



A Condição de Equilíbrio da Trajetória do Endividamento Público: Algumas Simulações para o Caso Brasileiro*

FABIO GIAMBIAGI**

RESUMO Este artigo discute qual deve ser a condição de estabilidade da relação dívida líquida do setor público/PIB, no caso da economia brasileira. Mostra-se que, dada uma dívida pública de 30% do PIB, com um crescimento da economia de 4% a 5% ao ano e uma receita de "senhoriagem" de 0,1% do PIB, as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), no conceito operacional, devem ficar limitadas a 1,3% a 1,5% do PIB, para que a dívida líquida não ultrapasse o mencionado percentual de 30% do PIB. Com uma taxa de juros real bruta de 10% a 12%, isso implica a exigência de ter um superávit primário de 1,3% a 2,2% do PIB. Este valor implicará um esforço de ajuste importante, dada a existência de fatores de contenção fiscal de tipo *once and for all*, que somados devem atingir quase 2% do PIB em 1998.

ABSTRACT This article discusses what the condition of stability of the net debt/GDP ratio should be, in the case of the Brazilian economy. It is shown that, with a public debt of 30% of GDP, a GDP growth rate in the range of 4% to 5% per year and "seignorage" revenues of 0.1% of GDP, Public Sector Borrowing Requirements (PSBR) in the operational concept must be limited to 1.3%/1.5% of GDP, in order to avoid the net debt of going above the mentioned proportion of 30% of GDP. With a real gross interest rate between 10% and 12%, this target requires a primary surplus of 1.3% to 2.2% of GDP. This value will demand an important adjustment, due to the existence of fiscal repression factors of *once and for all* type, amounting to almost 2% of GDP in 1998.

* O autor agradece os comentários de dois pareceristas anônimos desta revista, que naturalmente ficam isentos de responsabilidade pelo conteúdo da versão final do trabalho.

** Da Gerência de Macroeconomia do BNDES.

1. Introdução

O conjunto de medidas fiscais anunciado pelo governo em novembro de 1997 – em resposta à crise do Sudeste Asiático e face aos seus efeitos sobre o risco que correm as aplicações feitas nas economias emergentes – visou alcançar uma melhora expressiva no resultado primário do setor público brasileiro, isto é, excluindo o pagamento de juros.¹ A discussão acerca do significado dessas medidas deve levar em conta qual é a meta fiscal que se deseja atingir, dado um certo valor da relação dívida líquida do setor público/PIB – ou, simplesmente, dívida pública/PIB –, que se pretenda manter constante ou evitar que venha a aumentar.

Nos últimos anos, a trajetória do déficit público, medido pelas Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), deu origem a uma certa literatura acerca das perspectivas da evolução da dívida pública, em um contexto de desequilíbrio fiscal [Giambiagi (1996), Velloso (1997) e Werneck e Bevilacqua (1997)].² Nesses estudos, seja por se trabalhar com um déficit público exógeno, seja por se calcular o resultado do mesmo a partir de parâmetros específicos referentes às variáveis de receita e despesa, a dívida pública é tratada como variável endógena.

No presente trabalho, onde essa relação causal é invertida, o objetivo central é discutir qual deve ser a condição de estabilidade da relação dívida líquida/PIB, no caso brasileiro. Por “condição de estabilidade” entende-se o valor da relação resultado primário do setor público/PIB que deve ser estabelecido como “alvo” (*target*), para que a variável dívida pública/PIB tenha uma trajetória estável ou declinante. Para isso, dada uma certa relação dívida pública/PIB, constrói-se uma “grade” de resultados para diferentes níveis de taxa de juros real e de taxa de crescimento da economia. Por sua vez, a mesma lógica serve para identificar qual a relação NFSP/PIB associada a cada um desses casos.

O tema objeto deste artigo tem uma certa importância para as atividades do BNDES. De fato, o conjunto de medidas anunciadas pelo governo federal em novembro de 1997 afetou o BNDES de várias formas: primeiro, pela

1 O setor público corresponde ao universo formado pelo governo central (governo federal, Previdência Social e Banco Central), estados, municípios e empresas estatais (federais, estaduais e municipais).

2 No restante deste trabalho, as NFSPs são entendidas no conceito operacional, isto é, excluindo a parcela dos juros nominais correspondente ao ajuste por inflação da dívida interna (“correção monetária” implícita da dívida doméstica).

apropriação, por parte do Tesouro, do lucro integral da Instituição; segundo, pela perspectiva de um possível aumento – ainda que temporário – da taxa de desemprego, o que tende a gerar maiores demandas de ações sociais compensatórias, nas quais a Área Social do Banco tem atuado intensamente; e, terceiro, pela necessidade de melhorar o resultado da balança comercial, o que tem levado o Banco a destinar uma proporção crescente dos seus desembolsos para o apoio à atividade exportadora. Conseqüentemente, é válido vislumbrar qual será a realidade fiscal de longo prazo, já que ela vai determinar o contexto em que o Banco deverá atuar nos próximos anos.

O texto encontra-se dividido em cinco seções. Depois desta introdução, apresentam-se os fatos estilizados da situação fiscal brasileira recente. Posteriormente, mostram-se os resultados da relação dívida pública/PIB, na presença de diferentes níveis da relação NFSP/PIB, seguindo a lógica dos trabalhos antes citados. A Seção 4, que constitui a razão de ser do artigo, discute quais são as condições para que a relação dívida líquida do setor público/PIB tenha uma trajetória não-crescente. Por último, sintetizam-se as principais conclusões.

2. A Situação Fiscal Brasileira: Fatos Estilizados

Nesta seção, analisa-se a evolução recente das contas públicas no Brasil. Faz-se uma espécie de “radiografia” do resultado fiscal de 1997, sintetizam-se as medidas fiscais adotadas pelo governo em novembro daquele ano, avalia-se a importância dos fatores de “repressão fiscal”, que deverão desaparecer no futuro próximo,³ e por último discute-se qual o provável valor futuro da taxa real de juros.

