

ipea

Instituto de Planejamento Econômico e Social

INPES

Instituto de Pesquisas

TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

Nº 150

"Os Conceitos de Custo da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Setor Público: Uma Crítica"

Fabio Giambiagi

Julho de 1988



TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

Nº 150

"Os Conceitos de Custo da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Setor Público: Uma Crítica"

Fabio Giambiagi

Julho de 1988

Tiragem: 80 exemplares

Trabalho concluído em: Julho de 1988

Instituto de Pesquisas do IPEA
Instituto de Planejamento Econômico e Social
Avenida Presidente Antonio Carlos, 51 - 130/170 andares
Rio de Janeiro/RJ
20020

Este trabalho é de inteira e exclusiva responsabilidade de seu autor. As
opiniões nele emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da
Secretaria de Planejamento e Coordenação da Presidência da República.

OS CONCEITOS DE CUSTO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL E DÉFICIT
OPERACIONAL DO SETOR PÚBLICO: UMA CRÍTICA*

Fabio Giambiagi (**)

- 1 - INTRODUÇÃO
- 2 - OS TERMOS DO PROBLEMA
- 3 - O CÁLCULO DO CUSTO DA DÍVIDA E DO DÉFICIT OPERACIONAL
- 4 - CONCLUSÕES

(*) Uma primeira versão deste trabalho foi lida e comentada por Maria da Conceição Silva, Rubens Cysne e José Rossi, a quem o autor agradece as sugestões feitas, assumindo por o r e m, evidentemente, responsabilidade exclusiva pelo con te ú do do artigo.

(**) INPES/IPEA

SINOPSE

O artigo propõe uma reformulação dos conceitos de "custo da dívida mobiliária federal" e "déficit operacional do setor público", baseada no princípio da indexação perfeita. Isso implicaria excluir do déficit e do custo da dívida, medidos pelo conceito nominal, a parcela correspondente à inflação do período, ao invés da correção monetária. A distinção é importante, pois de um modo geral esta última tem ficado abaixo da inflação nos últimos anos, o que torna o déficit operacional, da forma em que ele é hoje calculado, um conceito híbrido e vulnerável às críticas. A importância da diferença entre aquelas variáveis verificada nos últimos dez anos explica o fato de que a relação dívida interna/PIB tenha sido de "apenas" 9,7% em 1987, apesar de que em 1978 já era de 7,4% e de que desde então o país passou por vários anos de déficits elevados. A proposta feita, pela qual retira-se a parcela "espúria" hoje embutida nos conceitos de custo, geraria, se adotada para 1987, um custo operacional da dívida negativo na proporção de 1,5% do PIB, ao invés do dado oficial positivo de 0,3% do PIB. Adicionalmente, o artigo serve também para explicar por que, desaparecendo a mencionada diferença em virtude da estabilização da inflação, a trajetória da relação dívida interna/PIB tende a ser explosiva, na ausência de uma redução efetiva da relação déficit público/PIB.

1 - INTRODUÇÃO

O custo da dívida mobiliária federal vem sendo apontado, ao longo da atual década, como um dos principais de terminantes — se não o maior — do déficit operacional do se tor público, em conjunto com os encargos externos assumidos pe los diversos órgãos governamentais.

A ênfase colocada na questão pelos defensores desse diagnóstico acerca das causas do déficit público teve, no passa do, o mérito de mostrar que a discussão do mesmo deveria ir além do mero tratamento das variáveis de receita e de gasto corrente do governo, sendo necessário analisar o tema não só da ótica do desequilíbrio tradicional entre as receitas e despesas do se tor público, mas também à luz do desequilíbrio e posterior ajus tamento externo experimentado pela economia brasileira nos anos 80.

Entretanto, se pelo lado da análise da importância dos encargos externos, o diagnóstico sobre a natureza "financi ra" do déficit — ainda que atenuada pela queda da taxa de ju ros externa — mantém alguma validade, pelo lado dos encargos da dívida interna, o raciocínio que atribui a estes um elevado poder explicativo para a compreensão das origens do déficit pú blico merece uma urgente revisão.

Tal revisão impõe-se, em primeiro lugar, porque mesmo utilizando o conceito atual de "custo da dívida mobiliária", o peso desses encargos sobre o PIB vem caindo desde 1985 e, em segundo lugar, porque utilizando um conceito alternativo que in corpore corretamente aos cálculos o efeito da inflação sobre as variáveis reais, as conclusões acerca da importância daqueles encargos podem, em alguns anos, passar a ser radicalmente dife rentes.

O objetivo de trabalho, nesse sentido, é propor a re

pectos gerais do problema em discussão. Na terceira seção, é exposta uma formulação alternativa em relação à atual forma de cálculo do custo da dívida interna. Finalmente, a última seção sumariza as principais conclusões do trabalho.

Ao contrário da maior parte dos textos com algum conteúdo empírico, este não contém uma seção com a apresentação de resultados. O artigo assume, então, um caráter predominantemente conceitual; porém, pretende-se que tenha desdobramentos práticos, representados pela revisão de algumas séries retrospectivas, no caso da proposta de reformulação feita obter uma acolhida favorável.

