

# O DÉFICIT PÚBLICO AJUSTADO DA INFLAÇÃO E O ARGUMENTO DA REAPLICAÇÃO GARANTIDA

Valdir Ramalho (\*)

## Resumo

Conforme alega-se com base em um conhecido argumento, gastos do governo com o componente inflacionário dos juros nominais têm refinanciamento "assegurado". Mostra-se aqui que o argumento de fato provê razões erradas ou duvidosas em favor do déficit público ajustado por conta da inflação, especialmente porque a visão do comportamento do investidor adotada no argumento não reflete os ensinamentos da teoria econômica e financeira das aplicações.

## Palavras-chave

déficit público, correção monetária, despesa de juros, crises financeiras.

## Abstract

As is alleged on the basis of a well-known argument, government expenses on the inflationary component of nominal interest have "assured" refinancing. This paper shows that the argument in fact advances doubtful or wrong reasons for the inflation-adjusted public deficit, particularly because the view of investor's behavior put forth in the argument fails to reflect the teachings of the economic and financial theory of investment.

## Key words

public deficit, indexation, interest expenses, financial crises.

---

*O autor é do Centro de Análise Macroeconômica (CEMA) da Fundação do Desenvolvimento Administrativo (FUNDAP), São Paulo.*

(\*) Este artigo foi escrito para o Instituto de Economia do Setor Público (IESP/Fundap).

Obviamente, como é a praxe, as instituições nenhuma responsabilidade têm pelo conteúdo deste. Como o fez com respeito a diversos trabalhos do autor, Paulo Nogueira Batista Jr. ofereceu críticas e teceu reflexões concernentes a este. O autor reescreveu e aperfeiçoou diversas passagens, mas, como seria de esperar, por sua conta e risco ignorou alguns dos comentários (embora fique grato por todos eles). O mesmo pode ser dito quanto à discussão adicional deste artigo, envolvendo a contribuição de Carlos Eduardo Carvalho, uma sugestão de um parecerista, e a participação especial de Roberto Messenberg.

O déficit ajustado (por conta) da inflação, o déficit operacional e o déficit primário - três conceitos de déficit público de origem recente, interessantes e úteis para certos propósitos - têm ganho destaque nas discussões de política econômica. Mas algumas das maneiras usuais de tentar fundamentar a preferência por um ou outro desses conceitos são incorretas.

Tal é o caso de um dos argumentos mais freqüentemente brandidos em favor do déficit ajustado da inflação (este difere do déficit convencional deflacionado por contar como item de receita, ou como redução de despesa, uma quantia igual à redução em termos reais que a inflação tiver causado no passivo governamental do início do período. Sobre a origem e a propagação do novo conceito de déficit, ver RAMALHO, 1991). O argumento faz uso da alegação de que os credores do setor público invariavelmente reaplicam a receita auferida com o componente inflacionário dos juros nominais da dívida pública (ou a receita de correção monetária dos títulos públicos), em vez de usá-la para adquirir bens e serviços finais.

Diz-se então que os gastos do governo com tal componente ou com a correção monetária têm financiamento "automático" ou "assegurado" De acordo com o argumento, isso significa que esses gastos não podem ter impacto sobre a demanda agregada e, por isso, o déficit público ajustado por conta da inflação é a grandeza apropriada a ser acompanhada ou controlada para fins de estabilização macroeconômica.

Este argumento é aqui chamado de Argumento da Reaplicação Garantida (ou do Refinanciamento Automático), mas poderia também ser denominado de Argumento da Racionalidade (ou da Ausência de Ilusão Monetária), em referência a outra alegação de seus proponentes - a de que a racionalidade e a ausência de ilusão monetária do investidor impelem-no a reaplicar os fundos em questão. O argumento aparece de modo simplificado em, por exemplo, Lawler (1978, p. 8), Fischer e Modigliani (1978, p. 18); Taylor e Threadgold (1979, p. 30); Bossons, Dungan e Jump (1981, p. 651); Horrigan e Protopapadakis (1982, p. 8, 11); Conklin e Sayeed (1983, p. 26); Eisner (1986, p. 135-6); Purvis e Smith (1986, p. 4).

