
O Financiamento do Setor Público: Qual Deve Ser a Meta Fiscal de Longo Prazo?¹

Fabio Giambiagi
DO BNDES E DA FEA/UFRJ

RESUMO

Este artigo discute qual deverá ser o nível da relação superávit primário/PIB em condições de steady state, como função direta da taxa de juros e inversa da taxa de crescimento da economia. Mostra-se que, com taxas reais de juros de 10% e o PIB crescendo entre 4% e 5% ao ano, o superávit primário do setor público consolidado deveria ser da ordem de 2% do PIB, proporção esta não muito superior à observada recentemente. Discute-se, adicionalmente, por que a dívida líquida do setor público caiu quase 15% do PIB entre fins de 1985 e 1991, apesar do desequilíbrio fiscal médio verificado no período 1986 a 1991 — quando as necessidades de financiamento do setor público foram de 3,2% do PIB, em média. Desenvolvem-se, por último, algumas reflexões acerca dos pré-requisitos de uma política de estabilização.

INTRODUÇÃO

O ano de 1990 foi marcado, no Brasil, por uma mudança sem precedentes no resultado global das contas públicas. O déficit operacional do setor público não-financeiro passou de 6,9% do PIB em 1989, para um superávit de 1,3% do PIB em 1990 - isto é, um ajuste de mais de 8% do PIB. Apesar disso, o problema fundamental que a política de contração fiscal visava atacar — a inflação alta e em processo de aceleração — não foi resolvido. Mais ainda: no momento em que

¹ O autor agradece os comentários de Ricardo Markwald, José Roberto Rodrigues Afonso, Marcelo Castro e de dois pareceristas anônimos desta revista, assumindo responsabilidade plena pelo conteúdo do texto.

elaboramos este artigo - setembro de 1992 — os fatos mostram que não só a inflação, como a própria equação fiscal continuam sem solução, uma vez que o desequilíbrio das finanças públicas está novamente presente, em face da previsão de um déficit operacional de quase 3% do PIB no ano em curso.

O objetivo deste trabalho é contribuir para o debate acerca do componente fiscal de uma política econômica para a estabilidade. Mais especificamente, nossa preocupação será discutir qual é a meta fiscal que deve ser perseguida com base em um horizonte de longo prazo, que contemple a possibilidade da existência de um déficit moderado e consistente com o equilíbrio macroeconômico.

O texto encontra-se dividido em cinco seções. Depois desta introdução e de uma segunda seção com algumas considerações preliminares, são apresentadas algumas equações que servem para balizar a discussão sobre ajustamento fiscal e constituem a essência do trabalho; a seguir, é comentada a trajetória do endividamento público ao longo dos últimos anos; por último, são desenvolvidas algumas reflexões acerca da dimensão e da natureza do esforço fiscal requerido para atingir a estabilização da economia.

I

A POLÍTICA FISCAL DA ESTABILIDADE: QUALIFICAÇÕES PRELIMINARES

Ao discutir os contornos de uma política fiscal como ingrediente de uma política de estabilização, é preciso distinguir a existência de três fases. A fase I é a situação inicial da qual se deseja sair; a II, o período da estabilização propriamente dita; e a III, a da superação dos problemas e do estabelecimento de um novo equilíbrio macroeconômico estável. A distinção é válida porque muitas análises confundem a segunda e a terceira fases, deixando de considerar, com isso, um fato importante: o de que o quadro geral e, em particular, o processo de formação de expectativas são diferentes em cada uma das três etapas mencionadas.

Na primeira etapa, tais expectativas são inteiramente dominadas pelo desequilíbrio; na segunda, elas começam a mudar, *mas a memória anterior ainda permanece viva*, de modo que existe o risco de que, ao menor sinal indicativo de problemas no dia-a-dia da estabilização, o processo regride e as expectativas dos agentes voltem a apontar para um cenário de grande incerteza e inflação explosiva; por último, na terceira etapa, há uma efetiva mudança da mentalidade coletiva e o surgimento daquilo que na Alemanha é chamado de *Stabilitätsbewusstsein* — a consciência da estabilidade. Esta consciência implica assumir que a situação inicial foi definitivamente deixada para trás e que, portanto, eventuais desvios de rota — como podem ser, por exemplo, um déficit público elevado ou problemas com o balanço de pagamentos — devem ser entendidos como temporários, e não como sinalizadores de uma situação explosiva.