2 - OS TERMOS DO PROBLEMA

O custo da dívida interna tem sido apontado diversas vezes como um dos principais responsáveis pelo déficit público. Como se sabe, este é composto pelos déficits do governo central, dos governos estaduais e municipais, das empresas estatais e da previdência. Por sua vez, um dos componentes do déficit do governo central é o custo da dívida mobiliária do governo federal. Desta forma, quanto maior é tal custo, maior tende a ser o déficit. A elevada importância relativa daquele custo na composição desse déficit — associada ao peso dos encargos externos assumidos pelo governo federal e Banco Central — deu origem à expressão "caráter financeiro do déficit". Entretanto, o déficit público (DEF) é apenas um dos dois componentes que precisa ser financiado pelo Banco Central.^{1/} O outro é o resultado das operações com o setor privado (ROP), que junto com o primeiro gera as chamadas "necessidades de financiamento do Banco Central" (NBC). Estas, então, são atendidas através do aumento da base monetária ou "senhoriagem" (ΔB) e da colocação líquida de títulos (NT) que, por sua vez, se decompõe em dois termos: a captação líquida de recursos do Banco Central

^{1/} Estamos supondo que o déficit público é totalmente financiado do via Banco Central.

(CL) e o custo da dívida mobiliária do governo (CD). Conseqüentemente, tem-se:

$$\text{DEF} + \text{ROP} = \text{NBC} \quad (1)$$

$$\text{NBC} = \Delta B + \text{NT} \quad \underline{2/} \quad (2)$$

$$\text{NT} = \text{CL} + \text{CD} \quad \underline{3/} \quad (3)$$

sendo CD um dos componentes de DEF.

É importante entender o significado da equação (3). A colocação líquida de títulos corresponde ao acréscimo da dívida. Já a captação líquida de recursos está intrinsecamente associada ao resultado de caixa das operações com títulos públicos. Por último, o custo da dívida mobiliária corresponde ao componente "financeiro" da variação da dívida, resultante da remuneração assegurada ao comprador do título pela posse do mesmo.

Entretanto, enquanto que o valor de CL é um dado incontestável e depende apenas de se conhecer a diferença entre o saldo de caixa das operações da dívida interna no início e no fim de cada período, o valor de CD é, em parte fixado arbitrariamente pelo Banco Central em função do critério adotado para corrigir o valor do principal herdado do período anterior. No

2/ Ao longo de todo o trabalho, os conceitos de dívida interna e das operações com títulos referem-se apenas à parcela em poder do público, excluindo portanto a que pertence à carteira do Banco Central.

3/ A terminologia adotada é a da tabela "Necessidades de Financiamento do Banco Central", publicada regularmente nos sucessivos números do documento "Brasil — Programa Econômico". É preciso ressaltar, porém, que o que neste — e, conseqüentemente, no presente trabalho — é chamado de "captação líquida de recursos" é o que o Banco Central, na série estatística "movimento de recursos" — editada nas publicações mensais e no relatório anual — denomina "colocação líquida de títulos" feita junto ao público. Isto significa que esta última expressão é utilizada pela mesma instituição para definir conceitos diferentes em diferentes documentos.

te-se, entretanto, que isso em nada modifica nem o resultado da captação líquida de recursos nem a variação da base monetária, embora altere os valores do déficit público e das necessidades de financiamento do Banco Central. A explicação disso é que um mesmo termo — o custo da dívida mobiliária — que compõe tais necessidades de financiamento aparece tanto acima da linha — na qualidade de fator de geração de déficit — como abaixo da linha — enquanto fator explicativo da colocação líquida de títulos. Conseqüentemente, nas referidas equações, eventuais mudanças de critério em relação ao cálculo de CD implicam alterar, ao mesmo tempo, além do próprio custo da dívida, as variáveis DEF, NBC e NT, todas elas na mesma magnitude.

A importância desse termo pode ser vista na tabela 1, que mostra a evolução do custo da dívida mobiliária desde 1984;

TABELA 1

Evolução do Custo da Dívida Mobiliária

ANO	CUSTO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA/PIB (a)	DÉFICIT OPERACIONAL DO SETOR PÚBLICO/PIB (b)	Em %
			a/b
1984	1,1	2,7	41
1985	1,7	4,3	40
1986	0,8	3,6	22
1987	0,3	5,5	5

FONTE: Banco Central do Brasil, "Brasil - Programa Econômico", vários números.

Na tabela observa-se claramente que, embora a importância relativa do custo da dívida mobiliária tenha chegado a ser expressiva em 1984/85, se viu extremamente atenuada nos últimos dois anos, mesmo utilizando a atual forma de cálculo para essa variável. Isto se explica em virtude da substituição de ORTNs — com taxas de juros de 6% sobre o valor de face mais o

deságio — por LBCs, cujo custo é muito menor para o Tesouro, da do que praticamente apenas acompanha a inflação oficial, sem ter uma remuneração adicional expressiva. Na próxima seção, procuraremos apresentar uma forma alternativa para o cálculo desse custo que, em condições de aceleração inflacionária e/ou expurgo da correção monetária, tende a tornar tal custo menor ainda, chegando a ponto de gerar valores negativos para a coluna a da tabela 1, em alguns dos anos considerados, caso a série estatística retrospectiva fosse refeita.