Examinar-se-á aqui tal argumento, mostrando-se que não dá suporte à conclusão que os proponentes do conceito de déficit ajustado retiram dele. Ver-se-á que a pretensa justificativa desse conceito envolve uma visão rudimentar do comportamento do investidor; ao contrário do que pensam seus

proponentes (por exemplo, EISNER, 1986, p. 2-3), tal visão recorre a hipóteses estranhas ou adicionais à teoria econômica ou financeira das aplicações, em vez de meramente refletir os ensinamentos da teoria.

Este exame tem algumas idéias em comum com parte (p. 722-7) de Tanzi, Blejer e Teijeiro (1987). Contudo, a forma de empregá-las, o objetivo e a conclusão deste trabalho diferem do exposto pelos três autores; notadamente porque tais idéias de fato impugnam as justificativas usuais para a adoção do déficit ajustado em política de estabilização, enquanto que os três autores julgam ter apresentado razões firmes para concluir pela utilização desse déficit (ao menos lado a lado com o déficit convencional).

Este trabalho divide-se em oito seções. A primeira expõe o Argumento da Reaplicação Garantida de forma um pouco mais sistemática do que a usual na literatura sobre o déficit ajustado da inflação. A segunda revê de maneira informal alguns elementos da teoria econômica ou financeira do comportamento do aplicador, visando apenas trazer à baila os aspectos pertinentes a uma avaliação do argumento. A falsidade de uma das premissas do argumento é exposta na terceira seção e isto é ilustrado na quarta seção com duas situações de crise financeira. A quinta seção traz outra objeção ao argumento, distinguindo dois âmbitos de riqueza, enquanto que a sexta seção considera mais uma falha do raciocínio, que diz respeito à destinação dos fundos aplicados. Aborda-se uma possível réplica dos defensores do novo conceito de déficit na sétima seção. Finalmente, a oitava focaliza o "imposto inflacionário" no contexto deste trabalho.

## 1. O Argumento da Reaplicação Garantida

Antes de abordar o tema desta seção, é útil esboçar alguns conceitos empregados no Argumento do Refinanciamento Automático. A erosão inflacionária (do valor real) de um empréstimo ou aplicação financeira é a redução de poder aquisitivo que o valor nominal do principal correspondente ao início do período em foco sofre durante esse lapso de tempo em decorrência da inflação.

Há dois tipos básicos de contratos de empréstimo ou de aplicação - o de taxa de juros nominal prefixada e o com cláusula de correção monetária. No primeiro, os juros nominais são a única remuneração do principal que

está prevista em contrato e tem caráter repetitivo. No início do contrato especifica-se a taxa de juros nominal a vigorar durante sua vigência. Em uma variante, a de repactuação, a taxa de juros é determinada para um subperíodo do contrato e revisada no início de cada intervalo de tempo semelhante, fixando-se novo patamar para o futuro.

Quando a taxa de juros nominal supera a taxa de inflação, o componente inflacionário dos juros nominais recebidos ou pagos em determinado intervalo de tempo é uma parcela dos juros, de montante igual à erosão inflacionária do principal ocorrida no período; a parcela restante, se houver, é o montante de juros reais. Quando a taxa de juros nominais é igual à taxa de inflação, ou é inferior, o total de juros é inteiramente componente inflacionário, enquanto que os juros reais ou não existem ou são negativos, respectivamente.

No segundo tipo de contrato, aquele com cláusula de indexação ou correção monetária, o principal é remunerado periodicamente com dois montantes que são função direta do tamanho do principal - juros e correção monetária. A taxa de correção monetária é semelhante a uma taxa de juros, exceto que seu nível varia de período em período em função direta da taxa de inflação e, portanto, não pode ser preestabelecido no contrato. O crédito de correção monetária é superior, igual, ou inferior à erosão inflacionária do principal ocorrida no período se a taxa de correção monetária for, respectivamente, superior, igual, ou inferior à taxa de inflação.

A partir daqui, para simplificar o raciocínio, suporei que a taxa de inflação é igual à taxa de correção monetária e inferior à taxa de juros nominal; e, por facilidade de linguagem, falarei indistintamente de componente inflacionário dos juros nominais ou de correção monetária. Chamar-se-á a atenção onde a suposição for diferente.

