

**IPEA - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA**  
**CGFP - Coordenação Geral de Finanças Públicas**

**Indicadores Fiscais no Brasil**  
versão preliminar

Edilberto Carlos Pontes Lima  
Marcela Meirelles Aurélio  
Maurício Mota Saboya Pinheiro

Brasília, setembro de 1997.

## ÍNDICE

<b>Lista de Quadros e Tabelas.....</b>	<b>ii</b>
<b>Introdução.....</b>	<b>01</b>
<b>Parte Um - Análise Descritiva de Alguns Indicadores Fiscais Brasileiros.....</b>	<b>03</b>
I Transferências Constitucionais - FPE e FPM.....	04
II Resultado Primário do Tesouro Nacional.....	09
III Fluxo de Caixa da Previdência Social e Grau de Comprometimento do FPAS.....	11
IV Fluxos Financeiros dos Fundos Parafiscais.....	16
IV.1 Fluxo financeiro do FGTS.....	17
IV.2 Demonstrativo da execução financeira do FAT.....	21
V Dívida Líquida do Setor Público.....	25
VI Dívida Mobiliária dos Estados e Municípios.....	29
<b>Parte Dois - Análise de Três Importantes Indicadores: DLSP, NFSP e Impulso Fiscal.....</b>	<b>32</b>
I Dívida Líquida do Setor Público.....	33
I.1 Determinação da dívida mobiliária, DLSP e NFSP.....	35
I.2 Os componentes da DLSP.....	37
II Necessidades de Financiamento do Setor Público.....	48
III Indicadores de Postura Fiscal: Impulso Fiscal e Outros.....	54
<b>APÊNDICE.....</b>	<b>63</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>	<b>65</b>
<b>SIGLAS.....</b>	<b>67</b>

**LISTA DE QUADROS E TABELAS**

<b>Quadro I.2</b>	
Coeficientes de Participação dos Municípios do Interior.....	06
<b>Tabela I.2.1</b>	
Coeficientes de Participação dos Estados no Total a ser Distribuído aos Municípios do Interior.....	07
<b>Tabela I.2.2</b>	
Coeficientes de Participação das Capitais e do DF.....	08
<b>Tabela A1</b>	
Déficit Efetivo, Déficit Estrutural e Impulso Fiscal Países Selecionados.....	63

## INTRODUÇÃO

O Plano Real, implementado em julho de 1994, deu início a uma nova fase na economia brasileira. Inaugurou um período de transição de um ambiente de alta instabilidade macroeconômica para um padrão de economia estável. Como qualquer período de transição, o momento atual exhibe elementos tanto do antigo padrão (inflacionário), quanto daquele que luta por se afirmar. Em especial, a queda das taxas de inflação e juros constitui, ainda, o principal sinal de que a economia caminha para a estabilidade. Por outro lado, persistem algumas práticas e dispositivos institucionais típicos da era da instabilidade (*e.g.*, zeragem automática, ausência de um mercado de títulos de longo prazo, altos *spreads* bancários, etc.).

A consolidação da estabilidade e a retomada do crescimento sustentado dependem de uma reforma fiscal consistente e duradoura. Em primeiro lugar, porque um superávit “permanente” nas contas públicas pode impedir um crescimento explosivo da dívida pública, evitando todos os efeitos deletérios associados a uma crise de confiança nos títulos do governo. Em segundo lugar, porque, uma vez saneado, o Tesouro reduziria a pressão que atualmente exerce sobre os recursos financeiros disponíveis no mercado, facilitando a redução das taxas de juros. Por último, uma reforma fiscal poderia elevar a poupança do setor público, cuja contribuição é necessária ao financiamento do desenvolvimento.

Por sua vez, os indicadores fiscais são instrumentos necessários à consecução da reforma fiscal. O adequado acompanhamento gerencial das variáveis fiscais pode prover importantes subsídios às políticas do governo. Portanto, a necessidade de se dispor de indicadores fiscais confiáveis repousa, antes de tudo, no seu caráter orientador da política econômica. Contudo, os agentes privados também se valem desses indicadores a fim de guiar suas decisões. Por exemplo, as decisões de gasto do setor privado doméstico podem ser afetadas pelo crescimento da dívida pública, se houver a percepção de aumento do risco de *default* dos títulos. De forma semelhante, os indicadores de déficit e a dívida públicos sinalizam aos investidores externos o grau de solvência do setor público.

Três são as categorias mais importantes de indicadores fiscais:

1. Fluxos de resultado fiscal: déficits, necessidades de financiamento, fluxos de caixa, demonstrativos de resultado, etc.
2. Estoques de dívidas e ativos (posição patrimonial): dívida líquida do setor público, dívida mobiliária federal, dívidas dos estados e municípios, etc.

3. Postura fiscal (grau de compromisso com certa orientação de política fiscal): impulso fiscal, déficit de pleno emprego, etc.

Este trabalho tem um duplo objetivo. Primeiro, realizar uma análise descritiva de algumas medidas fiscais correntes no Brasil, abrangendo o governo federal, os estados e municípios, empresas estatais e seguridade social (previdência e fundos parafiscais). Essa análise, buscada na Parte Um do trabalho, consiste, em primeiro lugar, no levantamento das fontes, publicações, periodicidade de divulgação, abrangência, características do levantamento dos dados e do seu tratamento pelas fontes. Adicionam-se alguns comentários gerais sobre suas vantagens e falhas. Portanto, esse primeiro objetivo tem um conteúdo informativo. Assim, essa primeira parte do trabalho torna-se fonte de consulta para o leitor interessado em informações gerais sobre os principais indicadores fiscais brasileiros.

O segundo grande objetivo deste trabalho, empreendido na Parte Dois, é analisar criticamente três indicadores fiscais, um de cada grupo mencionado:

- a) estoque de dívida (posição patrimonial): Dívida Líquida do Setor Público (DLSP);
- b) fluxos de resultado fiscal: Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP);
- c) postura fiscal: impulso fiscal e congêneres.

Nessa segunda parte, procura-se aprofundar o estudo sobre a metodologia de cálculo de cada indicador, a fim de evidenciar suas vantagens e desvantagens no tocante à adequabilidade ao caso brasileiro. A DLSP e as NFSP são detalhadamente analisadas, não só sob o prisma da metodologia de cálculo *stricto sensu*, mas também ressaltando-se seus problemas de aplicabilidade ao momento particular de transição vivido pela economia brasileira. Já a análise dos indicadores de postura fiscal tem contra si o caráter incipiente de seu uso no Brasil, o que dificulta avaliações do seu grau de operacionalidade. Mesmo assim, procurou-se descrever uma tentativa de aplicação do impulso fiscal ao caso brasileiro.

O trabalho está estruturado como segue.

A Parte Um - Análise Descritiva de Alguns Indicadores Fiscais Brasileiros - aborda os seguintes indicadores: transferências constitucionais a estados e municípios, resultado primário do Tesouro Nacional, fluxo de caixa da previdência social, fluxos financeiros dos fundos parafiscais, dívida líquida do setor público e dívida mobiliária dos estados e municípios.

A Parte Dois - Análise de Três Importantes Indicadores: DLSP, NFSP e Impulso Fiscal.

**PARTE UM**  
**ANÁLISE DESCRITIVA DE ALGUNS INDICADORES FISCAIS BRASILEIROS**

## **I TRANSFERÊNCIAS CONSTITUCIONAIS - FUNDO DE PARTICIPAÇÃO DOS ESTADOS (FPE) E FUNDO DE PARTICIPAÇÃO DOS MUNICÍPIOS (FPM)**

### **I.1) Descrição Formal do Indicador**

Os fundos de participação dos estados (FPE) e dos municípios (FPM) são transferências constitucionais da União, formadas por parcelas da arrecadação de dois de seus principais impostos - IPI e IR - para os estados, Distrito Federal e municípios.

**Fonte:** Secretaria do Tesouro Nacional

**Publicação:** STN Transferências Constitucionais

**Periodicidade:** Mensal

**Abrangência:** Brasil

### **Características do Levantamento dos Dados:**

a) Fundo de Participação dos Estados: é calculado a partir da arrecadação total, pelo critério de competência, dos impostos de renda e de produtos industrializados líquida de incentivos fiscais e de restituições<sup>1</sup>; do número alcançado, retira-se 21,5% que constitui o FPE. A cota que cabe a cada estado é calculada pela Secretaria do Tesouro Nacional, seguindo o coeficiente individual estabelecido pelas Secretarias Estaduais de Fazenda e Finanças e constante da Lei Complementar nº 62/89, segundo os critérios gerais apontados na Constituição Federal;

b) Fundo de Participação dos Municípios: também calculado pela arrecadação total, pelo critério de competência, dos impostos de renda e de produtos industrializados, líquida das restituições e incentivos fiscais (deduzido o FEF); o FPM corresponde a 22,5% do número alcançado. A cota de cada município é calculada pelo Banco do Brasil, seguindo o coeficiente individual estabelecido pelo Tribunal de Contas da União, levando em conta o coeficiente de participação de cada estado também definido pelo TCU.

### **Características do Tratamento e Divulgação dos Dados pelas Fontes:**

Divulgam-se os dados em R\$ mil correntes no Diário Oficial da União, no mês subsequente ao mês de referência. Também a STN divulga o boletim “Transferências Constitucionais” com os valores destinados aos dois fundos a cada estado da federação.

---

<sup>1</sup> É deduzida também uma parte para o Fundo de Estabilização Fiscal (FEF).

## I.2) Comentários Adicionais<sup>2</sup>

O FPE foi implantado com a finalidade de diminuir disparidades inter-regionais por meio da redistribuição de renda dos estados mais ricos para os estados mais pobres, estabelecendo-se o critério de distribuição diretamente proporcional à população e inversamente proporcional à renda. Obedece-se, assim, ao preceito constitucional de promover o equilíbrio sócio-econômico entre estados e entre municípios (Art. 161, II).

Cada estado possui um coeficiente individual, o qual é multiplicado pelo FPE total para se obter a cota de cada estado. A Lei Complementar nº 62/89 determina que 85% do total do FPE vá para os estados das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste e o restante para os estados do Sul e Sudeste. Mais precisamente, o Nordeste fica com 52,46%, o Norte com 25,37%, o Sudeste com 8,46%, o Centro-Oeste com 7,17% e o Sul com 6,52%.

Ao Fundo de Participação dos Municípios (FPM) se destinam 22,5% da arrecadação líquida<sup>3</sup> do IR e do IPI (Constituição Federal, art.159, I, b). Do valor total destinado ao FPM, 10% é destinado às capitais, 86,4% aos demais municípios e 3,6%, aos municípios do interior com mais de 156.216 habitantes. Além disso, é necessário levar em consideração o coeficiente de participação de cada estado estabelecido pelo Tribunal de Contas da União (TCU).

A quota de cada município é fixada a partir da população. O coeficiente mínimo é 0,6 e se aplica para municípios com até 10.188 habitantes. Municípios do interior com mais de 156.216 habitantes ficam com um coeficiente fixo de 4,0. Entre 10.188 e 156.216 habitantes foram definidas 16 faixas populacionais, cada uma com um coeficiente individual, conforme a tabela abaixo:

---

<sup>2</sup> Cf. Brasil, Ministério da Fazenda “O Que Você Precisa Saber Sobre FPM e FPE”. Brasília, s.d.

<sup>3</sup> Arrecadação total menos os valores das restituições e incentivos fiscais.



**QUADRO I.2**  
**Coefficientes de Participação dos Municípios do Interior**

Faixa de Habitantes		Coeficiente
Até	10.188	0.6
De	10.189 a 13.584	0.8
De	13.585 a 16.980	1.0
De	16.981 a 23.772	1.2
De	23.773 a 30.564	1.4
De	30.565 a 37.356	1.6
De	37.357 a 44.148	1.8
De	44.149 a 50.940	2.0
De	50.941 a 61.128	2.2
De	61.129 a 71.316	2.4
De	71.317 a 81.504	2.6
De	81.505 a 91.692	2.8
De	91.693 a 101.880	3.0
De	101.881 a 115.464	3.2
De	115.465 a 129.048	3.4
De	129.049 a 142.632	3.6
De	142.633 a 156.216	3.8
Além de	156.216	4.0

Fonte: STN

Além dos dados do Quadro I.2, é necessário observar o coeficiente de cada estado para se chegar ao valor devido ao município. Assim, dois municípios podem ter o mesmo coeficiente, mas por se localizarem em estados diferentes, possuem quotas diferentes. A Tabela I.2.1 mostra os coeficientes de cada estado.

TABELA I.2.1

## Coeficientes de Participação dos Estados no Total a Ser Distribuído aos Municípios do Interior

Estado	Coeficiente	Somatório dos Coeficientes	Total de Municípios
Acre	0,2630	19.8	21
Alagoas	2,0883	118.4	99
Amapá	0,1392	11.0	14
Amazonas	1,2452	73.0	61
Bahia	9,2695	539.2	414
Ceará	4,5864	250.4	183
Espirito Santo	1,7595	100.2	70
Goiás	3,7318	219.6	231
Maranhão	3,9715	210.6	135
Mato Grosso	1,8949	117.8	116
Mato Grosso do Sul	1,5004	83.0	76
Minas Gerais	14,1846	781.0	755
Pará	3,2948	199.0	127
Paraíba	3,1942	173.4	170
Paraná	7,2857	427.0	370
Pernambuco	4,7952	270.6	175
Piauí	2,4015	144.2	147
Rio de Janeiro	2,7379	164.8	80
Rio Grande do Norte	2,4324	131.4	151
Rio Grande do Sul	7,3011	442.6	426
Rondônia	0,7464	54.2	39
Roraima	0,0851	6.4	7
Santa Catarina	4,1997	258.4	259
São Paulo	14,2620	806.6	624
Sergipe	1,3342	74.0	74
Tocantins	1,2955	96.4	122
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>	<b>5773.0</b>	<b>4946</b>

Fonte: STN

A quota de cada município segue um cálculo simples:

**valor da quota = (FPM estado \* coeficiente individual)/somatório dos coeficientes dos municípios do estado.**

Além disso, municípios com mais de 156.216 habitantes recebem uma quota adicional representada por uma parcela - calculada pelo mesmo coeficiente individual acima mencionado - dos 3,6% do total do FPM. As capitais recebem 10% do FPM total e a quota de cada uma delas é definida de acordo com o coeficiente de cada uma delas mostrada na Tabela I.2.2.

**TABELA 1.2.2**  
**Coefficientes de Participação das Capitais**  
**e do Distrito Federal**  
**(Decisão Normativa TCU nº 6 /94)**

Capital	Coeficiente (%)
Aracaju (SE)	2,80
Belém (PA)	6,40
Belo Horizonte (MG)	6,00
Boa Vista (RR)	2,40
Brasília (DF)	3,50
Campo Grande (MS)	2,40
Cuiabá (MT)	2,80
Curitiba (PR)	4,00
Florianópolis (SC)	1,80
Fortaleza (CE)	12,50
Goiânia (GO)	4,20
João Pessoa (PB)	5,00
Macapá (AP)	3,20
Maceió (AL)	5,00
Manaus (AM)	2,70
Natal (RN)	3,60
Palmas (TO)	5,00
Porto Alegre (RS)	3,20
Porto Velho (RO)	2,40
Recife (PE)	8,00
Rio Branco (AC)	3,60
Rio de Janeiro (RJ)	4,00
Salvador (BA)	8,00
São Luís (MA)	6,25
São Paulo (SP)	3,00
Teresina (PI)	5,00
Vitória (ES)	2,00
<b>TOTAL</b>	<b>118,75</b>

Fonte: STN

## **II. RESULTADO PRIMÁRIO DO TESOIRO NACIONAL**

### **II.1) Descrição Formal do Indicador**

É a diferença entre o total de receitas repassadas à Conta Única do Tesouro Nacional e o total de despesas de responsabilidade do Tesouro Nacional (exclusive juros).

**Fonte:** Secretaria do Tesouro Nacional

**Publicação:** Resultado do Tesouro Nacional

**Periodicidade:** mensal

**Abrangência:** Brasil

**Características do Levantamento dos Dados:** o indicador é formado a partir do ingresso das receitas na Conta Única do Tesouro Nacional no Banco Central e das despesas (saídas) de recursos da mesma conta (critério de caixa).

**Características do Tratamento e Divulgação dos Dados pelas Fontes:** Os valores são divulgados em R\$ milhões do mês de referência e comparados com igual mês do ano anterior e com o mês anterior ao de referência, todos deflacionados pelo IGP-DI. Os valores também são acumulados no ano, com a posição em algum mês específico. Divulgam-se as informações do acumulado de janeiro ao mês de referência, comparadas com igual período do ano anterior.

### **Organização das Séries**

#### **I. Receita Total**

##### **I.1. Administrada**

##### **I.1.1 Restituições**

##### **I.2. Demais**

##### **I.3. Incentivos Fiscais**

#### **II. Despesa Total**

##### **II.1. Vinculadas**

##### **II.1.1 Transferências Constitucionais**

##### **II.1.2 Demais**

##### **II.2. Ordinárias**

##### **II.2.1 Pessoal e Encargos**

## II.2.2 Outros Custeios e Investimentos

## II.2.3 Operações Oficiais de Crédito

## II.2.4 Restos a Pagar

### III. Resultado Primário (I - II)

A Secretaria do Tesouro Nacional (STN), órgão responsável pela divulgação dos dados acima, apresenta um glossário com o significado de alguns dos itens listados. Destacam-se os seguintes:

1) Receita administrada: é o total de receitas de impostos, contribuições e taxas transferidas para a Conta Única do Tesouro Nacional no Banco Central. É importante observar que no critério da Secretaria do Tesouro, as receitas administradas diferem das do conceito da Secretaria da Receita Federal porque a última considera receita do Tesouro o recolhimento bruto dos DARFs pagos pelos contribuintes, enquanto que a primeira só considera como receita do Tesouro quando ela é repassada para a Conta Única. Assim, normalmente haverá diferenças entre os dois valores, embora as diferenças se compensem no tempo.

2) Incentivos fiscais: trata-se apenas dos incentivos fiscais aos fundos de investimentos do Nordeste (FINOR), da Amazônia (FINAM) e do Espírito Santo (FUNRES) - até 40% do IRPJ devido pode ser destinado a esses fundos.

3) Operações oficiais de crédito: são as receitas provenientes de pagamentos de empréstimos de terceiros ao Tesouro Nacional e de vendas de produtos agropecuários dos estoques reguladores do governo (carne, trigo, café, etc).

4) Transferências constitucionais: são as parcelas da arrecadação de Imposto de Renda e de IPI que são transferidas para estados (Fundo de Participação dos Estados - FPE) e municípios (Fundo de Participação de Municípios - FPM) e outros fundos constitucionais (Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste - FCO; do Norte - FNO, do Nordeste - FNE e de compensação pela exportação de produtos industrializados - FPEX).

5) Outros custeios e investimento: compreendem os gastos com custeio da máquina administrativa e investimentos públicos diversos.

6) Restos a pagar: são as liberações realizadas pelo Tesouro Nacional, com a finalidade de cobrir despesas de custeio e investimento empenhadas e não pagas no exercício anterior.

### II.2) O que o Indicador Procura Medir?

O resultado do Tesouro Nacional (receitas menos despesas), independe dos juros. É uma medida, embora imperfeita, do esforço fiscal realizado pelo governo, já que os juros referem-se a dívidas contraídas no passado. Se o resultado primário for deficitário, a dívida continuará crescendo, fazendo o pagamento de juros no período seguinte ser maior.

