



Análise de Conjuntura

Boletim periódico da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados

Os textos são da exclusiva responsabilidade de seus autores. O boletim destina-se a promover discussões sobre temas de conjuntura e não reflete a posição de parlamentares, de suas assessorias ou do corpo técnico da Câmara dos Deputados.

NESTA EDIÇÃO: 1. Situação fiscal dos Estados Unidos.

Crise fiscal nos Estados Unidos: um grande problema

A fase aguda da crise financeira norte-americana parece ter sido debelada com os massivos recursos públicos repassados para bancos, seguradoras e outras instituições. Logo chegará o momento de pagar a conta do esforço para manter o sistema financeiro de pé.

Nos Estados Unidos, as condições do governo central para reequilibrar seu orçamento não são nada boas: as receitas do ano fiscal de 2009 deverão ser reduzidas em quase 500 bilhões de dólares e as despesas, aumentadas em mais de 600 bilhões de dólares. O déficit projetado é de mais de 1,5 trilhão de dólares. Outro país dificilmente resistiria a uma deterioração fiscal dessa magnitude.

Ainda que as facilidades de endividamento não mostrem sinais de abalo, o peculiar sistema tributário norte-americano parece inadequado para arrecadar o necessário à recuperação das contas públicas.

Queda de receitas, aumento de despesas e explosão da dívida pública

O exercício fiscal do governo federal dos Estados Unidos compreende o período de outubro a setembro. A tabela a seguir mostra os números dos exercícios de 2009 e 2008:

Expediente

Boletim de Análise de Conjuntura (BAC). Ano 1, nº 34. Quinta-feira, 22 de outubro de 2009.

Colaboraram neste número: Marcelo Barroso Lacombe (coordenador) e Murilo Rodrigues da Cunha Soares.

O Boletim de Análise de Conjuntura é uma publicação da Consultoria Legislativa da Câmara dos Deputados. Destina-se a promover o debate sobre temas de conjuntura e não reflete a posição de parlamentares, de suas assessorias ou do corpo técnico da Câmara dos Deputados, incluída a Consultoria Legislativa.

Tabela 1: Receitas e despesas do Governo Federal dos EUA (US\$ bilhões)

Ex. 2008				Ex. 2009			
Mês	Receitas	Despesas	Resultado	Mês	Receitas	Despesas	Resultado
Out/07	178	235	-56,8	Out/08	165	320	-156
Nov/07	151	249	-98,2	Nov/08	145	270	-125
Dez/07	277	229	48,3	Dez/08	238	290	-52
Jan/08	255	237	17,8	Jan/09	226	290	-63
Fev/08	106	281	-175,6	Fev/09	87	281	-194
Mar/08	179	227	-48,2	Mar/09	129	321	-192
Abr/08	404	244	159,3	Abr/09	266	287	-21
Mai/08	124	290	-165,9	Mai/09	117	307	-190
Jun/08	260	226	33,5	Jun/09	215	310	-94
Jul/08	160	263	-102,8	Jul/09	152	332	-181
Ago/08	157	269	-111,9	Ago/09	146	257	-111
Set/08	272	226	45,7	Set/09 (est.)	188	389	-201
Total	2.524	2.978	-454,8	Total	2.074	3.653	-1.580

Fonte: US Treasury Department.

A situação é desoladora. Caso confirmada a previsão para setembro, o déficit do exercício de 2009 superará o do exercício anterior em mais de US\$ 1,1 trilhão, devido à queda de receitas de US\$ 449 bilhões (-18%) e aumento de despesas de US\$ 674 bilhões (+23%). Pior ainda: as receitas de 2008 já tinham caído quase US\$ 44 bilhões (-1,7%) em relação às de 2007. Ou seja, a redução de 2009 ocorreu em cima de uma base já deprimida.