As Contas Públicas em 1997

O resultado das contas públicas em 1997 consta da Tabela 1, onde há três elementos que nos parece que merecem ser destacados:⁴

a) a continuidade da deterioração do resultado primário, iniciada em 1994;

3 Por “repressão fiscal” entende-se o conjunto de fatores que geram algum aumento de receita e/ou de contenção de gasto, fatores esses, porém, de natureza temporária (once and for all), o que significa dizer que o déficit “permanente”, isto é, aquele que se verificaria na ausência dessa “repressão”, é maior que o déficit efetivamente observado, medido pelas NFSPs.

4 A rigor, o fato de maior repercussão relacionado ao resultado fiscal de 1997 foi a extraordinária piora registrada entre novembro e dezembro, muito superior à prevista. Porém, optamos por não alongar a discussão desse ponto. Primeiro, porque no resultado anual esse efeito fica algo diluído e, segundo, porque não há dados disponíveis mais específicos sobre estados e municípios, os principais responsáveis pela piora fiscal registrada no final do ano.

TABELA 1

Necessidades de Financiamento do Setor Público: Conceito Operacional – 1995/97

(Em % do PIB)

COMPOSIÇÃO	1995	1996	1997
Governo Central			
Receita Total	18,31	17,49	18,41
(–) Transferências a Estados e Municípios	2,83	2,74	2,90
Receita Líquida	15,48	14,75	15,51
Despesas Não-Financeiras	14,95	14,73	15,22
Pessoal	5,61	5,25	4,96
Previdência Social	5,04	5,30	5,54
Abono Salarial/Seguro-Desemprego	0,53	0,53	0,53
Programa de Operações Oficiais de Crédito (POOC)	0,27	0,14	0,19
Outras Despesas do INSS	0,24	0,22	0,19
Outras Despesas de Custeio/Capital (OCC)	2,46	2,64	3,04
Despesas Não-Transitadas	0,80	0,65	0,58
Despesas Extraordinárias ^a	0,00	0,00	0,19
Resultado dos Fundos Regionais ^b	0,00	0,00	- 0,06
Erros e Omissões ^b	0,02	- 0,35	0,59
Déficit Primário ^c	- 0,51	- 0,37	0,24
Juros Reais	2,26	2,00	1,49
Déficit Operacional	1,75	1,63	1,73
Estados e Municípios			
Déficit Primário	0,18	0,55	0,77
Juros Reais	2,19	1,28	1,52
Déficit Operacional	2,37	1,83	2,29
Empresas Estatais			
Déficit Primário ^c	0,06	- 0,07	- 0,07
Juros Reais	0,80	0,39	0,35
Déficit Operacional	0,86	0,32	0,28
Setor Público			
Déficit Primário ^c	- 0,27	0,11	0,94
Juros Reais	5,25	3,67	3,36
Déficit Operacional	4,98	3,78	4,30

Fontes: Para a desagregação dos dados do governo central, Ministério da Fazenda (Secretaria de Política Econômica). Para os demais dados, incluindo o resultado agregado do governo central, Banco Central.

^aInclui securitização da dívida agrícola, emissão de TDAs etc. Corresponde à diferença entre o OCC da STN e as "outras despesas" da Secretaria de Política Econômica.

^bUm resultado positivo (negativo) implica um aumento (redução) das NFSPs.

^c(-) = superávit.

b) o extraordinário aumento das “outras despesas de custeio e capital” (OCC) do governo central, que com isso acumularam um aumento real de mais de 30% em apenas dois anos, usando como deflator o deflator implícito do PIB; e

c) o resultado da conta de “erros e omissões” do governo central, que apresentou um “delta” de piora fiscal de 0,9% do PIB entre 1996 e 1997.⁵

À margem disso, cabe notar a queda do gasto com pessoal, em função da ausência de reajustes, e a continuidade do aumento da despesa previdenciária em 1997 – efeito defasado do reajuste de benefícios superior à inflação, decidido em 1996 e com impacto em metade do ano de 1997.

As Medidas Fiscais de Novembro

Em face da necessidade de compensar, mediante uma melhora primária, o aumento dos juros em 1998, o governo editou em novembro um conjunto de medidas fiscais, resumidas na Tabela 2.

O mencionado “pacote” de medidas abrange as três esferas de governo – União, estados e municípios e empresas estatais – e contém medidas de ajuste referentes tanto às receitas como às despesas. As medidas mais importantes foram: o aumento do Imposto de Renda (IR); os cortes de despesas (da União e das empresas estatais); a redução do valor real da folha de salários do funcionalismo (por conta da ausência de reajuste, em um contexto de inflação positiva); a elevação da Tarifa Externa Comum (TEC) do Mercosul em três pontos percentuais; e a elevação do preço da gasolina.⁶

Por outro lado, ao diminuir a taxa de crescimento da economia estimada para 1998 (de 4%), conforme se previa na proposta orçamentária original, para algo em torno de 1,5%, a receita líquida do governo federal – que antes das medidas de novembro era da ordem de 15,5% do PIB – sofrerá uma erosão compensatória de, aproximadamente, $(0,040 - 0,015) \times 0,155 \times$

5 Esta rubrica de “erros e omissões” ou de “discrepância estatística” capta a diferença entre o resultado primário do governo central “acima da linha”, ou seja, resultante do cotejo de receitas e despesas, calculado pela Secretaria de Política Econômica, e aquele apurado “abaixo da linha”, sob a ótica do financiamento, nas estatísticas do Banco Central. O dado corresponde à soma de todos os fatores não explicados que afetam a estatística oficial de déficit público do governo central, divulgada pelo Banco Central. Como o resultado mudou de sinal, a diferença entre a “contribuição” dessa rubrica entre um ano e outro foi significativa.

6 Este último item gera vários efeitos simultâneos, pois permite à União apropriar-se de receitas específicas (FUP e FUPA) e, adicionalmente, aumenta a receita da Petrobrás e leva esta a pagar mais IR e a distribuir mais dividendos à União, na qualidade de acionista majoritária. No caso do IR da pessoa física, estamos assumindo que o mesmo seja permanente e não apenas temporário, como originariamente foi anunciado.