O montante requerido para pagamentos de juros indica o superávit primário necessário para evitar que a dívida cresça. Daí a importância do indicador para a política fiscal, sendo bastante utilizado pelo governo, que freqüentemente anuncia metas anuais para aquele superávit.

### **III. FLUXO DE CAIXA DA PREVIDÊNCIA SOCIAL E GRAU DE COMPROMETIMENTO DO FUNDO DE PREVIDÊNCIA E ASSISTÊNCIA SOCIAL**

#### **III.1) Descrição Formal do Indicador**

*“O fluxo de caixa demonstra a movimentação financeira da Previdência Social, através do acompanhamento diário da entrada de recursos (recebimentos) e de saída (pagamentos e transferências)”<sup>4</sup>. O grau de comprometimento dos recursos do Fundo da Previdência e Assistência Social (FPAS) é um indicador derivado das contas apresentadas pelo fluxo de caixa.*

**Fonte:** Ministério da Previdência e Assistência Social (MPAS); Secretaria de Previdência Social (SPS)

**Publicação:** Informe de Previdência Social

**Periodicidade:** Mensal

**Abrangência:** Brasil

#### **Características do Levantamento dos Dados:**

O indicador é formado por contas construídas a partir dos lançamentos do caixa da previdência social, com informações coletadas da rede bancária e do Tesouro Nacional. O processamento de todos os fluxos de informações é feito pela DATAPREV, uma empresa pública vinculada ao MPAS. Ela processa os dados de recolhimento individual e das empresas, bem como dos pagamentos de benefícios. Outro órgão, o Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS) se encarrega da fiscalização e normatização dos recolhimentos e pagamentos.

#### **Características do Tratamento e Divulgação dos Dados pelas Fontes:**

<sup>4</sup> Cf. Brasil, Ministério da Previdência e Assistência Social (1994), Anuário Estatístico da Previdência Social, p. 659.

Os valores são divulgados em R\$ mil correntes (valores do mês de referência) e em R\$ mil a preços do mês de referência (valores do mesmo mês do ano anterior), estes últimos atualizados pelo INPC. Como em maio de 1996 a legislação determinou que o IGP-DI fosse o índice oficial para a correção dos benefícios, o Informe, por uma questão de coerência metodológica, continuou divulgando dos dados atualizados pelo INPC, mas introduzindo na análise resultados obtidos com a aplicação do IGP-DI. Além disso, os valores das contas também são divulgados em US\$ mil, convertendo-se os valores correntes pelo câmbio comercial médio (venda) do mês de referência.

As fontes diretas dos dados - ou seja, de onde a SPS colhe os mesmos - são o INSS e a CORF/MPAS.

### **Organização das Séries:**

FLUXO DE CAIXA

mês/ano

Itens de Receita e Despesa

Saldo Inicial (A)

Total de Recebimentos (B)<sup>5</sup>

Recebimentos diretos

arrecadação bancária(1)

rendimentos de aplicações financeiras

outros

empréstimos

Transferências da União

recursos ordinários

contribuição social sobre o lucro (CSSL)

encargos previdenciários da União/COFINS

COFINS

COFINS/LOAS

fundo de estabilização fiscal (FEF)

contribuições ao Plano de Seguridade Social

concursos e prognósticos

cota de previdência

---

<sup>5</sup> Os recebimentos se compõem de recursos oriundos de fontes e fatos geradores próprios e de terceiros.

Total de Pagamentos (C)<sup>6</sup>

Benefícios(2)

Pessoal(3)

Transferências a Terceiros(4)<sup>7</sup>

Fundo de Estabilização Fiscal

Outras Despesas(5)

Saldo Operacional (B - C)

Saldo Final (A + B - C)

### **Notas Sobre os Componentes do Fluxo de Caixa:**

1) Arrecadação bancária bruta: corresponde aos ingressos financeiros relativos aos recolhimentos efetuados via rede bancária contratada, através da Guia de Recolhimento da Previdência Social (GRPS) e do Carnê de Contribuinte Individual (GR6). Inclui a arrecadação das contribuições sociais efetuadas pelas empresas e contribuintes individuais, recolhimentos patrimoniais, débitos administrativos, dívida ativa, acréscimos legais, etc. Além disso, inclui também recolhimento de terceiros (SENAR, SENAI SESI, etc.).

1.1) Arrecadação efetuadas pelas empresas: corresponde ao valor da arrecadação da contribuição social sobre a folha de pagamento das empresas para a Previdência Social, efetuada por meio da GRPS. O valor considerado é o total líquido para o Fundo de Previdência e Assistência Social (FPAS), ou seja, não inclui valores relativos ao débito administrativo, dívida ativa de empresas, nem recolhimento de contribuições para terceiros. As informações são apuradas por local de pagamento e não pela localização do estabelecimento.

1.2) Arrecadação de contribuintes individuais: corresponde ao valor da arrecadação da contribuição social de segurados não empregados que contribuem para a Previdência Social por meio do Carnê.

2) Benefícios: São classificados segundo alguns critérios básicos:

Segundo a localização, podem ser urbanos ou rurais.

Segundo a natureza, podem ser previdenciários (vinculados a contribuições prévias; compõem-se de aposentadorias, pensões auxílios e outros - abonos, salário-família e salário-maternidade), assistenciais (não vinculados a contribuições prévias; compõem-se de várias rendas

<sup>6</sup> Os pagamentos se compõem das despesas com benefícios, despesas com administração do sistema e transferências a terceiros.

<sup>7</sup> Correspondem ao valor das contribuições, por lei devidas a terceiros, arrecadado pelo INSS e repassado às respectivas entidades.



mensais vitalícias), acidentários (benefícios concedidos por acidentes de trabalho e doenças). As aposentadorias, por sua vez, podem ser por idade, tempo de serviço ou invalidez. Outros conceitos importantes são:

2.1) Benefícios concedidos: correspondem aos requerimentos de benefícios de prestação continuada apresentados pelos segurados junto ao INSS que são deferidos e liberados, desde que tenham sido preenchidos todos os requisitos necessários para a concessão da espécie solicitada, para pagamento.

2.2) Benefícios suspensos: correspondem aos benefícios em cadastro que, provisoriamente, não geram crédito para pagamento, embora tenham seus valores atualizados mensalmente, podendo vir a se tornarem ativos a qualquer momento por ordem do INSS. Incluem também pensões alimentícias e os desdobramentos das pensões por morte.

2.3) Benefícios cessados: são os benefícios de prestação continuada que não geram créditos por motivos diversos, tais como óbito, alta médica, transformação em outro benefício, maioridade, etc., de acordo com a legislação. Incluem também pensões alimentícias e os desdobramentos das pensões por morte.

3) Pagamento de pessoal: reúne pagamentos realizados a ativos, inativos, imposto de renda e encargos e contribuições para a Previdência Social do quadro do INSS.

4) Transferências a terceiros: são recursos recolhidos pelo INSS e repassados aos seguintes órgãos: SENAR, SENAI, SESI, SENAC, SESC, INCRA, SDR, FNDE (Salário Educação), SEST, SENAT, Fundo Aeroviário, E. Prof. Marítimo (DPC) e SEBRARE.

5) Outras despesas: reúne as despesas operacionais consignadas nas seguintes contas: serviços de terceiros, remuneração bancária, ECT, material, administração e patrimônio, GEAP (patronal), DATAPREV, FUNDACENTRO, PASEP e diversos.

### **III.2) O que o Indicador Procura Medir?**

O fluxo de caixa da Previdência Social (FCPS) é um indicador fiscal que procura medir a disponibilidade de recursos de um dos principais agentes formadores do déficit público. Assim, o FCPS permite a análise dos principais itens de receita e despesa da Previdência, explicitando seu resultado (déficit, equilíbrio ou superávit). O resultado de caixa assim calculado - entradas menos saídas no período de referência - constitui-se em uma medida das disponibilidades de recursos líquidos da Previdência.

Uma análise dos fatores que determinam a dinâmica do fluxo de caixa pode prover subsídios a uma melhor compreensão das condições de estabilidade do sistema previdenciário público. Em especial, esse fluxo de caixa é afetado por variáveis macroeconômicas (*e.g.*, o produto e o emprego), demográficas (*e.g.*, estrutura etária da população, taxa de fecundidade, etc.) e gerenciais (custos

operacionais do sistema). Esses fatores são, grosso modo, os que afetam o resultado de caixa ao longo do tempo, por via de seu impacto sobre os principais itens de receita (arrecadação bancária, transferências da União) e despesa (benefícios, despesas operacionais).

A questão da estabilidade do sistema se reveste de especial importância no processo de tomada de decisões dos seus administradores, sobretudo no que toca ao planejamento. Por isso, é importante procurar medir, de alguma forma, esse grau de estabilidade. Um indicador simples é a relação entre as despesas com o pagamento dos benefícios e a arrecadação bancária líquida, esta última definida como a arrecadação bruta menos as transferências a terceiros. É crucial a análise do comportamento dessa relação no tempo, que procura captar o grau de comprometimento dos recursos líquidos do sistema com o pagamento dos benefícios. Uma trajetória crescente dessa relação pode sinalizar uma tendência deficitária do sistema previdenciário e, portanto, impactos fiscais potencialmente negativos.

Assim, um importante indicador que se pode derivar do FCPS é o grau de comprometimento do Fundo da Previdência e Assistência Social (FPAS), medido pela participação relativa das despesas com benefícios líquidos no total da arrecadação líquida:

$$GC = B/(AB - T)$$

sendo

GC - grau de comprometimento do FPAS;

B - pagamento de benefícios, líquidos dos encargos previdenciários da União e dos benefícios assistenciais da LOAS<sup>8</sup>;

AB - arrecadação bancária bruta;

T - transferências a terceiros.

### III.3) Comentários Finais

O Fluxo de Caixa da Previdência Social representa um grande avanço em termos da consecução de uma melhor transparência das contas do setor público, no bojo de um processo de reordenamento institucional iniciado a partir da segunda metade dos anos oitenta. Em especial, permite uma avaliação da situação econômico-financeira do sistema previdenciário que, pelo potencial deficitário que hoje apresenta, constitui-se em um dos principais focos de atenção das

---

<sup>8</sup> Os benefícios líquidos procuram medir a carga de benefícios efetivamente suportada pela Previdência Social, ao se excetuarem aqueles pagos à conta do Tesouro Nacional.

autoridades e da sociedade como um todo. As propostas de reforma da Previdência, bem como as reações que elas têm provocado em diversos segmentos da sociedade, são um bom exemplo da importância adquirida pela questão previdenciária na pauta de discussões em torno das perspectivas para a economia e a sociedade brasileiras nesta virada de século.

Uma limitação desse indicador seria o baixo grau de desagregação das despesas com benefícios. Como não são discriminados - ainda que de forma geral - os diversos tipos de benefícios pagos, é impossível, pela simples análise dos dados do fluxo de caixa, separar os efeitos das variáveis macroeconômicas e de política que atuam sobre a principal despesa da Previdência. Por exemplo, os efeitos da política salarial - especialmente sob a forma de aumentos no salário mínimo - não podem ser devidamente aquilatados pelo exame do FCPS, em função de que os benefícios vinculados ao salário mínimo não são separados dos outros.

Outro aspecto importante que envolve a questão da previdência no momento atual são as relações entre as contas da Previdência e as do Tesouro Nacional. Conquanto a disposição do FCPS não dê conta de explicitar toda a complexidade dessas relações contábeis, o item agregado “Transferências da União” é capaz de mostrar, em linhas gerais, os principais sub-itens. Assim, ao lado dos recursos ordinariamente transferidos, são listados também os encargos previdenciários da União, as contribuições sociais e outras transferências. É de vital importância a explicitação dessas relações contábeis, a fim de que se possa avaliar como e por que meios atua o potencial deficitário da Previdência sobre o Tesouro, e, portanto, sobre o déficit público.

#### **IV FLUXOS FINANCEIROS DOS FUNDOS PARAFISCAIS (FGTS E FAT)**

##### **IV.1) Descrição Formal dos Indicadores**

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) são fundos financeiros, administrados pelo Governo Federal, cujo principal objetivo é prover certos benefícios constitucionais ao trabalhador, tais como a indenização pela perda do emprego e o seguro-desemprego. Além disso, a Lei regulamenta as aplicações dos recursos desses fundos, em geral direcionando-as para o crédito de fomento em apoio ao desenvolvimento econômico e social. Portanto, o FGTS e o FAT transformam suas disponibilidades líquidas<sup>9</sup> em operações de crédito (empréstimos, repasses e financiamentos ao setor privado), que constituem ativos do setor público. Assim, a importância de se medir os fluxos financeiros de ambos os fundos reside, em primeiro

---

<sup>9</sup> Isto é, as arrecadações das contribuições compulsórias mais receitas financeiras deduzidas dos pagamentos de benefícios, despesas operacionais e reservas técnicas.

lugar, no acompanhamento da sua capacidade de investimento, ou seja, em seu potencial de afetar o balanço patrimonial do setor público, mediante a geração de ativos<sup>10</sup>. Contudo, a “saúde financeira” do FGTS e do FAT também merece ser analisada enquanto medida da capacidade desses fundos - sob a ótica da seguridade social - pagarem seus benefícios constitucionais, sem pressionarem as contas públicas.

Os indicadores a serem analisados são o saldo e o fluxo de caixa das disponibilidades para novas aplicações do FGTS e FAT. Esses indicadores são construídos diretamente a partir do fluxo financeiro de cada fundo, que contém suas principais receitas e despesas.

#### **IV.1.1) O Fluxo Financeiro do FGTS**

**Fonte:** Caixa Econômica Federal (CEF); Gerência Executiva de Orçamento e Planejamento (GEOPE)

**Publicação:** Os dados são publicados apenas como execução orçamentária no Diário Oficial da União (DOU)

**Periodicidade:** Conquanto a publicação no DOU dos dados da execução orçamentária sejam semestrais, a CEF os disponibiliza mensalmente

**Abrangência:** Brasil

#### **Características do Levantamento dos Dados:**

Os dados brutos de arrecadação e saques são fornecidos pela rede bancária autorizada e centralizados na CEF, onde se procedem às agregações necessárias até que se chegue ao formato de apresentação da tabela do fluxo financeiro (mostrada no item seguinte). Os dados de receitas financeiras e de empréstimos, bem como as aplicações, despesas operacionais e o fundo de liquidez (reserva técnica do FGTS) são em parte fornecidos por outros agentes financeiros (com os quais a CEF mantém operações de crédito), mas totalmente centralizados e processados na Caixa. As informações recebem um tratamento básico (primeiras agregações) em várias Gerências Executivas da CEF até chegarem à GEOPE que procede ao tratamento final e divulga os dados.

---

<sup>10</sup> A dívida líquida do setor público (DLSP), indicador de dívida pública calculado e divulgado pelo BACEN, reconhece a importância apenas do FAT como fundo público gerador de ativos. Isso talvez se deva ao fato do patrimônio do FAT pertencer integralmente ao setor público, ao contrário do FGTS. Embora seja - como o seu nome sugere - um fundo de amparo ao trabalhador - provendo seguro-desemprego e abono salarial, por exemplo - o FAT é um fundo cujo capital pertence ao setor público; nenhum agente privado possui cotas (como o antigo PIS/PASEP) ou direitos de saque (como o FGTS) sobre o patrimônio do fundo. Recentemente, também os ativos dos Fundos Constitucionais de Desenvolvimento Regional foram incorporados à DLSP.

**Características do Tratamento e Divulgação dos Dados pelas Fontes:**

Os dados são apresentados em R\$ mil correntes, por mês, em regime de caixa, ou seja, contém apenas valores efetivamente arrecadados e desembolsados. O quadro contém valores tanto de fluxos (os diversos itens de entradas e saídas, ou receitas e despesas) quanto de estoques (os saldos das disponibilidades iniciais e finais). Exibe, nas suas linhas, primeiro o saldo inicial (disponibilidade de recursos do Fundo no final do período anterior ao de referência), depois três conjuntos de itens de receita (arrecadações de contribuições, de empréstimos e receitas financeiras), em seguida três conjuntos de itens de desembolsos (aplicações, saques e encargos), os valores a classificar e, finalmente, o saldo final. Este último é identicamente igual ao saldo inicial mais o total de entradas menos o total de saídas mais os valores a classificar. Porém o saldo final se compõe também dos seguintes itens: fundo de liquidez, compromissos existentes, disponível e receitas a incorporar (ver item seguinte).

## Organização das Séries

FGTS - FLUXO FINANCEIRO (Ano)

Em R\$ mil

Discriminação	Jan	Fev	...	Total
A - Saldo Inicial				
1. Arrecadação das Contribuições				
1.1 Arrecadação Bruta				
1.2 Multas por Transferências em Atraso				
2 Arrecadação de Empréstimos				
2.1 Habitação				
2.2 Saneamento				
2.3 Infra-estrutura				
3. Receitas Financeiras Líquidas				
3.1 Receitas de Aplicações Financeiras				
3.2 Correção Monetária sobre Saques				
B - Total de Entradas				
1. Aplicações				
1.1 Habitação				
1.2 Saneamento				
1.3 Infra-estrutura				
2. Saques				
2.1 Rescisão				
2.2 Moradia				
2.3 Inativas				
3. Encargos				
3.1 Tarifa do Banco Depositário				
3.2 Taxa de Administração				
3.3 Outras Despesas				
C - Total de Saídas				
D - Valores a Classificar				
E - Saldo Final				
E1 Fundo de Liquidez				
E2 Compromissos Existentes				
E3 Disponível				
E4 Receitas a Incorporar				

Fonte: Caixa Econômica Federal; Gerência Executiva de Orçamento e Planejamento.

### **Notas sobre os Componentes do Fluxo Financeiro do FGTS:**

- 1) Arrecadação bruta: são os recursos provenientes dos depósitos que os empregadores realizam, mensalmente, nas contas vinculadas dos empregados. Correspondem a 8% das despesas com a folha salarial e constituem uma contribuição compulsória das empresas. São a principal fonte de receita do FGTS.
- 2) Multas por transferências em atraso: multas pagas pelas empresas devido ao atraso no recolhimento das contribuições.
- 3) Arrecadação de empréstimos: trata-se dos ingressos de recursos provenientes dos retornos das operações de crédito do Fundo. Ou seja, os recursos disponíveis são transformados em empréstimos, repasses e financiamentos e, expirados os prazos dos contratos, retornam ao Fundo acrescidos dos juros e outros encargos. Esse item é por demais agregado, de forma que não permite distinguir os juros e outros encargos do principal; segmenta-se apenas por área de aplicação (habitação, saneamento e infra-estrutura).
- 4) Receitas de aplicações financeiras: são ingressos de recursos derivados de aplicações das disponibilidades de caixa no sistema financeiro em títulos públicos.
- 5) Correção monetária sobre saques: apesar de constar no grupo das receitas, tem sempre sinal negativo, pois se trata, na verdade, de despesas do fundo com correção monetária das contas inativas.
- 6) Aplicações: são os desembolsos com empréstimos repasses e financiamentos que a CEF realiza com recursos do FGTS, nas três áreas regulamentares (habitação popular, saneamento básico e infra-estrutura urbana).
- 7) Saques: constituem a principal despesa do Fundo, compondo-se dos benefícios pagos aos trabalhadores. As hipóteses em que os beneficiários podem sacar seus recursos do FGTS são várias, mas o fluxo financeiro agrega-as em apenas três: rescisão (rompimento do contrato de trabalho por demissão involuntária, aposentadoria e outros fatores), moradia (saques para a aquisição da casa própria) e inativas (saques das contas inativas, ou seja, das contas não movimentadas durante um período igual ou maior que cinco anos).<sup>11</sup>
- 8) Encargos: são as despesas operacionais do FGTS, ou seja, os gastos administrativos necessários ao adequado desempenho das atividades do Fundo. Compõem-se das tarifas do banco depositário, da taxa de administração da CEF e outras despesas<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Os motivos mais significativos, em termos de magnitude, para os saques são, em ordem decrescente, os seguintes: dispensa sem justa causa, aposentadoria, aquisição de moradia própria, liquidação ou amortização do saldo devedor da casa própria e saques das contas inativas (I sem/1997).