No entanto, o dólar ainda é o numerário do mundo e os *Treasuries* (títulos da dívida pública federal norte-americana) ainda são porto seguro para o grande dinheiro, possibilitando o financiamento do déficit dos Estados Unidos. Projeta-se a seguinte trajetória para a dívida norte-americana:

Tabela 2: Dívida pública federal norte-americana

Fim do exercício	(US\$ bilhões)					(% PIB)				
	Dívida bruta	(-) Títulos mantidos por órgãos	(=) Valor destinado ao público			Dívida bruta	(-) Títulos mantidos por órgãos	(=) Valor destinado ao público		
			Total	FED	Outros			Total	FED	Outros
2006	8.451	3.622	4.829	769	4.060	65,0	27,8	37,1	5,9	31,2
2007	8.951	3.916	5.035	780	4.255	65,6	28,7	36,9	5,7	31,2
2008	9.986	4.183	5.803	491	5.312	70,2	29,4	40,8	3,5	37,3
2009 (est.)	12.867	4.336	8.531	Nd	Nd	90,4	30,4	59,9	Nd	Nd
2010 (est.)	14.456	4.574	9.882	Nd	Nd	98,1	31,1	67,1	Nd	Nd
2011 (est.)	15.674	4.801	10.873	Nd	Nd	101,1	31,0	70,1	Nd	Nd
2012 (est.)	16.566	5.097	11.468	Nd	Nd	100,6	30,9	69,6	Nd	Nd

Fonte: US Treasury Department.

O valor detido pelo público aumentaria em quase 20 pontos percentuais de PIB de 2008 para 2009 e continuaria crescendo em relação ao produto interno até 2011, alcançando o ápice de 70%, quase o dobro do observado ao final de 2007. Sem dúvida, um salto espetacular.

O sistema tributário não ajuda

Diante de uma situação como a descrita, qualquer país do mundo seria obrigado a implementar um forte ajuste fiscal para reencontrar o equilíbrio de suas contas, caso não desejasse obtê-lo por meio de financiamento inflacionário. Talvez nem mesmo os Estados Unidos escapem desse esforço.

Porém, dadas as características peculiares do sistema tributário norte-americano, haverá grande dificuldade em pagar com recursos fiscais a conta

da crise do *subprime* (e das guerras, e da reforma no sistema de saúde, e da modificação da matriz energética, etc.). Vejamos os motivos.

A tabela abaixo apresenta as receitas recolhidas pelo governo central nos onze meses deste ano fiscal:

Tabela 3: Receitas tributárias federais
(outubro de 2008 a agosto de 2009)

Fonte de recursos		US\$ bilhões
Imposto de renda	Pessoa física	813
	Corporações	109
Contribuições sobre Folha de pagamentos	Previdência	781
	Seguro-Desemprego	37
	Outras	4
	- Valor vinculado	(602)
Impostos sobre produtos específicos (<i>excise taxes</i>)		56
Impostos sobre propriedades e doações		22
Tributos alfandegários		20
Outras receitas		44
Total do ano		1.886
Valor livre (<i>on budget</i>)		1.284
Valor vinculado (<i>off budget</i>)		602

Fonte: *US Treasury Department*.

Lá, como cá, a receita livre do governo federal é bem menor do que a arrecadação bruta. Quase um terço dos recolhimentos do período (mais de US\$ 600 bilhões) foi considerado verba vinculada (*off budget*), diretamente destinada à previdência, ao seguro-desemprego e a outras ações sociais.

Além disso, o governo federal repassa um grande volume de recursos para os governos estaduais e locais:

Tabela 4: Finanças dos governos estaduais e municipais
(ano fiscal 2005-2006) (US\$ bilhões)

Fonte de recursos	Governos	
	Estaduais	Locais
Receitas totais	1.773	1.406
Transferências governamentais	419	476
Do governo central	398	55
Dos governos estaduais	-	422
Dos governos locais	22	-
Receitas próprias	966	768
Impostos	711	484
Impostos sobre a propriedade	12	347
Impostos sobre vendas (<i>sales taxes</i>)	227	55
Impostos sobre produtos específicos (<i>excise taxes</i>)	106	24
Imposto de renda pessoa física	246	23
Imposto de renda corporações	47	5
Licença para veículos	19	2
Outros tributos	54	28
Taxas (aeroportuárias, pedágio, licenças, serv. educacionais,	255	283
Tarifas de energia, água, gás; trânsito	21	110
Receitas das previdências estaduais e locais	367	52

Fonte: *US Census Bureau*.

O governo federal naquele período repassou aos demais entes da federação norte-americana mais de US\$ 450 bilhões.

Assim, uma primeira ordem de dificuldades em pagar as contas é a reduzida margem de manobra orçamentária do governo federal, seja pela vinculação das contribuições sociais, seja pelo repasse de recursos para governos

estaduais e locais. Embora tais destinações não sejam determinadas pela Constituição – como no Brasil –, será muito difícil revertê-las no processo legislativo e orçamentário dos próximos anos.