Na seção 3, iremos discutir qual é a situação fiscal da fase III, anteriormente mencionada, consistente com um quadro geral de equilíbrio caracterizado pela estabilização da relação dívida pública/PIB. O que será feito é um mero exercício destinado a balizar a condução do "plano de vóo" de uma política de estabilização e apontar para o horizonte posterior à execução da mesma.

A razão de ser do exercício é que, para "pilotar" essa política, durante a fase II anteriormente mencionada, é fundamental ter alguma idéia de qual é o alvo fiscal que se deseja para a fase III, ou seja, saber se é preciso ter um superávit primário *estrutural* de 0 ou de 5% do PIB, e qual é o déficit público associado a isso.

O fato de lidarmos com números acarreta um risco do qual estamos conscientes e para o qual queremos alertar o leitor. Este risco é representado pela possibilidade de se chegar a conclusões impregnadas de um mecanicismo ingênuo, como o de supor, por exemplo, que um determinado nível de déficit geraria necessariamente um certo resultado preciso para a taxa de inflação ou para a variação da dívida pública.

Antes de entrarmos na análise dos números, é preciso deixar claro que consideramos ser uma política fiscal apertada ingrediente essencial de um programa antiinflacionário, mas não suficiente, *per si*, para assegurar a obtenção de taxas de inflação baixas. A tarefa de estabilizar a economia brasileira exige ações consistentes nos campos fiscal, monetário, salarial, etc., mas requer, adicionalmente, uma *confiança* recíproca entre o governo e os agentes econômicos em geral, cuja (re)conquista vai muito além da simples obtenção de um resultado fiscal favorável. A importância da confiança da sociedade no governo, por ser óbvia, dispensa maiores comentários. É necessário, contudo, que haja confiança do governo na sociedade, no sentido de que opere com um certo grau de segurança, principalmente no que diz respeito às decisões de portfólio dos indivíduos. Se a política econômica estiver sujeita permanentemente à ameaça de mudanças bruscas na composição de carteira dos agentes, envolvendo ataques especulativos contra a moeda ou a remonetização imediata de uma parcela substancial da dívida interna, dificilmente será possível atingir uma situação duradoura de estabilidade inflacionária.

A reconquista da credibilidade perdida e o estabelecimento dessa mútua confiança à qual acabamos de aludir são também ingredientes fundamentais de uma política destinada a debelar o fenômeno da hiperinflação latente que tem prevalecido no Brasil nos últimos anos.

Entretanto, embora as qualificações feitas aqui sejam necessárias, as questões da formação de expectativas associadas ao tema da credibilidade da relação entre estas e o déficit público, assim como do seu impacto, não serão tratadas neste trabalho. Isto porque induziria o leitor a extrair conclusões simplórias dos números que serão apresentados e nos levaria a afastamento dos objetivos específicos deste trabalho.

II

A ARITMÉTICA DO SUPERÁVIT PRIMÁRIO

O exercício abaixo desenvolvido é uma tentativa de definir a condição de estabilidade da relação da dívida pública/PIB e, nesse sentido, segue em parte os trabalhos de Lerda (1987) e Rossi(1987), que incluem interessantes *surveys* sobre o tema.

A dívida total — interna e externa — do setor público (D), na ausência de variações patrimoniais que afetem o valor real do estoque passado, varia em função do déficit público e do fluxo de emissão monetária ou "senhoriagem" (S). Chamando F ao superávit primário — isto é, excluindo os juros — e J ao fluxo de juros sobre a dívida pública total, tem-se

$$D_t = D_{t-1} - F_t + J_t - S_t \quad (1)$$

onde t é o tempo e (J - F) corresponde ao déficit operacional ou Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP).

O valor do fluxo de juros para uma taxa de juros (i) constante é

$$J_t = i \cdot D_{t-1} \quad (2)$$

onde i aplica-se às dívidas interna e externa.

O PIB (Y) é, por definição,

$$Y_t = Y_{t-1} (1+y) \quad (3)$$

onde y é a taxa de crescimento real da economia — por hipótese, constante.

Substituindo (2) em (1) e dividindo por (3), conclui-se, depois de algumas manipulações algébricas, que a condição de estabilidade do coeficiente de endividamento ($d = D/Y$) é

$$f = \frac{d \cdot (i - y) - s}{(1 + y)} \quad (4)$$

onde f e s representam as constantes F/Y e S/Y, respectivamente.