O trabalho, nesse sentido, representa uma seqüência em relação a outros artigos que procuram mostrar a perda de importância relativa dos encargos financeiros do governo e calcular a taxa real de juros "efetiva" — descontado o efeito da subindexação da correção monetária dos títulos da dívida pública. Por outro lado, questionamentos à validade do déficit operacional como critério de desempenho da política econômica aparecem em Ramalho (1987). Conceitos alternativos de déficit real são expostos em Cysne (1985) e Rossi (1985). Finalmente, na literatura universal, há diversas referências que poderiam ser mencionadas, merecendo destacar-se, em particular, o artigo de Eisner e Pieper (1984), que procuram recalcular o déficit público à luz do que eles denominam de "efeito-juro" e "efeito-preço"^{4/}.

3 - O CÁLCULO DO CUSTO DA DÍVIDA E DO DÉFICIT OPERACIONAL

3.1 - A definição oficial

O termo CL da equação (3) pode ser entendido como a

^{4/} Cabe fazer a ressalva, porém, de que a metodologia e a preocupação deles, embora semelhantes às nossas, diferem no sentido de que eles procuram isolar as variáveis reais das nominais, incorporando o conceito da correção monetária, ao passo que no nosso caso o que se pretende é distinguir variáveis reais calculadas com a utilização de uma correção "imperfeita" de variáveis reais "corretamente" calculadas.

diferença entre a receita oriunda da subscrição de títulos (ST) e a despesa associada ao resgate e pagamento de encargos financeiros (DE). Portanto, CL é

$$CL = ST - DE \quad (4)$$

o valor de DE resulta da soma do resgate dos títulos pelo seu valor de face (RG) mais a correção monetária paga (CMP) a eles associada e os encargos financeiros (EN). Portanto, DE é ^{5/}

$$DE = RG + CMP + EN \quad (5)$$

O resultado de EN é dado pela soma dos juros e comissões pagas (JUP), dos deságios líquidos — isto é, descontados os ágios — concedidos (DG) e do acréscimo da correção cambial (CC), no caso dos títulos com esta cláusula. Conseqüentemente, EN é

$$EN = JUP + DG + CC \quad (6)$$

O termo restante de (3), de acordo com a definição do Banco Central, é

$$\Delta D = \Delta D - CL \quad (7)$$

onde, indicando por T o último dia desse período e por (T-1) o do período anterior, define-se a variação do saldo da dívida (D) como:

$$\Delta D = \Delta D = D_T - D_{T-1} \quad (8)$$

Até agora não fizemos distinção entre os conceitos de custo e de déficit "nominal" e "operacional", distinção essa

^{5/} Os termos das expressões apresentadas a seguir referem-se às ORTNs/OTNs. Entretanto, com algumas modificações, o esquema pode ser adaptado para o caso das LTNs, LBCs e LFTs.

que neste ponto, porém, torna-se necessária.

Pelo conceito de custo da dívida no conceito nominal (CDN), a equação (7) passa a ser escrita como

$$CDN = \Delta D^N - CL \quad (7a)$$

onde ΔD^N é a variação do saldo da dívida nominal (D^N), isto é,

$$\Delta D^N = D_T^N - D_{T-1}^N \quad (8a)$$

Esta variação é igual à soma dos juros e da correção monetária contabilizados mas ainda não pagos (JUC e CMC, respectivamente) mais a diferença entre a subscrição de títulos e o valor corrigido do principal resgatado, de acordo com

$$\Delta D^N = JUC + CMC + ST - (RG + CMP) \quad (9)$$

Substituindo (6) em (5), (5) em (4) e (4) e (9) em (7a), é fácil concluir que CDN é

$$CDN = JUC + CMC + JUP + DG + CC \quad (10)$$

O reconhecimento de que o custo da dívida, medido nestes termos, gerava uma série de distorções — relacionadas com o elevado peso da variável em relação ao PIB, em condições de alta inflação —, provocou uma importante inovação na contabilidade do déficit público. Ela consistiu em retirar da variação da dívida em (9) a parcela que corresponderia à simples correção do principal e que portanto não representaria um ônus efetivo para o governo.

Assim, o cálculo de ΔD em termos nominais deu origem aos conceitos de "déficit nominal do setor público" e de "necessidades nominais de financiamento do Banco Central". Por sua vez, a consideração dos efeitos da indexação gerou os conceitos de "déficit operacional do setor público" e de "necessi

dades operacionais de financiamento do Banco Central".^{6/}

Pela definição oficial, o custo da dívida no conceito operacional (CDO) é igual a

$$\text{CDO} = \text{CDN} - \text{CMC} \quad (11)$$

O valor de CDN, assim, seria um dos componentes do déficit nominal, enquanto que o valor de CDO seria um dos componentes do déficit operacional do setor público (DEFO).

O resultado de CMC é dado por

$$\text{CMC} = D_{T-1}^N \cdot c \quad (12)$$

onde c é a taxa de variação da correção monetária. Assim, o Banco Central conhece o valor de CDN por (7a) e dele retira o valor da CMC de (12) para chegar ao resultado do CDO de (11). Este cálculo é feito mês a mês e é o somatório destes valores a preços correntes que vai gerar o resultado anual a ser lançado como CD em (3) para definir o montante de NT e que vai determinar o valor do DEFO lançado como DEF em (1).