<sup>12</sup> A tarifa do banco depositário se compõe do conjunto de pagamentos à rede bancária por serviços prestados, relativos ao pagamento de saques, emissão de guias de recolhimento das contribuições, etc. A taxa de administração da CEF corresponde a 0,4% sobre o saldo das contas vinculadas, mais 0,77% ao ano sobre os saldos das operações de crédito de

9) Fundo de liquidez: serve para assegurar o pagamento dos saques das contas vinculadas, compromissos de operações de crédito e encargos autorizados pelo Conselho Curador do FGTS. É, portanto, a “reserva técnica” do Fundo. Constitui-se de 2% do saldo global das contas vinculadas no período.

10) Compromissos existentes: é o saldo de recursos do Fundo reservado para atender às despesas com obrigações (contratos) assumidas em períodos passados.

11) Disponível: é a disponibilidade de recursos no período para a aplicação em novos contratos.

#### **IV.1.2) O Demonstrativo da Execução Financeira do FAT**

**Fonte:** Ministério do Trabalho (MTb); Secretaria de Políticas de Emprego e Salário (SEPES); Coordenação Geral de Orçamento e Administração Financeira do FAT (COAFI)

**Publicação:** Demonstrativos da Execução Orçamentária e Financeira do Fundo de Amparo ao Trabalhador (caderno contendo tabelas e gráficos para acompanhamento gerencial do CODEFAT - Conselho Deliberativo do FAT)

**Periodicidade:** mensal

**Abrangência:** Brasil

#### **Características do Levantamento de Dados:**

Similarmente ao fluxo financeiro do FGTS, a execução financeira do FAT é o resultado de um complexo processo de agregação de dados, em que os lançamentos simples são agregados em conjuntos, estes, por sua vez, agregados em outros conjuntos mais gerais e assim sucessivamente, até que seja atingido o formato final de disposição dos dados na tabela (ver abaixo “Organização das Séries”). Os dados são centralizados no Ministério do Trabalho, provindo de várias fontes primárias, como a Receita Federal e instituições financeiras públicas (BNDES, BB, CEF e outras). As informações convergem para a SEPES/COAFI no MTb, que as organiza e divulga.

#### **Características do Tratamento e Divulgação dos Dados pelas Fontes:**

A disposição básica dos dados apresenta-os por mês, em determinado ano, em R\$ milhões correntes (a partir de 1995). Entre 1991 e 1994 os dados são apresentados em US\$ milhões do dia da receita ou despesa (dólar comercial - venda). Somente os dois últimos anos (1996 e 1995) são

---

segunda linha - ou seja, operações executadas por outros agentes financeiros. Finalmente as outras despesas englobam encargos com correios, emolumentos judiciais e propaganda.



acompanhados mensalmente, sendo que para os anos de 1991 a 1994 estão disponíveis apenas os valores anuais.

O Demonstrativo se divide em duas partes. A primeira mostra a execução das despesas e receitas não financeiras<sup>13</sup>; a segunda, chamada de “informações complementares”, mostra a posição dos saldos das aplicações dos recursos do FAT. Esta última é uma forma de se medir o patrimônio financeiro do Fundo.

## Organização das Séries

### FUNDO DE AMPARO AO TRABALHADOR

#### Demonstrativo da Execução Financeira

Exercício de (ANO)

Mês	RECEITA				DESPESAS				SALDO
	Arrecadação	Empréstimos	Seguro	Abono	Tarifas	Contratos	SINE	Despesa	
	PIS/PASEP	BNDES (40%)	desemp rego	Salarial	Bancárias	Operacionais		Total	
(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)	(I)	(J)
Jan									
Fev									
...									
...									
Dez									
Total									

### INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

#### Aplicação de Recursos do FAT

	Data de Referência	Valor R\$ milhões
1 - Banco Central do Brasil	31 dez (Ano)	
2 - Empréstimos ao BNDES (Art. 239 da CF)	31 dez (Ano)	
3 - Depósitos Especiais (Lei nº 8352/91)	31 dez (Ano)	
3.1 - Banco do Brasil	31 dez (Ano)	
- INAMPS I		
- INAMPS II		
- BB PROGER - INVEST I		
- BB PROGER - INVEST II		
- BB PROGER RURAL II		
- BB PROGER RURAL III		
- BB SAÚDE I		
- BB SAÚDE II		
3.2 - Banco do Nordeste do Brasil	31 dez (Ano)	

<sup>13</sup> A tradição de apresentar apenas as receitas e despesas não financeiras vem do tempo em que a economia brasileira era inflacionária e superindexada, tempo em que era muito difícil se distinguir entre os ganhos financeiros reais e os nominais, dada a pluralidade de índices e indexadores que corrigiam as aplicações do FAT. Após 1995, porém, com a significativa queda da inflação e a desindexação progressiva da economia, a SEPES/COAFI passou a divulgar o Fluxo de Caixa do FAT, contendo todas as receitas e despesas, inclusive as de natureza financeira.

- BNB PROGER - INVEST I	
- BNB PROGER - INVEST II	
- BNB PROGER - INVEST III	
- BNB PROGER RURAL	
3.3 - BNDES	31 dez (Ano)
- SETOR AUTOMOTIVO	
- SETOR AGRÍCOLA	
- SETOR NAVAL	
- PRÓ - EMPREGO	
- Caixa Econômica Federal	31 dez (Ano)
- CEF PROGER - INVEST I	
- FINEP	31 dez (Ano)

### Notas sobre os Componentes do FAT:

#### 1) Quadro demonstrativo das receitas e despesas não financeiras

1.1) Arrecadação do PIS/PASEP: trata-se da receita do PIS/PASEP efetivamente ingressada no FAT<sup>14</sup>.

1.2) Empréstimos BNDES (40%): corresponde aos recursos provenientes da receita do PIS/PASEP que, segundo o Art. 239 da Constituição Federal, devem ser emprestados ao BNDES na proporção de 40%, sendo utilizados na Carteira de Desenvolvimento Econômico do Banco, a fim de gerar crédito para o fomento de diversos setores e atividades.

1.3) Seguro-desemprego: é a principal despesa do FAT e se constitui de um benefício pago aos trabalhadores desempregados que satisfizerem a certas condições de habilitação, a fim de minimizar o custo social do desemprego. Os dados são fornecidos pela CEF (agente pagador do seguro).

1.4) Abono salarial: constitui outro benefício do FAT, correspondendo ao pagamento de um salário mínimo aos trabalhadores que recebem até 2 salários mínimos e que participam do PIS/PASEP por, pelo menos, 5 anos.

1.5) Tarifas bancárias: é uma despesa operacional do Fundo, compondo-se de tarifas pagas à CEF e ao BB pelo pagamento do seguro-desemprego, abono salarial e outras despesas.

1.6) Contratos operacionais: são despesas com os contratos de prestação de serviços de comunicações, processamento de dados e RAIS (Relação Anual de Informações Sociais) e despesas com o Conselho Deliberativo do FAT (CODEFAT).

<sup>14</sup> O volume de recursos arrecadados do PIS/PASEP pela Receita Federal a cada período não coincide exatamente com a receita do PIS/PASEP do FAT. Ocorre que uma parte desses recursos é destinada ao Fundo de Estabilização Fiscal. Além disso, o repasse dos recursos do PIS/PASEP ao FAT depende da autorização do Tesouro Nacional, o que não raro provoca atrasos.

1.7) SINE: trata-se do Sistema Nacional de Emprego, um sistema de gerenciamento de informações sobre o emprego no País, com o intuito de promover a reciclagem e a qualificação da mão-de-obra, bem como patrocinar estudos e pesquisas sobre o tema do emprego.

2) Informações complementares sobre a posição das aplicações do FAT (patrimônio):

2.1) Banco Central do Brasil: corresponde ao saldo das disponibilidades (todas de curto prazo) do Fundo aplicadas no BACEN, incluindo a reserva mínima de liquidez, isto é a reserva técnica do FAT.

2.2) Depósitos especiais: com o crescimento das disponibilidades do Fundo, a Lei nº 8352/91 autorizou a aplicação do montante de recursos disponíveis que exceder a reserva mínima de liquidez em operações de crédito intermediadas por diversas instituições financeiras oficiais federais, com o objetivo de fomentar a atividade econômica, e, principalmente, criar empregos.

#### **IV.2) O que os Indicadores Procuram Medir?**

Em termos gerais, os indicadores de saldos e fluxos financeiros do FGTS e do FAT procuram mostrar a posição ou evolução de suas disponibilidades líquidas. Tais disponibilidades são em geral definidas como a diferença entre as receitas e as despesas correntes em determinado período. Esse resultado pode ser encarado como uma “sobra” ou folga de caixa, indicativo da capacidade do fundo assumir novos compromissos, sejam investimentos ou gastos correntes (sobretudo benefícios).

À parte essa finalidade geral de expressar a “saúde financeira” de cada fundo, o fluxo financeiro do FGTS e a execução financeira do FAT também têm em comum o regime de caixa, como critério básico para o registro das informações. O saldo ou o fluxo das disponibilidades de recursos sob o regime de caixa tem a vantagem de expressar a situação efetiva dessas disponibilidades no período de referência. Entretanto, o regime de caixa não permite captar com clareza os impactos da movimentação de recursos contratados ou comprometidos, desde que os ingressos ou desembolsos não coincidam com as datas previstas nos contratos. Por exemplo, um investimento programado em contrato só seria contabilizado quando do desembolso efetivo das aplicações. Portanto, nos períodos anteriores a esse desembolso, o regime de caixa mostraria uma posição enganosa das disponibilidades potenciais de recursos dos fundos, posto que não contabilizaria os recursos já comprometidos, mas ainda não desembolsados.

Excetuando-se essas semelhanças gerais, os indicadores da posição financeira do FGTS e do FAT mantêm entre si várias diferenças. A primeira e mais importante delas, é que o fluxo financeiro do FGTS é sensivelmente mais abrangente - em termos de categorias de receitas e despesas - do que o quadro demonstrativo da execução financeira do FAT. O primeiro mostra três diferentes

categorias de receita (arrecadação das contribuições, arrecadação de empréstimos e receitas financeiras líquidas), três de despesa (aplicações, saques e encargos), além de explicitar os valores a classificar e os saldos disponíveis no início e no final do período de referência. Já o demonstrativo da execução financeira do FAT exibe apenas uma categoria de receita (a receita proveniente do PIS/PASEP), e seis itens de despesas. Portanto, os dados divulgados para o FGTS são, no que toca aos fluxos, mais detalhados do que os referentes ao FAT, o que permite uma análise mais acurada. Na verdade, o demonstrativo do FAT só permite a análise do resultado primário do Fundo.<sup>15</sup>

Entretanto, a forma de apresentação dos dados fornecidos pelo MTb sobre o FAT tem a vantagem de ser complementada com informações sobre os saldos das aplicações financeiras (ativos). Ao final de cada mês, são divulgadas as posições das aplicações do FAT em todas as instituições financeiras depositárias de recursos do Fundo. No caso do FGTS, isso não está disponível no fluxo financeiro; somente o balanço patrimonial e os balancetes mensais dispõem dessas informações.

## **V Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)**

### **V.1) Descrição Formal do Indicador**

A dívida pública constitui um estoque de obrigações acumulado pelo setor público - na forma de títulos mobiliários e créditos tomados internamente e no exterior - correspondente aos fundos por ele captados no passado, mediante o estabelecimento de compromissos contratuais que envolvem o pagamento de juros, amortizações e reembolsos.<sup>16</sup>

O indicador foi construído com o objetivo de fornecer uma medida abrangente do passivo público líquido, e portanto engloba todas as esferas de governo, ou seja, o governo central (Governo Federal e Banco Central), os estados e municípios, e as empresas estatais. Cumpre ressaltar que as dívidas intra-setor público são em geral eliminadas do cômputo do passivo público, dado que o intuito é quantificar as obrigações do setor público junto ao setor privado.

O cálculo da dívida líquida implica o reconhecimento de que o setor público também forneceu, no passado, créditos ao setor privado; esses créditos constituem ativos públicos, cujo valor

---

<sup>15</sup> Na verdade, o caderno da execução financeira do FAT contém dados (fluxo de caixa) sobre as receitas e despesas financeiras. Portanto, é possível recuperá-las para uma análise mais abrangente do Fundo.

<sup>16</sup> Esta definição encontra-se em Vial (1990).

deve ser deduzido do montante da dívida bruta, para que seja aferido o valor da dívida do setor público em termos líquidos.<sup>17</sup>

Conforme salienta Vial (1990), de acordo com o FMI, “... a base de medida da dívida deve ser o montante que o governo terá que desembolsar para retirá-la, e não a quantia de dinheiro recebido em caixa - a parcela do financiamento - quando surge a dívida. Nesse sentido, só deveriam ser consideradas como dívida as obrigações reconhecidas pelo governo (...). As garantias de dívidas de terceiros não se contabilizam como dívida pública, a menos que o Governo as assuma como tal. Tampouco se considera a dívida flutuante (aquela que não tem obrigação contratual), a não ser que seja transformada em dívida a prazo fixo.” (Vial, 1990:28).

**Fonte:** Banco Central do Brasil

**Publicação:** Nota para a Imprensa e Boletim Mensal do Banco Central

**Periodicidade:** Mensal

**Abrangência:** Brasil

**Características do Tratamento e Divulgação dos Dados pelas Fontes:** Os valores são divulgados em R\$ milhões correntes, e em US\$ Milhões correntes. Para o cálculo da relação Dívida/PIB (em todos os seus componentes), utiliza-se o PIB dos últimos doze meses a preços do mês em questão. Para isto, utiliza-se o IGP-DI centrado (média geométrica das variações do IGP-DI do mês e no mês seguinte).

---

<sup>17</sup> Cumpre ressaltar que nesse cálculo não é considerada a qualidade desses ativos e, portanto, não é contemplado o risco de crédito a eles associado.

**Organização das Séries:****Dívida Líquida do Setor Público****R\$ milhões**

Discriminação	Dez/96
Dívida fiscal líquida	254 192
Ajuste patrimonial (fluxos)	14 779
Dívida líquida total	268 971
Governo federal e Banco Central do Brasil	128 039
Governos estaduais e municipais	93 373
Empresas estatais	47 559
Dívida interna	237 457
Governo federal e Banco Central do Brasil	115 450
Dívida mobiliária fora do BCB	172 907
Dívida bancária	- 14 676
Arrecadação a recolher	- 1 276
Previdência Social	- 224
Entidades autônomas	1 990
Aviso MF-30	- 8 881
Certificado de privatização, dívida vencida e renegociada e títulos da dívida agrária	0
Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	- 20 486
Títulos estaduais e municipais	0
Base monetária	19 796
Depósitos em NCz\$ no BCB (Lei nº 8.024)	0
Recolhimento especial remunerado	0
Outros depósitos no BCB	28 701
Créditos do BCB às instituições financeiras	- 67 648
Demais contas	- 2 915
Carteira de fundos de ent. Autôn.em tft.públ.federais	- 2 614
Dívida assumida pela União (Lei nº8.727 / 93)	10 293
Créditos da União (Lei nº8.727/93)	- 11 470
Governos estaduais e municipais	90 382
Dívida mobiliária fora do BCB	18 930
Dívida mobiliária no BCB	32 790
Títulos em tesouraria	- 1 814
Dívida bancária e de entidades autônomas	31 772
Arrecadação a recolher	- 153
Depósitos à vista e dep. de entidades autônomas	- 2 531
Aviso MF-30	2 953
Dívida renegociada (Lei nº8727/93)	8 435
Empresa estatais	31 625
Dívida bancária	27 663
Depósitos à vista	- 537
Empreiteiros e fornecedores	365
Debêntures	1 024
Carteira das empresas estatais	- 5 852
Aviso MF-30	5 928
Dívida renegociada (Lei nº 8727/ 93)	3 035
Dívida externa	31 514
Governo federal e Banco Central do Brasil	12 589
Governos estaduais e municipais	2 990
Empresas estatais	15 934

### **Observações Gerais:**

Como pode ser observado no modelo acima, além de estar apresentada segundo os agentes formadores - ou seja, pelas três esferas do governo - a DLSP subdivide-se em dívida interna e dívida externa. Um outro ponto que merece ser ressaltado diz respeito à possibilidade de analisarmos qualitativamente os itens que compõem o passivo público de acordo com seu caráter oneroso ou não-oneroso. Nesse sentido, um exemplo de passivo não oneroso constitui a base monetária, sobre a qual não incide nenhum tipo de encargo; por outro lado, a dívida mobiliária é um exemplo típico de passivo oneroso, pois a ele está associado o pagamento de juros. A análise da composição da DLSP segundo esse critério torna-se importante quando se busca avaliar o *custo financeiro* do estoque de dívida pública, e permite que seja explicitado o fato de que nem todo aumento da DLSP está associado a um impacto fiscal negativo.

As observações específicas sobre os componentes da DLSP serão feitas na segunda parte do trabalho, em que se procederá a um aprofundamento da análise metodológica do indicador.

### **V.2) O Que o Indicador Procura Medir?**

O equilíbrio das contas públicas é comumente apontado como um pré-requisito para o sucesso de um plano de estabilização econômica. Seja porque o excesso de gastos públicos gera uma pressão imediata sobre o nível de preços, seja porque os agentes econômicos antecipam a possibilidade de monetização da dívida no futuro com sua correlata aceleração do nível de preços, o fato é que matrizes teóricas com poucas hipóteses em comum chegam ao mesmo receituário: o da importância de eliminação dos focos de desequilíbrio das contas públicas.

Giambiagi e Além (1996) sistematizam esta discussão, ressaltando que existem basicamente duas visões acerca da importância do comportamento das finanças públicas para a estabilidade macroeconômica. A primeira delas pode ser caracterizada como “heterodoxa”, e possui como característica principal a ênfase no aspecto de que o déficit público brasileiro em si não é um problema, mas o que é problemático é seu padrão de financiamento, caracterizado pelo curto prazo de maturação dos títulos públicos e pelas elevadas taxas de juros, que tornam o *custo financeiro* da dívida pública acentuadamente elevado.<sup>18</sup>

A visão heterodoxa ignora o fato de que é justamente devido ao padrão de financiamento do déficit público brasileiro ser tão desvantajoso que o déficit torna-se um problema em si. Isto porque há que se levar em consideração os efeitos de déficits sucessivos, os quais são financiados de forma onerosa, sobre a trajetória da relação Dívida Pública/PIB. Dado que a solvência do setor público

está condicionada à inexistência de uma trajetória explosiva na relação dívida/PIB, à medida em que se acelera o crescimento da dívida pública e que, portanto, aumenta o risco de insolvência, eleva-se o montante de juros exigido pelos investidores. Assim, *“...a carga de juros suportada pelo Governo poderia crescer não apenas em função do aumento da dívida pública, mas também como consequência da elevação da taxa de juros associada ao próprio crescimento da dívida. Isso, combinado com a retração potencial das fontes internas e externas de financiamento devido à perda de confiança nos títulos públicos (...) pode culminar em uma suspensão do pagamento da dívida pública, ou numa crise hiperinflacionária, em caso da (...) monetização da dívida interna”*. (Giambiagi e Além, 1996).