Passemos ao tema central dessa seção. Colocado em forma extensa, com seus passos exibidos distintamente, o Argumento da Reaplicação Garantida contém as seguintes proposições:

P1. Agentes econômicos racionais nunca realizam gastos de consumo em montantes que permitam a ocorrência de diminuição do valor real da riqueza acumulada até o período.

- P2. Conseqüentemente, agentes econômicos racionais sempre reaplicam um montante igual ao da redução que a inflação provocou no poder aquisitivo do principal de seus ativos financeiros - se esta reaplicação não fosse feita, o valor real da riqueza cairia na extensão da inflação ocorrida. Portanto, tais agentes sempre reemprestam o componente inflacionário dos juros recebidos por conta de sua carteira de títulos públicos.
- P3. Logo, os gastos do governo com o componente inflacionário dos juros nominais da dívida pública têm financiamento "garantido" ou "automático". Assim, tais gastos não afetam as condições dos negócios no mercado de fundos (não geram qualquer pressão sobre esse mercado).
- P4. Portanto, os agentes econômicos não gastam em bens e serviços finais o componente inflacionário dos juros que lhes são creditados. Em outras palavras, os fundos despendidos pelo governo e auferidos pelo setor privado referentes à correção monetária da dívida pública não têm impacto sobre a demanda agregada.
- P5. No cômputo do déficit ajustado da inflação os gastos do governo com correção monetária são excluídos da sua despesa total (ou, equivalentemente, montante igual ao desses gastos é reconhecido como aumento de receitas).
- P6. Segue-se que o déficit ajustado agrega as contas do governo de uma maneira que reflete melhor do que o déficit convencional o impacto dessas contas sobre a demanda agregada.
- P7. Conclui-se que o déficit ajustado é a grandeza apropriada a ser acompanhada ou controlada com a finalidade de atuar sobre a demanda agregada.

O resto deste artigo procura mostrar que P2 deve ser qualificada de um modo que a faz não dar suporte às proposições seguintes, bem como que P3 e P4 são falsas. Colocar em discussão P1 redundaria, no máximo, em objeções menores ao Argumento e, por isso, não o farei.

Note-se que a premissa P2 é algumas vezes colocada de forma muito frágil, parecendo-se dizer o seguinte: os gastos do governo com correção monetária não podem encontrar quaisquer dificuldades para serem financia-

dos; afinal, eles são autofinanciáveis pelo fato de que geram receita para os credores do governo em montante idêntico aos gastos do devedor e, portanto, geram automaticamente fundos disponíveis no montante necessário para financiar tais gastos (FISCHER & MODIGLIANI, 1978, p. 18; BOSSONS, DUNGAN & JUMP, 1981, p. 651; HERRIGAN & PROTOPADAKIS, 1982, p. 8, 11).

Esse modo de colocar a premissa tem falha análoga à que se levantou na famosa crítica da Lei de Say - o fato de que a produção se realiza com automática geração de igual valor de renda não significa que essa renda se transforme em demanda. No caso da premissa em foco, a falha está no seguinte: é verdade que o que é despesa para o credor é receita para o devedor, exatamente do mesmo valor, receita que pode ser reemprestada e financiar a despesa, mas isso não significa que o credor queira ou considere sensato reemprestar. Por conseguinte, para fortalecer o argumento, é preciso adiantar razões de natureza econômica, como o faz P1, a partir das quais se possa deduzir que os credores procuram sempre reaplicar as receitas de correção monetária.

## 2. O Comportamento do Investidor Racional

Com a finalidade de propiciar elementos para a apreciação do Argumento do Financiamento Automático, esta seção aborda o comportamento típico do investidor de acordo com a teoria econômica convencional. Consideremos como age um administrador racional de uma carteira de títulos, ou seja, como ele reparte a aplicação do patrimônio na aquisição de títulos de diferentes classes (isto é, diferentes tipos e distintos emissores; para simplificar, digamos simplesmente "na aquisição de diferentes títulos").