3.2 - Uma conceituação alternativa

O ponto de vista que pretendemos defender é que, da

^{6/} A distinção entre os conceitos "nominal" e "operacional" aplica-se não apenas ao custo da dívida mobiliária, mas também a todas as variáveis ligadas a passivos do governo sujeitos à incidência de correção monetária. A ênfase colocada no caso do custo da dívida se deve apenas ao fato desta ser o objeto de trabalho, mas a observação se estende a outros componentes do déficit público. Por outro lado, a dívida mobiliária federal em poder do público é o principal passivo governamental, depois da dívida externa. Para ter uma idéia da importância relativa das variáveis de endividamento interno, é útil mencionar que, em 1987, enquanto a dívida mobiliária federal em poder do público foi de 9,7% do PIB, a dívida estadual e municipal foi de apenas 1,6% do PIB.

forma em que é calculado, o DEFO não é um conceito apropriado de déficit, sendo na realidade algo híbrido e diferente tanto do conceito nominal quanto do real.

A explicação desse caráter "sui generis" do déficit operacional decorre da possibilidade de existência de uma diferença entre a correção monetária e a taxa de variação dos preços efetivamente verificada.

Conseqüentemente, é sugerido o conceito de custo operacional da dívida corrigido (CDO*), o que exige definir o conceito de correção monetária perfeita (CMC*), entendida como

$$CMC^* = D_{T-1}^N \cdot p \quad (13)$$

onde p é a taxa de variação dos preços. Assim, CDO* seria

$$CDO^* = CDN - CMC^* \quad (14)$$

Adicionalmente, o valor de CDO* substituiria CDO para gerar o déficit operacional corrigido (DEFO*).

Sendo CDO um componente de DEFO e CDO* um componente de DEFO* e não existindo outras diferenças entre ambos conceitos de déficit, é evidente que, para cada ano,

$$\begin{aligned} DEFO - DEFO^* &= CDO - CDO^* = CMC^* - CMC = \\ &= \sum_{T=1}^{12} D_{T-1}^N \cdot (p - c) \quad (15) \end{aligned}$$

onde T se refere ao final de cada mês, p e c são taxas mensais

e os valores de DEFO e DEFO* são anuais ^{7/}.

Os argumentos em defesa da reformulação proposta, se o que se deseja é expurgar o componente do déficit causado pela inflação, são rigorosamente compatíveis com aqueles que levaram a substituir o déficit nominal pelo operacional como — supostamente — representativo da "verdadeira" situação das contas públicas. Tomemos, por exemplo, o caso da contabilização mensal dos juros associados a uma OTN com taxa de juros de 6% ao ano sobre o valor de face corrigido, o que significaria aproximadamente uma taxa de 0,5% ao mês. Se, ao mesmo tempo, o valor real da OTN varia inversamente na mesma magnitude — pelo fato da inflação ser superior à correção monetária —, na prática tais juros corresponderão apenas a uma compensação pela corrosão real do principal e o custo efetivo do título para o governo será nulo. Evidentemente, se a taxa de juros ao invés de ser de 6%, for nula, o custo será negativo, correspondendo a uma amortização antecipada do principal ^{8/}.

A importância do fenômeno pode ser avaliada à luz da tabela 2, que mostra a evolução do valor real médio anual da ORTN/OTN.

-
- (7) Na realidade, tanto nesta equação como em (12) e, consequentemente, também em (13), incorreu-se numa pequena distorção, representada pelo fato de que a correção se aplica ao valor do estoque da dívida anterior descontado o componente de juros contabilizados mas ainda não pagos. Preferimos ignorar essa distinção, porém, porque a relação JUC/DN, realisticamente, é ínfima, o que permite tratá-la como se fosse nula. Por outro lado, em relação ao que foi dito na nota 5, cabe esclarecer que na equação (15), especificamente, o valor de DN^{T-1} pode ser entendido como representando o total da $T-1$ dívida em poder do público incluindo não só ORTNs/OTNs, mas também LTNs/LBCs e LTNs. Isto porque, neste ponto, a distinção entre estes papéis e aqueles se anularia.
- (8) Nesse caso, utilizando a terminologia de Tanzi, Blejer e Teijeiro (1987), tem-se "a return of capital rather than a return on capital".

TABELA 2

Índice de Valor Real da ORTN/OTN (Média Anual)

Base: média 1980 = 100

Ano	Índice Real
1981	82,6
1982	81,6
1983	74,1
1984	68,0
1985	69,0
1986	68,3
1987	61,8
1988 ^{1/}	52,0

1/ Supondo que a partir de Junho a correção monetária acompanhe o IGP-DI e que a taxa de variação deste seja de 18% ao mês.

FONTE: Banco Central do Brasil, "Indicadores Financeiros", vários números. Deflator: IGP-DI. Durante os meses de Março de 1986 a fevereiro de 1987 foi utilizada a OTN pro-rata.

A eloquência dos dados obriga a encarar os deságios elevados observados nos anos '80 como uma forma de defesa do valor real do patrimônio aplicado na compra de OTNs e não como um custo efetivo para o Tesouro. A fórmula de cálculo do custo da dívida mobiliária adotada pelo Banco Central, entretanto, não permite captar isso, pois nela o deságio se reflete integralmente, sem que apareça a sua eventual contrapartida, correspondente à depreciação do valor real do principal. É claro que isto nem pode aparecer com o conceito atual de custo da dívida, posto que o deságio é lançado "ex-ante" e essa perda teria que ser calculada "ex-post". No caso de ser feita uma modificação mais abrangente do cálculo de CD, o correto seria lançar o valor dos ágios e deságios liquidados — ao invés dos ágios e de ságios concedidos —, sendo que no caso a diferença entre a in

flação e a correção monetária observada entraria no cálculo como um deságio negativo — isto é, como um ágio.

