

Evolução e custo da dívida líquida do setor público: 1981/94*

FABIO GIAMBIAGI**

Este artigo destaca a evolução da dívida líquida do setor público brasileiro, que, surpreendentemente, não tem tido o merecido destaque no debate econômico no Brasil no período mais recente. O texto apresenta a trajetória dessa variável ao longo dos últimos 15 anos. Mostra-se que, contrariamente ao que é em geral admitido acerca da situação das contas públicas, a importância relativa da dívida pública, medida em relação ao PIB, depois de mais do que dobrar na primeira metade dos anos 80, quando chegou a ser de mais de 50% do PIB, caiu a menos da metade disso ao longo dos últimos 10 anos, sendo atualmente de menos de 25% do PIB. Este nível é similar ao do começo dos anos 80. Conclui-se que a queda da relação dívida pública/PIB e a possível continuidade da sua trajetória declinante nos próximos anos poderão provocar uma redução do peso dos juros no orçamento.

1 - Introdução

No início dos anos 80, os déficits elevados do setor público verificados no Brasil provocaram, como era de se esperar, um aumento significativo da relação dívida pública/PIB, gerando, entre outras coisas, um maior peso dos pagamentos de juros na despesa pública total e um crescente temor de que o governo estivesse a caminho de alguma forma de moratória, tanto externa — como na prática ocorreu, por alguns anos — como interna.

Embora a situação dos fluxos das finanças públicas tenha sido tema obrigatório de todas as discussões travadas acerca da situação conjuntural da economia brasileira desde então, o tema da evolução da dívida pública (*estoque*) praticamente deixou de merecer análises mais profundas na literatura acadêmica do país, no máximo permanecendo nas páginas de jornais ou em debates orais e mesmo assim, muitas vezes, de forma errada.¹

* O autor agradece os comentários de Maílson da Nóbrega, Fabio Barbosa, Paulo Yokota e de dois pareceristas anônimos a uma versão preliminar deste artigo. Como de praxe, a responsabilidade pelo conteúdo do texto é exclusivamente do autor.

** Do Depec/BNDES.

¹ Exemplo da confusão associada ao tratamento do tema foi o grande destaque concedido na imprensa ao aumento da dívida interna em poder do público entre 1991 e 1993, como se a dívida pública seguisse uma trajetória explosiva, quando na realidade o fato tinha como contrapartida uma queda equivalente da dívida em cruzados novos — que estavam sendo desbloqueados, após a retenção do Plano Collor — e da dívida externa líquida — pela acumulação de reservas cambiais.

Como exemplo sintético da avaliação predominante acerca da situação das contas públicas e do seu efeito, não só sobre a inflação, como também sobre a própria solvência do setor público a longo prazo, podem ser apresentadas as opiniões expressas nos anais editados por Cysne (1995) por um dos palestrantes de um recente seminário que tratou, entre outras coisas, das relações entre as políticas monetária e fiscal: “A superinflação brasileira foi produzida pela dinâmica interativa de um regime fiscal em desequilíbrio permanente, um regime de moeda passiva e um regime de indexação generalizada de preços, salário e câmbio” (p. 19), afirmação essa complementada depois pela idéia de que “a brutal elevação dos juros reais revela uma oferta primária de títulos públicos claramente excessiva face à demanda fluxo por *bonds* resultante do crescimento da renda permanente, produzindo uma crescente *public debt-national wealth ratio* e a conseqüente elevação do prêmio de risco após uma seqüência de calotes parciais via confiscos na correção monetária culminando no bloqueio de ativos de Collor” (p. 26).² Essa visão, como iremos ver no trabalho, contrasta claramente com a realidade do período 1985/94 e, especialmente, do período 1990/94, que mostra uma dívida pública declinante como proporção do PIB.³ Esse declínio, contudo, tem sido virtualmente ignorado no debate acadêmico e, surpreendentemente, não tem sido enfatizado sequer pelo próprio governo — em princípio, o maior interessado em provar as suas condições de solvência.

O objetivo deste trabalho é fazer um registro, na literatura, da evolução da dívida líquida do setor público ao longo de 1981/94. O texto se divide em seis seções. Após esta introdução, é feita uma síntese da evolução de alguns indicadores fiscais e monetários desde 1981. A seguir, é mostrada a trajetória da dívida líquida do setor público no período 1981/94, o que constitui a razão de ser do artigo. Na quarta seção, são apresentados os dados referentes aos encargos incidentes sobre aquela dívida. Posteriormente, em função das informações antes expostas, questiona-se a idéia de que exista um problema potencial de solvência do setor público. Por último, são condensadas as principais conclusões do artigo.

Cabe fazer a ressalva de que o fenômeno do qual o artigo trata — a queda da relação dívida pública/PIB — sofreu uma reversão no ano passado. De fato, embora ainda não se disponha dos dados finais, tudo leva a crer que em 1995 a dívida pública voltou a crescer como proporção do PIB, em conseqüência da mudança da situação fiscal, com a observação de um déficit público de quase 5% do PIB. O reconhecimento desse fato, de qualquer forma, não invalida a análise feita no trabalho, que se refere a um período anterior, embora obrigue a qualificar as conclusões da Seção 5, cuja validade depende da ocorrência de uma nova reversão na situação fiscal, com a recuperação do controle sobre o déficit, controle esse que em parte se perdeu em 1995.

