida pública que ultrapasse seu PIB – como ocorreu nos 1980 – e estejam promovendo, desde o início da crise do *subprime*, um programa de estímulo econômico através da ampliação dos déficits fiscais para evitar uma depressão econômica, eles não incorrem nem em posição financeira *especulativa* nem em *Ponzi*. Ademais, diferentemente do setor público de países desenvolvidos, o setor público de países emergentes é altamente instável, pois parte de sua dívida pública é indexada à taxa de câmbio. Assim, os países emergentes são constantemente envolvidos em crises em seus balanços de pagamentos, similares às crises cambiais dos países da América Latina – México (1994/1995), Brasil (1998/1999 e 2002) e Argentina (2001/2002) –, devido a um processo dinâmico que sobrevém da taxa de câmbio para a taxa de juros, contribuindo, assim, para piorar a situação fiscal do país e especialmente o endividamento líquido do setor público.

Enfim, economias desregulamentadas e abertas, comercial e financeiramente, que não possuem moeda conversível – basicamente países emergentes – são incapazes de emitir dívida soberana, ou seja, dívida em sua própria moeda. Como resultado, o setor público dessas economias apresenta fragilidade financeira quando houver ataques especulativos às suas moedas domésticas e crises cambiais, visto que os ajustes patrimoniais das variações cambiais impactarão diretamente sobre o estoque de endividamento em moeda estrangeira e, conseqüentemente, sobre o pagamento dos serviços da dívida pública.¹⁰

¹⁰ Não é demais ressaltar que o setor público não possui a mesma dinâmica de endividamento de firmas privadas. Em geral, enquanto a emissão de dívida pública ocorre para cobrir as necessidades de gastos correntes realizados, a emissão de dívida privada decorre da necessidade de realizar gastos correntes futuros. Para tanto, são necessárias condições de oferta de títulos corporativos que são, em boa medida, determinadas pela percepção de risco e retorno dos investidores. O que faz a oferta e demanda por tais títulos se expandir? Certamente, o ambiente macroeconômico e a política econômica têm papéis fundamentais na determinação da demanda e da oferta por títulos e nas condições (montante emitido, remuneração, maturidade etc.) pelos quais os títulos são ou poderão ser emitidos. Do lado do ofertante de títulos corporativos (a empresa), o crescimento econômico (que aumenta a possibilidade de aumento de vendas e lucros, permitindo gerar renda para saldar compromissos financeiros assumidos) e o comportamento das taxas de juros (custo do crédito bancário e custo de oportunidade do capital) e de câmbio (preço fundamental na determinação das relações externas da empresa, por exemplo, para exportações e na determinação do custo de dívida externa) são fundamentais para definir a oferta de títulos. Do lado dos demandantes de títulos, além do ambiente macroeconômico em geral, a política de juros do banco central afeta de forma importante o grau de aversão a riscos dos investidores: uma expectativa de juros futuros elevados aumenta a preferência por moeda e ativos de alta liquidez, enquanto que uma expectativa de queda aumenta a preferência por títulos de renda fixa.

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

$$(T + Rk + Rof) - G = Ga + Gi \quad (1')$$

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

$$\frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} = 1 \quad (1'')$$

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

$$\begin{aligned} \frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} > 1, \text{ posição financeira } hedge \\ 0 < \frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} < 1, \text{ posição financeira } especulativa \\ \frac{(T + Rk + Rof) - G}{(Ga + Gi)} < 0, \text{ posição financeira } Ponzi^{11} \end{aligned}$$