Uma visão ortodoxa argumenta que o equilíbrio fiscal é uma condição necessária para o êxito de um programa de estabilização. A experiência recente do Plano Real, que logrou promover a estabilidade de preços mesmo diante da persistência do desequilíbrio fiscal, indica que alguns aspectos da dinâmica dos preços não eram contemplados por esta visão ortodoxa acerca do impacto do déficit público.

Um aspecto que também não é ressaltado por nenhuma das visões acima diz respeito ao obstáculo que o crescimento do déficit e da dívida impõe sobre o processo de alongamento do perfil da própria dívida. Com isto queremos deixar explícita a possibilidade da atual trajetória de evolução da relação dívida/PIB ser consistente com a estabilidade de preços, mas ao mesmo tempo estar impondo um limite ao processo de alongamento dos prazos de maturação do passivo público. Essa questão torna-se relevante quando se atenta para o fato de que quanto menor for o intervalo de tempo até que a dívida precise ser “rolada” novamente, maior será o impacto de elevações de curto prazo da taxa de juros. Em outras palavras, maior será, potencialmente, o custo fiscal da política monetária.<sup>19</sup>

## VI DÍVIDA MOBILIÁRIA DOS ESTADOS E MUNICÍPIOS

### VI.1) Descrição Formal do Indicador

**Fonte:** Banco Central do Brasil (Departamento da Dívida Mobiliária - Demab) e Andima (Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto)

---

<sup>18</sup> É justamente porque o prazo de maturação dos títulos públicos brasileiros ainda é reduzido, e porque o custo financeiro da dívida pública brasileira é tão elevado, que se tornam viesadas eventuais comparações com a experiência internacional, com base apenas na relação Dívida Pública/PIB.

<sup>19</sup> Sobre este tema ver Pastore (1996, RBE 50 (3)).



**Publicação:** Boletim das Finanças Estaduais e Municipais - Departamento da Dívida Pública (Dedip)

**Periodicidade:** Mensal

**Abrangência:** Estados: todos os estados da Federação; Municípios: Município do Rio de Janeiro, Município de São Paulo, Campinas (SP), Guarulhos (SP) e Osasco (SP)

**Características do Tratamento e Divulgação dos Dados pelas Fontes:** Os dados relativos à dívida mobiliária estadual e municipal são apresentados em quatro formatos básicos:

a) Saldos da dívida mobiliária estadual e municipal: são divulgados em R\$ milhões correntes, sendo apurados de acordo com a metodologia do Sistema de Liquidação e Custódia (Selic): multiplica-se o preço unitário (PU) do título mobiliário pela quantidade títulos. O PU corresponde ao preço de lançamento, atualizado pelo indexador próprio, desde a data da emissão até o dia anterior à data da atualização.

b) Movimento mensal da dívida mobiliária estadual e municipal: os fluxos são apresentados em R\$ milhões correntes.

c) Saldos da dívida mobiliária estadual/municipal emitida com base em precatórios judiciais: a metodologia de apuração destes saldos é a mesma do cálculo do saldo total. Os dados também são apresentados em R\$ milhões correntes.

d) Prazo médio da dívida mobiliária estadual/municipal.

### **Organização das Séries**

A seguir apresentamos um extrato das tabelas disponíveis no Boletim das Finanças Estaduais e Municipais -Dedip sobre a Dívida Mobiliária Estadual e Municipal:

**Dívida Mobiliária Estadual e Municipal**

R\$ milhões

Estado	Nov/96	Dez/96
MG	8617	8773
RJ	5830	5935
RS	6427	6543
SP	18399	18723
<b>TOTAL</b>	<b>39273</b>	<b>40480</b>

Fonte: Banco Central

**Dívida Mobiliária Emitida com Base em Precatórios Judiciais**

R\$ milhões

Estado	Dez/96	Jan/97	Fev/97	Mar/97
AL	404			
PE	569			
SP	4916			
Mun. de São Paulo	3442			

Fonte: Banco Central/Demab e Andima.

**Movimento Mensal da Dívida Mobiliária Estadual e Municipal**

Fluxos em R\$ milhões

Período	MG		RJ	
	Emissão	Resgate	Emissão	Resgate
Dez/96	249	253	173	176

Fonte: Banco Central/Demab.

**Prazo Médio da Dívida Mobiliária Estadual e Municipal**

Período	MG	RJ
Dez/96	26m18d	23m16d

Fonte: Banco Central/Demab.

Obs.: m - meses; d - dias.

**PARTE DOIS**  
**ANÁLISE DE TRÊS IMPORTANTES INDICADORES:**  
**DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO, NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO**  
**SETOR PÚBLICO E IMPULSO FISCAL**

## I A DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO

A dívida pública é o estoque de obrigações que o setor público acumula com o setor privado. Elas podem assumir a forma de títulos (dívida mobiliária), base monetária (passivo do Banco Central), dívida bancária ou quaisquer outros contratos de que resultem direitos dos agentes privados contra o governo. Ocorre que este último também possui créditos junto às pessoas físicas e empresas privadas (empréstimos, arrecadação a recolher, etc.) e junto ao setor financeiro - privado ou oficial<sup>20</sup> - (assistência financeira do Banco Central, depósitos diversos, etc.). Configura-se, portanto, a necessidade de se mensurar o endividamento público, líquido de seus ativos contra os agentes privados e as instituições financeiras oficiais. Sucintamente, a dívida líquida do setor público (DLSP) é o indicador que procura dar conta daquela necessidade.

As decisões de gasto (consumo e investimento) e aplicação (moeda e títulos) do setor privado são afetadas pelo montante, composição e taxas de remuneração de seus ativos e passivos. Por exemplo, uma empresa ao decidir investir em capital fixo (investimento), leva em conta o retorno esperado de sua carteira de títulos públicos; de forma similar, as decisões de investimento dessa empresa são influenciadas pelos custos de financiamento do empreendimento, os quais são diretamente afetados pelas taxas de juro e pela dívida pública em mercado. Imagine-se também um consumidor que decide gastar seus recursos líquidos em bens de consumo, ao esperar uma queda das taxas de juro incidentes sobre sua carteira de fundos financeiros lastreados em títulos públicos. Qualquer que seja a situação, as variações dos estoques e taxas de remuneração dos ativos e passivos do setor público com o setor privado são importantes para as decisões desse último. Temos, pois, que a DLSP gera impactos sob a ótica da estabilização, dados os seus possíveis efeitos sobre os gastos privados<sup>21</sup>.

A DLSP medida em percentagem do PIB ou ~~em termos de alguma variável fiscal (e.g., receita líquida do governo)~~ pode ser ~~um~~ indicador de solvência do setor público, ou seja, da capacidade de honrar a dívida sem ter que aumentar impostos ou emitir moeda. A relação DLSP/PIB pode ~~se converter em um elemento sinalizador da~~ disposição dos agentes privados ~~emprestarem recursos ao governo, dado um nível "tolerável" de endividamento público.~~ Vale dizer, se o estoque da dívida pública ultrapassar ~~um~~ certo patamar e sob determinadas condições, ~~famílias e empresas adotarão um~~ comportamento defensivo frente aos títulos públicos, caracterizado pela exigência de taxas de juros crescentes, de prazos curtos de maturação, ou simplesmente pela fuga

<sup>20</sup> O conceito de setor público implícito no de dívida líquida do setor público segue a orientação do FMI, excluindo as instituições financeiras oficiais. Assim, as relações de crédito e débito entre o governo e aquelas instituições afetam a dívida.

desse papéis. Uma vez abalada a confiança na valorização da riqueza privada por meio da aquisição de títulos públicos, <sup>a dívida do governo pode crescer de forma</sup> ~~pode ter início um processo de crescimento explosivo da dívida pública,~~ <sup>de forma</sup> alimentado pelo próprio comportamento defensivo dos agentes privados.

As considerações do parágrafo anterior conduzem à questão da sustentabilidade da dívida pública e de sua relação com a estabilidade econômica. Na verdade, <sup>esse</sup> uma vez que ~~aquele~~ processo de ~~crescimento explosivo~~ <sup>nesta ocasião</sup> tenha sido deflagrado, ~~só restará~~ <sup>uma alternativa</sup> ao governo duas alternativas: monetização ou o repúdio da dívida em suas diversas formas. <sup>Qualquer delas</sup> acarretaria efeitos ~~desestabilizadores~~ <sup>desestabilizantes</sup> sobre a economia: inflação, ameaça de insolvência do sistema financeiro, fuga de capitais, etc. Tais efeitos seriam tanto mais prováveis, quanto mais rápida e generalizada for a redução dos prazos da dívida mobiliária, expressão da perda de confiança dos agentes privados nos títulos do governo. Nessas condições, o custo da dívida pública aumenta sobremaneira; tanto estoques e taxas de juros tendem a crescer de forma descontrolada, quanto - e esse parece ser um fator relevante, ~~porém esquecido nas análises correntes~~ - os desembolsos com juros e principal da dívida se intensificam no tempo, fruto da redução dos prazos de maturação. Portanto, ~~configura-se~~ <sup>uma situação especialmente perversa do ponto de vista fiscal, em que o Tesouro faz face a uma despesa com juros crescente e sob períodos cada vez mais curtos. Assim, é de suma importância que as políticas de administração da dívida pública busquem as combinações de custos e prazos mais favoráveis ao Tesouro. Em especial, a manutenção da carga de juros em patamares razoáveis tem sido, historicamente, um dos objetivos primaciais dessas políticas.</sup>

<sup>é capítulo</sup> Esta seção não pretende se aprofundar sob o prisma teórico nas questões da sustentabilidade e dos impactos fiscais da carga de juros da dívida pública. Elas compõem apenas um contexto no qual se pretende justificar a análise - esta sim, o verdadeiro objetivo <sup>principal</sup> desta parte do trabalho - da ~~metodologia de cálculo da DLSP~~. <sup>de administração da DMF (passos 2 e 3) sobre a DLSP e a</sup> ~~Defende-se que o aprofundamento conceitual e metodológico em torno do indicador de DLSP pode fornecer subsídios à melhoria da qualidade das análises sobre a sustentabilidade e os impactos fiscais da dívida pública brasileira.~~

Além desse objetivo metodológico, esta seção também procura explicar como a evolução da DLSP está condicionada a certas variáveis macroeconômicas (e.g., superávit primário) e a determinados "preços chaves" da economia (e.g., taxas de juro). Busca-se explicitar como se dá o crescimento da DLSP e com isso, fornecer subsídios às análises em torno da dívida e do déficit públicos no Brasil.

<sup>21</sup> É claro que é a dívida mobiliária - notadamente a federal - o componente da DLSP de maior peso nas decisões de gasto dos agentes privados.

I.1) A Determinação da Dívida Mobiliária, DLSP e NFSP<sup>22</sup>

As equações listadas a seguir não têm a pretensão de se constituírem em um modelo para a determinação da dívida e déficits públicos, mas tão somente explicitar os fatores que ~~as~~ afetam ~~em~~ sua evolução no tempo. São equações de movimento que, com exceção da primeira, explicitam os determinantes dos déficits e dívidas, sob a forma de identidades contábeis.

1)  $ADM_{t+1} = TIT_t \cdot t_1 - R_{t+1}$  (termo de atualização da dívida mobiliária)

2)  $DM_{t+1} = (1+r_1)DM_t - \Delta TITPRIV_{(T)} + \Delta RES_{(T)} - SPRIM_{(T)} - \Delta B_{(T)} + \Delta DEP_{(T)} + \Delta ESQ_{AP_{(T)}}$  (dívida mobiliária)

3)  $DL_t = DM_t + ODI_t + B_t + TITPRIV_t + DEP_t - RES_t$  (dívida líquida total)

4)  $AP_{(T)} = \Delta ESQ_{(T)} - R_{(T)}$  (ajuste patrimonial)

5)  $DFL_t = DL_t - AP_t$  (dívida fiscal líquida)

6)  $\Delta DFL_{(T)} = NFSPNom_{(T)} = r_1 \cdot DM_t + r_2 \cdot ODI_t + r_1 \cdot E \cdot DEP_t + TITPRIV_t - r_2 \cdot E \cdot RES_t - SPRIM_{(T)}$  (necessidades nominais de financiamento do setor público)

7)  $JN_{(T)} = r_1 \cdot DM_t + r_2 \cdot ODI_t + r_1 \cdot E \cdot DEP_t + TITPRIV_t - r_2 \cdot E \cdot RES_t$  (juros nominais)

8)  $CM_{(T)} = \pi \cdot DM_t + \pi \cdot ODI_t + \pi \cdot TITPRIV_t$  (correção monetária)

9)  $JR_{(T)} = JN_{(T)} - CM_{(T)} = (r_1 - \pi) \cdot DM_t + (r_2 - \pi) \cdot ODI_t + r_1 \cdot E \cdot DEP_t - (r_1 - \pi) \cdot TITPRIV_t - r_2 \cdot E \cdot RES_t$  (juros reais)

10)  $NFSPOP_{(T)} = JR_{(T)} - SPRIM_{(T)} = (r_1 - \pi) \cdot DM_t + (r_2 - \pi) \cdot ODI_t + r_1 \cdot E \cdot DEP_t + (r_1 - \pi) \cdot TITPRIV_t - r_2 \cdot E \cdot RES_t - SPRIM_{(T)}$  (necessidades operacionais de financiamento do setor público)

Sendo:

- t e (t + 1) - instantes do tempo (referências para os estoques);
- (T) - período de tempo entre t e (t + 1) (referência para fluxos);
- ADM - termo de atualização da dívida mobiliária
- DM - estoque de dívida mobiliária federal
- TIT - estoque dos títulos federais emitidos em moeda (para o total)
- ODI - outras dívidas internas (exclusive mobiliária federal) líquidas
- TITPRIV - estoque de créditos do BACEN contra o sistema financeiro
- R - (redesconto, PROER, etc.);
- RES - estoque de reservas internacionais (liquidez internacional);

<sup>22</sup> O modelo apresentado a seguir foi baseado em um modelo contábil de determinação da DLSP e NFSP elaborado por Raul Velloso.  
<sup>23</sup> Uma opção razoável é considerar DM como a soma das dívidas mobiliárias federal e dos estados e municípios. Nesse caso, deve-se ter o cuidado de incluir, na variável SPRIM (ver adiante), os superávits primários de todas as esferas de governo.

- SPRIM - superávit primário *consolidação de setor público;*
- B - estoque de base monetária líquida dos ativos públicos sem rendimento (arrecadações a recolher e depósitos à vista);
- DEP - estoque de dívida externa pública bruta;
- ~~ESQ AP~~ - ~~esqueletos (dívidas contraídas no passado e explicitadas no período de referência) líquidos das receitas com as privatizações;~~ *Ajuste patrimonial*
- ~~R P~~ - ~~taxa de juros que incide sobre a dívida mobiliária e que remunera os créditos do BACEN às instituições financeiras (over-selic);~~ *esqueletos ST em dos contratos em período explicitados*
- ~~r<sub>1</sub>~~ - ~~taxa de juros que incide sobre a dívida mobiliária e que remunera os créditos do BACEN às instituições financeiras (over-selic);~~ *taxas de juros que incidem sobre títulos de dívida mobiliária*
- r<sub>2</sub> - ~~taxas de juros incidentes sobre as outras dívidas internas líquidas (ODI);~~ *taxas de atualização*
- r<sub>1</sub><sup>\*</sup> - taxa de juros que incide sobre a dívida externa pública bruta em US\$ (libor+spread);
- r<sub>2</sub><sup>\*</sup> - taxa de juros que remunera as reservas internacionais (libor);
- E - taxa de câmbio do período;
- π - taxa de inflação (IGP-DI);

As equações de (1) a (4) <sup>5</sup> procuram expressar as posições dos estoques das dívidas do setor público (equações de estoque); as restantes procuram determinar os fluxos (necessidades de financiamento, carga de juros e correção monetária).

A equação (1) <sup>2</sup> ~~busea explicitar os fatores responsáveis pelo comportamento da dívida mobiliária federal.~~ *explicita os fatores responsáveis pelo comportamento da dívida mobiliária federal.* É esse, ~~sem dívida,~~ *em massa,* o principal item da DLSP, não apenas pela magnitude dos estoques, mas também pela sua dinâmica própria de crescimento e conexão estreita com as políticas monetária e fiscal. Por isso, (1) é a expressão que contém o maior conteúdo explicativo - associado a um amplo conjunto de hipóteses implícitas - de todas as equações listadas.

As equações de (2) a (4) <sup>3</sup> <sup>5</sup> são apenas definições (dívida líquida total, ajuste patrimonial, dívida fiscal líquida), cujos resultados se produzem a partir das equações anteriores, com exceção de (3) (ajuste patrimonial). Este último, é o saldo das obrigações que foram explicitadas como "esquelétos" em períodos anteriores.

Finalmente, as equações dos fluxos - de (5) a (9) - também derivam das próprias definições relativas às NFSP, em seus diversos conceitos e componentes.

O aprofundamento do estudo da metodologia de cálculo da DLSP e NFSP proposto a seguir percorrerá um duplo caminho:

1. Enfocar-se-ão aspectos conceituais e metodológicos relativos a cada termo de cada uma das equações acima. Atenção especial será dada às formas de mensuração das variáveis, seus problemas, *proxies* e alternativas para o caso brasileiro.

2. Sempre que possível, as discussões conceituais e metodológicas serão acompanhadas de referências e ilustrações da economia brasileira atual.

## 99 I.2) OS COMPONENTES DA DLSP

A DLSP total se compõe da dívida interna líquida (dívida mobiliária e outras dívidas internas, líquidas <sup>de</sup> dos ativos) e da dívida externa líquida (dívida externa bruta menos <sup>as</sup> reservas internacionais). O principal componente da primeira é a dívida mobiliária, <sup>na qual se</sup> cujos determinantes <sup>destaca a DMF</sup> abarcam quase todos os termos que afetam a própria DLSP, com exceção das Outras Dívidas Internas (ODI).

### - DÍVIDA MOBILIÁRIA FEDERAL

<sup>Resumo baseado nas equações (1) e (2) resumidas expressas em termos de balanço da DMF. (VE 1980)</sup>  
 A equação (1) parte da hipótese de que a dívida mobiliária federal é explicada por diversos fatores, de natureza fiscal (SPRIM), monetária ( $B$  e  $r_1$ ), cambial (DEP e RES) e patrimonial (ESQ), além, é claro, de um fator de "rolagem" (capitalização pela taxa de juros). Longe de partir de uma concepção meramente contábil, essa expressão contém hipóteses implícitas de comportamento da dívida mobiliária brasileira, procurando abranger algumas de suas especificidades institucionais<sup>24</sup>.

O estoque de dívida mobiliária federal é aqui definido como o total de títulos de responsabilidade do governo federal (BACEN e Tesouro Nacional)<sup>25</sup>. Ela tem uma dinâmica complexa, abrangendo componentes relativos às esferas monetária e cambial. Em especial, a necessidade de esterilização dos impactos monetários provocados pela expansão dos créditos do BACEN ao sistema financeiro por um lado, e pelo incremento das reservas internacionais por outro, constituem-se em elementos específicos do comportamento da dívida mobiliária federal, isto é, não compartilhados por outros tipos de dívidas, públicas ou privadas. Tais fatores conferem a esta dívida um caráter de instrumento de política econômica.