A tabela anterior é complementada pela tabela 3, que calculada a taxa de retorno real, mês a mês, das aplicações em LBC ao longo de 1987.

TABELA 3

Taxas Reais de Rentabilidade da LBC — 1987

Em %

Mês	Remuneração real da LBC			
	No mês		Acumulada no Ano	
	Deflator: INPC/IPC	Deflator: IGP-DI	Deflator: INPC/IPC	Deflator: IGP-DI
Janeiro	-3,9	-1,8	-3,9	-1,8
Fevereiro	4,8	4,4	0,7	2,5
Março	-4,8	-4,7	-4,1	-2,3
Abril	-5,7	-6,8	-9,6	-8,9
Maió	1,2	-1,7	-8,5	-10,4
Junho	1,0	0,6	-7,6	-9,9
Julho	2,4	1,9	-5,4	-8,2
Agosto	2,3	1,7	-3,2	-6,6
Setembro	-1,1	-1,4	-4,3	-7,9
Outubro	-3,0	-3,0	-7,2	-10,7
Novembro	-1,0	-2,0	-8,1	-12,4
Dezembro	-1,8	-2,7	-9,8	-14,8

FONTE: Banco Central do Brasil.

OBS.: A inflação do mês t utilizada nos cálculos corresponde à taxa de variação efetiva dos preços entre o dia 30 do mês (t-1) e o dia 30 do mês t. A primeira série foi construída encadeando a média geométrica do INPC de meses sucessivos até junho com o IPC do mês seguinte a partir de julho. A segunda série foi obtida através do encadeamento da média geométrica do IGP/DI de meses consecutivos.

Pela forma adotada pelo Banco Central, para medir o custo da dívida em LBCs, este, embora ínfimo, teria sido positivo, em 1987. Entretanto, quando feito o ajuste considerando o princípio da indexação perfeita — isto é, inflacionando os passivos pela inflação efetiva e não pela correção monetária —, o custo é diferente. Para avaliar a importância disso, foi calculado o valor de (15) em relação ao PIB em 1987. Os resultados, mês a mês, aparecem na tabela 4, onde o estoque compreende o total da dívida em poder do público (OTNs, LTNs e LBCs). A taxa de correção monetária utilizada é uma média da variação da OTN e da LBC, ponderada pelas respectivas participações no total da soma dos dois títulos no final do mês anterior. A taxa de variação dos preços foi obtida com base num índice de preços centrado no dia 30, entendido como a média geométrica do IGP-DI de meses sucessivos. Optou-se por este e não pelo INPC pelo fato de ser um índice mais abrangente.

Dividindo o resultado para o ano pelo PIB de 1987 — CZ\$ 12.305.048 milhões — chega-se a um número próximo a 1,8%. Note-se que nesse ano o custo da dívida e o déficit operacional representaram 0,3% e 5,5% do produto. Isto significa que se tivessem sido calculados na forma proposta teriam apresentado valores de -1,5% e 3,7% do PIB, respectivamente.

TABELA 4

Cálculo da diferença entre o custo operacional da dívida
e o custo operacional corrigido em 1987

SalDOS de final do mês, em CZ\$ milhões

Mês	Dívida interna em poder do público (1)	p	c	CDO - CDO*
Jan	417.706	13,1	9,4	13.291
Fev	510.535	14,5	18,4	-16.291
Mar	584.709	17,5	15,5	10.211
Abr	710.025	23,8	14,9	52.039
Mai	987.383	26,7	23,0	26.271
Jun	1.145.935	17,3	20,6	-32.584
Jul	1.267.982	6,9	12,5	-64.172
Ago	1.321.456	6,2	6,0	2.536
Set	1.463.606	9,6	7,4	29.072
Out	1.692.479	12,8	8,2	67.326
Nov	1.992.502	15,2	11,7	59.237
Dez	2.267.449	17,5	13,9	71.730
TOTAL	-	-	-	218.666

(1) Valor da dívida interna em poder do público em final de DEZ/86: CZ\$ 359.219 milhões.

FONTE: Banco Central do Brasil, nota para a imprensa, junho de 1988.

4 - CONCLUSÕES

O conceito de déficit nominal do setor público foi sendo abandonado pelo fato de que, na presença de uma inflação positiva, aumentava artificialmente o coeficiente déficit/PIB, que não poderia ser utilizado, portanto, como um bom critério de desempenho para a avaliação da política econômica.

Em consequência, passou a ser adotado o conceito de déficit operacional do setor público, como um indicador das necessidades efetivas de financiamento do setor público. Comparado com o conceito nominal, o novo cálculo do déficit retiraria a parcela de valorização nominal causada pela correção monetária do passivo herdado do passado e que, nesse sentido, não representaria um ônus efetivo para o Tesouro.