O que se depreende da teoria convencional (retratada, por exemplo, em MOORE, 1968; RENWICK, 1971; HALEY & SCHALL, 1979) é o seguinte: em cada período, a composição apropriada do patrimônio é escolhida em função do montante de fundos a aplicar e das diversas características econômicas dos títulos, tais como taxa de retorno, número máximo de títulos que se conseguiria adquirir, longevidade de cada aplicação, rapidez de recuperação do capital aplicado, liquidez do título e risco de aplicação.

A questão que nos interessa é como o administrador modifica a distribuição das proporções dos diferentes títulos em carteira ao longo do tempo.

Há uma resposta geral bem simples: quando algumas das características dos títulos mudam, o administrador altera as proporções em que aplica os novos fundos adicionados ao patrimônio; se as mudanças forem suficientemente pronunciadas, aconselhando correspondente alteração mais drástica ou mais rápida do perfil do patrimônio, o administrador revisará as proporções da carteira inicial, diminuindo o tamanho de algumas das posições em carteira.

Assim, se a aplicação em determinado título se mostrar menos interessante, o administrador dedicará-lhe uma fração menor do influxo de capital novo; se as perspectivas desse título se tornarem fortemente inferiores às das alternativas, o administrador deixará inteiramente de fazer novas aplicações nele, inclusive evitando reaplicar no próprio título os rendimentos dele auferidos e até os recebimentos a título de amortizações. O passo seguinte poderá ser pôr o título à venda antes mesmo que seja inteiramente amortizado.

Em suma, não há uma maneira única, sistemática e geral, pela qual, independentemente das circunstâncias e das perspectivas financeiras, os agentes econômicos se comportem. O investidor que tira proveito dos ensinamentos da administração financeira ora reaplica, ora deixa de reaplicar em determinado título os rendimentos dele provenientes, dependendo das flutuantes condições financeiras das diversas alternativas de aplicação. Logo, obviamente a proposição P2 precisa ser qualificada; se o agente econômico deseja manter o valor real de sua riqueza financeira, ele reaplica o total de seus ganhos de correção monetária, mas não necessariamente cada parcela de correção no mesmo título que a rendeu.

Relevantes para a decisão do agente são as alterações em taxas de retorno, liquidez e risco, não o fato de a correção monetária ser ou não ser "renda real". Ao contrário do que alguns economistas têm sugerido, não seria racional para o agente econômico tornar-se indiferente àquelas alterações e adotar a regra de reaplicar pronta e invariavelmente nos próprios títulos a correção monetária deles auferida.

### 3. A Falsidade da Premissa P3

É óbvia a implicação disso para o caso de uma certa carteira que ao menos em parte seja composta de determinado título público. Se o título

passar a ser considerado um investimento de qualidade inferior, o administrador racional procurará diminuir a participação desse título em carteira. Uma das maneiras simples e diretas de fazê-lo é deixar de reaplicar nele a correção monetária que ele rende. Quando o risco de uma aplicação localiza-se no emissor do título (como é o caso do risco de inadimplência), ou, mais geralmente, quando as características de todos os títulos emitidos por este mostram-se menos atrativas que as dos lançados pelos concorrentes, a correção monetária recebida de um título não será sequer reaplicada em papéis oferecidos pelo mesmo devedor.

Uma conseqüência desta visão de como se comporta o investidor é a falsidade da premissa P3 do Argumento da Reaplicação Garantida. Ao contrário do que diz a proposição, os gastos do governo com correção monetária não têm financiamento "assegurado". Em outras palavras, da proposição de que os agentes econômicos não gastam em bens e serviços sua receita de correção monetária não se segue que a correção monetária recebida do governo seja reemprestada junto ao governo.

Um investidor em títulos públicos pode redirecionar os rendimentos de correção monetária para uma alternativa melhor de aplicação, empinando-os em títulos privados, do mesmo modo que um possuidor de caderneta de poupança pode sacar a correção monetária e comprar cotas de fundos de investimento, ou do mesmo modo que um acionista pode investir os dividendos recebidos de uma sociedade anônima em certificados de depósito. A despesa do governo com o componente inflacionário dos juros incorridos tem financiamento tão pouco assegurado quanto as despesas de mesmo tipo por uma associação de poupança, por um fundo de investimentos, por um banco comercial, por uma empresa industrial ou por um consumidor endividado.