A Tabela 1, adiante, mostra os números que o superávit primário teria de assumir no Brasil, com base em (4), para dados valores das taxas de juros e de crescimento. Foi suposto um fluxo de emissão monetária sobre o PIB (s) de 0,5% — associado a uma situação de inflação estável em níveis próximos ao do começo dos anos 70 — e uma razão — dívida líquida externa e interna — do setor público/PIB (d) de 45%, que é superior à divulgada no documento *Brasil - Programa Econômico*, por incorporar a outras dívidas que não aparecem registradas ali — às quais iremos nos referir posteriormente. A hipótese de "senhoriagem" é menor do que a observada no começo dos anos 70 com inflação baixa. Note-se, entretanto, que no período 1970/73, quando aquela foi, em média,

de 1,9% do PIB, o coeficiente base monetária média/PIB foi de 7,5% e o PIB cresceu 11,9% ao ano. Agora, com um grau de monetização muito inferior e um crescimento também menor, uma "senhoriagem" de 0,5% do PIB parece algo razoável. Caso o número seja maior, o valor requerido do superávit primário na Tabela 1 cairia, devido ao aumento de s , na equação (4).

Os resultados representam um simples exercício e, portanto, servem apenas para dar uma idéia do grau de aperto da política fiscal, consistente com um determinado nível de endividamento público. Obviamente, porém, nem a premissa da estabilidade rígida do coeficiente dívida/PIB, nem a constância da razão superávit primário/PIB devem ser interpretadas ao pé da letra. É perfeitamente possível admitir, temporariamente, tanto um aumento do coeficiente de endividamento público, como uma queda do superávit primário — ou um incremento do déficit — em relação aos números da Tabela 1. O que importa é que a variável dívida/PIB não tenha uma trajetória explosiva e fique aproximadamente constante em algum nível, ao qual tem de estar associado um certo resultado fiscal estrutural que garanta essa estabilidade a longo prazo. No exercício, adotou-se uma relação dívida/PIB similar à atual apenas para arbitrar algum número. Se o coeficiente em regime de *steady state* fosse diferente, bastaria apenas alterar o valor de d na equação (4).

Tabela 1

Superávit Primário/PIB, como Função de Diferentes Hipóteses de Taxa de Juros e Crescimento (%)

Taxa de juros (%)	Taxa de crescimento do PIB (%)							
	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0
0.1	-0.5	-0.9	-1.4	-1.8	-2.2	-2.6	-3.0	-3.4
1.0	-0.1	-0.5	-0.9	-1.4	-1.8	-2.2	-2.6	-3.0
2.0	0.4	-0.1	-0.5	-0.9	-1.4	-1.8	-2.2	-2.6
3.0	0.9	0.4	-0.1	-0.5	-0.9	-1.4	-1.8	-2.2
4.0	1.3	0.8	0.4	-0.1	-0.5	-0.9	-1.3	-1.8
5.0	1.8	1.3	0.8	0.4	-0.1	-0.5	-0.9	-1.3
6.0	2.2	1.7	1.3	0.8	0.4	-0.1	-0.5	-0.9
7.0	2.7	2.2	1.7	1.2	0.8	0.4	-0.1	-0.5
8.0	3.1	2.6	2.1	1.7	1.2	0.8	0.3	-0.1
9.0	3.6	3.1	2.6	2.1	1.7	1.2	0.8	0.3
10.0	4.0	3.5	3.0	2.6	2.1	1.6	1.2	0.8
11.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	2.1	1.6	1.2
12.0	4.9	4.4	3.9	3.4	3.0	2.5	2.0	1.6

(-) = Déficit

A Tabela 2 complementa a Tabela 1 e mostra o valor do coeficiente $K = NFSP/Y$, em cada uma das hipóteses de crescimento. Note-se que o coeficiente não depende da taxa de juros. De fato, sendo

$$NFSP_t/Y_t = J_t/Y_t - F_t/Y_t \quad (5)$$

substituindo (2), (3) e (4) em (5), chega-se a

$$k = d \cdot y + s \quad (6)$$

$$(1 + y)$$

que gera os resultados da Tabela 2, independentemente de i .