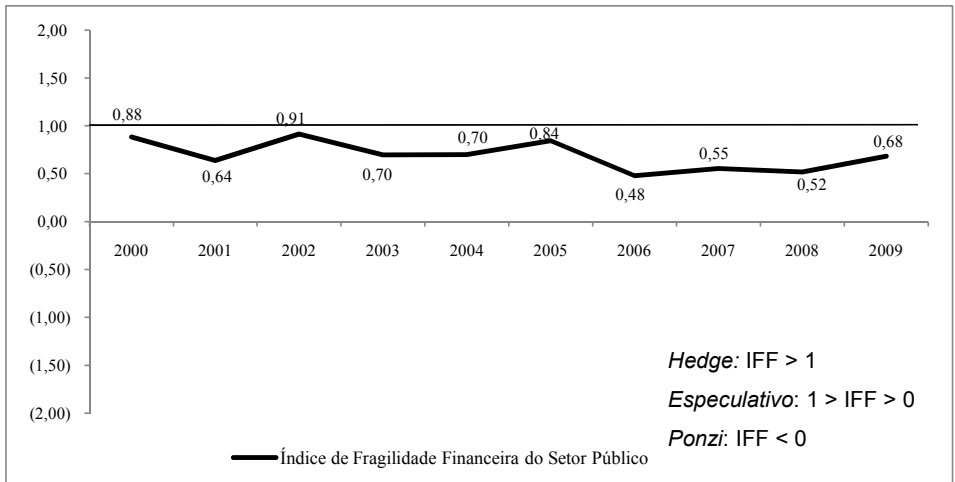
Baseado na *Consolidação das Contas Públicas* da STN (2010), a elaboração do IFFSPB considerou os dados de receita total do setor público (cujas fontes são os impostos, as receitas de capital e outras fontes de receitas), apurados em regime de caixa, e os de despesas correntes e financeiras do setor público, apurados no regime de competência.

A Figura 1 apresenta a evolução IFFSPB no período 2000-2009. Como pode ser observado, durante todo o período 2000-2009, o setor público brasileiro situou-se na posição financeira *especulativa*,¹² o que indica que em todo o período o setor

¹¹ Para a melhor adequação analítica do Índice, considerando-se os dados disponíveis para a economia brasileira, a posição *especulativa* terá que se referir à parte dos gastos financeiros não cobertos pelas receitas públicas enquanto que a posição *Ponzi* será concernente a alguma parcela dos gastos correntes não cobertos pelas receitas disponíveis ao setor público – o que implica que os gastos financeiros não são, em momento algum, custeados pelos recursos públicos. Essa consideração é requerida, pois a *Consolidação das Contas Públicas* não especifica qual é o montante do refinanciamento do principal e/ou dos serviços do endividamento público. Desta forma, uma conceituação estritamente semelhante à proposta por Minsky (1986, 1992) dificultaria análises empíricas a partir do Índice.

¹² Cabe salientar que, muito embora não seja possível estender a análise para a década de 1990 pela ausência de dados tão discriminados quanto os existentes após 2000, acredita-se que naquela década o financiamento do setor público brasileiro fosse *Ponzi*, uma vez que vigoraram déficits gêmeos em vários anos do período (como em 1996 e 1997) ou déficits correntes *vis-à-vis* resultados primários quase nulos (como em 1990, 1991, 1993 e 1998), conforme mostram os dados do IPEADATA (2010). Ademais, como sabido, entre 1994 e 1999 o Brasil sofreu ataques especulativos, sejam por efeito contágio, sejam por problemas inerentes à inconsistência de sua política econômica, que o conduziram a graves crises cambiais, como em 1997 e, principalmente, em 1998/1999. Nestes dois anos, por exemplo, parcela significativa – 22,1% em média entre dezembro de 1998 e dezembro de 1999, segundo BCB (2010) – dos títulos públicos emitidos e em custódia pública eram indexados às variações na taxa de câmbio o que, em tese, conduziu as finanças públicas do País a uma situação *Ponzi*. De 1999 em diante os déficits

público foi obrigado, de alguma forma, a refinanciar-se. A despeito do bom momento do sistema econômico mundial entre 2003-2007, o referido Índice apontou que foi este o período em que o setor público brasileiro obteve os piores indicadores de fragilidade, principalmente em 2006, 0,46, 2007, 0,55, e 2008, 0,52. Nos anos de 2003 a 2005, o Índice manteve-se relativamente estável, com destaque para o ano de 2005, no qual o aquecimento da economia brasileira refletiu-se em aumentos de receitas mais que proporcionais ao aumento de despesas. Em sentido inverso, no ano de 2002, época de turbulência na economia brasileira, o setor público auferiu seu melhor indicador, em termos de fragilidade financeira, 0,91. Neste particular, tem-se que em 2000, apenas um ano após a crise da economia brasileira em 1999, que a obrigou a mudar seus regimes cambial e monetário, o IFFSPB atingiu seu segundo melhor resultado, 0,88. Para o ano de 2009, ano em que a crise econômica mundial mais impactou sobre o Brasil, o IFFSP alcançou um patamar superior aos anos de calmaria econômica.