#### **4. Duas Situações de Crises Financeiras**

Para ilustrar, uma situação com elevada probabilidade de o investidor retirar seu capital dos títulos públicos é aquela em que a inflação tenha aumentado quase sempre além das expectativas e o rendimento real dos títulos públicos tenha sido sistematicamente inferior ao aceitável (e particularmente tenha sido negativo, quer porque os títulos não ofereçam aos



aplicadores proteção contra a inflação, quer porque o governo estabeleça taxas de correção monetária inferiores às de inflação).

Isso tende a ocorrer em épocas de deterioração financeira, quando, aliás, é típico do déficit ajustado sinalizar erradamente o oposto do que de fato ocorre. Suponhamos que há déficits convencionais crescentes em termos nominais, e que os investidores estejam fugindo dos títulos públicos com medo de prosseguir tendo perdas reais com a aplicação. Portanto, o governo está tendo enorme dificuldade para financiar seus déficits no mercado de capitais e, como resultado, está recorrendo a crescente expansão monetária.

Como os investidores estão fugindo dos títulos públicos, a dívida passa a cair em termos reais; caso ela seja suficientemente grande, o orçamento mostrará um superávit ajustado da inflação, o que seria interpretado como boa situação financeira do governo - dir-se-ia que o governo tem espaço para financiar um déficit, uma vez que os aplicadores gostariam de restaurar sua riqueza financeira em termos reais e, assim, comprariam mais títulos públicos. Mas essa conclusão contraria os fatos admitidos como descritivos da situação (para detalhes, ver RAMALHO, 1990).

Outra situação em que os agentes econômicos procurarão não reinvestir em títulos públicos os ganhos de correção monetária tende a ocorrer quando eles suspeitam que um congelamento de preços será decretado em breve. Prevendo que o poder aquisitivo dos títulos públicos (assim como o dos saldos monetários) se reduzirá em consequência dos aumentos de preços não reconhecidos oficialmente, ou como resultado do desabastecimento, um agente racional procurará reduzir sua carteira de títulos públicos com a finalidade de comprar bens duráveis ou mercadorias que possam ser armazenadas.

É claro que nessas e em outras circunstâncias o governo poderá persuadir os agentes privados a preservarem sua carteira de títulos públicos e, portanto, a reinvestirem os ganhos de correção monetária, bastando, por exemplo, elevar suficientemente a taxa de juros paga pelos títulos. Mas isso mostra, de qualquer maneira, que o refinanciamento da despesa governamental com correção monetária da dívida pública não é garantido e sem problemas.

Aliás, se os agentes econômicos invariavelmente quisessem reuplicar os rendimentos de correção monetária, ficaria difícil explicar por que são lançados títulos que pagam a correção período por período ao longo da vida do título, em vez de pagá-la toda de uma vez somente no final. Por que os governos se dão ao trabalho administrativo e burocrático de lançar novos títulos para financiar os pagamentos de correção de títulos anteriores, em vez de simplesmente ter lançado títulos que capitalizam a correção por força contratual? Porque muitos investidores preferem adquirir títulos com mais liquidez (que lhes permitem optar de cada vez se replicam ou não os rendimentos auferidos), em vez de amarrar o capital em reempréstimos preestabelecidos contratualmente.

## 5. Dois Âmbitos de Riqueza

Entretanto, há uma outra qualificação à premissa P2, com base na distinção entre dois âmbitos de riqueza que o Argumento da Reaplicação Garantida parece confundir - riqueza financeira e riqueza total. Pelo que se depreende do retrato do investidor racional visto anteriormente, ele considera a alocação de todo o seu patrimônio entre diferentes tipos de aplicações, em vez de considerar separadamente sua riqueza financeira, por um lado, e a parcela física do seu patrimônio, por outro. Em outras palavras, é uma melhor aproximação da verdade que o investidor queira preservar o valor real da riqueza total, mas que esteja disposto a reduzir a parcela formada por ativos financeiros toda vez que o rendimento ou outras características dos ativos reais se tornem mais atrativas. Note-se que muitas instituições financeiras lidam somente com ativos financeiros, mas o volume de fundos de que elas dispõem varia em função de outras decisões de aplicação por parte dos investidores de última instância - famílias e empresas.