Tabela 2
Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP)/PIB, em Condições de Equilíbrio (%)

	Taxa de crescimento do PIB (%)							
	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	7.0
NFSP/PIB (%)	0.5	1.0	1.4	1.8	2.2	2.6	3.1	3.4

Quanto maior (menor) a taxa de crescimento da economia, maior (menor) pode ser o déficit público como proporção do PIB, pois aumenta (diminui) o espaço para a colocação adicional de títulos públicos, sem que mude a relação dívida/PIB. Por sua vez, se a taxa de juros cai (sobe), o superávit primário diminui (aumenta) ou o déficit primário aumenta (diminui), dada a taxa de crescimento do PIB.

O Brasil enfrentou nos anos 80 uma dupla combinação de fatores que atuaram no sentido de elevar o déficit consolidado do setor público. De um lado, a taxa de crescimento da economia caiu, e, de outro, a taxa de juros aumentou. De acordo com a Tabela 1, isto deveria ter causado um aumento do superávit fiscal primário para evitar a explosão do coeficiente de endividamento, supondo que, na equação (4), o valor de s fosse um dado, i aumentasse e y diminuísse.

As Tabelas 1 e 2 são particularmente úteis para que se possa refletir sobre o comportamento futuro de algumas variáveis e avaliar o grau de ajustamento fiscal necessário, em função de certos parâmetros de taxa de juros e de monetização. Entretanto, são insuficientes para entender a trajetória das

variáveis fiscais e monetárias ao longo dos últimos anos. Isto porque, como o superávit primário não atingiu a dimensão requerida para estabilizar a relação dívida pública/PIB, seria de se esperar que esta aumentasse, o que não ocorreu. A explicação para isso reside na intensa monetização do déficit ocorrida nesses anos e na *corrosão real do estoque da dívida passada*, como iremos ver na próxima seção. Além disso, houve uma terceira variável de ajuste, representada pela *redução das taxas reais de juros ex-post* em relação às taxas *ex-ante*, devido à aceleração inflacionária, o que constitui uma forma peculiar de imposto inflacionário [Zini (1991)].

III

O QUE ACONTECEU COM A DÍVIDA PÚBLICA?

A Tabela 3 a seguir expõe a evolução da dívida líquida do setor público, conforme os valores divulgados no documento *Brasil - Programa Econômico*, mas excluindo a base monetária do conceito de dívida interna. Os valores originais, referentes à posição no fim do ano, foram deflacionados com base em um IGP-DI modificado centrado em 31 de dezembro e correspondente às médias geométricas dos IGP-DIs de dezembro e janeiro.

A Tabela 4, por sua vez, mostra a evolução da proporção das mesmas dívidas em relação ao PIB, em conjunto com os dados da relação déficit público/PIB e "senhoriagem"/PIB, entendendo o numerador desta última como a soma do imposto inflacionário com a variação real da base monetária. O dado da "senhoriagem" é calculado de duas formas:

a) como o resultado simples de "senhoriagem" = base monetária em 31 de dezembro — base monetária em 31 de dezembro do ano anterior;

b) como o somatório dos fluxos de variação da base monetária, convertidos a preços médios do ano. Este último procedimento é mais preciso, por eliminar as distorções decorrentes da trajetória da inflação.

Tabela 3

Dívida Líquida do Setor Público (a)

Ano	Valores (Cr\$ milhões de 1985)			Índices reais (1985=100)		
	Interna	Externa	Total	Interna	Externa	Total
1985	256	400	656	100.0	100.0	100.0
1986	235	414	649	91.7	103.5	98.9
1987	244	423	668	95.4	105.8	101.7
1988	258	338	596	100.5	84.3	90.6
1989	272	247	519	106.1	61.8	79.1
1990	202	288	490	78.9	72.0	74.7
1991b	173	257	430	67.5	64.3	65.5

Deflator: IGP-DI. Os valores originais de 31/dez. de cada ano foram multiplicados pelo coeficiente $\frac{\text{IP-DI médio 1985}}{\text{IGP-DI de 31/dez.}}$; onde este último corresponde à média geométrica dos IGP-DIs de dezembro e janeiro.

a) Exclui base monetária e dívidas não registradas no documento *Brasil - Programa Econômico* (dívidas da administração pública com empreiteiras e fornecedores, FCVS, TDA, FND, CPs e debêntures da Siderbrás); em 1990 e 1991 inclui os NCz\$ bloqueados.

(b) Setembro. Utilizou-se um IGP-DI de 30,9, correspondente à média geométrica dos IGP-DIs de setembro e outubro.

Fonte: Banco Central, *Brasil - Programa Econômico*.