Uma outra fonte de problemas é a forma pela qual são arrecadadas as receitas tributárias. O sistema tributário norteamericano é *sui generis*. Praticamente todos os países industrializados utilizam-se de um *mix* mais ou menos equilibrado entre a tributação direta (sobre renda e patrimônio) e a indireta (sobre produção e consumo), prevalecendo, nesta última, a cobrança de um imposto sobre o valor agregado, de índole eminentemente arrecadatória.

Porém, nos Estados Unidos não se cobra IVA, os tributos diretos preponderam no sistema e grande parte da carga tributária tem uma relação muito forte com o resultado das atividades empresariais.

No nível federal, o grosso da tributação vem do imposto de renda e da contribuição sobre folha de salários. O imposto de renda das pessoas físicas é a maior fonte de receitas tributárias, até porque ele é o principal instrumento para alcançar rendas relacionadas com as atividades empresariais. Pequenos, médios e até mesmo grandes empreendimentos são explorados sob a forma de sociedades não incorporadas (*partnerships*), cujo lucro é taxado individualmente nas declarações de imposto de renda dos seus sócios. Boa parte da distribuição de lucros e dividendos pelas sociedades incorporadas, após ajustes e imputações, é tributada na declaração do acionista.

Conforme dados do *Internal Revenue Service*, aproximadamente 19% das receitas do imposto de renda das pessoas físicas advêm de dividendos, ganhos de capital e outros resultados relacionados com as atividades empresariais.

Mas qual problema disso? Listamos dois: um técnico e outro político.

O problema técnico é que o imposto de renda sobre os resultados dos negócios tem uma base de cálculo muito sensível aos altos e baixos da economia. Durante uma crise, o lucro pode simplesmente desaparecer, fazendo com que, de um momento para o outro, o contribuinte não recolha um único centavo aos cofres públicos. Ademais, as perdas ocorridas durante o período ruim geram prejuízos fiscais que serão aproveitados quando o empreendimento voltar a produzir lucros. Pior ainda, lá existe possibilidade de compensação de prejuízos “para trás”, dando direito ao contribuinte de pedir restituição do imposto pago em exercícios anteriores ao do prejuízo.

Em síntese, quando os negócios entram em declínio, a arrecadação do imposto de renda cai ainda mais e, mesmo depois da retomada da economia, as suas receitas demoram a reagir.

Um imposto geral sobre o consumo e a produção não é tão suscetível assim aos ciclos econômicos. De uma hora para outra, nenhum fornecedor de bens e serviços ou consumidor reduz sua produção ou consumo em 100%.

Contudo, no nível federal, a arrecadação dos impostos sobre tabaco, gasolina, bebidas, etc. (*excise taxes*) é negligenciável. No nível estadual, as principais fontes de receitas tributárias também são o imposto de renda e as

contribuições previdenciárias. É verdade que os tributos sobre o consumo (*sales e excises taxes*) são mais importantes, mas ainda assim eles respondem por menos que um terço da receita tributária e menos que 20% da receita total.

Nos governos locais, o panorama é um pouco diferente, mas nem por isso mais animador. Os impostos sobre propriedades, as taxas e as tarifas, em especial sobre água, esgoto, energia, etc., compõem o grosso das receitas próprias das localidades, o que nos remete para o terrível problema político que é aumentar tributos nos Estados Unidos.

Naquele país o sistema tributário é brutalmente transparente, pois é calcado em tributos diretos – exatamente aqueles que o contribuinte mais sente na pele. Aumentos no imposto de renda, na contribuição sobre folha de pagamento, nos impostos sobre o patrimônio ou nos tributos sobre bebidas, automóveis e cigarros são imediatamente percebidos pelos eleitores. Idem, quando se elevam as tarifas sobre bens essenciais, como água, luz, esgoto. Até mesmo o principal tributo indireto do país – o *sales tax* estadual – é muito visível para o comprador. Pela sua característica de incidir apenas na etapa do varejo, ele é perfeitamente identificável, permitindo o destaque do seu valor da mercadoria adquirida.

Enfim, o sistema tributário norteamericano talvez seja o mais contracíclico e o mais transparente do mundo. Mas essas duas qualidades teóricas não auxiliarão nesse momento em que o país terá que pagar a conta da crise econômica.

Se não dá para pagar, dá para rolar a dívida?

Se a dificuldade em aumentar tributos e em reduzir gastos é evidente, os Estados Unidos deverão ainda por um bom tempo confiar na sua capacidade de endividamento como forma de ir acertando a situação fiscal em que se encontram. Porém, a realidade é bem menos favorável do que usualmente se pensa.