Nota: Índice elaborado pelos autores.

Fonte: STN (2010).

Fig. 1. Índices de Fragilidade Financeira do Setor Público, 2000 a 2009

Neste particular, no que diz respeito ao modo pelo qual o governo brasileiro enfrentou os efeitos da crise econômica mundial, cabe destacar que desde antes da crise, ainda no início do segundo mandato de Lula da Silva, em 2007, a política econômica sofreu uma ligeira inflexão, principalmente a política fiscal. Na ocasião, por mais que o Banco Central do Brasil (BCB) continuasse operacionalizando a

gêmeos foram equacionados e o Brasil obteve melhores condições para enfrentar crises cambiais, como a de 2002, em posição financeira *especulativa*. Isto pode ser ratificado quando se observa que entre 1995 e 2000 a dívida líquida brasileira cresceu 16,4 pontos percentuais do PIB (passando de 29,1% em 1995 para 45,5% em 2000), ao passo que após chegar a 52,1% do PIB em 2003 ela se estabilizou e alcançou 42,3% do PIB em 2009. Para mais, veja Figura A1, no Apêndice.

política monetária de maneira a cumprir as metas de inflação, a política fiscal foi articulada para implementar o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), um ambicioso programa de investimentos públicos e privados voltados para as áreas de infraestrutura e projetos sociais.

Ademais, o Brasil, a partir de 2005, foi beneficiado, assim como a maioria dos países emergentes, pela elevação dos preços das *commodities*, o que acabou contribuindo tanto para a obtenção de expressivos superávits em transações correntes quanto para a acumulação de reservas internacionais (IMF 2006).¹³

Pois bem, diante desse cenário e com o País crescendo, em termos anualizados, ao redor de 6,0%, quando a crise financeira internacional eclodiu o presidente Lula da Silva e as Autoridades Monetárias a subestimaram – na ocasião, o presidente Lula da Silva chegou a comentar que o “tsunami financeiro causaria somente uma ‘marolinha’ na economia brasileira” – a ponto de não terem tomado medidas econômicas adicionais e contracíclicas. Todavia, a divulgação do PIB no último trimestre de 2008 (uma queda de 3,6% comparativamente ao PIB do terceiro trimestre de 2008) acabou colocando em xeque a tese de que o Brasil estaria descolado dos efeitos da crise financeira internacional.

Absorvido o impacto da crise, no início de 2009 as Autoridades Monetárias, seguindo o comportamento das Autoridades Monetárias mundiais que adotaram ativamente políticas contracíclicas para mitigar os impactos da crise financeira internacional sobre o lado real da economia, decidiram implementar medidas econômicas contracíclicas para reverter a natureza recessiva da economia.

No que diz respeito à questão fiscal, foram reduzidas alíquotas de impostos (imposto de renda, imposto sobre operações financeiras de crédito ao consumidor e imposto de produtos industrializados para os setores automotivo e de eletrodomésticos da chamada *linha branca*), ampliados os investimentos públicos, principalmente os vinculados ao PAC e flexibilizada a meta de superávit fiscal – passando de 3,75% para 2,5% do PIB.

A Tabela 1 mostra, a partir da evolução das receitas e despesas do setor público entre 2000 e 2009, que nos períodos 2001/2002, 2003/2004, 2004/2005, 2006/2007 e 2008/2009 as receitas do setor público cresceram acima das despesas, ao passo que entre 2000/2001, 2002/2003, 2005/2006 e 2007/2008 as despesas do referido setor cresceram acima das receitas.

É interessante observar que nos períodos em que as receitas cresceram acima das despesas, somente houve uma melhora dos indicadores de fragilidade financeira em 2002, 2005 e 2009. Em contrapartida, nos períodos em que as despesas cresceram acima das receitas houve, com exceção do ano de 2003, uma deterioração do IFFSPB.

Nos últimos três anos, a deterioração do IFFSPB deveu-se a vários fatores, tais como:

¹³ Não é demais ressaltar que o Brasil, entre 2003 e 2008, obteve expressivos resultados na balança comercial e uma situação externa bastante confortável, a despeito da valorização cambial, em grande parte devido à absorção de volumes expressivos de fluxos externos de capitais atraídos pela ampliação da abertura financeira durante a fase de abundância de liquidez internacional.