TABELA 2

Impacto das Medidas Fiscais do Governo Editadas em Novembro de 1997^a

(Em R\$ Bilhões de Novembro de 1997)

ITEM	IMPACTO OFICIALMENTE PREVISTO
Governo Federal	12,0 (13,5)
Despesas	5,3
Cortes OCC	2,2
Redução do Valor Real das Despesas com Pessoal	1,5
Revisão de Contratos	0,6
Outros	1,0
Receitas	6,7 (8,2)
Aumento do Imposto de Importação	1,4
Apropriação FUP/FUPA (Aumento dos Derivados)	1,2
Aumento do IRPF	1,2 (0,6)
Aumento do IR na Fonte (Aplicações Financeiras)	(3,0) ^b
Apropriação de Dividendos dos Bancos Oficiais	1,0
Aumento do IPI	0,8 (0,6)
Redução de Incentivos Fiscais	0,6 (0,3)
Aumento da Taxa de Embarque	0,5 (0,1)
Empresas Estatais	5,7
Despesas	3,0
Reprogramação de Investimentos	2,1
Redução de Gastos de Custeio	0,9
Receitas	2,7
Adicional de Receita da Petrobrás	1,8
Adicional de Impostos	0,6
Adicional de Dividendos	0,3
Estados e Municípios	2,0
Redefinição dos Limites de Crédito ao Setor Público	2,0
Total	19,7 (21,2)

Fonte: Ministério da Fazenda.

^aOs números entre parênteses representam uma estimativa própria, após as mudanças ocorridas na votação das medidas originais.^bInclui uma estimativa de R\$ 2 bilhões de receita once and for all da tributação do estoque de aplicações financeiras no início de 1998.

R\$ 890 bilhões = R\$ 3,4 bilhões, a preços de novembro de 1997.⁷ Consequentemente, o impacto líquido das medidas fiscais sobre o resultado primário, à luz da Tabela 2 e do cálculo acima, pode ser estimado em $(21,2 - 3,4) = \text{R\$ } 17,8$ bilhões, ou 2% do PIB.

A Existência de Fatores de Contenção Fiscal *once and for all*

Por outro lado, o resultado das contas públicas a médio prazo deverá ser negativamente afetado pela existência, nas contas de 1998, de quatro fatores de aumento de receita/contenção de gasto, que deverão desaparecer a partir de 1999: a receita da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF); a natureza temporária de parte do aumento do IR sobre aplicações financeiras do “pacote” de novembro de 1997; a receita de concessões da telefonia celular; e os efeitos do Fundo de Estabilização Fiscal (FEF).

A CPMF – que inicialmente vigoraria apenas em 1997 –, mesmo prorrogada para 1998, desaparecerá a partir de janeiro de 1999. Parte da receita de IR sobre aplicações financeiras, da mesma forma, vale só para o ano em curso. Por sua vez, a receita de concessões ainda terá certa relevância até o ano 2000 – por conta do pagamento das últimas *tranches* da telefonia celular –, mas deixará de existir posteriormente. Por último, a redução das transferências constitucionais imposta pelo FEF às vinculações de 1998 deixará de se verificar a partir do ano 2000.⁸

O efeito combinado desse conjunto de circunstâncias, tomando como referência de comparação a previsão a respeito dos resultados fiscais de 1998, será o seguinte:

a) a receita da União irá diminuir em torno de 1,4% do PIB: 0,9% do PIB pelo fim da CPMF; 0,3% do PIB pelo esgotamento da receita de concessões; e 0,2% do PIB pelo fim da parcela *once and for all* da tributação das aplicações financeiras; e

b) a receita líquida do governo sofrerá uma erosão adicional de 0,4% do PIB – já computando o aumento das transferências aos municípios em 1998, em relação à que vigorava na versão anterior prevalecente até junho de 1997 –, devido ao aumento das transferências, uma vez que o FEF acabar.

7 O PIB de 1998, a preços de novembro de 1997, é estimado em R\$ 890 bilhões.

8 O FEF vale apenas até 31 de dezembro de 1999.

Em consequência, posteriormente à melhora fiscal comentada na seção anterior, haverá uma piora compensatória de magnitude similar, da ordem de 1,8% do PIB, em relação a 1998, em função dos fatores *once and for all* já comentados e que, ao desaparecerem, deixarão de contar para a geração de superávit primário do setor público.⁹ Por outro lado, o desempenho fiscal dos estados e municípios será negativamente afetado em 1998 pelo fato de que os estados terão uma receita de privatização que poderão usar para a realização de gastos que afetam as NFSPs. Admitindo que, em 1998, metade dos R\$ 12 bilhões (aproximadamente) arrecadados com as privatizações estaduais sejam usados para abater dívidas e que a outra metade (isto é, 0,7% do PIB) seja gasta, ao desaparecer essa fonte de recursos, o resultado primário de estados e municípios melhoraria na mesma magnitude. Se nada for feito, então, isso significa que, *partindo dos números observados em 1997, o resultado primário permanente do setor público, depois do ano 2000, seria próximo de zero*, ao computar, de um lado, o ganho do “pacote” fiscal de novembro (2% do PIB) e o fim dos gastos associados a privatizações estaduais (0,7% do PIB) e, de outro, a perda relacionada com a extinção dos fatores temporários de contenção fiscal (1,8% do PIB).¹⁰

O Valor da Taxa Real de Juros

A Tabela 3 mostra a evolução da taxa de juros (*over*/Selic) nos anos 90.¹¹ A taxa real média Selic foi de 19% a.a. no período 1991/97, oscilando entre um mínimo de 4% e um máximo de 34% e atingindo 16% no ano passado.¹²

Nesse contexto, não há como definir com muita precisão o que poderia ser uma taxa de juros “normal” para a economia brasileira no futuro. Em 1998,

9 Estamos supondo que todo o aumento das transferências, que implicam uma receita das unidades que recebem esses recursos, se transformará em um aumento concomitante do gasto dessas unidades.

10 Cabe lembrar que o déficit primário do setor público de 1997 foi de 0,9% do PIB.

11 A taxa de 1991 foi relativamente baixa, por conta da grande aceleração inflacionária que se sucedeu ao Plano Collor II (de janeiro daquele ano) e que, tendo sido mais intensa que a esperada, implicou juros reais, calculados ex-post, baixos e até negativos em alguns meses. Entretanto, a partir do último trimestre daquele ano, os juros reais passaram a ser fortemente positivos, o que se refletiu no dado do ano seguinte.