Tabela 4

Déficit, Financiamento e Dívida Pública (% do PIB)

Ano	Necessidades de Financiamento do Setor Público - Conceito Operacional	Senhoriagem		Dívida líquida setor público (c)		
		(a)	(b)	Interna	Externa	Total
1985	4.4	2.3	1.9	18.5	29.0	47.5
1986	3.6	3.7	3.6	15.5	27.4	42.9
1987	5.7	2.8	2.0	16.7	28.8	45.5
1988	4.8	3.6	2.7	18.4	24.2	42.6
1989	6.9	5.0	3.6	18.8	17.1	35.9
1990	-1.3 (d)	4.8	5.0	15.5	22.2	37.7
1991c	-0.3 (d)	2.8	2.1	13.1	19.5	32.6

(a) Definida como (Base monetária em 31/12 - base monetária em 31/12 do ano anterior).

(Rodapé - cont...)

(b) Definida como o somatório de $(B_t - B_{t-1}) \cdot (P/P_t)$, onde B é a base monetária no fim do mês, P é o IGP-DI médio do ano, P_t é o IGP-DI do mês e t refere-se aos meses.

(c) Dívida de fim de período, deflacionada para preços médios do ano com base em um IGP-DI *ad hoc* centrado em 31/12, correspondente à média geométrica dos IGP-DIs de dezembro e janeiro. Exclui base monetária e dívidas não registradas no documento *Brasil - Programa Econômico* (dívidas da administração pública com empreiteiras e fornecedores, FCVS, TDA, FND, CPs e debêntures da Siderbrás); em 1990 e 1991 incluiu os NCz\$ bloqueados.

(d) (-) = superávit

(e) A dívida refere-se à posição de fim de setembro, deflacionada para preços médios do ano com base em um IGP-DI *ad hoc* centrado em 30/9.

Fonte: Banco Central, *Brasil-Programa Econômico*

Cabe destacar que, na dívida interna registrada nas estatísticas do Banco Central, aparecem, em 1990/91, os cruzados novos bloqueados, mas nos diversos anos não figuram os seguintes passivos: dívida da administração pública com empreiteiras e fornecedores, TDAs, FND, certificados de privatização, debêntures da Siderbrás e Fundo de Compensação de Variações Salariais — este último, um passivo potencial que terá de ser coberto ao longo da década de 90, à medida que os contratos antigos do Sistema Financeiro da Habitação forem vencendo. É justamente por causa desses passivos que, ao calcular o resultado na equação (4) na Tabela 1, adotou-se o coeficiente de endividamento de 45.0%, em vez do percentual da Tabela 4 referente a 1991.

Como se pode ver, em que pese o fato de que no período 1986/91 o país teve, em média, um déficit público de 3,2% do PIB, a dívida do setor público *caiu* quase 15% do PIB, passando de 47,5% em 1985 para 32,6% do PIB em setembro de 1991.

Este fato explica-se por dois motivos. Em primeiro lugar, o fluxo de imposto inflacionário arrecadado pelo governo revelou-se muito significativo, a ponto da "senhoriagem" ter representado 3,2% do PIB no período 1986/91 — coluna b da Tabela 4, com distorções inflacionárias já corrigidas.

Isso serve para compreender porque um déficit de 3,2% do PIB não gerou uma explosão do endividamento público, mas é insuficiente para entender porque este não só não aumentou, mas até *caiu* como proporção do PIB. É neste ponto que entra o segundo motivo: a perda de valor real do estoque da dívida passada. Isto, por sua vez, deve-se a duas razões:

a) no caso da dívida externa, à corrosão da taxa de câmbio real verificada no período — apesar da recuperação recente —, que mais do que compensou o fato de a dívida externa líquida do setor público em dólares correntes ter crescido de 70 para 88 bilhões no período 1985/91 (ver Tabela 5);

b) no caso da dívida interna, à combinação de subindexação implícita — devido aos efeitos das acelerações inflacionárias — e explícita — como nos três dias de feriado bancário às vésperas do plano Collor I, quando a dívida não sofreu qualquer correção e a inflação continuou sendo da ordem de 3% ao dia.

Note-se que isto implica também um efeito sobre os fluxos, representado pela corrosão do valor do próprio déficit, devido à queda do peso dos juros, embora, no

caso da dívida interna, as estatísticas oficiais do Banco Central não captam esse fenômeno nos anos anteriores a 1989.