Isso nos leva a ver outra razão pela qual a premissa P3 é falsa. Nesta dá-se a entender que os investidores querem sempre reuplicar em ativos financeiros os rendimentos de correção monetária pagos por estes ativos; porém, dependendo das características técnicas das diversas alternativas de aplicação, pode parecer melhor empatar em ativos físicos os rendimentos pagos pelas aplicações financeiras. Buscar manter o valor real da riqueza financeira que se possui é um objetivo tolo se houver a perspectiva de

aumentar a riqueza total e torná-la mais segura reduzindo a riqueza financeira e aumentando a parcela física do patrimônio.

Isso significa o contrário do que proclamam muitos defensores do déficit ajustado da inflação: os gastos do governo com correção monetária podem acabar aumentando a demanda por bens reais - sem que haja nada de "ilusão monetária" no comportamento dos agentes econômicos. Em outras palavras, a proposição P4 também é falsa. Não reaplicar em papéis financeiros a receita de correção monetária de um título, optando por buscar adquirir bens físicos, não é sintoma de confusão entre rendimentos reais e nominais, mas sinal de que, além da taxa de retorno real de um título, outros fatores econômicos (tais como retorno das aplicações concorrentes, risco, liquidez) afetam a decisão.

Por exemplo, considere-se um cenário em que aplicações em títulos tanto públicos como privados tenham dado prejuízo, quer porque o governo imponha taxas máximas de juros abaixo da inflação, quer porque controle os índices de correção monetária e os coloque abaixo da realidade da inflação, quer porque se suspeite que o governo confiscará parte da riqueza financeira; nesse caso, investidores racionais dirigirão seus fundos, inclusive os recebidos a título de correção monetária, para aplicações em terrenos, bois, casas, máquinas etc. Nessas circunstâncias, aplicar em bens e serviços os rendimentos de correção monetária pagos pelo governo seria lucidez financeira, não "ilusão monetária"

## 6. Para Onde Vão os Fundos Aplicados

Cabe ainda considerar outro aspecto do tema da reaplicação de rendimentos de correção monetária: do ponto de vista do investidor individual, fazer uma aplicação financeira significa não gastar em bens e serviços finais, mas do ponto de vista da economia tudo depende das sucessivas destinações atribuídas aos fundos nos diversos elos da cadeia por onde passa a aplicação original.

Por isso, a tese de que em um mundo de agentes econômicos racionais os rendimentos de correção monetária pagos por títulos públicos nunca redundam em tentativas de aquisição de bens e serviços é falsa, mesmo que os investidores só apliquem em ativos financeiros os rendimentos auferidos

de ativos financeiros. A falsidade decorre do fato de que os títulos emitidos pelo setor privado financiam a compra de bens e serviços de consumo ou de capital. Para ilustrar, digamos que os agentes econômicos reapliquem em debêntures ou em ações novas a correção monetária auferida dos seus títulos públicos; os fundos colocados naqueles títulos poderão cobrir um aumento da demanda por máquinas, uma elevação de estoques ou a contratação de mais operários.

Do mesmo modo, os aplicadores que se desinteressarem pelos seus títulos públicos poderão aplicar os rendimentos de correção monetária em certificados de depósito ou letras de câmbio que financiem a aquisição de bens de consumo e, por essa via, poderão aumentar a demanda macroeconômica por consumo. Admitidamente, quem recebe a correção monetária - um agente financeiro - não usa ele próprio os recebimentos para comprar bens de consumo; ele os empresta para outro agente e este é quem faz as compras. Mas de uma perspectiva macroeconômica, consolidando-se as transações dentro do setor famílias (notadamente as intermediadas pelos agentes financeiros), os consumidores como um todo estão gastando em bens de consumo rendimentos de correção monetária pagos pelo governo. Naturalmente, em uma situação inflacionária as estimativas da função consumo podem não detectar esse efeito, havendo no agregado aumentos de preços em vez de maior produção de bens de consumo.