12 É difícil identificar um ano “normal” no período considerado. O ano inicial de 1991 foi afetado pela forte aceleração inflacionária que se sucedeu ao frustrado plano de estabilização de janeiro e pelo choque de juros do último trimestre do ano, adotado para evitar uma clara ameaça de hiperinflação – associada a uma intensa demanda por divisas –, após a qual começou o processo de acumulação de reservas internacionais, que eram então de menos de US\$ 10 bilhões. O ano de 1992 foi marcado pela incerteza política ligada ao impeachment do então presidente da República. Em 1993, o novo presidente exerceu forte influência no sentido de que a taxa de juros fosse diminuída. Em 1994, o lançamento do Plano Real motivou a adoção de uma política de juros reais elevados, comum na primeira fase de uma estabilização. Em 1995, quando se esperava que os juros caíssem, o país sofreu uma perda importante de reservas no início do ano, por causa do “efeito tequila” da crise do México, e os juros tiveram que subir, para atrair capitais externos. Em 1996, os juros caíram, mas no final de 1997, quando se esperava que continuassem a diminuir, ocorreu a contração da liquidez internacional provocada pela crise da Ásia, levando a um novo aumento da taxa de juros.

TABELA 3

Taxa Real de Juros no Brasil: Selic – 1991/97

(Em % a.a.)

ANO	TAXA REAL DE JUROS
1991	3,6
1992	34,1
1993	7,1
1994	24,4
1995	33,1
1996	16,6
1997	16,4

Fonte: Banco Central. Deflator: IGP-DI centrado.

contudo, tudo indica que haverá uma taxa de juros que não se espera que prevaleça por muito tempo e que deverá ceder, após a normalização dos mercados e a recuperação da liquidez internacional. A taxa de juros real bruta Selic deverá ser da ordem de 20% no ano em curso e provavelmente próxima de 17% em 1999.¹³

A taxa de juros, a princípio, está diretamente correlacionada com:

- a) a alíquota de IR na fonte nas aplicações financeiras, principalmente aquela incidente sobre as aplicações estrangeiras;
- b) a desvalorização esperada, supondo que a política cambial se mantenha;
- c) o risco de que ocorra uma descontinuidade da política cambial (risco cambial); e
- d) o nível de risco-país.

Mantida a alíquota de IR constante, o aumento da taxa de juros em 1998 em relação a 1997 pode ser interpretado como o resultado da combinação dos fatores *b* a *d*: a manutenção da desvalorização nominal, em um contexto de queda da inflação, implica uma desvalorização real maior, ao mesmo tempo que a confiança na manutenção da política cambial foi negativamente afetada pela crise da Ásia e que o nível de risco-país – medido pela taxa de juros externa adicional paga nos mercados externos sobre os títulos do

¹³ Supondo uma taxa de juros nominal mensal de 1,6% ao mês – similar à prevalecente antes da crise de outubro –, ou 21% a.a. e uma inflação de 3%.

Tesouro dos Estados Unidos de prazos equivalentes – aumentou. A expectativa do governo, contudo, é de que esses três fatores atuem favoravelmente no futuro, já que: *a)* a desvalorização real anual tenderia a cair, à medida que a taxa de câmbio for melhorando; *b)* o risco de máxi ou mididesvalorização do real diminuiria pelo mesmo motivo (ocorrência de uma desvalorização gradual ao longo de alguns anos); e *c)* o risco-país acompanharia a queda da relação déficit em conta corrente/PIB. De qualquer forma, a médio prazo a queda da taxa de juros encontrará um piso, dado, de um lado, pelo risco-país e, de outro, pela remuneração mínima da caderneta de poupança (0,5% ao mês, ou 6,2% ao ano). À luz dessas considerações, nas diversas simulações feitas no restante do trabalho considera-se como referência para a taxa de juros real bruta de longo prazo, no Brasil, uma faixa de 10% a 12% a.a.¹⁴

3. Trajetória da Relação Dívida Pública/PIB na Presença de Diferentes Níveis de Déficit

A Tabela 4 mostra o que aconteceria com a evolução da dívida líquida do setor público – excluindo a base monetária –, partindo de um nível desta de 30% do PIB, na presença de diferentes níveis das NFSPs como proporção do PIB.¹⁵ Em todos os casos, supõe-se um crescimento da economia de 5% a.a. e um financiamento monetário de 0,1% do PIB. A dívida, a cada período t , corresponde ao valor da dívida passada, acrescida do déficit em t , deduzida a parcela do financiamento desse déficit através de moeda.¹⁶ A rigor, a dívida é também afetada pela privatização – desde que os recursos desta se destinem ao abatimento daquela –, mas este fenômeno não será levado em conta aqui diretamente, para isolar os efeitos relacionados apenas ao crescimento da economia e ao nível do déficit.¹⁷

14 No caso brasileiro, para calcular o rendimento líquido, deve-se subtrair o IR na fonte, correspondente a 15% do rendimento nominal da aplicação. Toma-se como referência, aqui, a taxa sobre as aplicações de residentes no exterior, que estão determinando, na prática, a evolução da taxa de juros no Brasil, principalmente após a crise de liquidez internacional associada aos problemas das economias asiáticas.

15 A dívida líquida do setor público, excluída a base monetária, foi de 31% do PIB em 1997.

16 Note-se que, *ceteris paribus*, a relação dívida/PIB é uma função inversa do crescimento do PIB. Para um déficit e um fluxo de emissão monetária nulos, um crescimento real do PIB de 5% faz com que uma dívida inicial de 30% do PIB diminua para 28,6% do PIB. Assim, a trajetória da relação dívida/PIB ao longo do tempo vai depender do fato de até que ponto o déficit fiscal compensa ou não essa tendência à perda de importância relativa da dívida passada, em um contexto de crescimento.

17 Implicitamente, porém, a privatização é considerada, ao adotar um parâmetro de relação inicial dívida pública/PIB algo inferior ao que existe atualmente, face à perspectiva de que a privatização permita uma pequena redução desse coeficiente nos próximos dois anos – apesar do déficit elevado.