<sup>A relação quadrática entre os determinantes da DMF explicados nas equações (1) e (2) do modelo.</sup>  
 O estoque da dívida mobiliária federal pode ser classificado segundo diferentes critérios, sendo os mais comumente usados os seguintes:

<sup>24</sup> Isso significa que cada termo da equação (1) expressa uma relação patrimonial entre o BACEN, o Tesouro Nacional e o mercado, capaz de afetar a dívida mobiliária, e que é condicionada por um determinado arcabouço institucional. Por exemplo, não é possível entender como os "esqueletos" podem afetar a referida dívida, sem que se leve em conta as especificidades dos processos de securitização das dívidas lastreadas em títulos públicos no Brasil.

<sup>25</sup> Os estados e alguns municípios também podem emitir títulos. Neste caso, a dívida mobiliária é mais simples, sendo seu comportamento mais próximo ao de uma dívida privada. Sua evolução no tempo pode ser explicada apenas pela capitalização dos juros mais um componente de emissão de dívida nova, este último função apenas do déficit primário dos governos estaduais e locais.



1. Quanto à responsabilidade pela emissão dos títulos: existem os títulos de responsabilidade do Tesouro Nacional (LTN, NTN, BTN, LFT, etc.) e os de responsabilidade do BACEN (BBC, LBC, NBC, etc.).
2. Quanto à categoria do agente detentor dos títulos: a dívida pode estar em poder do BACEN, em poder do público (inclui os títulos em mercado e no “extramercado”<sup>26</sup>, ou em mercado (engloba apenas os agentes que carregam suas carteiras com títulos públicos via leilões).
3. Quanto ao tipo de colocação: a dívida pode ser de colocação competitiva (via ofertas públicas ou leilões) ou especial (títulos normalmente não negociáveis, colocados diretamente em favor do interessado, conforme a Lei).
4. Quanto ao ônus que acarreta ao setor público: divide-se em efetiva<sup>27</sup> (gera ônus líquido para o setor público) e não efetiva.

Uma análise da DMF que objetive avaliar seus impactos efetivos sobre a economia em geral e sobre o setor público em particular (e.g. via custo de juros), deve privilegiar os seguintes conceitos: dívida em mercado, de emissão competitiva, efetiva e de responsabilidade do Tesouro Nacional. Em suma, cumpre enfocar a dívida mobiliária do setor público com o setor privado, que acarreta ônus para o primeiro e que afeta as decisões de *portfolio* dos agentes privados. Como os dados do BACEN - no quadro da DLSP - abrangem a dívida mobiliária federal total em poder do mercado, há que se ter cuidado com as inferências a partir deles<sup>28</sup>.

CA →  
AS TAXAS DE JUROS -

O primeiro termo da equação (1) é a carga de juros que incide sobre a dívida mobiliária. Trata-se do “componente financeiro” ou de “rolagem”. Isso quer dizer que o estoque cresce em parte por causa da necessidade de o governo pagar juros aos detentores dos títulos. O componente financeiro é muitas vezes apontado como objeto de preocupação para o Tesouro, devido a - pelo menos - dois motivos. Primeiro, porque esse componente representa um impacto fiscal direto e “auto-alimentado”; ou seja, a simples existência de uma taxa de juros positiva e de um estoque

<sup>26</sup> *Grosso modo*, o extramercado corresponde às carteiras daqueles agentes, públicos ou privados, que não carregam os títulos públicos por intermédio de ofertas públicas competitivas (leilões), mas compulsoriamente, na forma da Lei.

<sup>27</sup> A dívida efetiva exclui os títulos de colocação especial ou emitidos em virtude da necessidade de esterilização dos impactos monetários da assistência financeira de liquidez do BACEN.

<sup>28</sup> Para que se possa inferir os futuros impactos fiscais do comportamento da DMF (dívida mobiliária federal) em mercado, não basta nem mesmo focar a totalidade da dívida sob responsabilidade do Tesouro. Em primeiro lugar, uma eventual expansão dessa última não quer dizer que houve expansão do déficit do Tesouro financiado com a colocação de seus títulos, pois, dado o perfil das relações institucionais entre essa agência e o BACEN, não existe uma separação clara entre os títulos usados na política fiscal e os usados na política monetária. Vale dizer, o BACEN tem uma volumosa carteira de títulos de responsabilidade do Tesouro, os quais são usados para fazer política monetária. Em

criado no passado, é capaz de expandir a dívida corrente, mesmo sem a atuação de outros fatores (déficit primário, aumento de reservas, etc.). Segundo, porque a carga de juros é muito sensível às variações das taxas de juros básicas, governadas por objetivos de política monetária e cambial, muitas vezes conflitantes com a obtenção de um equilíbrio fiscal do Tesouro.

A taxa de juros <sup>predominante</sup> ~~proporcionada~~ é a *over-selic*. A taxa <sup>essa</sup> *over-selic* é o produto da "mensalização" da taxa média diária das operações de *overnight*. Essas operações constituem-se de trocas de reservas lastreadas em títulos públicos federais, entre instituições financeiras (incluindo ou não o BACEN), pelo prazo de <sup>apenas</sup> um dia. Considera-se <sup>que</sup> essa taxa <sup>reflete</sup> o custo da DMF fora do BACEN, pois as instituições financeiras não "carregariam" títulos públicos cuja remuneração fosse inferior ao custo de seus passivos no *overnight* (comportamento de *hedge*). Além disso, a concorrência no mercado secundário dos títulos públicos federais e sua ampla mobilidade no sistema financeiro - favorecida pela garantia de liquidez dos títulos implícita na "cláusula de recompra" do BACEN - asseguram que o custo efetivo da colocação de tais títulos não se <sup>diferencia</sup> ~~distanciará~~ muito da taxa *over-selic*.

Contudo, a utilização de uma única taxa de juros para capitalizar o estoque da dívida mobiliária, supõe, implicitamente, a homogeneidade desse estoque. Na verdade, ele é bastante heterogêneo, compondo-se de títulos públicos federais e estaduais pré e pós-fixados, indexados pela TR, IGP-DI, câmbio e outros. Diversos tipos de títulos implicam em diferentes formas de contabilização dos custos da dívida, não necessariamente convergentes ao custo dado pela taxa *over-selic*.<sup>29</sup> Uma alternativa razoável, seria a desagregação do estoque da dívida mobiliária em seus diversos tipos de títulos, calculando-se sua carga de juros por meio de uma média ponderada das diversas taxas de juros incidentes sobre aquele estoque.

#### SUPERÁVIT PRIMÁRIO

O resultado primário é o único fluxo componente da dívida mobiliária que não provém diretamente da variação dos estoques. O superávit (déficit) primário representa o impacto dos fluxos fiscais na trajetória da dívida mobiliária, e tem sido talvez o componente mais estudado na literatura econômica sobre o tema.

A relação negativa e unitária entre o superávit primário do setor público e sua dívida mobiliária parte do pressuposto de que os recursos disponíveis do Tesouro são utilizados para resgatar os títulos no mercado. No Brasil, as relações institucionais entre o BACEN e o Tesouro não

segundo lugar, não se pode inferir que a totalidade dos títulos de responsabilidade do Tesouro no mercado gera ônus líquido para o setor público, mas somente a dívida classificada como efetiva (ver definição no texto).

<sup>29</sup> Isso pode ser verificado pela não convergência, em certos períodos, entre as taxas de juros implícitas sobre a DMF publicadas pelo BACEN e a *over-selic*.

permitem a este último resgatar diretamente do mercado os seus títulos. Cabe ao BACEN, como seu agente financeiro, fazê-lo. Por seu turno, a principal ligação contábil entre esses dois órgãos é a chamada “conta única” do Tesouro no BACEN<sup>30</sup>, responsável por registrar todas as entradas e saídas de caixa daquela agência. Quando o Tesouro acumula um superávit primário em suas contas, o saldo da conta única se eleva e é então autorizado um débito nessa conta (passivo do BACEN) para o resgate da dívida. O BACEN, em seguida resgata os títulos em mercado, reduzindo diretamente o passivo do Tesouro (dívida mobiliária). Um déficit primário atua, obviamente, em sentido contrário, aumentando aquela dívida e terminando com a recomposição do saldo da conta única.

O principal problema relativo à computação do superávit primário como componente da dívida mobiliária reside na sua diversidade de óticas de mensuração: acima ou abaixo da linha; ou seja, pelo lado dos ingressos e desembolsos efetivos, ou pelo do financiamento, respectivamente. Na verdade, do ponto de vista contábil o superávit primário deveria ser o mesmo, qualquer que fosse a ótica de mensuração; o excesso de receitas sobre as despesas públicas é identicamente igual a um fluxo líquido negativo de financiamento de mesma magnitude. Entretanto, devido aos erros de medida<sup>31</sup>, os dados apresentam discrepâncias não desprezíveis. Isso obriga o analista a ter que optar por uma das duas óticas, a fim de proceder ao exercício numérico para o cálculo de DM, DLSP e NFSP. Assim, para se projetar a DM, supõe-se um determinado superávit primário “acima da linha” (exógeno ao modelo), a fim de se chegar a um resultado primário “abaixo da linha” projetado pelo modelo (endógeno). Ocorre que, em função dos erros de medida referidos acima, não se pode esperar que a projeção que resulta do modelo (*output*), seja consistente com a hipótese inicial adotada (*input*).

## BASE MONETÁRIA

A base monetária, enquanto passivo da autoridade monetária, é contabilizada como dívida pública, <sup>Passivo e dívida</sup> ~~conquanto seja~~ não onerosa, isto é, não incide qualquer taxa de juros ou custo sobre seu estoque. Isso decorre do fato de a emissão de moeda ser uma prerrogativa do setor público, notadamente do BACEN, e de sua circulação ser de curso forçado, <sup>DAF</sup> ~~i.e., o aceite da moeda é~~ obrigatório em todo o Território Nacional.

Quando se computa o efeito da base monetária sobre a dívida <sup>DAF</sup> mobiliária, deve-se trabalhar com o conceito de base monetária líquida, ou seja, aquela expurgada dos ativos do governo que não

<sup>30</sup> Legalmente também existe a destinação do resultado (lucro) do BACEN ao Tesouro, exclusivamente para o resgate da dívida desse último. Entretanto, após o Plano Real, a redução da inflação provocou a diminuição brutal da receita de imposto inflacionário e senhoriagem, as principais fontes daquele lucro, aliás bastante expressivo antes do Plano. ~~Portanto, a queda da inflação reduziu bastante a importância dos fluxos de lucros do BACEN para o Tesouro.~~

rendem juros (arrecadação a recolher e depósitos à vista). Isso equivale a dizer que só importa, para efeito de expansão da referida dívida, a emissão de base monetária efetivamente apropriada pelo setor privado ou pelas instituições financeiras oficiais. Essa é a parcela da base monetária que é alvo da política de esterilização, posto que é a parte relevante da base no sentido de afetar o gasto privado.

O principal problema relativo ao efeito da base sobre a DM<sup>(7)</sup> ao se pensar em termos de projeções, é estabelecer uma regra para o comportamento de  $\Delta B_{(7)}$ . Vale dizer, é difícil saber que variáveis econômicas afetam a expansão da base monetária líquida no Brasil, especialmente na atual fase de transição da economia, em que se saiu de um padrão inflacionário e se caminha para um outro de estabilidade. Nesse momento, é razoável supor, pelo acompanhamento da série histórica, que a base acompanha os movimentos da inflação. Ou seja, parte-se do pressuposto de que o BACEN apenas sanciona o aumento da demanda por moeda - para aplicação em ativos financeiros - dos agentes quando a inflação cresce. Essa hipótese, obviamente, pressupõe que os agentes privados ainda conservam uma forte tendência ao aumento da demanda especulativa por moeda (demandar moeda para aplicar em ativos financeiros), quando a inflação esperada se eleva. Esse é um comportamento típico do período inflacionário ainda persistente, mas que, uma vez que a estabilidade se consolide, tende a se enfraquecer.

#### OUTRAS DÍVIDAS INTERNAS

As outras dívidas internas (ODI) correspondem a todos os débitos (líquidos de créditos) do setor público exclusive as dívidas e ativos já mencionados no presente estudo (dívida mobiliária federal, créditos do BACEN, base monetária líquida) e os créditos e débitos intra-setor público. De acordo com a metodologia usada pelo BACEN, apenas o Aviso MF-30<sup>32</sup> e a dívida assumida pela União ao amparo da Lei nº 8727/93<sup>33</sup> geram créditos e débitos intragovernamentais, não afetando, por isso, a DLSP. Esse aspecto será objeto de crítica mais adiante. A seguir, é relacionado e comentado cada item das ODI.

Dívida bancária líquida - corresponde a todos os débitos do governo central, estados e municípios e estatais (inclusive entidades autônomas) junto ao sistema bancário, líquidos dos créditos de cada agente público contra esse sistema. No caso dos estados e municípios e estatais, na dívida bancária líquida são incluídas as dívidas renegociadas ao amparo da Lei nº 8727/93. No caso

<sup>31</sup> Os problemas de medida serão analisados com mais atenção adiante, quando forem tratadas as NFSP.

<sup>32</sup> São empréstimos-ponte do BACEN a determinadas categorias de devedores em moeda estrangeira, sobretudo a agentes do setor público não financeiro. Nota-se que, conquanto essa rubrica deva ser excluída do cálculo da dívida líquida do setor público consolidado - por representar relações de crédito e débito intra-setor público - ela constitui um ativo do governo central, quando considerado isoladamente.

do governo central, essa rubrica procura captar as relações de crédito e débito entre o Tesouro e o sistema bancário (oficial e privado). Compõe-se da diferença entre a dívida bancária bruta e os créditos do Tesouro contra o sistema bancário (arrecadação a recolher, depósitos do Tesouro na rede bancária, etc.). Portanto, essa rubrica pode representar um crédito líquido - como observado em 1996 - ou um débito, conforme os créditos bancários do Tesouro superem ou não a dívida bancária bruta dessa Agência. Logo, essa conta pode entrar, ora como dívida, ora como ativo do setor público (governo central). A taxa de juros usada como *proxy* nesse item é a TR mais 6% a.a.<sup>34</sup>.

Moedas de privatização - correspondem aos títulos emitidos pelo governo e aceitos nos leilões de privatização como moedas de troca pelas ações das estatais objetos das vendas. Compõem-se dos certificados de privatização (CP), dívidas vencidas e renegociadas (DVR) e títulos da dívida agrária (TDA). A taxa de juros *proxy* é a TR do período anterior ao de referência ( $TR_{t-1}$ ).

Recursos do FAT - ativos do setor público, compõem-se dos créditos do FAT junto ao BNDES<sup>35</sup> e das aplicações do mesmo fundo em títulos públicos. A inclusão dessa última parcela gera distorções na DLSP (ver comentário adiante). A taxa de juros *proxy* é a TJLP.

Outros depósitos no BACEN - Trata-se, em sua maior parte de depósitos compulsórios do sistema financeiro no BACEN; é dívida onerosa para o setor público, pois alguns depósitos (poupança, depósitos a prazo e outros) são remunerados. É evidente que a taxa de juros *proxy* (TR mais 7% a.a.) incide somente sobre a parcela onerosa desse estoque de depósitos. Como na tabela de estoque da DLSP divulgada pela Nota para a Imprensa do BACEN não aparecem discriminados os diversos tipos de depósitos - e esse é um problema que também pode levar a distorções -, é preciso se recorrer ao Quadro II.4 do Boletim do BACEN (base monetária ampliada e seus componentes), a fim de se separar a parte remunerada da não remunerada.

Créditos do BACEN (Lei nº 8727/93) - correspondem aos empréstimos realizados pelo BACEN aos agentes (estados e municípios) cujas dívidas foram objeto de reestruturação, no âmbito da Lei nº 8727/93. Tais créditos são corrigidos pelo IGP-M mais 6% a.a.

Aplicações de fundos em títulos públicos - são as aplicações, em títulos públicos, das disponibilidades de alguns fundos administrados pelo governo. Taxa de juros *proxy*: *over-selic*.

<sup>33</sup> Trata-se da Lei nº 8727 de 05/11/93 (e desdobramentos posteriores), que estabeleceu diretrizes para a consolidação, reescalonamento e refinanciamento das dívidas dos estados, DF e municípios.

<sup>34</sup> As taxas de juros citadas como *proxies* das verdadeiras taxas partem das convenções usadas pelo próprio BACEN (DEPEC/DIFIN).

<sup>35</sup> A Lei determina que 40% das arrecadações do PIS/PASEP (principal receita do FAT) seja destinada - sob a forma de empréstimos - não amortizáveis, em geral - ao BNDES, para o financiamento de programas de desenvolvimento econômico e social. Esses fluxos geram, portanto, créditos do FAT (um fundo cujo patrimônio pertence ao setor público e é por ele administrado) contra o BNDES, uma instituição financeira oficial e, por isso, fora do conceito de setor público aqui adotado.

Demais contas no BACEN - é uma agregação bastante heterogênea de outros créditos do BACEN menos expressivos, corrigidos pela TR.

Previdência social - corresponde às aplicações dos saldos de caixa da Previdência em títulos públicos. É um ativo remunerado por 97% da taxa *over-selic*.

Dívidas das estatais com empreiteiras e fornecedores - são dívidas cujo custo médio tem a *over-selic* como taxa *proxy*.

Debêntures das estatais - são títulos de dívida dessas empresas, lançados no mercado e corrigidos pelo IGP-DI mais 6% a.a.

Aplicações das estatais em títulos públicos (carteira) - tais aplicações são remuneradas à taxa *over-selic*.

É possível se detectar alguns problemas concernentes à metodologia de agregação de algumas das contas acima, que podem levar a distorções do indicador DLSP. Vale dizer, algumas contas consideram, impropriamente, como ativos públicos certos créditos e débitos intragovernamentais<sup>36</sup>. Além disso, a atribuição de certas taxas de juros para a correção de certos ativos e passivos muito heterogêneos (outros depósitos e demais contas no BACEN, dívida bancária líquida, etc.) pode gerar distorções caso se pretenda estimar a carga de juros incidente sobre DLSP.

#### EMPRÉSTIMOS DO BACEN AO SISTEMA FINANCEIRO

Com o Plano Real, surgiram casos críticos de deterioração do patrimônio líquido de algumas instituições financeiras, o que dada a inexistência de mecanismos de seguros de depósitos, poderia levar a uma desconfiança generalizada em relação aos depósitos bancários, e portanto a uma onda de saques cujo efeito seria o de transformar uma crise patrimonial numa crise de liquidez. Nesse contexto, optou-se pela concessão de empréstimos ao sistema financeiro, no âmbito do PROER (Programa de Apoio à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro). Esses créditos do PROER, juntamente com os empréstimos fornecidos no âmbito de operações de redesconto do Banco Central, compõem o item da DLSP denominado “créditos do Banco Central do Brasil às instituições financeiras”, um ativo do setor público, cujo valor é deduzido do estoque de passivos para o cálculo da dívida líquida.

Apesar de implicar um aumento dos ativos públicos, a concessão de créditos ao sistema financeiro (inclusive PROER) não altera a DLSP. Isto ocorre porque o Banco Central precisa emitir dívida mobiliária para captar os recursos no mercado e repassá-los aos bancos em dificuldades. Por sua vez, o impacto do aumento da dívida mobiliária federal sobre o estoque de dívida pública é

compensado pelo aumento dos ativos públicos (neste caso, aumenta o saldo do item “créditos do Banco Central do Brasil às instituições financeiras”).