A queda da dívida pública está ligada também à própria dimensão da emissão monetária antes mencionada e associada, por sua vez, às "ondas" de remonetização e desmonetização, em condições de mudanças bruscas dos níveis de inflação. Por ocasião da decretação de um congelamento, o grau de monetização aumenta naturalmente e parte da dívida interna vira moeda. Quando a inflação alta ressurge, porém, o processo sofre uma reversão e a moeda é novamente convertida em títulos públicos, *mas com o seu valor real já depreciado*. Isto explica os valores elevados da "senhoriagem", porque o fluxo real de emissão de moeda, nas fases de remonetização, é maior que o de enxugamento de moeda quando esta se transforma outra vez em títulos, nas fases de desmonetização.

Para encerrar esta seção, é necessário fazer uma referência à inflexão ocorrida em outubro de 1991 e não captada pela última coluna das Tabelas 3 e 4. Como se sabe, desde então o Banco Central vem praticando taxas de juros reais extremamente elevadas, em nítido contraste com o fenômeno da subindexação da dívida pública anteriormente discutido. Apesar disso, entre setembro de 1991 e junho de 1992, a dívida total — externa + interna — do governo federal — que é a parte da dívida do setor público diretamente afetada pela política de juros do Banco Central — não apenas não aumentou, como teve inclusive uma queda real de 3%, em que pese o aumento real de 44% da dívida interna. A explicação para esse resultado é dada pela queda real de 25% da sua dívida externa líquida — devido ao acúmulo de reservas cambiais — e pela emissão de um fluxo de base monetária, inflacionado mês a mês, a preços de 30/06/1992, equivalente a US\$ 7,3 bilhões, no período de nove meses considerado.

Tabela 5

Índice de Taxa de Câmbio Real-Médias Anuais (a)
Base: Média 1985 = 100.0

Ano	Taxa de câmbio real
1985	100.0
1986	89.4
1987	85.2
1988	76.5
1989	57.3
1990	51.5
1991	59.3
1992 (agosto)	60.7

(a) (índice de taxa de câmbio média nominal/índice de preços; deflator implícito do PIB; em 1992, IGP-DI). 100.

Fonte: Banco Central, IBGE, FGV-RJ, IPEA-Rio.

IV CONSIDERAÇÕES FINAIS

A discussão dos contornos ideais de uma política antiinflacionária transcende os estreitos limites deste artigo, voltado apenas para os aspectos fiscais dessa política. Somos conscientes de que a tarefa de resolver o problema inflacionário, nas atuais condições, exige mais do que a mera obtenção de resultados fiscais favoráveis e envolve, entre outras coisas, a estabilidade das regras contratuais, a restauração da credibilidade oficial, a definição de uma âncora de referência para os preços e os salários e a redução da intensidade do conflito distributivo. Apesar da insuficiência do ajuste fiscal como garantia de sucesso da política antiinflacionária e das ressalvas feitas na seção 2 acerca dos exercícios aritméticos da seção 3, é útil fazer algumas reflexões com base na equação (4) e nos resultados da Tabela 1.

Preliminarmente, é interessante mencionar que os parâmetros fiscais "já" existentes hoje no Brasil, de coeficientes déficit público/PIB e dívida pública/PIB, são inferiores às regras de convergência previstas no Acordo de Maastrich para vigorar na Europa unificada em 1999 — tetos de "3% e 60%" do PIB, respectivamente — o que sugere que o problema fiscal brasileiro se relaciona atualmente menos com a dimensão do ajustamento e mais com a confiança na sua sustentação e com a credibilidade nos títulos públicos.

Há duas conclusões mais destacadas da análise conjunta das seções 3 e 4. A primeira é que os valores elevados do fluxo de emissão monetária e a subindexação da dívida pública registrados no passado, embora tenham tido consequências negativas no momento em que ocorreram — associadas à pressão inflacionária em um caso e ao descrédito dos títulos públicos no outro — deixaram um único saldo positivo, representado pela menor dimensão da dívida pública em relação ao valor que esta teria hoje, se, dado o desequilíbrio das contas públicas verificado, em média, no período 1986/91, a emissão monetária tivesse sido menor e a indexação da dívida pública tivesse acompanhado a inflação.