Entretanto, quando se leva em conta a possibilidade de que a correção monetária seja inferior à inflação, conclui-se que o déficit operacional também não é um bom indicador para o valor "correto" do déficit público. Para chegar a este é necessário incorporar ao custo da dívida mobiliária um componente que dê conta da perda patrimonial — o que implica um custo negativo — causada pela subindexação da correção monetária. Esta subindexação pode ser explícita — quando a mencionada correção é inferior à inflação — ou implícita — quando, embora igual à inflação passada, a correção monetária fica aquém da inflação presente, no caso da taxa de variação dos preços estar em aceleração.

Seria aconselhável, portanto, que o Banco Central modificasse o critério de cálculo do déficit operacional, corrigindo o passivo não pela correção monetária e sim pela inflação efetivamente observada, uma vez acabado o ano. Há três fortes razões que servem para justificar essa mudança. Em primeiro lugar, a coerência conceitual. Em segundo lugar, a necessidade de desmentir a idéia — claramente equivocada, à luz do que foi exposto neste trabalho — de que o custo da dívida interna seja um elemento importante na explicação do déficit, em contraposição a outras variáveis de receita e despesa. E, por último, o aspecto elucidativo representado pelo fato de que dessa forma poder-se-ia entender melhor por que a dívida interna como proporção do PIB não explodiu nos anos '80, apesar da persistência da verificação de necessidades de financiamento do Banco Central da ordem 5/7% do PIB.

De fato, a relação dívida interna/PIB foi de "apenas" 9,7% em 1987, quando em 1978 ela chegara a 7,4%. Considerando que a "senhoriagem", na última década, tem sido da ordem de 2% do PIB, na ausência dos efeitos patrimoniais causados pela diferença entre a correção monetária e a inflação, a relação dívida/PIB deveria ter se incrementado em 3 a 5 pontos percentuais a cada ano.

A explicação para que isso não tenha ocorrido é dada, justamente, pela erosão do valor real da dívida herdada do passado, que compensou parcialmente o aumento da dívida causado pelo financiamento do déficit. Isso, em outras palavras, nada mais é do que um componente negativo do custo da dívida associado, "ceteris paribus", a um pagamento antecipado do principal, sem ônus reais para o caixa do Tesouro. Este efeito pode ser estimado em 1,8% do PIB para 1987, que se contrapõe aos 0,3% do PIB de custo — positivo — da dívida de acordo com o conceito oficial.

Por último, a perda de relevância do problema apontado, num contexto de certa estabilidade das taxas mensais de inflação, acompanhadas pela correção monetária, permite entender por que, dado o desaparecimento desse efeito patrimonial, a dívida interna tem retomado sua trajetória explosiva, a ponto de se prever para 1988 um aumento real da mesma da ordem de 40%.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CYSNE R. (1985); "O déficit nosso de cada dia"; Conjuntura Econômica, vol. 39, nº 8, agosto.

EISNER, R. & PIEPER, P. (1984) "A New View of the Federal Debt and Budget Deficits"; American Economic Review, Vol.74, nº 1, march/june.

RAMALHO, V. (1987); "Adequação do déficit público global como indicador para política de estabilização"; Revista Brasileira de Economia, Vol. 41, nº 3, julho/setembro.

ROSSI, J. (1985); "Notas sobre o conceito apropriado de déficit público real"; Pesquisa e Planejamento Econômico, Vol. 15, nº 3, dezembro.

TANZI, V. BLEJER, M. & TEIJEIRO, M. (1987); "Inflation and the Measurement of Fiscal Deficits"; IMF Staff Papers, Vol. 34, nº 4, December.



TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

EDITADOS A PARTIR DE JANEIRO DE 1986

- Nº 85 - "Fundos Sociais", Fernando A. Rezende da Silva e Beatriz Azeredo da Silva, Janeiro 1986, 29 p.
- Nº 86 - "Optimal Foreign Borrowing in a Multisector Dynamic Equilibrium Model: A Case Study for Brazil", Octávio A.F. Tourinho, Janeiro 1986, 47 p.
- Nº 87 - "Proposta de Diretrizes Preliminares para uma Política de Abastecimento", Maria Beatriz de A. David, Março 1986, 44 p.
- Nº 88 - "Os Impactos da Política de Comercialização Agrícola sobre a Produção e os Preços. Uma Análise da Literatura e Algumas Evidências Empíricas", Maria Beatriz de A. David e Luis Alberto de L.C. Ribeiro, Março 1986, 49 p.
- Nº 89 - "Distribuição de Renda: 1970/1980", José W. Rossi, Maio 1986, 17 p.
- Nº 90 - "Balança Comercial e Dinâmica da Desvalorização Cambial no Brasil, 1970/84", Helson C. Braga e José W. Rossi, Maio 1986, 20 p.
- Nº 91 - "Algumas Considerações sobre os Efeitos da Reforma Monetária no Campo Social: Seguro-Desemprego e Previdência Social", Francisco E.B. de Oliveira, Kaizô Iwakami Beltrão e Marco Aurélio de Sá Ribeiro (estagiário), Maio 1986, 16 p.
- Nº 92 - "Modelos de Previsão para Séries de Produção e Preços : Metodologia Bayesiana e Box-Jenkins para Séries Temporais", Gutemberg H. Brasil, Hélio S. Migon, Reinaldo C. Souza, Sérgio S. Portugal, Maio 1986, 63 p.
- Nº 93 - "O Controle de Preços dos Alimentos e seus Efeitos sobre a Produção e o Abastecimento. Algumas Considerações para o Ano de 1986", Maria Beatriz de A. David, Junho 1986, 39 p.