Vale ressaltar que tanto a DMF quanto os “créditos do BACEN às instituições financeiras” são estoques cujo crescimento é explicado: a) por novas emissões (DMF) e por novos empréstimos, (créditos às instituições financeiras); b) pela capitalização dos estoques vigentes no período anterior, ou seja, aplicando taxas de juros específicas sobre cada estoque. Uma *proxy* para essas taxas específicas é *over-selic*, tanto no caso da DMF quanto no caso dos créditos às instituições financeiras. Essa é uma hipótese simplificadora, mas que se justifica pelo fato de o BACEN procurar remunerar seus créditos à mesma taxa de seu passivo (DMF). Se essa regra fosse válida para todo o espectro de modalidades de empréstimos do BACEN ao sistema financeiro, então não existiria um custo fiscal associado a essas operações.

Um custo fiscal se configura quando o custo de captação destes recursos é superior à taxa que remunera os empréstimos, ou seja, se não podemos aplicar a mesma taxa de capitalização para ambos estoques.<sup>37</sup> Por outro lado, deve-se atentar para o fato de que o Banco Central recebe ativos de bancos em liquidação, além de garantias para a concessão de empréstimos. A valorização desses ativos pode contrabalançar o custo associado ao diferencial entre as taxas de remuneração dos ativos e passivos públicos.

Passada a fase inicial de explicitação de desequilíbrios financeiros, outrora encobertos pelas receitas bancárias auferidas num contexto de alta inflação, estima-se a proximidade do trânsito para uma conjuntura em que o setor privado será capaz de dar continuidade ao processo de reestruturação do sistema financeiro, tornando desnecessário o PROER. É plausível supor, portanto, que a partir do segundo semestre de 1997, a concessão de créditos ao setor financeiro privado perderá importância enquanto fator de pressão sobre a DMF.

Duas observações precisam ser feitas em relação aos impactos dos empréstimos ao sistema financeiro sobre a DLSP. Em primeiro lugar, existe a questão da qualidade dos ativos que estão sendo adquiridos. Caso ocorra uma desvalorização das garantias oferecidas em troca dos empréstimos, ou aumente a possibilidade do não-pagamento dos empréstimos concedidos, então essa deterioração dos ativos poderá repercutir negativamente sobre a confiabilidade do indicador de dívida líquida. Em outras palavras, o fato do valor dos ativos ser deduzido do valor dos passivos

---

<sup>36</sup> Uma parte das aplicações dos recursos do FAT e as aplicações em títulos públicos da Previdência Social, dos fundos públicos e das estatais são, em última instância, relações contábeis no âmbito do setor público, não se justificando sua inclusão na DLSP.

<sup>37</sup> De acordo com a Secretaria de Política Econômica, existem duas linhas de empréstimos no PROER: “...uma delas tem seu custo definido pela Taxa Selic, modificada posteriormente para a TBC, mais um spread. Esta linha tem um custo próximo, por exemplo, ao custo de uma operação de redesconto. A controvérsia sobre a existência ou não de um custo fiscal surge com a outra linha de empréstimo do PROER, que tem custo igual à remuneração dos títulos ou direitos dados como garantia, acrescida de 2% ao ano.” (Secretaria de Política Econômica, 1997:9).

poderia estar contribuindo para que o efetivo grau de endividamento do setor público fosse subestimado. Isto porque o valor contábil desses ativos (implícito na DLSP) seria superior ao seu valor de mercado, depreciado pelo alto risco de *default*.

A segunda questão diz respeito à existência de um custo fiscal associado a essas operações. Caso efetivamente se configure um aumento das despesas líquidas com juros, *ceteris paribus*, haverá um aumento das NFSP, o que se refletirá num aumento da dívida líquida, seja tal incremento do déficit financiado pela expansão da base monetária, seja financiado pela emissão de dívida nova. Isso quer dizer que mesmo que no momento  $t$ , a variação da DMF e a variação dos créditos ao sistema financeiro se cancelem, no momento  $t+1$  o incremento das despesas líquidas com juros poderá ter um efeito expansionista sobre a DMF.<sup>38</sup>

### RESERVAS E DÍVIDA EXTERNA BRUTA

~~Dois outros fatores que condicionam o crescimento da dívida mobiliária federal são o acúmulo de reservas e a realização de amortizações da dívida externa, sendo que essa relação está condicionada ao manejo do câmbio e dos juros pelas autoridades monetárias.~~ Em vários momentos da história econômica brasileira recente, a condução da política cambial impôs uma ativa participação do BACEN enquanto comprador de divisas no mercado cambial. De forma a manter a taxa de juros no patamar desejado, as autoridades monetárias optam por esterilizar o impacto monetário dessas operações, ~~de compra de divisas.~~ <sup>por meio de emissões de novos títulos</sup> Existe, portanto, uma estreita relação entre o nível de reservas e o comportamento da dívida mobiliária federal.

Cumpra lembrar que ~~uma parcela~~ <sup>parte</sup> das reservas acumuladas em determinado período pode ser destinada à ~~realização~~ <sup>realização</sup> de amortizações da dívida externa. Nesse contexto, pode-se dizer que existe uma parte do aumento das reservas no Banco Central que é consumida ao longo do período, não aparecendo na variação do estoque de reservas ao final do mês. Entretanto, não se deve desconsiderar seu impacto sobre a dívida mobiliária federal, dado que faz parte do montante de divisas compradas pelo Banco Central, cujo efeito expansionista sobre a base monetária foi esterilizado através da colocação de títulos.

Não se afirma que as autoridades monetárias precisem emitir títulos públicos para realizar pagamentos da dívida externa. O que se deseja enfatizar é que um dos aspectos subjacentes à atual política de administração de câmbio e juros é a existência de uma forte correlação positiva entre as compras líquidas de divisas (que se destinam ao acúmulo de reservas ou à realização de amortizações da dívida externa) e a dívida mobiliária federal.

<sup>38</sup> Ressalta-se o fato de que apesar de, contabilmente, as NFSP serem calculadas a partir das variações da DLSP, temos que em termos econômicos, a DLSP tem sua evolução explicada pela magnitude e forma de financiamento dos déficits.



Enquanto no caso dos créditos ao sistema financeiro não é clara a existência de um custo fiscal a eles associado, temos que, as compras líquidas de divisas pelo BACEN implicam, via de regra, a ocorrência de um custo fiscal. Isto porque as reservas de divisas do BACEN são remuneradas por taxas de juros internacionais (usualmente utiliza-se a *libor* como *proxy* desta remuneração), as quais estão sempre abaixo da taxa de juros interna, que incide sobre o estoque de dívida mobiliária.

### EXPLICAÇÃO DE "ESQUELETOS" *VARIAÇÃO DE AJUSTE PATRIMONIAL*

Um dos fatores que tem contribuído para o aumento da DMF consiste na explicitação de passivos públicos anteriormente ocultos (os chamados "esqueletos"). O impacto desses passivos sobre a DLSP é informado na rubrica "ajuste patrimonial". Compreender o porquê-da-relação entre a DMF e esses passivos ocultos implica discutir como surge a necessidade dessa explicitação de "esqueletos" e quais as diferentes formas que tais dívidas podem assumir.

Um "esqueleto" é uma dívida pública contraída no passado mas que não foi explicitada, ou seja, não foi registrada juntamente com o montante de financiamentos recebidos pelo setor público em determinado período. *o pagamento de um "esqueleto" ocorre, não raro, p*

O processo associado à constituição desse tipo de dívida fica mais claro quando se atenta para o fato de que o financiamento do setor privado para o setor público não implica, necessariamente, num influxo de recursos para as contas públicas. Isto acontece, por exemplo, quando o setor público influi na alocação de recursos da economia, garantindo preços subsidiados para os usuários de certos bens e serviços, mas ao mesmo tempo comprometendo-se a repassar o diferencial de preços para os agentes privados responsáveis pela produção desses bens e/ou prestação desses serviços. *Com o tempo, a diferença entre o preço de mercado e o preço subsidiado é repassada para os produtores desses bens e serviços. Com o tempo, a diferença entre o preço de mercado e o preço subsidiado é repassada para os produtores desses bens e serviços. (quando o caso de FCVS)*

A dívida do Fundo de Compensação por Variações Salariais (FCVS) encaixa-se perfeitamente nesse último exemplo.<sup>39</sup> Segundo as regras de financiamento aos mutuários do sistema financeiro de habitação, os reajustes das prestações da casa própria estavam limitados aos percentuais de reajustes salariais. A diferença entre estes reajustes e o custo dos fundos intermediados pelas instituições financeiras, destinados à construção e compra de moradias, deveria ser repassada para essas instituições através do FCVS. Ao não receber o repasse desses fundos, as

<sup>39</sup> Um outro caso análogo é o do déficit causado pela "conta petróleo", correspondente aos subsídios ao álcool e subsídios para a equalização do preço do combustível em nível nacional. Outro fato ocorrido em 1996, foi que as operações da Eletronorte resultaram num prejuízo líquido da ordem de R\$ 296,4 bilhões. Técnicos da estatal alegam que esse resultado pode ser em parte explicado pelo fato da União não repassar a compensação pelos subsídios de até R\$ 200 milhões anuais concedidos às indústrias eletro-intensivas. Este é um exemplo de como no futuro a necessidade de ajuste patrimonial da Eletronorte poderá resultar na necessidade de explicitação deste passivo "oculto" (Ver Gazeta Mercantil, 16/06/97, p. C-1). A renegociação de dívidas da Eletronorte junto ao sistema financeiro já é um dos itens computados na rubrica "ajuste patrimonial" do quadro da DLSP.

instituições financeiras podem se ver em dificuldades devido ao diferencial entre o custo de captação e a taxa de remuneração dos ativos. Em particular, tornou-se crítica a situação da Caixa Econômica Federal (CEF), principal órgão gestor do FCVS, e também principal agente financiador da aquisição da casa própria.

É importante ressaltar que a necessidade de explicitar um passivo oculto está estreitamente relacionada <sup>a</sup> com dificuldades financeiras oriundas do desequilíbrio entre ~~certas~~ obrigações assumidas e ~~os~~ ativos mantidos em carteira.<sup>40</sup> Nesse contexto, quando instituições financeiras oficiais encontram-se em dificuldades, o Banco Central pode promover uma troca dos títulos em carteira: recebe títulos com baixa liquidez daquelas instituições e entrega <sup>lhes</sup> títulos federais. A melhoria da qualidade dos ativos em carteira faz com que o mercado financeiro os aceite como garantia para a “rolagem” dos passivos dos agentes financeiros em dificuldades. Alternativamente, o Tesouro pode transferir recursos para essas instituições, recebendo ativos como contrapartida.

Deve ficar claro, portanto, que a explicitação de passivos pode não ter impacto sobre a DLSP, como no caso em que ela implica apenas uma troca dos títulos em carteira entre o BACEN e as instituições financeiras oficiais, ou no contexto em que o Tesouro recebe ativos em contrapartida das transferências de recursos.

Nesse sentido, pode-se falar de duas categorias de “esqueletos”: aqueles cuja explicitação se reflete integralmente num aumento da DLSP e aqueles que podem ser lastreados em ativos. Como no cálculo da DLSP deduzem-se os ativos dos passivos, abre-se a possibilidade para que tais operações não tenham nenhum impacto sobre a dívida líquida, mesmo que possuam impacto positivo sobre a DMF.

A participação dos “esqueletos” cuja explicitação possa ser lastreada em ativos poderá aumentar, desde que o Tesouro consiga fazer a chamada “explicitação de esqueletos às avessas”. Trata-se de explicitar ativos nos balanços das instituições financeiras em dificuldades, de forma que o ajuste patrimonial pudesse ser realizado sem a necessidade de aumento da DLSP e tampouco da DMF.

Uma maneira alternativa de se evitar o impacto da explicitação de esqueletos na dívida líquida é transferindo esse passivo para uma entidade que não faça parte das esferas públicas cujos passivos são computados na DLSP. Um exemplo disso é o recente encaminhamento do problema do FCVS. Previamente ao leilão da Cia. Vale do Rio Doce, ocorrido em maio de 1997, o Tesouro transferiu 26% das ações ordinárias da Vale para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Com o leilão, os recursos obtidos com a venda das ações (R\$ 2,5 bilhões) foram

<sup>40</sup> É por isso que o impacto da explicitação de esqueletos sobre a DLSP é informado pelo BACEN na rubrica “ajuste patrimonial”.

canalizados para o Fundo de Reestruturação Econômica (FREN) que deverá ser utilizado pelo BNDES para o financiamento da reestruturação produtiva de empresas privadas. Ao mesmo tempo, o BNDES assumiu uma parte da dívida do Tesouro com a Caixa Econômica Federal (R\$ 2,5 bilhões), oriunda do déficit do FCVS.<sup>41</sup> Como a DLSP não incorpora dívidas de bancos públicos, essa operação funciona, na prática, como um abatimento no valor do passivo público.

## II NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO

Esta seção procura descrever o processo de cálculo das NFSP, mostrando a relação entre o conceito de déficit “abaixo da linha” em um determinado período (T) e a variação do estoque de DLSP nesse mesmo período. Essa etapa compreende ainda a discussão do procedimento do cálculo do déficit segundo os critérios nominal, operacional e primário.

As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) são o montante de financiamentos recebidos pelo setor público em determinado período, equivalendo à variação da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) neste mesmo intervalo de tempo. Essa metodologia de cálculo do déficit abrange o governo central (Governo Federal e Banco Central), os estados e municípios e as empresas estatais, e é comumente designada de “cálculo abaixo da linha”, na medida em que o montante do déficit é aferido a partir deste fluxo de financiamentos líquidos para o setor público. Alternativamente, pode-se calcular o déficit “acima da linha”, correspondente à diferença entre receitas e despesas do setor público em suas diferentes esferas, a partir de dados consolidados na execução orçamentária.

O excesso de despesas sobre as receitas (déficit “acima da linha”) deve ser igual, por definição, ao volume de financiamentos - líquido de amortizações - recebidos pelo setor público num mesmo intervalo de tempo. Em outras palavras, do ponto de vista da identidade contábil, o déficit “acima da linha” deve ser igual ao déficit “abaixo da linha”. A exposição de algumas identidades pode contribuir para evidenciar essa relação e para que explicitemos os componentes do déficit.<sup>42</sup> O déficit nominal apurado “acima da linha” é dado por:

$$\text{DEFICIT nom}^*_{(T)} = [r_1 \cdot \text{DM}_t + r_2 \cdot \text{ODI}_t + r_1^* \cdot \text{DEP}_t - r_1 \cdot \text{TITPRIV}_t - r_2^* \cdot \text{RES}_t] - \text{SPRIM}_{(T)} \quad (1)$$

<sup>41</sup> O BNDES não vai quitar imediatamente essa parcela da dívida do FCVS. O banco deverá emprestar os recursos provenientes da venda da Vale arrecadados pelo FREN, e o retorno dos empréstimos é que serão utilizados para saldar parte da dívida do FCVS.

<sup>42</sup> As equações explicitadas a seguir são rearranjos de algumas das identidades apresentadas no começo da subseção I.1 da Parte Dois deste trabalho.

O termo entre colchetes do lado direito da identidade corresponde à diferença entre receitas e despesas com juros nominais. O segundo termo corresponde à diferença entre receitas e despesas fiscais, ou seja, as de natureza não financeira. O déficit “acima da linha” corresponde, portanto, ao excesso de despesas financeiras e fiscais sobre as respectivas receitas. É o mesmo resultado encontrado para o déficit “abaixo da linha” - isto é, as NFSP nominais - quando partimos da variação da DLSP entre  $t$  e  $t+1$ <sup>43</sup>:

$$\Delta DLSP_{(T)} = \text{DEFICIT nom}_{(T)} = \text{NFSP nom}_{(T)} = DLSP_{t+1} - DLSP_t \quad (2)$$

Sabemos ainda que:

$$DLSP_t = DM_t + ODI_t + B_t - \text{TITPRIV}_t + DEP_t - RES_t \quad (3)$$

Logo podemos expressar as variações da dívida da seguinte forma:

$$\Delta DLSP_{(T)} = [DM_{t+1} - DM_t] + [ODI_{t+1} - ODI_t] + [B_{t+1} - B_t] - [\text{TITPRIV}_{t+1} - \text{TITPRIV}_t] + [DEP_{t+1} - DEP_t] - [RES_{t+1} - RES_t] \quad (4)$$

$$\Delta DLSP_{(T)} = [(1+r_1).DM_t - \text{SPRIM}_{(T)} - \Delta B_{(T)} - \Delta DEP_{(T)} + \Delta \text{TITPRIV}_{(T)} + \Delta RES_{(T)} - DM_t] + [(1+r_2).ODI_t - ODI_t] + \Delta B_{(T)} - [(1+r_1).\text{TITPRIV}_t + \Delta \text{TITPRIV}_{(T)} - \text{TITPRIV}_t] + [(1+r_1^*).DEP_t + \Delta DEP_{(T)} - DEP_t] - [(1+r_2^*).RES_t + \Delta RES_{(T)} - RES_t] \quad (5)$$

$$\Delta DLSP_{(T)} = \text{NFSP nom}_{(T)} = [r_1.DM_t + r_2.ODI_t + r_1^*.DEP_t - r_1.\text{TITPRIV}_t - r_2^*.RES_t] - \text{SPRIM}_{(T)} \quad (6)$$

Apesar de serem teoricamente idênticos, os resultados “acima” e “abaixo da linha” podem apresentar divergências, cuja magnitude pode ser expressiva a ponto do resultado primário “acima da linha” acusar um déficit, e o resultado primário “abaixo da linha” registrar um superávit. Almeida (1997) discute como se dá o surgimento desse resultado aparentemente contraditório. Segundo a autora, a forma de registro contábil dos fluxos que compõem os indicadores está na origem do porquê de resultados tão distintos. No cômputo do déficit “acima da linha”, as receitas são registradas no regime de caixa, ou seja, são contabilizadas quando ocorre o efetivo influxo de

<sup>43</sup> Pelo subscrito  $t+1$  compreende-se o final do período em questão ( $t$  designa seu início), ao passo que  $(T)$  se refere aos fluxos observados ao longo do mesmo período.

recursos para as contas públicas. Por outro lado, as despesas são registradas segundo o regime de competência. Isto quer dizer que as despesas são contabilizadas quando se dá a criação de uma obrigação do setor público, e não no momento em que há o desembolso efetivo dos recursos necessários para liquidar a obrigação.

A forma como as despesas são registradas faz com que o cálculo “acima da linha” não capte uma característica fundamental dos mecanismos de financiamento acessíveis ao setor público: a repressão fiscal (política de gastos “na boca do caixa”). Especialmente em períodos de inflação elevada, a demora na efetivação da despesa faz com que seu valor real decresça. Por outro lado, a depreciação do valor real da despesa é captada no resultado primário “abaixo da linha”. Isso acontece porque a necessidade de financiamento surge apenas quando a despesa é efetivada. Nesse contexto, para uma determinada despesa real registrada no regime de competência, haverá como contrapartida, quando a obrigação for liquidada, uma necessidade de financiamento cujo valor real é inferior ao valor real da despesa (obrigação) no momento do seu registro. Logo, em períodos de inflação elevada, as NFSP no conceito primário serão tendencialmente inferiores ao déficit primário registrado “acima da linha”, pois ocorre o financiamento de uma parcela do déficit “...*que não é captada pela variação da dívida líquida, constituindo um estoque de dívida flutuante não-contratada.*”<sup>44</sup>

Segundo essa linha de argumentação, a queda das taxas de inflação após a implementação do Plano Real contribuiria para aproximar as duas medidas do déficit primário. Entretanto, não é o que se tem observado. Além disso, se a diferença na forma de registro contábil pode explicar um desempenho primário “acima da linha” inferior (mais deficitário) ao desempenho primário “abaixo da linha” num contexto de aceleração do nível de preços, fica ainda em aberto a questão de como pode ser atingido um superávit “acima da linha” substancialmente superior ao superávit “abaixo da linha”, após ter sido atingida uma maior estabilidade de preços, como vem acontecendo em 1997.<sup>45</sup>

### O Déficit Nominal

As NFSP nominais - ou o déficit nominal abaixo da linha, também conhecido como *déficit convencional* - são definidas como a variação da DLSP em um determinado período. Deve-se ter em mente que o cálculo das NFSP baseia-se na variação da dívida fiscal líquida, ou seja, da DLSP que não incorpora o item ajuste patrimonial, rubrica que engloba o estoque de dívida atribuível à explicitação de “esqueletos”. Uma possível justificativa para esse procedimento seria que a parcela da variação da dívida líquida total explicada pelo “reconhecimento” de dívidas passadas não tem

---

<sup>44</sup> Almeida (1997), grifos nossos.

como contrapartida um fluxo “novo” de financiamentos ao setor público. Entretanto, essa metodologia deve contribuir para uma subestimativa do déficit, caso ao menos uma parcela da explicitação de “esqueletos” não seja passível de lastro em ativos públicos, ou seja, caso implique a necessidade de emissão de dívida para a captação dos recursos necessários ao ajuste patrimonial das entidades em dificuldades. Conforme mencionado anteriormente, este é o caso da dívida do FCVS.