Tabela 1

Taxas de variação (%) das despesas e receitas totais do Setor Público, 2000 a 2009

Rubrica/Ano	2000/ 2001	2001/ 2002	2002/ 2003	2003/ 2004	2004/ 2005	2005/ 2006	2006/ 2007	2007/ 2008	2008/ 2009
Receitas	11	21	9	11	14	13	14	16	18
Despesas Totais	17	15	15	10	11	25	9	38	12,2
Despesas Correntes	15	14	14	12	14	14	15	17	11
Despesas Financeiras	25	15	16	1	-3	83	-11	20	28

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de STN (2010).

- (i) antecipação do pagamento de dívidas brasileiras reestruturadas, tanto junto ao Clube de Paris quanto ao pagamento das dívidas renegociadas no bojo do Plano Brady, ambas concentradas em 2006 (STN (2006) e Banco Central do Brasil – BCB (2006));
- (ii) operações de *swaps* cambiais desfavoráveis aos dispêndios financeiros do setor público, em 2006 e em 2007, bem como os juros nominais apropriados pela dívida líquida do setor público, em montante equivalente a 6,6% do PIB, em 2006 (BCB 2007); e
- (iii) crescimento significativo das despesas em 2008 devido à estratégia da STN de reduzir o estoque do endividamento por meio da amortização de parcela da dívida líquida do setor público (STN 2010).

Desta forma, entre 2006 e 2008, embora tenha ocorrido o crescimento das receitas públicas, impulsionadas pela melhoria da atividade econômica, as despesas financeiras do setor público expandiram-se em ritmo notadamente superior. Este aumento dos dispêndios financeiros determinou que os resultados auferidos pelo IFFSPB ficassem fragilizados em 2006, 2007 e 2008.

Muito embora se esperasse uma piora no IFFSPB para o ano de 2009, em função das políticas contracíclicas, o Índice reportou um valor superior aos anos pré-crise. Em que pese a expressiva ampliação dos gastos financeiros do setor público, que se elevaram de R\$ 322,5 bilhões em 2008 para R\$ 414,9 em 2009 (ampliação de 28,0%, conforme a Tabela 1) a ampliação de receitas do setor público foi significativa o bastante para implicar uma melhora no IFFSPB. A partir de dados levantados por Gobetti e Orair (2010) para o ano de 2009, pode-se inferir que um dos motivos que impediu uma piora da situação fiscal brasileira em 2009, mesmo ampliando-se os gastos correntes a fim de se efetivar uma política contracíclica, foi a própria reação da economia aos estímulos provocados pela política fiscal menos restritiva. Como apontam os autores,

cabe observar ainda que a resposta contra-cíclica dada pela autoridade tributária federal contribuiu para que alguns impostos estaduais, sobretudo o ICMS e o IPVA, não sofressem tanto os impactos da crise [...] Por outro lado, as duas principais receitas dos municípios, o IPTU e o ISS, continuaram crescendo em 2009 na casa dos 10% cada

(Gobetti e Orair 2010, p. 5).

Constata-se da análise empírica que o setor público brasileiro situou-se sempre em uma posição *especulativa*, o que explica sua crescente necessidade de endividamento.¹⁴ Este endividamento crescente implica, por sua própria dinâmica, cada vez mais uma custosa rolagem, que tende a gerar encargos financeiros maiores, os quais, por sua vez, corroboram para o agravamento da posição *especulativa*. Em uma economia como a brasileira, na qual a taxa de juros básica manteve-se em patamares elevados no período em análise,¹⁵ o recurso ao endividamento, típico de uma posição *especulativa*, tende a majorar periodicamente as despesas financeiras, o que insere o setor público em um círculo *especulativo*. Desta forma, como comprova o IFFSPB, os indicadores vão se ampliando ao longo do tempo, apontando que o setor público “embarca” para posturas financeiras mais próximas da posição *Ponzi*.