### 7. A Réplica da Condição *Ceteris Paribus*

A essa altura é conveniente considerar uma possível réplica às objeções expostas neste trabalho. Os defensores do déficit ajustado podem dizer o seguinte: a tese deles inclui uma condição de *ceteris paribus* que aquelas objeções não respeitaram - o efetivo conteúdo da tese - é que, para dadas perspectivas econômico-financeiras que permitam o refinanciamento do gasto governamental de correção monetária nas mesmas condições financeiras dos contratos anteriores, um aumento ou redução deste gasto não afeta a demanda agregada real.

Obviamente, a tese assim entendida fica isenta das referidas objeções; mas ela tampouco serve bem como defesa da proposta do déficit ajustado. Afinal, concedendo-se que as despesas de correção monetária não

sofram dificuldades de financiamento na ausência de alterações das condições financeiras, não se segue daí que durante a execução do orçamento, quando tais condições podem se modificar, o refinanciamento daquele gasto esteja assegurado. Com base nessa tese, portanto, não se chega de modo válido à conclusão de que, em princípio, cabe ignorar o montante daquelas despesas; nem, conseqüentemente, se fundamenta a conclusão de que o déficit ajustado é um indicador apropriado da pressão do governo sobre a demanda agregada.

Em outras palavras, em geral a execução do orçamento público não só permite, como até provoca (só ou juntamente com outros atos de política econômica) mudanças nas circunstâncias que motivam as reações dos credores do governo. Aliás, basta que o estoque real de moeda se altere para que o movimento do mercado monetário em direção ao equilíbrio exija mudança na taxa de juros; e, por conseguinte, para que a colocação de novos títulos, inclusive dos que refinanciem a dívida passada, seja feita a taxa de juros diferente da que vigorava na origem da dívida. Logo, a tese reformulada fica sujeita à objeção de que nem sempre o refinanciamento da dívida passada é tão fácil quanto o indicaria uma análise de épocas tranquilas para o mercado de dívida pública.

## 8. Focalizando o "Imposto Inflacionário"

O Argumento da Reaplicação Garantida apresenta-se à primeira vista plausível e com forte apelo intuitivo. Sua aparência sedutora deve-se a que ele chama a atenção para o componente inflacionário de juros, enfatizando que este compensa o aplicador pela erosão inflacionária do poder de compra dos fundos aplicados. O Argumento traz à lembrança títulos cuja taxa de juros nominal não seja inferior à taxa de inflação, ou cuja taxa de correção monetária seja igual à taxa de inflação; parece sensato esperar dos credores do governo a reaplicação de fundos que meramente repõem perdas de capital resultantes da inflação.

O Argumento chama a atenção para o passivo do governo que remunera os credores, ou seja, para o passivo exigível (dívida no sentido mais estreito). Contudo, o Argumento não visa justificar o déficit operacional, mas sim o déficit ajustado da inflação. Logo, visa justificar que, no cômputo

do déficit, não somente se diminua a despesa no montante da correção monetária (e no montante do componente inflacionário dos juros nominais), mas também que se aumente a receita pela inclusão do chamado "imposto inflacionário" (um montante igual à erosão inflacionária no valor real da base monetária).

Ademais, quando a taxa de inflação supera a taxa de correção monetária ou a taxa de juros nominal, o componente inflacionário dos juros e a correção monetária são inferiores à erosão inflacionária dos respectivos títulos. Ora, em termos estritos, o déficit ajustado deve abater da despesa montantes iguais a essa erosão; logo, além de abater o componente inflacionário e a correção monetária deve contar como receita o montante a menos dos gastos com juros nominais e com correção monetária resultantes da subestimativa da taxa de inflação.

Portanto, pretende-se que o Argumento se refira também a aplicações que não compensam os credores pela erosão inflacionária do poder de compra do principal - títulos do governo pagando taxas de juros ou de correção monetária que se revelem inferiores à taxa de inflação, bem como os saldos de base monetária em mãos do público, notadamente quando esses não têm remuneração.