Conforme salienta Ramalho (1997), “...as NFSP não representam a soma de todo o volume dos financiamentos (líquidos de amortizações) tomados pelo setor público no âmbito escolhido em determinado período (...); isso ocorre porque elas representam financiamentos líquidos de várias coisas além das amortizações de empréstimos. De 1983 para cá, tem-se ampliado (...) o espectro do que é abatido dos financiamentos brutos. O indicador de NFSP foi adquirindo contornos que o aproximaram da variação da DLSP, até que finalmente ele foi redefinido como igual a tal variação.” (Ramalho (1997).

A argumentação desse autor se fundamenta na observação de dois aspectos. O primeiro diz respeito à dedução, no cômputo das NFSP nominais, do acréscimo dos saldos de depósitos e do montante de disponibilidades em bancos, que podem advir da defasagem entre o momento do recebimento dos empréstimos e o momento de sua utilização, ou podem resultar da demora no recolhimento de certas receitas públicas (como os impostos coletados pela rede bancária) e na efetivação de certas despesas (como o saque de benefícios previdenciários).<sup>46</sup> A dedução dessas disponibilidades no cálculo das NFSP faz com que o indicador se aproxime de uma medida do financiamento efetivamente utilizado pelo setor público em determinado período. Sob outra ótica, pode-se dizer que estas deduções tornam as NFSP um indicador do montante de financiamentos recebidos durante certo período, e que não podem ser liquidados de imediato.

O segundo aspecto relaciona-se ao tratamento conferido ao impacto da correção cambial sobre as NFSP, através das mudanças no valor dos estoques de haveres e obrigações externas. Excluem-se das NFSP nominais as despesas e receitas relativas à correção cambial destes estoques. Supondo-se, a título de simplificação, que a correção cambial seja igual à correção monetária, é como se a parcela das NFSP nominais referente ao endividamento externo fosse apresentada em termos operacionais.

Tal forma de cálculo das NFSP foi concebida no âmbito das negociações com o FMI no final da década de 80, e parece refletir a preocupação com a tendência de que o Governo, “...não desvalorizando ou desvalorizando mais lentamente a taxa de câmbio, (...) tenderia a reduzir as

---

<sup>45</sup> Nos quatro primeiros meses de 1997, o superávit primário “acima da linha” atingiu R\$ 3,7 bilhões, ao passo que as NFSP situaram-se em R\$ 118 milhões.

*NFSP ou o seu crescimento (...) já que o setor público é devedor externo líquido.”* (Ramalho, 1997). Por outro lado, sempre que a correção monetária for inferior à desvalorização cambial observada em determinado período, as NFSP irão crescer menos do que cresceriam caso a correção cambial fosse o critério adotado para a atualização dos valores de haveres e obrigações externas.

### O Déficit Operacional

O cálculo das NFSP operacionais parte do reconhecimento de que nem todo excesso de despesas sobre receitas correntes tem natureza fiscal (não-financeira). Dito de outro modo, uma parcela do déficit é explicada pelo dispêndio com juros nominais - correção monetária mais juros reais - referentes ao estoque de dívida existente em  $t$ .

Em um contexto de elevadas taxas de inflação mensais, uma boa parte do crescimento da dívida se dá em função da correção monetária do valor do estoque de dívida no início do período de referência, o que acarreta o crescimento das despesas com juros nominais que incidem sobre esse estoque. A justificativa para o cálculo do déficit operacional baseou-se na constatação de que o comportamento do déficit nominal pode tornar-se volátil - e tendencialmente crescente - em períodos de instabilidade do nível de preços, não refletindo, portanto, possíveis esforços no sentido da redução da despesa com juros reais e dos gastos não-financeiros.

O cálculo das NFSP operacionais é feito, portanto, excluindo-se das NFSP nominais os gastos com correção monetária da dívida pública.<sup>46</sup> Utilizando-se o IGP-DI centrado como indicador da variação de preços ao longo do período ( $T$ ), a identidade (6) pode ser reescrita da seguinte forma:

$$NFSP_{oper(T)} = [(r_1 - \pi).DM_t + (r_2 - \pi).ODI_t + r_1*.DEP_t - (r_1 - \pi).TITPRIV_t - r_2*.RES_t] - SPRIM_{(T)} \quad (7)$$

É importante ressaltar que o déficit operacional não deve ser confundido com uma medida de “déficit real”, ou “déficit ajustado pela inflação”. O déficit real é calculado dividindo-se todos os ativos e obrigações públicos por um índice de preços. Dessa forma, elimina-se o problema do crescimento do pagamento de juros nominais atribuível à inflação, mas também se abate da despesa a queda do valor real dos passivos públicos sobre os quais não incide o pagamento de juros, como é o caso da base monetária. Se todos os passivos públicos fossem indexados, e se a correção

<sup>46</sup> Esse procedimento possui como contrapartida no cálculo da DLSP, o fato da base monetária ser apresentada em termos líquidos, ou seja, deduz-se da base monetária os recursos do setor público que estão temporariamente depositados no setor bancário.

<sup>47</sup> Lembrar que, no Brasil, os gastos com correção cambial dos haveres e obrigações externas já não eram computados no cálculo das NFSP nominais.

monetária fosse igual à inflação, não haveria distinção entre o déficit operacional e o déficit ajustado pela inflação.

Admitido-se que todo passivo público fosse indexado, a diferença entre os dois conceitos de déficit surgiria sempre que a correção monetária diferisse da variação do índice de preços. Em particular, sempre que a correção monetária fosse inferior à inflação, o déficit operacional seria superior ao déficit real. Não se afirma com isso que o déficit operacional estaria superestimando o déficit real. Trata-se, na verdade, de indicadores independentes, calculados a partir de metodologias distintas. Em outras palavras, esses indicadores captam aspectos distintos do desequilíbrio nas contas públicas.

Em particular, o indicador de déficit real permite que sejam incorporados ao cálculo do déficit apenas os ganhos ou perdas de capital reais. Por exemplo, suponha que no caso da economia brasileira a correção cambial dos haveres e obrigações externos fosse computada. Conforme salientam Rocha & Saldanha (1995), *“...ao passo que desvalorizações do câmbio nominal geram perdas de capital ao aumentar o valor em moeda doméstica do estoque de dívida [externa], a inflação doméstica gera um ganho de capital sobre este estoque. Logo, apenas perdas de capitais reais devem ser incluídas no cálculo do déficit ajustado pela inflação.”*. (Rocha e Saldanha, 1995:9).

### O Déficit Primário

O déficit público pode ser expresso pela soma de um excesso de despesas financeiras com um excesso de despesas fiscais. O cálculo do déficit primário é feito excluindo-se do déficit operacional, as despesas com o pagamento de juros reais. Alternativamente, calcula-se o déficit primário deduzindo-se do déficit nominal as despesas com juros nominais, ou seja, o déficit primário não incorpora nem as despesas com correção monetária, nem as despesas com juros reais.

Como foi visto, o desempenho nominal e operacional dependem do próprio valor do estoque da dívida e da taxa de juros nominal sobre ela incidente. Para uma dada taxa de juros e para um dado desempenho primário, quanto maior for o estoque da dívida, maiores serão os fluxos de despesas financeiras a ele associados. Como o volume e a forma de financiamento destes fluxos financeiros repercutem, por sua vez, sobre o estoque da dívida, temos que a dívida poderá crescer, mesmo que haja equilíbrio das contas públicas, em termos da igualdade entre receitas e despesas não-financeiras (superávit primário = zero).

Além disso, existe o efeito que o curto prazo de maturação da dívida pública exerce sobre o déficit nos conceitos nominal e operacional. A atual trajetória de evolução da relação dívida/PIB pode estar sendo consistente com a estabilidade de preços, mas ao mesmo tempo estar impondo um



limite ao processo de alongamento dos prazos de maturação dos títulos públicos. Essa questão torna-se relevante quando se atenta para o fato de que quanto menor é o intervalo de tempo até que a dívida precise ser “rolada” novamente, maior é o impacto de elevações de curto prazo da taxa de juros. Em outras palavras, maior é o custo fiscal da política monetária.<sup>48</sup> Assim, as medidas do déficit nos conceitos nominal e operacional podem apresentar oscilações de curto prazo devido ao efeito da política monetária sobre a despesa com juros, independentemente da postura fiscal do setor público.

O resultado primário é, portanto, um indicador do esforço fiscal do governo no sentido do maior equilíbrio das contas públicas. Ao não incorporar as despesas financeiras, permite uma análise do desempenho corrente das contas públicas, de forma independente da existência de um estoque de dívida. Em outras palavras, permite aferir um desequilíbrio nas contas públicas atual, sem que nele estejam implícitos os efeitos negativos de desequilíbrios pretéritos.

Esse indicador está estreitamente relacionado à questão da sustentabilidade da dívida. Isso porque a estabilidade da relação dívida/PIB depende da geração de um superávit fiscal que seja, no mínimo, suficiente para a cobertura do pagamento das despesas líquidas com juros das dívidas internas e externas.

Entretanto, o resultado primário não consegue refletir o verdadeiro grau de discricionariedade fiscal, pois ainda incorpora o efeito de fatores alheios ao controle direto das autoridades fiscais. Por exemplo, as oscilações cíclicas da arrecadação tributária relativas ao nível de atividade afetam o resultado primário, sem que isso signifique uma mudança na postura fiscal do Governo. Levando-se em consideração essa limitação do indicador do resultado primário, desenvolveram-se indicadores - como o impulso fiscal - que buscam incorporar a influência do nível de atividade sobre o comportamento das contas públicas. A seguir, esses indicadores serão analisados.

### III INDICADORES DE POSTURA FISCAL: IMPULSO FISCAL E OUTROS

Um dos objetos de preocupação dos economistas que estudam finanças públicas é a avaliação da postura fiscal do governo (*fiscal stance*), o que pode ser muito útil na orientação das medidas de política econômica. A medida mais simples e direta é o déficit público “acima da linha” - total de receitas menos o total de despesas - em determinado período. Quanto maior (menor) o déficit, mais (menos) expansionista é considerada a política fiscal. O problema é que o déficit efetivo não deixa claro que o mesmo pode ser o simples resultado do nível de atividade econômica. Dito de outro modo, a economia aquecida eleva as receitas do governo e diminui os gastos com

---

<sup>48</sup> Sobre este tema ver Pastore (1996, RBE 50 (3)).

transferências; o inverso ocorre numa economia em recessão. Se o governo tomar decisões de política econômica observando apenas o déficit efetivo, poderá ser levado a agir procíclicamente, expandindo gastos e/ou reduzindo impostos nos períodos de crescimento e promovendo um arrocho fiscal nas recessões.

Esse problema básico gerou uma série de indicadores alternativos, que ficaram conhecidos como impulso fiscal (*fiscal impulse*). Heller et alli.(1986) relacionam quatro desses indicadores: do *German Council of Economic Experts* (GCEE)/Fundo Monetário Internacional(FMI); da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE); o “déficit de pleno emprego”; e o “superávit padronizado ponderado”. Além das quatro medidas, há ainda a utilizada por Alesina e Perroti (1996) que foi desenvolvida por Olivier Blanchard.

Procurar-se-á analisar cada um dos indicadores, mostrando suas vantagens e desvantagens. Em seguida, será apresentada a tentativa de Faria (1996) de estimar o impulso fiscal para o Brasil pelo método de “déficit de pleno emprego”. Por último, no Anexo, será apresentado o impulso fiscal para diversos países desenvolvidos em vários anos, segundo a metodologia do FMI.

### 1 A Medida do GCEE/FMI

Esta medida foi desenvolvida pelo GCEE, batizada de “orçamento ciclicamente neutro” (*cyclically neutral budget - CNB*), e seguida com algumas pequenas modificações pelo FMI. O fundamento conceitual dessa medida é definido por Dernberg (1975): “*First, a base year of full employment is selected. Cyclically neutral government expenditure is then calculated as a fixed proportion of potential output, the factor of proportionality being the base year ratio of government expenditure to potential output. Similarly, cyclically neutral taxes are defined as a fixed proportion of actual GNP, the factor of proportionality in this case being the base year ratio of taxes to actual GNP.*” Note-se que enquanto os gastos do governo são calculados como proporção do produto potencial, as receitas são calculadas como proporção do produto efetivo.

A justificativa de Dernberg (1975) para a diferença de tratamento é que se o governo mantivesse as receitas como proporção do produto potencial e não do efetivo, quando este fosse menor que o potencial, a proporção do produzido pela sociedade absorvida pelo governo aumentaria, o que poderia gerar uma draga fiscal<sup>49</sup> (*fiscal drag*). No lado dos gastos, justifica-se a referência ao produto potencial e não ao efetivo. Caso contrário, nos momentos em que o produto efetivo fosse inferior ao potencial, diminuiria o gasto, reduzindo-se também o produto recebido pelo setor privado, por conta dos efeitos multiplicadores do gasto público.

Heller et alli (1986) apresentam o modelo do GCEE, adaptado pelo FMI:

$$B = (t_o Y^p - g_o Y^p) - [t_o(Y^p - Y)] - FIS \quad (1)$$

onde

B = déficit (superávit) orçamentário efetivo;

$t_o = T_o/Y_o$ ;

$g_o = G^p/Y^p$ ;

Y = produto efetivo;

$Y^p$  produto potencial;

T = receitas do governo;

G = gastos do governo;

FIS é uma medida da postura fiscal.

O subscrito “o” significa que a variável corresponde ao ano base, definido como aquele em que o produto efetivo iguala-se ao produto potencial. O déficit (superávit) ciclicamente neutro é definido a partir de uma composição dos dois primeiros elementos do lado direito da equação:

$$B = t_o Y^p - t_o Y^p - g_o Y^p + t_o Y - FIS$$

$$B = (t_o Y - g_o Y^p) - FIS \quad (2)$$

A expressão  $(t_o Y - g_o Y^p)$  é o déficit ciclicamente neutro.

Para obter uma medida do impulso fiscal (FI), os autores tomaram a primeira diferença de FIS

$$FI = \Delta FIS = (\Delta G - g_o \Delta Y^p) - (\Delta T - t_o \Delta Y)$$

$$FI = -\Delta B - g_o \Delta Y^p + t_o \Delta Y \quad (3)$$

A fim de normalizar a medida tornando-a comparável ao longo do tempo, o FMI divide-a pelo produto de cada ano  $(FI/Y) = \Delta(FIS/Y)$ . Assim, uma postura fiscal mais expansionista em relação ao ano anterior se reflete em um impulso fiscal com sinal positivo.

Tal medida de impulso fiscal tem uma vantagem evidente em relação ao déficit efetivo e seu cálculo é relativamente simples. Contudo, uma série de críticas lhe são endereçadas: Dernberg

---

<sup>49</sup> A draga fiscal (*fiscal drag*) ocorre quando as receitas do governo crescem demasiadamente e não são compensadas por programas de gastos, o que implicaria numa retirada excessiva de recursos do setor privado pelo governo (Ver

(1974) aponta quatro deficiências: i) a escolha do ano base é arbitrária e influencia a medida; ii) faltam considerações sobre a forma de financiamento do déficit; iii) a composição do orçamento não é levada em conta, ou seja, não se ponderam os diferentes componentes do orçamento; iv) não se separam a ação de estabilizadores automáticos de ações discricionárias do governo. Heller et alii (1986) observam ainda outras falhas: i) proporção fixa da receita tributária e do gasto público em relação ao produto efetivo e potencial respectivamente (elasticidade unitária), o que não corresponderia à realidade da maior parte dos países; ii) não distingue entre mudanças estruturais na economia e o efeito de política fiscal discricionária somada aos estabilizadores automáticos; iii) assume implicitamente que aumentos do gasto do governo acompanhados de igual crescimento dos tributos têm o mesmo efeito sobre a demanda agregada, contrariando o famoso teorema do orçamento equilibrado, segundo o qual, o crescimento do gasto público acompanhado da expansão do mesmo montante dos tributos implicam num crescimento do nível de renda.

## 2 Medida da OCDE

É uma medida muito similar à anterior. Neste caso, porém, a OCDE utiliza um modelo econométrico com vários submodelos (um para cada país membro da OCDE), que permite o cálculo da elasticidade das receitas tributárias e dos gastos do governo em relação ao produto potencial (no caso do GCEE/FMI, assumia-se elasticidade unitária). Além disso, a medida da OCDE usa as proporções da receita e do gasto em relação ao produto potencial e efetivo, respectivamente, do período anterior e não do período base como a medida do GCEE/FMI. O impulso fiscal, segundo o presente método, é a mudança no orçamento ciclicamente corrigido; Heller et alii (1986) assim o formalizam:

$$FI' = \Delta G^p - \Delta T^p + [\gamma (G_{t-1}/Y_{t-1}) - \varepsilon (T_{t-1}/Y_{t-1})] \Delta Y^p \quad (4)$$

onde

$FI'$  = impulso fiscal;

$\Delta G^p$  = mudança no gasto do governo proveniente de uma mudança na política;

$\Delta Y^p$  = mudança no nível de produto potencial;

$\Delta T^p$  = mudança nas receitas tributárias provenientes de uma mudança na política;

$\gamma$  = elasticidade do gasto com respeito a  $Y^p$ ;

$\epsilon$  = elasticidade tributária com respeito a  $Y^p$ ;

De outra forma:

$$FI' = \Delta G - \Delta T - m(Y^p - Y) \quad (5)$$

onde

$m$  = taxa tributária marginal com respeito à diferença entre os produtos efetivo e potencial.

O que se conclui de (5) é que para encontrar o impulso fiscal é preciso calcular o déficit efetivo e avaliar o hiato entre o produto potencial e o efetivo.

### 3 Medida de Orçamento de Pleno Emprego (*Full Employment Budget*)

Esta é a mais antiga e popular medida de impulso fiscal; a diferença entre ela e as anteriores é que aqui as receitas tributárias são tomadas em relação ao produto de pleno emprego do período base, e não os gastos, como nas medidas vistas anteriormente. Por sua vez, o impulso fiscal é definido como o próprio déficit de pleno emprego e não como a diferença dessa medida entre um período e outro. Como nos casos precedentes, tem-se uma tentativa de separar ações discricionárias de ações meramente resultantes do ciclo econômico. Blinder & Solow (1974) afirmam: *“If the budget would be in surplus at full employment, fiscal policy is termed restrictive: if the budget would be in deficit, it is termed expansionary”*.