Lá são emitidos basicamente quatro tipos de título federais: *Treasury Bills*, de curto prazo (vencimento variando entre alguns dias e 52 semanas); *Treasury Notes*, de médio prazo (2, 3, 5, 7 ou 10 anos); *Treasury Bonds*, de longo prazo (30 anos); *Treasury Inflation-Protected Securities* (TIPS), de médio e longo prazo (5, 10 ou 20 anos), que são corrigidos por índice de preços ao consumidor.

Vejamos qual a composição da dívida pública federal norteamericana:

Tabela 5: Títulos públicos federais em poder de terceiros (setor privado e fundos governamentais)

Ano	Mês	Bills		Notes		Bonds		TIPS		Títulos fora do mercado*		Total US\$ bilhões
		US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	
2004	Dez	961	22%	2.109	0%	552	0%	223	0%	461	11%	4.307
2005	Dez	910	20%	2.328	51%	521	11%	307	7%	535	12%	4.601
2006	Dez	908	19%	2.445	50%	534	11%	396	8%	559	12%	4.843
2007	Dez	955	19%	2.456	49%	561	11%	457	9%	621	12%	5.049
2008	Jul	1.131	21%	2.574	48%	581	11%	516	10%	601	11%	5.403
2008	Set	1.484	26%	2.623	45%	579	10%	524	9%	599	10%	5.809
2008	Dez	1.861	29%	2.792	44%	592	9%	530	8%	595	9%	6.369
2009	Jun	2.000	28%	3.417	48%	642	9%	532	7%	583	8%	7.175

Fonte: *Treasury Bulletin*, Set. 2009.

Como se vê, os *Treasury Bills* – de curto prazo – aumentaram bastante sua participação na carteira, o que, aliás, não surpreende, já que a crise do *subprime* teve como consequência uma forte redução da liquidez do sistema financeiro, diminuindo o apetite por títulos longos.

A redução dos prazos de vencimento da dívida mostra essa preferência pela liquidez:

Tabela 6: Títulos públicos federais em poder do setor privado
Maturidade e prazo médio de vencimento

Ano	Mês	Menor 1 ano		1 a 5 anos		5 a 10 anos		10 a 20 anos		Maior 20 anos		Total US\$ bilhões	Prazo médio (anos)
		US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%	US\$ bilhões	%		
2004	Dez	1.128	36%	1.151	37%	415	13%	243	8%	209	7%	3.145	4,91
2005	Dez	1.101	33%	1.280	38%	499	15%	281	8%	173	5%	3.334	4,83
2006	Dez	1.141	33%	1.296	37%	590	17%	291	8%	180	5%	3.496	4,91
2007	Dez	1.177	32%	1.310	36%	678	19%	292	8%	178	5%	3.635	4,83
2008	Jul	1.669	39%	1.440	33%	717	17%	341	8%	162	4%	4.329	4,41
2008	Set	2.042	43%	1.468	31%	719	15%	352	7%	163	3%	4.745	4,08
2008	Dez	2.407	45%	1.607	30%	776	15%	354	7%	163	3%	5.308	3,83
2009	Jun	2.612	44%	1.892	32%	900	15%	362	6%	178	3%	5.944	3,91

Fonte: *Treasury Bulletin*, Set. 2009.

De fato, os títulos com vencimento de até um ano tiveram um aumento significativo, o que reduziu o prazo médio de vencimento da dívida pública norte-americana para 3 anos e 11 meses em junho de 2009, quase um ano mais curto do que o observado em dezembro de 2007. Para fins de comparação, registre-se que, em agosto de 2009, o prazo médio de vencimento da dívida pública mobiliária federal brasileira era de 3 anos e 5 meses.

Paradoxalmente, os custos na colocação dos títulos, embora tenham subido um pouco nos últimos meses, ainda são muito baratos para os norte-americanos.