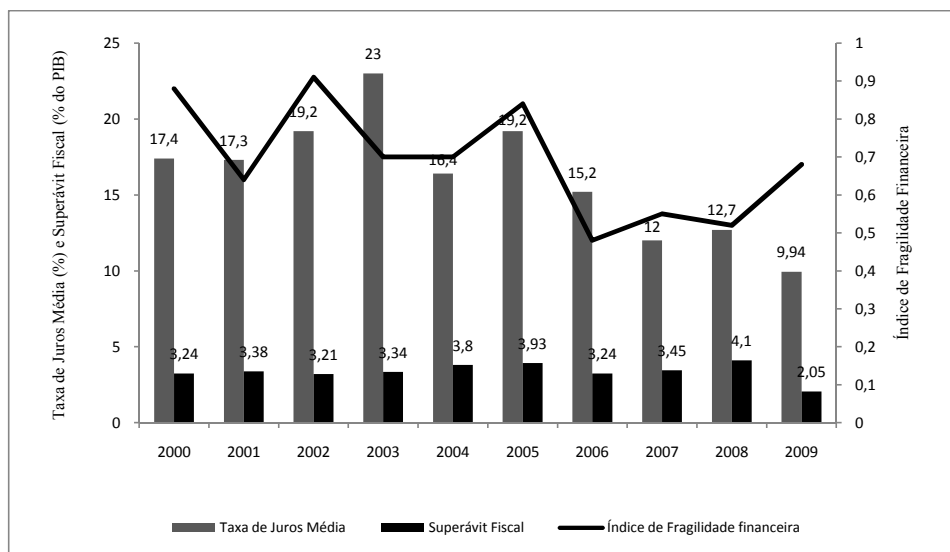
A Figura 2 apresenta os dados referentes aos resultados primários obtidos pelo setor público brasileiro e para as médias anuais das taxas de juros básica entre 2000 e 2009. A partir dele, pode-se observar que os melhores patamares do IFFSPB ocorreram nos anos entre 2000 e 2005 em que as médias anuais da taxa de básica juros alcançaram seus maiores valores. Isto claramente indica que o setor público preocupou-se em construir um formato de condução da política fiscal que viabilizasse a sua solvência em face de dispêndios financeiros tão elevados e voláteis, haja vista o comportamento oscilante das médias anuais de juros básicos brasileiros entre 2000 e 2005.

Neste sentido, chama a atenção que dados do BCB (2010) denotam que entre 2000 e 2005, época de maiores juros SELIC, a participação média deste indexador no total da Dívida Mobiliária Federal (DMF), componente majoritária da DLSP, foi de 56,56%. Além disto, o prazo médio de vigência da DMF entre 2000 e 2005 era de apenas 20,53 meses. Desta forma, a condução da política fiscal no Brasil entre 2000 e 2005 pautou-se em auferir a solvência do setor público confrontado que estava por gastos financeiros elevados, em função dos elevados juros básicos da economia e da elevada participação destes enquanto indexador dos títulos públicos de curto prazo que compunham a DMF. Após 2005, com cenários econômicos nacional e internacional prósperos, as condições macroeconômicas brasileiras melhoraram e fomentaram conduções de política econômica que pioraram os resultados do IFFSPB.

É possível argumentar-se, ancorado na Figura 2, que a política fiscal do setor público brasileiro apresenta-se cada vez mais engessada. Na medida em que se precisa, cada vez mais, fazer frente a maiores dispêndios financeiros, suas possibilidades de ação estabilizadora – o *Big Government* de Minsky (1986) – são reduzidas e os efeitos de uma crise financeira poderão ser por demais nefastos. Tal

¹⁴ A título de ilustração: em termos monetários, a dívida líquida do setor público atingiu R\$1,1 trilhão, em dezembro de 2006, R\$1,2 trilhão, em dezembro de 2007, e R\$ 1,1 trilhão, em dezembro de 2008, de acordo com BCB (2010).

¹⁵ A taxa de juros básica da economia brasileira foi, no período 2000 a 2008, segundo dados das séries temporais do BCB (2010), de 17,7% ao ano, em média.



Nota: Dados elaborados pelos autores.

Fonte: BCB (2010) e STN (2010).

Fig. 2. Taxa Média Anual de Juros, Superávit Fiscal e Índice de Fragilidade Financeira, 2000 a 2009

situação tende a se agravar na vigência do regime de *metas de inflação*, que serve de âncora monetária e de impedimento à utilização da política monetária como outro possível estabilizador automático dos ciclos – o *Big Central Bank*¹⁶ minskyano.