TABELA 4

Evolução da Dívida Líquida do Setor Público ao Longo do Tempo para Diferentes Níveis da Relação NFSP/PIB

(Em % do PIB; crescimento da economia = 5% a.a.; dívida inicial = 30% do PIB)

ANO	NFSP				
	1,0	1,5	2,0	2,5	3,0
0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
1	29,5	29,9	30,5	31,0	31,5
2	29,0	29,9	30,9	31,9	32,9
3	28,5	29,9	31,3	32,8	34,2
4	28,0	29,9	31,8	33,6	35,5
5	27,6	29,9	32,1	34,4	36,7
6	27,2	29,8	32,5	35,2	37,8
7	26,8	29,8	32,9	35,9	38,9
8	26,4	29,8	33,2	36,6	40,0
9	26,1	29,8	33,5	37,2	41,0
10	25,7	29,8	33,8	37,9	41,9

Note-se que a diferença entre os casos extremos da tabela é significativa: uma relação NFSP/PIB da ordem de 3% do PIB levaria a dívida pública a aumentar mais de 10 pontos do PIB em 10 anos, atingindo 42% do PIB. Inversamente, a queda do déficit para 1% do PIB permitiria diminuir a dívida até 26% do PIB no mesmo período. Note-se, também, que a tabela sugere que há um nível de relação NFSP/PIB da ordem de 1,5% do PIB, no qual o coeficiente dívida pública/PIB mantém-se constante, à medida que o crescimento reduz a importância da dívida passada e comporta a emissão de dívida nova, sem implicar o crescimento daquele coeficiente.

4. A Condição de Equilíbrio da Trajetória do Endividamento Público: Algumas Simulações

Esta seção constitui a razão de ser do artigo. Nela, mostram-se quais são as condições para que a relação dívida líquida do setor público/PIB tenha uma trajetória não-crescente. Explicam-se, a seguir, as fórmulas utilizadas, cujos resultados são mostrados e discutidos na subseção seguinte.¹⁸

¹⁸ Para uma resenha dos argumentos sobre debt sustainability, ver García (1997) e Perry (1997). Para uma discussão acerca desses temas, referente ao caso brasileiro, ver Rossi (1987).

As Fórmulas Utilizadas

A seguir, procura-se identificar as relações resultado primário do setor público/PIB e NFSP/PIB consistentes com a estabilidade da relação dívida líquida do setor público/PIB.¹⁹ Parte-se da definição das NFSPs, como resultado da diferença entre a despesa de juros reais líquidos do setor público (J) e o superávit primário do mesmo (SP):²⁰

$$NFSP = J - SP \quad (1)$$

onde o fluxo de juros é uma função da taxa real bruta – incluindo IR na fonte – de juros (i), incidente sobre a dívida líquida (D) defasada de um período:²¹

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

Ao mesmo tempo, o financiamento do déficit público é dado pelo “delta” de base monetária (B), ou “senhoriagem” – correspondente ao fluxo de emissão nominal dessa variável – e pela colocação líquida de nova dívida pública (D), conforme:²²

$$NFSP = \Delta B + \Delta D \quad (3)$$

onde, admitindo que a relação dívida líquida do setor público/PIB seja constante e que o PIB cresça a uma taxa real y , a taxa de crescimento real da dívida é igual à do PIB e, portanto:

$$\Delta D = y \cdot D_{(-1)} \quad (4)$$

O produto da economia, evidentemente, é:

$$Y = Y_{(-1)} \cdot (1 + y) \quad (5)$$

19 A formulação adotada segue uma lógica similar à apresentada em Giambiagi (1997) para o setor externo, em que se calcula o coeficiente déficit em conta corrente/PIB compatível com a estabilidade da relação entre o passivo externo do país e o PIB.

20 No trabalho, o conceito de “juros reais líquidos” desconta os juros recebidos pelo setor público sobre os ativos financeiros em seu poder. O conceito, porém, representa ao mesmo tempo uma despesa bruta de juros, no sentido de que inclui – ou seja, não desconta – o IR pago pelos detentores de títulos públicos e que é uma das fontes da receita do governo. A variável J de (1) corresponde à linha de “juros reais do setor público” da Tabela 1.

21 O símbolo (-1) indica defasagem.

22 O conceito de dívida líquida utilizado no trabalho exclui a base monetária.

Definem-se as relações superávit primário do setor público/PIB e senhoria-gem/PIB, respectivamente, como:

$$p = SP/Y \quad (6)$$

e:

$$s = \Delta B/Y \quad (7)$$

Substituindo (2) em (1), (4) em (3), igualando (1) e (3) e dividindo por (5), conclui-se então, após alguns algebrismos, que:

$$p = d \cdot (i - y)/(1 + y) - s \quad (8)$$

onde, para qualquer período de tempo:

$$d = D/Y \quad (9)$$

Note-se que p é uma função direta de d e i e inversa de y e s : quanto maior (menor) a dívida pública e a taxa de juros e menor (maior) o crescimento da economia e/ou a emissão monetária para financiar parte do déficit, maior (menor) terá que ser o superávit primário a ser alcançado para evitar que a relação dívida pública/PIB aumente.

Por sua vez, define-se a relação entre as NFSPs e o PIB como:

$$f = NFSP/Y \quad (10)$$

Substituindo (4) em (3) e dividindo (3) por (5), tem-se, então, por (10):

$$f = d \cdot y/(1 + y) + s \quad (11)$$

Como se pode ver, f é independente tanto do resultado primário como da taxa de juros e é afetado apenas por d , y e s . Quanto maiores (menores) forem a dívida pública, o crescimento da economia e a senhoria-gem, maior (menor) poderá ser o déficit público. Uma dívida pública maior e um crescimento maior da economia "comportam" um déficit público maior, sem afetar o coeficiente dívida pública/PIB, enquanto uma emissão de senhoria-gem maior também evita que se pressione esse coeficiente.

A seguir, dada uma certa relação dívida pública/PIB (d) e um determinado valor para a senhoria-gem como proporção do PIB (s), define-se uma "grade" de resultados para p em (8), em função de diferentes combinações de taxa

real de juros (i) e de taxa de crescimento da economia (y). Da mesma forma, obtém-se também o resultado de f em (11).

Os Resultados

A Tabela 5 mostra os resultados da equação (8), que permite calcular o superávit primário requerido para a estabilidade da relação dívida líquida do setor público/PIB em 0,30 (30% do PIB). Nessa tabela, bem como no restante desta seção, supõe-se, da mesma forma que na Tabela 4, a existência de uma senhoriagem de 0,1% do PIB ($s = 0,001$). A Tabela 6 repete o exercício, porém com uma relação dívida líquida do setor público/PIB de 0,35 (35% do PIB).