Tabela 7: Propostas do mercado (curvas de juros) para aquisição de títulos públicos federais
(*Constant Maturity Treasury Rates – CMTs*)

Ano	Mês	Rendimento ao ano por prazo de vencimento do título (<i>yields</i>)										
		1 mês	3 meses	6 meses	1 ano	2 anos	3 anos	5 anos	7 anos	10 anos	20 anos	30 anos
2008	Ago	1,68	1,75	1,97	2,18	2,42	2,70	3,14	3,46	3,89	4,53	4,50
2008	Set	0,89	1,15	1,64	1,91	2,08	2,32	2,88	3,25	3,69	4,32	4,27
2008	Out	0,29	0,69	1,23	1,42	1,61	1,86	2,73	3,19	3,81	4,45	4,17
2008	Nov	0,09	0,19	0,74	1,07	1,21	1,51	2,29	2,82	3,53	4,27	4,00
2008	Dez	0,03	0,03	0,26	0,49	0,82	1,07	1,52	1,89	2,42	3,18	2,87
2009	Jan	0,05	0,13	0,30	0,44	0,81	1,13	1,60	1,98	2,52	3,46	3,13
2009	Fev	0,22	0,30	0,46	0,62	0,98	1,37	1,87	2,30	2,87	3,83	3,59
2009	Mar	0,10	0,22	0,43	0,64	0,93	1,31	1,82	2,42	2,82	3,78	3,64
2009	Abr	0,10	0,16	0,35	0,55	0,93	1,32	1,86	2,47	2,93	3,84	3,76
2009	Mai	0,14	0,18	0,30	0,50	0,93	1,39	2,13	2,81	3,29	4,22	4,23
2009	Jun	0,10	0,18	0,31	0,51	1,18	1,76	2,71	3,37	3,72	4,51	4,52

Fonte: *Treasury Bulletin*, Set. 2009.

Depois de setembro de 2008, os custos de financiamento da dívida pública de curto prazo tornaram-se irrisórios. Mesmo com o aumento observado a partir de abril/maio de 2009, os custos de captação ainda se encontram em patamares menos onerosos do que antes da quebra do *Lehmann Brothers*, exceto para o prazo de 30 anos. Na reunião de agosto de 2009, o *Federal Open Market Committee* – o Copom dos Estados Unidos – manteve a taxa de juros para fundos federais entre zero e 0,25% anuais e avisou que essa situação excepcional permanecerá ainda por um bom período de tempo.

Então, estamos diante do seguinte ciclo de acontecimentos:

o sistema financeiro do país quase foi à bancarrota ⇒ as despesas do governo aumentaram para mantê-lo em funcionamento ⇒ a crise de crédito levou à recessão ⇒ as receitas fiscais se reduziram drasticamente ⇒ o prazo de financiamento da dívida pública se estreitou ⇒ e ... os juros pagos para rolar a dívida pública caíram vertiginosamente (?!).

Só mesmo nos Estados Unidos. Essa sequência de eventos dificilmente ocorreria em outro país do mundo. Porém, a pergunta é: até quando?

Segundo Mohamed El-Erian, presidente da PIMCO, a maior gestora de títulos do mundo, a economia mundial estaria voltando ao normal, mas a um “novo normal”, com crescimento menor e desemprego maior (*The Economist*, 3/9 de outubro de 2009).

Carlo Cottarelli e Jose Viñals, do FMI, descrevem como seria o médio e o longo prazo desse “novo normal” (*A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies, IMF Staff Position Note*, 22 de setembro de 2009). Para trazerem suas dívidas públicas brutas para o nível de 60% do PIB, os países industrializados teriam que efetuar o seguinte ajuste fiscal. A partir de 2011, o déficit primário de 3,5% do PIB teria que ser reduzido em um ponto percentual ao ano, até atingir o superávit primário de 4,5% do PIB em 2020. Esse superávit seria mantido até 2030, ano em que a meta da dívida bruta acima mencionada seria atingida. Um ajuste, portanto, de oito pontos percentuais de PIB; os autores sugerem que ele seja obtido mediante extinção do estímulo fiscal para combate à crise (1,5 p.p.); congelamento de despesas governamentais (3,5 p.p.) e aumento de impostos (3 p.p.).

Já Richard Duncan, que escreveu em 2003 o livro *The Dollar Crisis*, considera a situação muito grave, potencialmente capaz de redundar num cenário do tipo “queda de Roma” (*Bloomberg.com*, 22 de setembro de 2009).

Enquanto isso, até por falta de alternativas, os títulos do governo norteamericano continuam sendo adquiridos. Conforme o último Relatório de Gestão das Reservas Internacionais (junho/2009), 80% das reservas brasileiras estavam aplicadas em títulos soberanos, ou seja títulos dos governos. O Banco Central não divulgou o exato montante dos papéis norteamericanos; limitou-se a afirmar que “os títulos do governo dos Estados Unidos (*Treasuries*) representam a maior parte”.