Esses autores assim a formalizam:

$$FES = T(Y^p, \Gamma) - G \quad (6)$$

onde

FES = impulso fiscal;

T = receitas do governo;

$Y^p$  = produto de pleno emprego;

$\Gamma$  = alíquota tributária média.

Ward (1991) comenta as principais características da medida<sup>50</sup>. Origina-se de uma recomendação do *Committee for Economic Development in the United States* de que a política orçamentária deveria levar a um superávit orçamentário moderado quando a renda nacional

estivesse em pleno emprego. Tinha dois objetivos: i) permitir o funcionamento dos estabilizadores automáticos, mesmo sob uma política que buscasse o equilíbrio orçamentário; ii) restringir o uso da política fiscal discricionária, evitando um indesejável crescimento da dívida pública.

A aplicação desse conceito tem se dado em períodos de recessão, como um apoio a políticas expansionistas ou como um alerta contra políticas excessivamente deflacionistas, e em períodos de crescimento econômico, para pressionar contra políticas de déficit orçamentário. Embora o indicador seja imperfeito, é útil e fácil de calcular. É verdade que existem discordâncias sobre que taxa de desemprego considerar como de pleno emprego e sobre que taxa de crescimento é requerida para que o pleno emprego se mantenha. Apesar disso, é um indicador relativamente aceito como medida de postura fiscal do governo.

#### 4 Superávit Padronizado Ponderado

Esta medida difere das anteriores em dois pontos básicos: i) pondera os diferentes componentes da receita tributária; ii) não utiliza as variáveis de um ano base (produto de pleno emprego ou potencial) e sim o produto efetivo de cada ano. Solow & Blinder (1974) a formalizam como segue:

$$WSS = \Delta G - cT_t\Delta\Gamma \quad (7)$$

onde

WSS = superávit padronizado ponderado;

$\Delta G$  = mudança nos gastos do governo;

c = propensão marginal a consumir;

$T_t$  = receitas do governo;

$\Delta\Gamma$  = mudança na alíquota tributária.

O grande inconveniente dessa medida é que para encontrar as ponderações são necessários modelos econométricos avançados (elevado custo operacional). Caso contrário, a escolha dessas ponderações seria bastante arbitrária.

#### 5 Impulso Fiscal de Blanchard

Segundo Alesina e Perroti (1996), esta medida foi desenvolvida por aquele que deu o nome ao indicador em artigo não publicado de 1993. Segundo eles, a grande vantagem de sua utilização é

---

<sup>50</sup> A análise a seguir está baseada em Ward (1991) até que se indique o contrário.

a simplicidade de cálculo, dispensando mensurações de produtos de ano base (potencial ou de pleno emprego) e sem grande exigência econométrica. *“Essentially this measure implies a calculation of how government budget would be if unemployment had not changed from the previous year. Specifically, this cyclical adjustment is an attempt at eliminating from the budget changes in taxes and transfer associated with changes in the unemployment rate”* (Alesina & Perroti, 1996, p. 10).

O cálculo consiste em encontrar os gastos e as receitas associados a períodos de recessão (com a variável taxa de desemprego tomada como indicador de recessão):

$$\text{TRANSF}_t = a_0 + U_t + e_t \quad (8)$$

onde

TRANSF = transferências como proporção do PIB;

$U_t$  = taxa de desemprego

Para ajustar as receitas tributárias, o mesmo procedimento é utilizado, ou seja:

$$T_t(U_t) = b_0 + b_3 U_t \quad (9)$$

Somando  $\text{TRANSF}(U_t)$  com todos os demais itens do gasto público e diminuindo-as das receitas  $T_t(U_{t-1})$ , alcança-se a medida de déficit ciclicamente ajustado. O impulso fiscal é construído como a diferença entre o déficit ciclicamente ajustado entre um período  $t$  e o período  $t-1$ .

#### 1.6. Mensuração de Lauro Viera de Faria do Impulso fiscal (déficit de pleno emprego) para o Brasil

Também insatisfeito com a medida de déficit efetivo como indicador da postura fiscal, Faria (1996), buscou calcular o impulso fiscal para o Brasil.

O impulso fiscal seria uma alternativa mais adequada porque mostraria uma medida de déficit independente da fase do ciclo econômico. Ele seria calculado não com a renda corrente, mas com a renda de pleno emprego (PIB potencial). Assim, as receitas do governo seriam função do PIB de pleno emprego<sup>51</sup>; um aumento do déficit de pleno emprego indicaria com mais segurança que o déficit efetivo (o efetivamente observado) que a política fiscal foi expansionista.

O autor reforça o argumento em favor do impulso fiscal ao citar diversos países que o utilizam, e mostrando as diferenças entre os números de déficit real e de déficit potencial. Em

<sup>51</sup> As despesas, como mostrado mais abaixo, são calculadas como função do produto efetivo como já explicado na seção que apresentou a medida de déficit de pleno emprego.

seguida, o autor estima o impulso fiscal para o caso brasileiro (período 1984/95). O cálculo foi feito da seguinte forma:

$$d = (G-T)/Y \quad (10)$$

$$i = (G-T^p)/Y \quad (11)$$

$$T^p = f*T \quad (12)$$

Utilizando (10), (11), e (12) chega-se a

$$i = d + (1-f)*T/Y \quad (13)$$

onde

d = déficit público como percentagem do PIB;

i = impulso fiscal como proporção do PIB;

G = despesas do governo;

T = receitas com o PIB efetivo;

T<sup>p</sup> = receitas com o PIB de pleno emprego;

Y = PIB; Y<sup>p</sup> = PIB potencial; f = razão entre T<sup>p</sup> e T.

O autor encontrou o PIB de pleno emprego em dois estágios; primeiro estimou o PIB potencial e uma função de reação das receitas tributárias em relação ao PIB realizado; por último substituiu o PIB realizado pelo PIB potencial na função de reação mencionada, obtendo T<sup>p</sup>. A seguir, descreve-se com mais detalhes esses dois estágios.

#### Cálculo do PIB potencial:

O autor reconhece as dificuldades desse cálculo e as polêmicas que o envolvem. A opção foi por estimar uma função logarítmica simples, assumindo que a economia operou em pleno emprego em 1986 e operaria em 1995 se o PIB tivesse crescido 8% nesse ano. A função

$$\log Y = \log a + b*U; \quad (1)$$

onde

U - variável de tendência linear igual ao ano;

a e b - coeficientes.



Os resultados foram os seguintes:  $a= 0,009232$ ;  $b= 5,4E(-17)$ , o que resulta em uma taxa de crescimento do PIB potencial de 2,1% real ao ano entre 1983 e 1995.

#### Função de reação da receita fiscal ao PIB

O autor estimou a seguinte equação:

$$T = a + b.Dum + c.Y \quad (2)$$

onde

Dum - variável *dummy* igual a 1 em 1983, 1990 e 1995, -1 em 1989 e zero nos demais anos.<sup>52</sup>

Os resultados foram os seguintes:  $a= -57,09 (-3,29)$ ;  $b= 16,13 (5,46)$ ;  $c=1,44 (10,00)$ ;  $R^2 = 0,92$ ;  $DW = 1,95$ ;  $F(2,10) = 58,95$ ; 13 observações.

O autor interpreta a equação como havendo boa correlação entre as variáveis; as estatísticas t são significativas a 1% e não se pode rejeitar a hipótese de correlação serial dos resíduos a 1% de significância. Substituindo Y por  $Y^p$ , chega-se à receita fiscal no nível de pleno emprego:

$$T^p = a + b.Dum + c.Y^p \quad (3)$$

Calculado o impulso fiscal, o autor o comparou com o déficit efetivo em diferentes anos. O que se observou foi que os números se diferenciaram significativamente: vendo apenas o déficit público efetivo, conclui-se que a política fiscal foi expansionista em 1985, 1987, 1989, 1992 e 1995; pela ótica do impulso fiscal, houve expansão fiscal em 1985, 1986, 1987, 1989, 1992, 1994 e 1995. Existem períodos em que um indicador mostra expansão e outro política fiscal neutra ou restritiva. Em 1986, houve queda do déficit público em relação ao ano anterior, mas o impulso fiscal teve variação positiva. Ocorre que a diminuição do déficit foi ocasionada pela forte expansão das receitas fiscais em virtude da alta taxa de crescimento do PIB nesse ano; assim, a diminuição do déficit não mostra que a política fiscal foi, de fato, expansionista porque os gastos públicos aumentaram substancialmente.

---

<sup>52</sup> A *dummy* foi incluída porque ocorreram em alguns anos fatos que alteraram a receita fiscal, independente do PIB e não se tem como observá-los diretamente (1983, aumento considerável de alíquotas e isenções de tributos; 1989, aceleração da inflação, extinção temporária da correção monetária e reduções de alíquotas; 1990 houve o oposto; 1995, forte esforço do governo para aumentar receitas e queda significativa da inflação).

## APÊNDICE

## O IMPULSO FISCAL EM DIFERENTES PAÍSES PELA METODOLOGIA DO FMI

Como visto anteriormente, o impulso fiscal do FMI é a primeira diferença da postura fiscal; esta é obtida pela diferença entre o déficit efetivo e o “ciclicamente neutro” (o FMI o batizou de “déficit estrutural”). Na tabela abaixo, mostra-se a diferença entre as duas medidas de déficit e o impulso fiscal em diversos países desenvolvidos.

**Tabela A1**  
**Déficit Efetivo, Déficit Estrutural e Impulso Fiscal (países selecionados)**  
**Em % do PIB**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<b>Estados Unidos</b>						
déf. efetivo	-4,4	-3,6	-2,3	-2	-1,7	-1,6
déf. estrutural	-4,1	-3,4	-2,5	-2,2	-1,7	-1,6
impulso fiscal	-	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-
<b>Japão</b>						
déf. efetivo	1,4	-1,6	-2,1	-3,1	-4,1	-2,4
déf. estrutural	1,1	-1	-0,8	-1,2	-2,2	-0,9
impulso fiscal	1	2,2	-	0,6	1	-1,4
<b>Alemanha</b>						
déf. efetivo	-2,9	-3,5	-2,6	-3,5	-3,9	-3,4
déf. estrutural	-4	-2,4	-1,3	-2,1	-1,6	-1,4
impulso fiscal	-0,8	-1,5	-0,9	0,8	-0,5	-
<b>França</b>						
déf. efetivo	-3,9	-6	-5,8	-5	-4,2	-3,6
déf. estrutural	-3,5	-3,4	-3,6	-3,1	-1,8	-1,7
impulso fiscal	1	-	0,4	-0,5	-1,2	-
<b>Itália</b>						
déf. efetivo	-9,5	-9,6	-9	-7,2	-7,3	-5,9
déf. estrutural	-9,6	-7,9	-7,3	-6	-6,2	-5,1
impulso fiscal	-1,6	-1,9	-0,6	-1,3	-	-1,1
<b>Reino Unido</b>						
déf. efetivo	-6,3	-7,8	-6,8	-5,1	-3,8	-2,5
déf. estrutural	-3,8	-4,4	-4,1	-3,2	-2,3	-1,4
impulso fiscal	2,2	1,5	-	-1,2	-1	-0,9

Fonte: FMI: World Economic Outlook

- significa que o impulso fiscal foi menor que +/- 0,3

O que se observa pela tabela é que há diferenças significativas entre as magnitudes de déficit efetivo e déficit estrutural, mas os sinais são os mesmos em todos os países e em todos os anos. No Japão, por exemplo, o déficit efetivo de 1996 (4,1% do PIB) poderia parecer grande, mas o

estrutural é um pouco mais da metade desse número (2,2% do PIB). Na França, em 1996, o déficit estrutural (1,8% do PIB) é quase um terço do déficit efetivo (4,2% do PIB). Já o impulso fiscal em muitos casos tem não apenas magnitude diferente do déficit efetivo, mas sinal diferente. É o caso do Japão em 1993, 1995 e 1996; da Alemanha em 1995, da França em 1992 e 1994 e do Reino Unido em 1992 e 1993. Essas divergências revelam o papel relevante que o cálculo das medidas tem para a avaliação da política fiscal, exercendo também uma função normativa ao sinalizar para os *policy-makers* como direcionar a política econômica.

**BIBLIOGRAFIA**

- ALESINA, Alberto & PERROTI, R. "Fiscal Adjustment in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects". IMF Working Paper.1996.
- BLINDER, A. & SOLOW, R. M. "Analytical Foundations of Fiscal Policy", 1974.
- BRASIL, Banco Central do Brasil Boletim Mensal. Brasília, vários números.
- BRASIL, Banco Central do Brasil Nota para a Imprensa. Brasília, vários números.
- BRASIL, Banco Central do Brasil, Departamento de Dívida Pública Boletim das Finanças Estaduais e Municipais. Brasília, vários números.
- BRASIL, Ministério da Fazenda O que Você Precisa Saber sobre o FPM e o FPE. Brasília, s.d.
- BRASIL, Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica Boletim de Acompanhamento Macroeconômico. Brasília, vários números.
- BRASIL, Ministério da Fazenda, Secretaria do Tesouro Nacional Transferências Constitucionais. Brasília, vários números.
- BRASIL, Ministério da Previdência e Assistência Social Anuário Estatístico da Previdência Social. Brasília, vários números.
- BRASIL, Ministério da Previdência e Assistência Social Informe da Previdência Social. Brasília, vários números.
- BRASIL, Ministério das Comunicações, Imprensa Nacional Diário Oficial da União. Brasília, vários números.
- BRASIL, Ministério do Trabalho, Secretaria de Políticas de Emprego e Salário Demonstrativos da Execução Orçamentária e Financeira do FAT. Brasília, vários números.
- DERNBERG, T. F. "Fiscal Analysis in the Federal Republic of Germany: the Cyclically Neutral Budget". IMF Staff Papers, vol. 22, nov. 1975.
- EISNER, R. "Which Budget Deficit? Some Issues of Measurement and Their Implications" American Economic Review, vol 74, nº 2.
- FARIA, L. V, Política Fiscal: o Déficit é Tudo?. "Conjuntura Econômica", abril de 1996.
- GAZETA MERCANTIL, vários números.
- GIAMBIAGI, Fábio & ALÉM, Ana C. D. Déficit Fiscal e Dívida Pública no Brasil: uma Abordagem Pragmática. in KILSZTAJN, Samuel (org.) Déficit e Dívida Pública. São Paulo: Cadernos PUC, nº 3, 1996.
- HELLER, P. S.; HAAS, R. D. & MANSUR, A. S. "A Review of the Fiscal Impulse Measure" IMF Occasional Paper 44, 1986.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. "World Economic Outlook", vários números.

MACKENZIE, G. A. "Are All Summary Indicators of the Stance of Fiscal Policy Misleading?" IMF Working Paper, 1988.

PASTORE, Affonso C. Por que a Política Monetária Perde Eficácia? Rio de Janeiro, Revista Brasileira de Economia, vol. 50, nº 3, p. 281, jul/set 1996.

VIAL, Sérgio A. H. Desequilíbrios Orçamentários: Uma Avaliação do Déficit Público e Suas Implicações sobre a Política Monetária. São Paulo, Tese de Doutorado USP/FEA, 1990.

WARD, Terry. In The New Palgrave Dictionary of Economics, págs. 367 a 369 e 437, 1991.

## SIGLAS

ANDIMA - Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto

BACEN - Banco Central do Brasil

BB - Banco do Brasil

BBC - Bônus do Tesouro Nacional

BNB - Banco do Nordeste do Brasil

BNDES - Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

BTN - Bônus do Tesouro Nacional

CEF - Caixa Econômica Federal

CF - Constituição Federal

COAFI - Coordenação Geral de Administração Financeira do FAT (Ministério do Trabalho)

CODEFAT - Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador

COFINS - Contribuição para a Seguridade Social

CORF - Coordenação Geral de Orçamento e Finanças (Ministério da Previdência)

CP - Certificado de Privatização

CSSL - Contribuição Social sobre o Lucro

DARF - Documento de Arrecadação Federal

DATAPREV - Empresa de Processamento de Dados da Previdência Social (Ministério da Previdência e Assistência Social)

DEDIP - Departamento de Dívida Pública (Banco Central do Brasil)

DEMAB - Departamento de Dívida Mobiliária (Banco Central do Brasil)

DEPEC - Departamento Econômico (Banco Central do Brasil)

DIFIN - Divisão de Finanças Públicas (Banco Central do Brasil)

DLSP - Dívida Líquida do Setor Público

DMF - Dívida Mobiliária Federal

DOU - Diário Oficial da União

DVR - Dívida Vencida e Renegociada (moeda de privatização)

ECT - Empresa de Correios e Telégrafos

Eletronorte - Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A.

FAT - Fundo de Amparo ao Trabalhador

FCO - Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste

FCPS - Fluxo de Caixa da Previdência Social

FCVS - Fundo de Compensação das Variações Salariais

FEF - Fundo de Estabilização Fiscal

FGTS - Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FINAM - Fundo de Investimento da Amazônia

FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos (Ministério da Ciência e Tecnologia)

FINOR - Fundo de Investimento do Nordeste

FNDE - Fundo Nacional do Desenvolvimento da Educação

FNE - Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste

FNO - Fundo Constitucional de Financiamento do Norte

FPAS - Fundo de Previdência e Assistência Social

FPE - Fundo de Participação dos Estados

FPEX - Fundo de Compensação pela Exportação de Produtos Industrializados

FPM - Fundo de Participação dos Municípios

FREN - Fundo de Reestruturação Econômica  
FUNRES - Fundo de Investimento do Espírito Santo

GEOPE - Gerência Executiva de Planejamento e Orçamento (Caixa Econômica Federal)  
GR6 - Carnê do Contribuinte Individual da Previdência Social  
GRPS - Guia de Recolhimento da Previdência Social

IGP-DI - Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (Fundação Getúlio Vargas)  
INAMPS - Instituto Nacional de Assistência Médica e Previdência Social  
INCRA - Instituto Nacional de Reforma Agrária  
INPC - Índice Nacional de Preços ao Consumidor (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística)  
INSS - Instituto Nacional de Seguridade Social  
IPI - Imposto sobre Produtos Industrializados  
IR - Imposto de Renda  
IRPJ - Imposto de Renda Pessoa Jurídica

LBC - Letra do Banco Central  
LFT - Letra Financeira do Tesouro  
LOAS - Lei Orgânica da Previdência Social  
LTN - Letra do Tesouro Nacional

MPAS - Ministério da Previdência e Assistência Social  
MTb - Ministério do Trabalho

NBC - Nota do Banco Central  
NFSP - Necessidades de Financiamento do Setor Público

PASEP - Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público  
PIB - Produto Interno Bruto  
PIS - Programa de Integração Social  
PROER - Programa de Apoio ao Fortalecimento e Reestruturação do Sistema Financeiro Nacional  
PROGER - Programa de Geração de Emprego e Renda (Ministério do Trabalho)  
PU - Preço Unitário (títulos públicos)

RAIS - Relação Anual de Informações Sociais

SEBRAE - Serviço de Apoio à Micro e Pequena Empresa  
SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Banco Central do Brasil)  
SENAC - Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial  
SENAI - Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial  
SEPES - Secretaria de Políticas de Emprego e Salário (Ministério do Trabalho)  
SESI - Serviço Social da Indústria  
SINE - Sistema Nacional de Emprego  
SPS - Secretaria de Previdência Social (Ministério da Previdência e Assistência Social)  
STN - Secretaria do Tesouro Nacional (Ministério da Fazenda)

TBC - Taxa do Banco Central  
TCU - Tribunal de Contas da União  
TDA - Título da Dívida Agrária  
TJLP - Taxa de Juro de Longo Prazo  
TR - Taxa Referencial de Juros