II

- Nº 94 - "Previsão da Inflação e Produção Industrial Pós-Choque via Análise de Intervenção", H.S. Migon e G.H. Brasil, Julho 1986, 18 p.
- Nº 95 - "Exacerbação do Consumo e Salário Médio: Evidências sobre o Efeito-Sincronização", Ricardo Cicchelli Velloso, Setembro 1986, 20 p.
- Nº 96 - "The Demand for Money in Brazil Revisited", José W. Rossi, Outubro 1986, 24 p.
- Nº 97 - "O Programa de Estabilização Econômica e o Poder de Compra do Salário Mínimo", Daniel A.R. de Oliveira e Ricardo Cicchelli Velloso, Outubro 1986, 19 p.
- Nº 98 - "Formação de Expectativas num Contexto de Inflação Baixa e Alta Incerteza", Fábio Giambiagi, Outubro 1986, 38 p.
- Nº 99 - "Progresso Técnico na Indústria Brasileira: Indicadores e Análise de seus Fatores Determinantes", Helson C. Braga e Virene Matesco, Outubro 1986, 71 p.
- Nº 100 - "As Migrações Internas e a Previdência Social", Maria Helena F.T. Henriques e Kaizô Iwakami Beltrão, Outubro 1986, 59 p.
- Nº 101 - "Testing for First Order Serial Correlation in Temporally Aggregated Regression Models", Pedro L. Valls Pereira, Novembro 1986, 17 p.
- Nº 102 - "Notas sobre as Estatísticas de Investimento no Brasil", Guilherme Gomes Dias, Dezembro 1986, 35 p.
- Nº 103 - "A Dívida Pública no Brasil e a Aritmética da Instabilidade", José W. Rossi, Dezembro 1986, 12 p.
- Nº 104 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 1: Proposta de Reforma do Sistema Tributário Brasileiro", Fernando A. Rezende da Silva, Março 1987, 63 p.

- Nº 105 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 2: Tributação de Renda e do Patrimônio", Francisco de Paulo Correia Carneiro Giffoni e Luiz A. Villela, Fevereiro 1987, 67 p.
- Nº 106 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 3: Tributação de Mercadorias e Serviços", Ricardo Varsano, Fevereiro 1987, 165 p.
- Nº 107 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 4: Contribuições Sociais", Fernando A. Rezende da Silva e Beatriz A. Silva, Fevereiro 1987, 94 p.
- Nº 108 - "Estudos para a Reforma Tributária - Tomo 5: Federalismo Fiscal", José Roberto Afonso e Thereza Lobo, Março 1987, 153 p.
- Nº 109 - "A Aritmética da Escala Móvel: Uma Análise do Comportamento do Salário Real num Regime de Reajustes com Periodicidade Endógena", Fábio Giambiagi, Março 1987, 30 p.
- Nº 110 - "Inflação, Preços Mínimos e Comercialização Agrícola: A Experiência dos Anos Oitenta", Gervásio Castro de Rezende, Abril 1987, 39 p.
- Nº 111 - "A Política Salarial e a Crise Econômica", Fernando A. Rezende da Silva, Maio 1987, 32 p.
- Nº 112 - "Surplus Labor and Industrialization", Kevin M. Murphy, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny, Maio 1987, 19 p.
- Nº 113 - "Um Modelo de Consistência Multissetorial para a Economia Brasileira", Márcio Gomes Pinto Garcia, Maio 1987, 42 p..
- Nº 114 - "Endividamento Municipal: O Estado Atual das Dívidas das Capitais Estaduais", Thompson Almeida Andrade, Agosto 1987, 26 p.
- Nº 115 - "Modelo de Equilíbrio Geral para o Brasil com Fluxos Reais e Financeiros Integrados", Marco Antonio Cesar Bonomo, Outubro 1987, 43 p.

IV

- Nº 116 - "Elasticidades de Engel no Brasil usando um Sistema de Equações com Especificação LOGIT", José W. Rossi e Cesar das Neves, Outubro 1987, 15 p.
- Nº 117 - "Projeções do IPCA", Pedro L. Valls Pereira e Sergio S. Portugal, Outubro 1987, 36 p.
- Nº 118 - "A Carteira de Trabalho e as Condições de Trabalho e Remuneração dos Chefes de Família no Brasil", Ricardo Paes de Barros e Simone Varandas, Outubro 1987, 28 p.
- Nº 119 - "Perspectivas e Necessidades Educacionais da Mão-de-Obra", Manoel Augusto Costa, Outubro 1987, 16 p.
- Nº 120 - "Modelo Multissetorial CEPAL/IPEA para o Brasil", Fábio Giambiagi, Guilherme Gomes Dias, Juan José Pereira e Márcio Gomes Pinto Garcia, Outubro 1987, 124 p.
- Nº 121 - "A Reforma Fiscal no Processo de Elaboração da Nova Constituição", Fernando A. Rezende da Silva e José Roberto R. Afonso, Novembro 1987, 53 p.
- Nº 122 - "Avaliação do Sistema Tributário Proposto no Projeto de Constituição", Ricardo Varsano, Novembro 1987, 35 p.
- Nº 123 - "O Orçamento Brasileiro: seu Processo Atual e as Reformulações Propostas no Projeto Constitucional", Maria da Conceição Silva, Novembro 1987, 30 p.
- Nº 124 - "As Contribuições Sociais no Projeto de Constituição", Beatriz Azeredo, Novembro 1987, 55 p.
- Nº 125 - "Endividamento Municipal: Análise da Situação Financeira de Quatro Capitais Estaduais (São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Salvador)", Thompson A. Andrade, Novembro 1987, 33 p.
- Nº 126 - "Ajuste Externo e Agricultura no Brasil: 1981/86", Gervásio Castro de Rezende, Dezembro 1987, 46 p.