A segunda conclusão é que, em virtude do fenômeno já apontado, taxas de juros reais moderadas incidentes sobre uma dívida menor que no passado implicam uma necessidade de geração de superávits primários do setor público inferiores aos valores de 4% e 5% do PIB, muitas vezes mencionados como requisitos para uma situação de estabilidade e crescimento em regime de *steady state*. De fato, como pode ser visto na Tabela 1, a condição de equilíbrio para que a relação dívida pública/PIB se conserve estável, se a taxa real de juros se localizar no intervalo de 6% a 10% ao ano e se o PIB crescer anualmente entre 4% e 5%, é que o superávit primário do setor público consolidado fique entre 0 e 2% do PIB. Este número é similar ao previsto pelo Ministério da Economia para 1992.

Se o superávit primário que é necessário atingir para a estabilização da relação dívida pública/PIB não é muito superior ao atual, como se explica a persistência do fenômeno da *superinflação* atribuída, pela maior parte dos economistas, à situação

de desequilíbrio das contas públicas? Na nossa opinião, isso se deve às dúvidas que pairam acerca da trajetória futura das contas públicas.

Em primeiro lugar, porque, no futuro, será preciso *aumentar* alguns componentes de gasto público, notadamente o investimento, como se depreende da Tabela 6. Certamente, a privatização tende a evitar que se tenha que restabelecer o nível de investimento público do começo dos anos 80 para viabilizar que a economia volte a crescer em torno de 5% ao ano. Entretanto, o nível atual de investimento público é certamente insuficiente para se atingir esse objetivo.

Tabela 6

Investimento do Setor Público (% PIB)

Ano	Preços Correntes			Preços 1980		Índice preço relativo	
	Adm. Pública (A)	Estatais (B)	A + B	Adm. Pública (A)	Estatais (B)	A + B	FBKF
1980	2.37	4.57	6.94	2.37	4.57	6.94	100
1981	2.60	5.30	7.90	2.38	4.85	7.23	109
1982	2.35	4.86	7.21	2.13	4.41	6.54	110
1983	1.83	3.74	5.57	1.70	3.49	5.19	107
1984	1.90	3.34	5.24	1.83	3.22	5.05	104
1985	2.32	3.13	5.45	2.24	3.03	5.27	103
1986	3.08	2.83	5.91	3.02	2.77	5.79	102
1987	3.21	3.42	6.63	2.57	2.74	5.31	125
1988	3.17	2.95	6.12	2.37	2.20	4.57	134
1989	2.93	2.59	5.52	1.97	1.73	3.70	149
1990	3.50	1.60	5.10	2.58	1.18	3.76	136
1991	n.d.	1.50	n.d.	n.d.	1.11	n.d.	n.d.

n.d. Não-disponível.

Observação: O índice de preço relativo da FBKF explica a diferença entre as relações FBKF/PIB a preços correntes e constantes.

Fonte: IBGE, Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento.

Em segundo lugar — e isto está em parte associado ao que acabou de ser exposto — porque os resultados fiscais do setor público consolidado têm sido bastante voláteis ao longo dos últimos anos, como mostra a Tabela 7. O comportamento favorável de algumas variáveis-chave em termos fiscais registrado em determinados anos nunca chegou a se consolidar, alimentando, portanto, as incertezas em torno da sustentação do ajustamento ao longo do tempo.

Tabela 7

Variáveis Fiscais Selecionadas do Setor Público Consolidado

Ano	Em % do PIB	
	Superávit primário(a)	Receita tributária
1980	-3.2	24.7
1981	2.3	24.7
1982	-1.9	25.3
1983	1.6	25.1
1984	4.1	21.8
1985	2.6	22.5
1986	1.6	24.9
1987	-1.0	23.3
1988	0.9	21.9
1989	-1.0	21.9
1990	4.6	28.2
1991	3.1	23.8
1992	1.0	22.5

(a) Inclui as três esferas de governo, empresas estatais, agências descentralizadas e Previdência Social.

(-) = Déficit

Fontes: Superávit primário — para 1980/84, *Diferença entre o déficit operacional e a estimativa de despesa com juros externos e internos do DEPEC/BACEN*; para 1985/91, *Brasil - Programa Econômico*, vários números; para 1992, estimativa. *Receita tributária*; para 1980/90, [Vilela (1991)]; para 1991, [Afonso e Vilela (1992)]; para 1992, estimativa do autor.