Em outras palavras, conforme o Argumento, os agentes econômicos sempre procuram preservar o valor real de seus ativos financeiros e monetários que são obrigações do governo; por isso, quando a taxa de inflação supera a taxa de juros ocasionando perdas patrimoniais reais, a reação inexorável dos credores do governo é desfazer a redução patrimonial - e com tal fim dedicam parte da renda proveniente de outras fontes à compra de mais títulos públicos. De modo semelhante, a julgar pelo Argumento, quanto mais a inflação reduz o poder de compra real de seus saldos monetários, mais os agentes econômicos desistem de gastar em bens e serviços de consumo ou de capital uma crescente parcela de sua renda de outras fontes, parcela que empregam para a reconstituição do valor real anterior dos saldos monetários.

Visto por esse ângulo, o Argumento da Reaplicação Garantida já não parece plausível e fica sem apelo intuitivo. A julgar pela teoria econômica, é mais sensato esperar que um aplicador racional, diante da perspectiva de perdas reais na sua aplicação, procure evitá-las diminuindo a participação

dessa aplicação na sua carteira - e não que vá esforçar-se para manter tal participação bancando do próprio bolso e indefinidamente aquelas perdas. Além disso, os episódios históricos de crises inflacionárias agudas e de hiperinflações desmentem a visão rudimentar do comportamento do consumidor: já no início das crises a população pára de tentar manter o estoque real de moeda e, ao contrário, busca diminuí-lo. Quando a crise se agrava suficientemente e o público investidor percebe que governos também deixam de pagar suas dívidas (e, portanto, que o risco de deter títulos públicos não pode ser desprezado), é comum que a demanda real por tais títulos tenda a cair.

### Referências Bibliográficas

- BOSSONS, John; DUNGAN, D. & JUMP, G. The effects of de-indexation and alternative tax increases. *Canadian Tax Journal*, v. 31, n. 1, p. 1-29, Jan./Feb. 1981.
- CONKLIN, David & SAYEED, Adil. Overview of the deficit debate, p. 12-54. In: CONKLIN, David & COURCHENE, Thomas (eds.), *Deficits: how big and how bad?*, Toronto: Ontario Economic Council, 1983.
- EISNER, Robert. *How real is the federal deficit?* New York: The Free Press, 1986.
- FISHER, Stanley & MODIGLIANI, Franco. Towards an understanding of the real effects and costs of inflation. *Weltwirtschaftliches Archiv*, v. 114, n. 4, p. 810-33, 1978, como reproduzido no cap. 1 (p. 7-31) de FISCHER, S. *Indexing, inflation, and economic policy*. Cambridge: MIT Press, 1986.
- HALEY, Charles & SCHALL, Lawrence. *The theory of financial decisions*, 2nd ed. Auckland: McGraw-Hill International, 1979.
- HORRIGAN, Brian & PROTOPAPADAKIS, Adil. Federal deficits: a faulty gauge of governments impact on financial markets. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, p. 3-16, March/April 1982.
- LAWLER, Patrick. The case for an inflation-adjusted deficit. *Working Paper n° 7802*, Dallas: Federal Reserve Bank of Dallas, 1978.

- MOORE, Basil. *An introduction to the theory of finance*. New York: The Free Press, 1968.
- PURVIS, Douglas & SMITH, Constance. Fiscal policy in Canada: 1963-84, cap. 1 (p. 1-42). In: SARGENT, John, *Fiscal and monetary policy*. Toronto: University of Toronto Press, 1986.
- RAMALHO, Valdir. Ilustrando o paradoxo do déficit ajustado da inflação. *Conjuntura Econômica*, v. 44, n. 9, p. 45-47, set. 1990.
- \_\_\_\_\_. Déficit ajustado da inflação: uma nota histórica. *Estudos Econômicos*, v. 21, n. 1, p. 5-10, jan.-abr. 1991.
- RENWICK, Fred. *Introduction to investments and finance*. New York: MacMillan, 1971.
- TANZI, Vito; BLEJER, Mario & TEIJEIRO, Mario. Inflation and the measurement of fiscal deficits. *Staff Papers*, v. 34, n. 4, p. 711-38, Dec. 1987.
- TAYLOR, C. & THREADGOLD, A. 'Real' national saving and its sectoral composition. *Discussion Paper* nº 6, London: Bank of England, 1979.

---

(Recebido em julho de 1992. Aceito para publicação em dezembro de 1992)