- Nº 127 - "Considerações sobre a Relação entre a Dívida Pública e a Inflação", José W. Rossi, Dezembro 1987, 09 p.
- Nº 128 - "Estratégias de Desenvolvimento: América Latina vs. Leste Asiático", Armando Castelar Pinheiro, Dezembro 1987, 35p.
- Nº 129 - "Industrial Policies and Multinational Enterprises in Latin America", Helson C. Braga e Virene Matesco, Dezembro 1987, 30 p.
- Nº 130 - "A Sensibilidade das Medidas de Desigualdade à Padronização da Jornada de Trabalho", Ricardo Paes de Barros, Janeiro 1988, 28 p.
- Nº 131 - "Influência das Paridades Cambiais sobre a Dívida Externa: O Caso Brasileiro - 1983/86", Fabio Giambiagi, Janeiro 1988, 23 p.
- Nº 132 - "O (Des)controle do Endividamento de Estados e Municípios - Análise Crítica das Normas Vigentes e Propostas de Reforma", Fernando Rezende e José Roberto R. Afonso, Janeiro 1988, 75 p.
- Nº 133 - "O "Efeito-Tanzi" e o Imposto de Renda da Pessoa Física: Um Caso de Indexação Imperfeita", Fábio Giambiagi, Março 1988, 17 p.
- Nº 134 - "Estimação e Resultados do MOPSE - Modelo para Projeções do Setor Externo", Sandra M. Polônia Rios, Regis Bonelli, Eustáquio J. Reis, Março 1988, 86 p.
- Nº 135 - "Investimento em Capital Fixo na Economia Brasileira: Estimativas Trimestrais para o Período 1975/87", Armando Castelar Pinheiro e Virene Matesco, Março de 1988, 23 p.
- Nº 136 - "Os Investimentos Governamentais na Infra-Estrutura Social: O Caso do FINSOCIAL", Bernhard Beiner, Abril 1988, 27 p.

- Nº 137 - "Testes de Exogeneidade da Moeda para a Economia Brasileira", Pedro L. Valls Pereira e João Luiz Mascolo, maio de 1988, 22 p.
- Nº 138 - "A Receita Fiscal no Brasil: 1982/87 - Análise do Comportamento da Arrecadação Global e da sua Composição", Fabio Giambiagi, maio de 1988, 18 p.
- Nº 139 - "O Brasil e a Atual Rodada de Negociações do GATT", José Tavares de Araujo Jr, maio de 1988, 21 p.
- Nº 140 - "Produtividade e vantagens comparativas dinâmicas na indústria brasileira: 1970-83", Helson C. Braga e Ernani Hickmann, junho de 1988, 23 p.
- Nº 141 - "Dívidas e Déficits: Projeções para o Médio Prazo", E.J. Reis, R. Bonelli e S.M. Polónia Rios, Junho de 1988, 45 p.
- Nº 142 - "Importação de Tecnologia e Esforço Tecnológico da Indústria Brasileira: Uma Análise de seus Fatores Determinantes", Helson C. Braga e Larry N. Willmore, Junho de 1988, 32 p.
- Nº 143 - "Estimativas de Preços Econômicos no Brasil", Ronaldo Serôa da Motta, Junho de 1988, 18 p.
- Nº 144 - "Migrações Interestaduais no Brasil, 1950/80", Manoel Augusto Costa, Junho de 1988, 55 p.
- Nº 145 - "Distribuição de Renda: Evolução no Último Quarto de Século", Regis Bonelli e Guilherme Sedlacek, Junho de 1988, 23 p.
- Nº 146 - "Cenários Demográficos Regionais até 2005", Manoel Augusto Costa, Junho de 1988, 38 p.

VII

- Nº 147 - "Demanda Derivada de Energia no Transporte de Passageiro", Newton de Castro, Julho de 1988, 41 p.
- Nº 148 - "Mobilidade entre classes de renda no Brasil", Manoel Augusto Costa, Julho de 1988, 50 p.
- Nº 149 - "Uma Análise Comparativa de Alguns Resultados do Suplemento Previdência da PNAD-83 e Dados da DATAPREV", Kaizô Iwakami Beltrão e Francisco Eduardo Barreto de Oliveira, Julho de 1988, 36 p.

O INPES edita ainda as seguintes publicações: Pesquisa e Planejamento Econômico; Literatura Econômica; Coleção Relatórios de Pesquisa; Série Monográfica; Série PNPE; Série Estudos de Política Industrial e Comércio Exterior (EPICO); Relatório Interno; Informes Conjunturais; Boletim Conjuntural; Série Estudos sobre Economia do Setor Público (ESEP); Série Fac-Símile; Informe Técnico INPES e Carta de Conjuntura.