Para que os agentes privados aceitem aumentar o financiamento concedido ao setor público não basta, porém, que a previsão de receitas e despesas futuras deste seja consistente com uma trajetória não explosiva do seu coeficiente de endividamento. Há ainda duas outras condições importantes necessárias para induzir os agentes privados a aumentarem o seu crédito ao setor público: a) a *crença de que os compromissos deste serão efetivamente honrados* nos termos

originais contratados; e b) a *confiança no indexador patrimonial*. O temor de que o Estado não cumpra a sua palavra e/ou a possibilidade de que a correção monetária não consiga acompanhar a inflação geram como resultante a recusa de ampliar o crédito concedido ao setor público, ou uma demanda por taxas de juros reais muito altas — devido ao prêmio de risco — incompatíveis com a estabilidade futura da relação dívida/PIB.

Em função disso, na nossa opinião, o quadro atual exige um *overshooting* fiscal, para sustentar um déficit operacional nulo ou próximo de zero durante alguns anos. Primeiramente, porque um equilíbrio entre receitas e despesas, embora possa ser considerado uma meta "exagerada", à luz da Tabela 2, que mostra que um déficit público moderado pode ser consistente com o equilíbrio macroeconômico, seria um elemento importante para inspirar confiança no caráter estrutural do ajuste e alimentar expectativas favoráveis nos agentes econômicos quanto à evolução dos preços. E, depois, se os agentes privados se recusam a financiar o governo na margem, a única saída, como mostra a equação (1), é aumentar a emissão monetária e/ou ter um superávit primário maior do que aquele calculado na Tabela 1 — o que implica reduzir por algum tempo a relação dívida pública/PIB. Mas adiante, o ajuste poderia vir a ser relaxado parcialmente, e a dívida voltaria a aumentar, uma vez que a estabilização da economia tivesse sido completada.

Vale lembrar que, nos dois casos paradigmáticos de ajustamento da América Latina, os governos têm apresentado indicadores de endividamento sensivelmente piores em relação aos que foram expostos na Tabela 4 para o caso brasileiro. No México, em 1988, conforme Heróles (1990), em pleno auge do ajustamento, a dívida do setor público era de 88% do PIB — 46% externa e 42% interna — enquanto no Chile, em 1988, só a dívida externa — que pertence majoritariamente ao setor público — era de 72% do PIB [IIF (1990)].

Para poder implementar um programa de ajustamento adicional, é fundamental superar a situação de *bloqueio fiscal* que há vários anos vem impedindo governos sucessivos de cortar mais gastos, aumentar receitas e, em última instância, de fazer política econômica.

Isso requer alguma forma de acordo político, para o que é necessário, obviamente, que as partes envolvidas sejam conscientes da importância do ajuste e que, havendo uma oposição com poder de veto, esta adote uma atitude, se não de apoio, pelo menos de compreensão em relação aos sacrifícios da estabilização, de modo a não utilizar na prática a sua capacidade potencial de inibir a ação oficial.

Apesar das dificuldades que a obtenção desse acordo implica, as mesmas precisam ser encaradas e contornadas, através da formação de uma coalizão política que dê sustentação a uma estratégia de ajustamento, tanto no Congresso Nacional, como na sociedade em geral. Sem isso, o país corre o risco de continuar indefinidamente na situação que certa vez Francisco Lopes qualificou de "atoleiro inflacionário" [Macrométrica (1991)] e que, no limite, pode conduzir à hiperinflação.

BIBLIOGRAFIA

- AFONSO, J.R.; VILLELA, R. Características recentes da carga tributária bruta no Brasil. *Boletim Conjuntural*, nº 18, p.33-34, jul. 1992.
- HEROLES, J. Estabilización y crecimiento en México: gestión de la deuda pública interna. *El Trimestre Económico*, v. 57, nº 2, abr./jun. 1990.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE - IIF. Comparative Country Statistics. Washington, D.C., 1990.
- LERDA, J. C. A dinâmica da dívida pública: de Domar-Lerner a Tobin-Simonsen. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 17, nº 2, p. 343-368, ago. 1987.
- ROSSI, J. W. A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 17, nº 2, p.369-380, ago. 1987.
- Três cenários para a economia brasileira. *Macrométrica: boletim mensal*, jan. 1991.
- VILLELA, R. Crise e ajuste fiscal nos anos 80: um problema de política econômica ou de economia política? In: INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Perspectivas da economia brasileira*, 1992. Brasília: IPEA, 1991.
- ZINI, A., A metodologia enganosa do déficit operacional. *Revista de Economia Política*, v. 11, nº 3, p. 104-110, jul/set. 1991..