Nos intervalos realisticamente relevantes no Brasil a médio prazo, admitindo um crescimento real da economia de 4% a 5% a.a. e uma taxa real anual bruta de juros, incidente sobre a dívida líquida, de 10% a 12%, o superávit primário teria que atingir de 1,3% a 2,2% do PIB (para um dívida pública de 30% do PIB) e de 1,6% a 2,6% do PIB (se a dívida for de 35% do PIB). Se a taxa real de crescimento da economia aproximar-se de 5% e se a taxa real de juros cair até níveis próximos a 10%, o superávit primário de equilíbrio poderia localizar-se perto do limite inferior desses intervalos.

Partindo do que foi dito no final do terceiro item da Seção 2 (p. 10), de que, mantido o *status quo*, o resultado primário permanente do setor público, depois do ano 2000, seria próximo de zero, conclui-se que isso seria inconsistente com uma trajetória não-crescente da relação dívida pública/PIB (Tabela 5). Por algum tempo, a dívida pública pode até mesmo cair

TABELA 5

Superávit Primário em Relação ao PIB, em Condições de Estabilidade da Relação Dívida/PIB, como Função da Taxa de Crescimento do PIB e das Taxas de Juros

(Em %; $d = 0,30$; $s = 0,001$)

TAXA REAL DE JUROS (i)	TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (y)			
	3,0	4,0	5,0	6,0
8,0	1,36	1,05	0,76	0,47
10,0	1,94	1,63	1,33	1,03
12,0	2,52	2,21	1,90	1,60
14,0	3,10	2,78	2,47	2,16
16,0	3,69	3,36	3,04	2,73
18,0	4,27	3,94	3,61	3,30
20,0	4,85	4,52	4,19	3,86

TABELA 6

Superávit Primário em Relação ao PIB, em Condições de Estabilidade da Relação Dívida/PIB, como Função da Taxa de Crescimento do PIB e das Taxas de Juros

(Em %; $d = 0,35$; $s = 0,001$)

TAXA REAL DE JUROS (i)	TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (y)			
	3,0	4,0	5,0	6,0
8,0	1,60	1,25	0,90	0,56
10,0	2,28	1,92	1,57	1,22
12,0	2,96	2,59	2,23	1,88
14,0	3,64	3,27	2,90	2,54
16,0	4,32	3,94	3,57	3,20
18,0	5,00	4,61	4,23	3,86
20,0	5,68	5,28	4,90	4,52

ligeiramente, como proporção do PIB, devido à privatização – principalmente, do governo federal –, mas depois que esta se esgotar o mencionado coeficiente voltaria a aumentar.

A Tabela 7 mostra os resultados da aplicação da equação (11), que permite calcular a relação NFSP/PIB consistente com a estabilidade da relação dívida pública/PIB, para diferentes níveis desta e do crescimento do PIB.

Cabe destacar, diante da eventual alegação de que as estatísticas oficiais de dívida pública no Brasil não captam a existência de passivos ocultos (*hidden liabilities*), ou “esqueletos”, tais como a dívida do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que, para mesmos níveis de crescimento da economia, uma dívida maior permite *aumentar* o déficit público consistente com a estabilidade da relação dívida/PIB, como fica claro comparando entre si as duas linhas da Tabela 7.

TABELA 7

Déficit Público (NFSP) em Relação ao PIB, em Condições de Estabilidade da Relação Dívida/PIB, como Função da Taxa de Crescimento do PIB e da Relação Dívida/PIB

(Em %; $s = 0,001$)

DÍVIDA (% do PIB)	TAXA DE CRESCIMENTO REAL DO PIB (y)			
	3,0	4,0	5,0	6,0
30	0,97	1,25	1,53	1,80
35	1,12	1,45	1,77	2,08

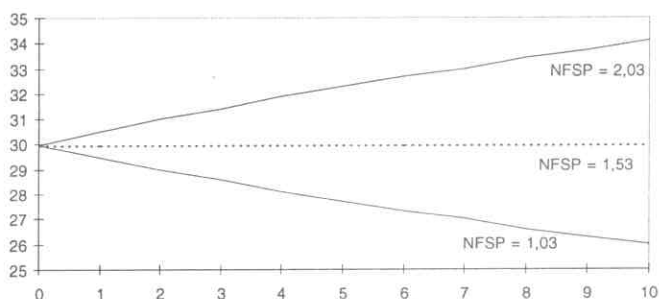
Para níveis de dívida pública de 30% a 35% do PIB e um crescimento do PIB de 4% a 5% a.a., o déficit operacional consistente com a estabilidade do coeficiente dívida pública/PIB é de 1,3% a 1,8% do PIB. Especificamente, com uma dívida líquida de 30% do PIB e a economia crescendo 5% a.a., as NFSPs devem ser de 1,53% do PIB para que a dívida se mantenha em 30% do PIB.

No Gráfico 1, de forma análoga ao que é feito na Tabela 4, partindo de uma dívida pública de 30% do PIB, mostra-se a trajetória dessa dívida como percentagem do PIB, em um horizonte de 10 anos, para diferentes cenários da relação NFSP/PIB, supondo uma senhoriagem de 0,1% do PIB e um crescimento real da economia de 5% a.a. Adotam-se três cenários: no primeiro, toma-se como referência as NFSPs no valor mencionado de 1,53% do PIB, que mantêm a dívida pública constante em 30% do PIB, na Tabela 7, quando a economia cresce 5% a.a.;²³ nos outros dois cenários, consideram-se valores das NFSPs 0,5 ponto do PIB acima e abaixo desse valor. Note-se que mudanças relativamente modestas nas NFSPs, de meio ponto do PIB para baixo ou para cima da condição de equilíbrio, geram dívidas significativamente diferentes entre si no final da projeção, em um caso de 26% e no outro de 34% do PIB, indicando a elevada sensibilidade da dívida ao resultado fiscal.