O engessamento da política fiscal processa-se por ser o superávit primário o intermediário de consecução da estabilidade do endividamento líquido do setor público relativamente ao PIB. Disto infere-se que o foco da política fiscal ao longo dos anos 2000-2008 foi bastante afastado daquelas políticas anticíclicas estabilizadoras que a perspectiva keynesiana/pós-keynesiana prescreve.

De fato e, com efeito, o que se percebe é que as ações da política econômica foram pró-cíclicas e corroboraram os argumentos de Hermann (2002), segundo os quais a atuação da política fiscal no Brasil aproxima-se da chamada “equivalência ricardiana”.¹⁷ Por exemplo, em 2002, ano da crise de confiança em relação às eleições presidenciais, em que o crescimento do PIB, conforme BCB (2010) foi de 1,93%, o IFFSPB alcançou seu melhor resultado, 0,91, o que indica um grande arrocho nos gastos públicos. Em oposição, nos anos de 2007 e 2008, quando o Brasil cresceu 5,4% e 5,1%, respectivamente, melhores resultados de expansão do PIB no

¹⁶ Arelado a isto estão, ainda, os custos da Autoridade Monetária operar via mercado aberto sua política monetária, pois os custos da dívida mobiliária são bastante elevados, devido aos altos juros, como mostram os dados de STN (2010).

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

período 2000-2008, o referido Índice obteve seus segundo e terceiro piores valores, 0,55 e 0,52.

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

5. Considerações Finais

Embora Minsky não tenha utilizado o setor público como unidade de análise, sua HFF é plenamente aplicável a esse setor. Considerando-se que países emergentes com economias abertas aos fluxos internacionais de capitais e de comércio, dentre os quais o Brasil, não possuem moeda de conversibilidade e são pouco capazes de emitir dívida soberana em sua própria moeda, salienta-se a relevância do desenvolvimento do Índice de Fragilidade Financeira do Setor Público, que permite inferir como se situam as finanças públicas do país ao longo do tempo. Desta forma, o referido Índice permite que se debata como uma determinado país reage a algum evento que o acometa, por exemplo, as supracitadas crises cambiais que impactaram o Brasil ao longo do período 1994-2002. À luz destas considerações, elaborou-se o IFFSPB, visando analisar os resultados das contas públicas do Brasil ao longo dos anos 2000.

É importante ressaltar, ainda, que os países emergentes enfrentam relevantes hiatos entre seus produtos potenciais e efetivos. Contudo, na medida em que suas condições macroeconômicas os capacitam a ter acesso custoso e dificultado aos mercados de crédito e de capitais, nacional e internacional, seus financiamentos tendem a ser arriscados, a ponto de eles incorrerem em posições *especulativa* e *Ponzi*. Nesse sentido, a elaboração do IFFSPB mostrou que o setor público brasileiro assentou-se em uma posição de financiamento essencialmente *especulativa* na década de 2000. Como consequência direta, houve um crescente endividamento e o esgotamento dos graus de liberdade de atuação estabilizadora do setor público.

O financiamento *especulativo* do setor público brasileiro no período pós-2000 deveu-se a um intenso processo de pressão sobre os recursos públicos causados pelos elevados gastos financeiros da dívida pública. O Brasil não conseguiu financiar com receitas públicas os montantes despendidos financeiramente no pagamento dos serviços e do principal de seu endividamento. Inobstante, a incapacidade do setor público brasileiro em arcar com os custos financeiros de seu endividamento o conduziu à ampliação do estoque de sua dívida pública, via constantes refinanciamentos, em que os títulos públicos federais que os compunham eram de curto prazo, em média 20 meses, e majoritariamente remunerados por taxas de juros médias de 18,75% entre 2000 e 2005. Principalmente neste período, a carga de dispêndios financeiros do setor público brasileiro impingiu sobre o orçamento

público do País um rígido engessamento: as receitas necessitavam subir enquanto que os gastos correntes, fundamentais para dinamizarem bens e serviços públicos e promoverem políticas contracíclicas, aumentavam muito pouco, relativamente à expansão dos gastos financeiros.