GRÁFICO 1

Trajetória da Dívida Pública em Diferentes Cenários da Relação NFSP/PIB

(Em % do PIB)



²³ O Gráfico 1, da mesma forma que o Gráfico 2, a ser explicado a seguir, consta desta seção e não da Seção 3 – onde figuram os resultados da relação dívida/PIB para diferentes níveis de déficit – porque para a sua elaboração era preciso primeiro gerar os resultados das Tabelas 5 e 7.

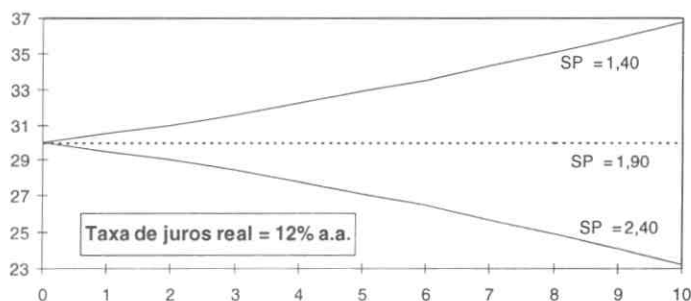
O Gráfico 2 mostra um fenômeno parecido com o do Gráfico 1, porém supondo que o coeficiente constante não é a relação NFSP/PIB e sim o resultado primário, admitindo uma taxa de juros real de 12% a.a. De fato, no Gráfico 1, supôs-se implicitamente que, sendo a dívida variável e o déficit constante, haveria um movimento primário compensatório do maior ou menor pagamento de juros, comparativamente ao caso em que a dívida é constante como proporção do PIB. Admitindo, alternativamente, que o superávit primário seja constante, as mudanças da relação dívida líquida do setor público/PIB refletem-se em cheio na conta de juros e, consequentemente, na relação NFSP/PIB e na própria trajetória da dívida pública.²⁴

Note-se que, para tomar um parâmetro específico, como, por exemplo, uma taxa real de juros de 12% ao ano, o superávit primário associado ao caso em que *a*) a dívida inicial é também de 30% do PIB (como no Gráfico 1), *b*) a economia cresce 5% ao ano e *c*) a senhoriagem corresponde a 0,1% do PIB, é de 1,90% do PIB, conforme a Tabela 5. Admitindo que este superávit primário mantenha-se no cenário básico, os dois cenários alternativos do Gráfico 2 mostram os casos em que este superávit muda 0,5 ponto do PIB acima e abaixo desse valor, para 2,40% e 1,40% do PIB, respectivamente. As diferenças entre um e outro caso são mais significativas do que as

GRÁFICO 2

Trajetória da Dívida Pública em Diferentes Cenários da Relação Superávit Primário/PIB

(Em % do PIB)



24 A rigor, isso também tenderia a mudar a taxa de juros exigida pelos compradores de títulos públicos, mas esse efeito é aqui ignorado para simplificar o raciocínio e isolar o impacto específico que está sendo avaliado. Se aquele fato fosse levado em conta, as diferenças entre as trajetórias extremas da relação dívida pública/PIB, no Gráfico 2, seriam maiores ainda.

mostradas no Gráfico 1, pois neste caso a mudança na conta de juros não é compensada por alterações equivalentes no resultado primário, produzindo efeitos cumulativos que geram uma carga de juros cada vez menor (maior), devido ao declínio (crescimento) da relação dívida/PIB. Consequentemente, após 10 anos, a diferença do valor da dívida como percentagem do PIB entre um caso extremo e outro, que no Gráfico 1 é de oito pontos do PIB, atinge 14 pontos do PIB, já que, quando o superávit primário aumenta de 1,90% para 2,40% do PIB, a dívida passa de 30% para 23% do PIB, 10 anos depois, enquanto que, quando o superávit primário cai para 1,40% do PIB, a dívida aumenta até 37% do PIB.

Do que foi dito decorre a necessidade de não se deixar levar por análises que tendem a enfatizar a “pequena importância” de algumas medidas que implicam relaxar os cuidados com a situação fiscal, já que, embora tais mudanças possam não provocar um impacto inicial grande – no caso acima, “apenas” 0,5% do PIB –, elas têm um efeito cumulativo expressivo sobre a dívida – no mesmo caso, 7% do PIB, após um período de 10 anos.

5. Conclusões

Os números apresentados no trabalho permitem concluir que:

- a) para que a dívida líquida do setor público conserve-se estável em torno de 30% do PIB, com um crescimento da economia de 4% a 5% a.a. e um fluxo de emissão monetária de 0,1% do PIB, as NFSPs devem ficar limitadas ao intervalo de 1,3% a 1,5% do PIB (Tabela 7);
- b) para uma taxa real bruta de juros de 10% a 12% a.a., o superávit primário do setor público consolidado, associado a uma dívida pública de 30% do PIB, deve ser de 1,3% a 2,2% do PIB (Tabela 5);
- c) a partir de 1998, o resultado primário do setor público será afetado por duas forças de sinal contrário: de um lado, o “delta” fiscal associado às medidas de ajuste de novembro de 1997, com impacto estimado em 2% do PIB; e, de outro, o fim dos efeitos de medidas contencionistas de tipo *once and for all*, somando 1,8% do PIB; paralelamente, pode-se estimar que, com o fim das privatizações, cuja receita ou parte está sendo gasta, os estados melhorariam seu resultado primário em torno de 0,7% do PIB; conseqüentemente, considerando que o déficit primário do setor público consolidado em 1997 foi de 0,9% do PIB, o resultado primário “permanente” a partir do final da década pode ser considerado próximo de zero; e

d) dada uma meta fiscal de superávit primário de 1,3% a 2,2% do PIB – conforme explicado em *b* – e o resultado “permanente”, mantido o *status quo*, próximo de zero – conforme explicado em *c* –, conclui-se que a necessidade de novos ajustes para melhorar o resultado primário é similar a essas metas primárias de 1,3% a 2,2% do PIB.