Assim sendo, denota-se que é requerida alguma forma de reestruturação das condições financeiras do setor público brasileiro para que ele possa obter melhores indicadores de fragilidade invertendo, assim, a lógica trilhada nos últimos anos em que houve uma crescente fragilização de sua posição de financiamento. Para tanto, entende-se serem necessárias, além de medidas de natureza estrutural, tais como as reformas fiscal e previdenciária, contenções dos gastos financeiros, sejam através de uma redução mais acentuada da taxa básica de juros, Selic, sejam pela desindexação dos títulos da dívida pública à Letra Financeira do Tesouro – título de rentabilidade pós-fixada, definida pela Selic. Ademais, embora seja a estratégia dos administradores da dívida pública brasileira como mostra BCB (2010), infere-se que a ampliação do prazo médio de maturidade dos títulos federais em custódia pública deve aumentar para o período necessário para que o setor público consiga de fato construir receita pública própria para arcar com o principal e o serviço da dívida contratada, eliminando a necessidade de refinanciamentos. Por fim, a ampliação do prazo médio da dívida pública fornece ao setor público a possibilidade de recomprar a DMF com a precaução necessária para não ampliar em demasia a liquidez da economia, o que oferece mais um mecanismo de controle inflacionário além da taxa básica de juros, permitindo, inclusive, a sua queda.

Em conclusão, caso não sejam implantadas medidas de correção para que o Brasil saia da sua tendência histórica de financiamento especulativo, a fragilidade financeira das suas contas públicas continuará exigindo esforços mais draconianos do setor público brasileiro para que o sistema financeiro, nacional e internacional, valide as expectativas de melhora futura das condições financeiras do País.

Referências bibliográficas

- Além, A. C. & Giambiagi, F. (2000). *Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil*. Campus, Rio de Janeiro.
- Atkinson, A. B. & Stiglitz, J. E. (1980). *Lectures on Public Economics*. McGraw-Hill Company, Nova York.
- Bahry, T. R. & Gabriel, L. F. (2008). A hipótese de instabilidade financeira e suas implicações para ocorrência de ciclos econômicos. In *Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política*, João Pessoa/PB. Anpec.
- Barro, R. J. (1974). Are governments' bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, 81:1095–1117.
- BCB (2006). Relatório de inflação, seção 3, políticas creditícias, monetária e fiscal. Banco Central do Brasil. Brasília, dezembro.
- BCB (2007). Relatório de inflação, evolução dos indicadores de sustentabilidade externa. Banco Central do Brasil. Brasília, março.
- BCB (2010). Séries temporais de economia e finanças. Banco Central do Brasil. [http:](http://)

- //www.bcb.gov.br, acessado em setembro.
- Carvalho, F. J. C. (1987). Stabilizing an unstable economy – Resenha bibliográfica. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, 17(1):257–264.
- DEPEC/BCB (2006). Manual de estatísticas fiscais divulgadas pelo Departamento Econômico do Banco Central. Departamento de Política Econômica do Banco Central do Brasil. Brasília.
- Dreizen, J. J. (1985). *O Conceito de Fragilidade Financeira num Contexto Inflacionário*. BNDES, Rio de Janeiro.
- Galbraith, J. (2008). The generalized Minsky moment. In *Conference Proceedings of the 17th Annual Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economics: Credit, Markets and the Real Economy – Is the Financial System Working?*, pages 22–32, Blithewood/USA.
- Giambiagi, F. (2006). A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: Qual o limite para o aumento dos gastos públicos? Textos para Discussão IPEA 1169. Rio de Janeiro.
- Gobetti, S. & Orair, R. (2010). Estimativa da carga tributária de 2002 a 2009. Nota Técnica IPEA. Ipea/DIMAC, março.
- Hermann, J. (2002). A macroeconomia da dívida pública: Notas sobre o debate teórico e a experiência brasileira recente (1999-2002). Textos para Discussão. <http://www.ie.ufrj.br/moeda>, acessado em dezembro de 2009.
- IMF (2006). World economic outlook. International Monetary Fund. October, <http://www.imf.org>, acessado em setembro de 2010.
- IPEADATA (2010). Séries históricas de macroeconomia. <http://www.ipeadata.gov.br>, acessado em setembro.
- Keynes, J. M. (1964). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. HJB Book, New York.
- Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Twentieth Century Fund Report, New Heaven.
- Minsky, H. (1992). The financial instability hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute, Working Paper 74.
- Modenesi, A. M. (2005). *Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real*. Manole, São Paulo.
- Paula, L. F. & Alves, J. A. J. (2000). External financial fragility and the 1998 – 1999 Brazilian currency crisis. *Journal of Post-Keynesian Economics*, 22(4):589–617.
- Paula, L. F. & Alves, J. A. J. (2003). Comportamento dos bancos, percepção de risco e margem de segurança no ciclo minskyano. *Análise Econômica*, 21(39):137–160.
- Silva, T. F. M. R. (2008). Uma análise sistêmica para o papel dos bancos e das firmas no desenvolvimento do ciclo minskyano. In *Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política*, João Pessoa/PB. Anpec.
- STN (2006). Brasil realiza resgate antecipado dos Bradies. informe dívida: Abril. http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Call_dos_Bradies.pdf, acessado em dezembro de 2009.
- STN (2010). Consolidação das contas públicas. http://www.tesouro.fazenda.gov.br/contabilidade_governamental/execucao_orcamentaria_do_GF/Consolidacao_Contas_Publicas.xls, acessado em setembro.