Parte desse esforço de ajuste deverá vir da aprovação pelo Congresso da reforma administrativa, a qual permitirá que as diversas unidades da Federação limitem o gasto com o funcionalismo em 60% da receita disponível. A Tabela 8, que permite ter alguma idéia, ainda que vaga, a respeito dos efeitos desse fato, mostra o comprometimento do gasto com pessoal em relação à receita em cada um dos estados, que deverão ser os principais beneficiários da aprovação da referida reforma. A última coluna da tabela mostra qual seria a meta de ajustamento se o limite de 60% for respeitado, o que implicaria um corte de 13% do gasto com pessoal dos estados. Do benefício fiscal a ser obtido, porém, devem ser deduzidos os gastos com o aumento da despesa de juros, resultante da dívida a ser gerada por ocasião do pagamento das indenizações a quem for demitido.

O gasto com o pagamento de ativos e inativos, em nível estadual, situa-se próximo de 7% do PIB, conforme dados das Contas Nacionais. Um corte de 13% sobre esse valor geraria um aumento do superávit primário de aproximadamente 0,9%.²⁵ Por outro lado, para o cálculo do aumento dos juros, resultante das indenizações, é necessário adotar algumas hipóteses. Foi suposto que a indenização equivale ao pagamento de 10 salários a cada um dos $(4.124.989 - 3.586.815) = 538.174$ funcionários passíveis de afastamento. O salário de referência, por sua vez, a preços de 1997, foi considerado igual ao resultado da divisão de 7% do PIB de R\$ 862 bilhões pelo pagamento de 13 remunerações mensais no ano a cada um dos 4.124.989 indivíduos ativos e inativos da Tabela 8, o que corresponde a um valor mensal de R\$ 1.125 *per capita*. Este valor, multiplicado por 10 salários a serem recebidos por 538.174 indivíduos, gera um pagamento *once and for all* de R\$ 6,1 bilhões. Admitindo que os estados não tenham tais recursos, eles então aumentariam a sua dívida nesse montante, o que, a uma taxa de juros real de 12%, engordaria a despesa de juros em um valor da ordem de R\$ 0,7 bilhão/ano, ou 0,1% do PIB. Consequentemente, o ganho fiscal da

25 Cabe lembrar, porém, que há estados que, mesmo com a reforma administrativa aprovada, terão dificuldades para se enquadrar, pelo elevado comprometimento da folha de pagamentos com os inativos. Como o corte, por definição, só incide sobre os ativos, a viabilidade do mesmo é inversamente proporcional à participação dos inativos no total da folha de pagamentos. Por outro lado, os cálculos a serem feitos não levam em conta os benefícios fiscais que resultam da definição de um teto salarial de remuneração, o que permitirá reduzir os gastos com os salários elevados. A hipótese implícita dos cálculos é que essas duas omissões se compensem mutuamente.

TABELA 8

Gasto com Pessoal e Comprometimento da Receita

ESTADO	COMPROMETIMENTO DA RECEITA (%)	ATIVOS E APOSENTADOS (Número de Pessoas)	
		Número Atual	Com Limite de 60%
Acre	68	32.500	28.676
Alagoas	78	45.496	34.997
Amapá	49	10.600	10.600
Amazonas	48	61.930	61.930
Bahia	57	187.597	187.597
Ceará	60	115.000	115.000
Distrito Federal	74	122.884	99.636
Espírito Santo	90	70.610	47.073
Goiás	65	136.380	125.889
Maranhão	54	97.291	97.291
Mato Grosso	76	45.063	35.576
Mato Grosso do Sul	62	51.000	49.355
Minas Gerais	78	476.000	366.154
Pará	68	116.768	103.031
Paraíba	59	96.719	96.719
Paraná	78	246.265	189.435
Pernambuco	72	164.345	136.954
Piauí	70	75.000	64.286
Rio de Janeiro	80	406.594	304.946
Rio Grande do Norte	73	93.000	76.438
Rio Grande do Sul	85	183.812	129.750
Rondônia	85	44.000	31.059
Roraima	18	21.000	21.000
Santa Catarina	81	120.081	88.949
São Paulo	61	1.020.962	1.004.225
Sergipe	65	49.959	46.116
Tocantins	43	34.133	34.133
Total		4.124.989	3.586.815

Fonte: Jornal do Brasil (28.11.97).

limitação do gasto a 60% das receitas, em função da reforma administrativa, seria de aproximadamente $(0,9 - 0,1) = 0,8\%$ do PIB.

Como a meta de ajuste foi estabelecida acima no intervalo de 1,3% a 2,2% do PIB, restariam então $(1,3 - 0,8) = 0,5\%$ a $(2,2 - 0,8) = 1,4\%$ do PIB, o que teria de ser obtido pela adoção de novas medidas de ajustamento na

esfera da União, que será a grande prejudicada pelo fim dos fatores excepcionais de contenção fiscal (CPMF, IR sobre o estoque de aplicações financeiras, receita de concessões e FEF). O detalhamento de como isso poderia ser conseguido foge aos limites deste trabalho. Entretanto, a simples observação do *boom* do gasto com as outras despesas de custeio e capital (OCC) do governo central, na Tabela 1, com um “delta” de 0,6% do PIB entre 1995 e 1997, sugere claramente qual deveria ser a rubrica principal sobre a qual teria que incidir o esforço de ajustamento.

Referências Bibliográficas

- GARCÍA, Valeriano. *The demand for base money and the sustainability of public debt*. Washington D.C.: World Bank, jun. 1997 (Policy Research Working Paper, 1.774).
- GIAMBIAGI, Fabio. Cenários para as contas públicas: 1996/2002. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 26, n. 2, p. 277-306, ago. 1996.
- _____. A condição de estabilidade da relação passivo externo líquido ampliado/PIB: cálculo do requisito de aumento das exportações no Brasil. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 101-118, dez. 1997.
- PERRY, Guillermo. *Deuda y sostenibilidad fiscal: ¿se repite la historia?* Trabalho apresentado no “Seminário Regional sobre Política Fiscal”. Santiago de Chile: Cepal, 27.01.97.
- ROSSI, José. A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 17, n. 2, p. 369-380, ago. 1987.
- VELLOSO, Raul. *Como acelerar o ajuste fiscal*. Trabalho apresentado no IX Fórum Nacional. Instituto Nacional de Altos Estudos (Inae), maio 1997.
- WERNECK, Rogério, BEVILAQUA, Afonso. *Fiscal-policy sustainability in Brazil*. Trabalho preparado para o programa de pesquisas sobre “Fiscal-Policy Sustainability in Latin America”. Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID)-PUC/RJ, maio 1997.