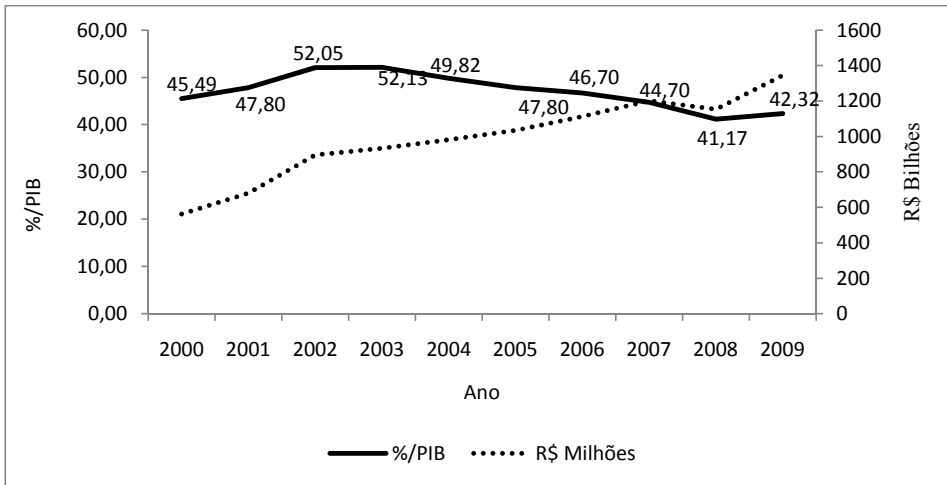
Apêndice

Tabela A1
Consolidação das Contas Públicas – Receitas Totais e Despesas (Correntes e Financeiras), 2000 a 2009,
em R\$ bilhões

Rubrica/Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Despesas correntes (1)	435,4	503,1	574,9	671,5	753,8	863,9	1.026,2	1.141,5	1.263,4	1.418,3
Juros e encargos da dívida (2)	47,4	63,3	66,9	79,4	88,6	105,9	168,6	158,6	130,5	144,34
Despesas de capital-investimentos (3)	27,4	33,4	34,1	29,7	37,9	45,4	57,2	72,8	93,7	106,6
Amortização(4)	51,9	61,2	76,8	87,9	80,2	58,6	132,3	109,5	192,0	270,6
Inversões financeiras (5)	16,8	24,5	26,7	27,4	26,6	28,1	33,4	38,3	51,0	45,8
Despesas não financeiras (1-2)+(3)+(5)	432,2	497,6	568,8	649,2	729,7	831,4	948,2	1.094,1	1.277,7	1.426,4
Despesas financeiras (2+4)	99,3	124,5	143,7	167,3	168,8	164,6	300,9	268,2	322,5	414,9
Despesa total (1+2+3+4+5)	531,5	622,1	712,5	816,5	898,6	996,0	1.249,2	1.362,2	1.878,4	2.108,1
Receita total*	519,9	576,9	700,2	765,5	847,8	970,2	1.092,0	1.242,5	1.445,1	1.709,2

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

Fonte: Elaborado pelos autores a partir de STN (2010).



Fonte: Elaborado pelos autores a partir de IPEADATA (2010).

Fig. A1. Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB e R\$ Bilhões), 2000 a 2009