2 A expressão “culminando no bloqueio de ativos de Collor” dá a impressão de que a análise se refere ao período concluído em 1990, quando ocorreu o mencionado bloqueio. Entretanto, o contexto da discussão e o fato de o seminário ter sido em dezembro de 1994 permitem supor que o palestrante fez observações que, segundo ele, continuariam sendo válidas em 1994.

3 Para um *survey* sobre o debate acerca das condições de estabilidade da dívida pública, ver Lerda (1987). Para uma análise referente ao caso brasileiro, com base nas condições vigentes em meados da década passada, ver Rossi (1987).

2 - Síntese dos resultados fiscais de 1981/94

Antes de analisar o caso brasileiro, é útil refletir, com base no quadro a seguir, acerca do impacto de diferentes combinações de Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) e de monetização destas, sobre a evolução da dívida pública. A monetização é medida pela senhoriagem, entendida como a diferença entre os valores nominais do estoque de base monetária no fim de períodos sucessivos. Trata-se, em outras palavras, do fluxo de variação nominal da base monetária ao longo do ano.⁴ Nesse quadro, no quadrante B a resultante da combinação de parâmetros é uma queda da dívida pública e, no quadrante C, um aumento da mesma. Nos quadrantes A e D, o sinal da variação da dívida pública é ambíguo e depende do grau em que o *déficit* público e a senhoriagem sejam “baixos” ou “altos” relativamente à outra variável.

Déficit e senhoriagem

		Senhoriagem	
		Baixa	Elevada
Déficit público	Baixo	A	B
	Elevado	C	D

A Tabela 1, a ser analisada junto com o quadro, apresenta alguns indicadores fiscais e monetários referentes a 1981/94. Podem ser identificados três períodos: o primeiro, de 1981 a 1984; o segundo, de 1985 a 1989; e o terceiro, de 1990 a 1994. Nessa tabela, o indicador fiscal é representado pelas NFSPs.

O primeiro período foi de *déficit* elevado e senhoriagem moderada — que, no caso do quadro anterior, será considerada baixa — gerando conseqüentemente uma grande pressão de endividamento público. O segundo, por sua vez, foi marcado pela continuidade dos *déficits* elevados, mas agora acompanhados de níveis de senhoriagem também

4 Naturalmente, há algum grau de arbitrariedade na definição do que seja uma senhoriagem “baixa” ou “elevada”. Como parâmetro de referência, tomamos os casos de países com inflação moderada retratados em Dornbusch e Fischer (1992). Na amostra analisada por eles, de diferentes países bastante heterogêneos, mas tendo em comum taxas de inflação da ordem de 10 a 30 % a.a., a senhoriagem média de alguns países, medida como proporção do PIB, conforme os períodos de inflação moderada, foi a seguinte: México — 1,9 % do PIB (1985/90); Colômbia — 1,8 % do PIB (1980/90); Brasil — 2% do PIB (1966/72); Indonésia — 2% do PIB (1972/78); e Espanha — 1,9% do PIB (1984/89). Nesse sentido, embora a inflação anual brasileira do começo dos anos 80 já fosse de três dígitos, o grau de senhoriagem em relação ao PIB não podia ser considerado muito alto.

TABELA 1

Indicadores fiscais e monetários — 1991/94

(Em % do PIB)

Ano	NFSP ^a	Senhoriagem ^b	C = A-B	Base monetária
	A	B		D
1981	6,3	1,6	4,7	2,8
1982	7,3	2,0	5,3	3,0
1983	3,3	1,4	1,9	2,5
1984	3,0	2,7	0,3	1,9
1985	4,7	2,5	2,2	1,7
1986	3,9	3,8	0,1	3,2
1987	5,9	2,9	3,0	2,1
1988	5,1	3,9	1,2	1,4
1989	7,4	5,5	1,9	1,2
1990	-1,4	5,2	-6,6	2,1
1991	0,2	3,0	-2,8	1,7
1992	2,8	3,7	-0,9	1,1
1993	1,3	3,5	-2,2	0,7
1994	-0,7	4,7	-5,6	1,3
1981/84	5,0	1,9	3,1	2,6
1985/89	5,4	3,7	1,7	1,9
1990/94	0,4	4,0	-3,6	1,4

FONTE: No caso das NFSPs, para 1981/82, Ministério da Fazenda (1986); para os demais anos, *Brasil — Programa Econômico e Boletim do Banco Central*. Para as variáveis monetárias, cálculos feitos com base no *Boletim do Banco Central*. Percentagens do PIB calculadas com base na série do PIB revista pelo IBGE.

^aConceito operacional. - = Superávit.

^bBase monetária nominal em 31/12/ano *t* menos a base monetária nominal em 31/12/ano (*t* - 1).

elevados, reduzindo, portanto, a colocação de novos títulos.⁵ E o terceiro, por último, teve NFSPs próximo de zero, mas ainda com uma senhoriação muito alta, implicando, conseqüentemente, uma monetização gradual da dívida pública. É interessante destacar que a receita de senhoriação da ordem de 4% do PIB dos últimos 10 anos foi obtida em um contexto no qual a moeda (base monetária) foi perdendo importância relativa, mas de forma assintótica, na medida em que não chegou a desaparecer, tendo sido, no “vale” mínimo da tendência hiperinflacionária dos anos 90, de 0,7% do PIB.

Pode-se dizer então, com base nesse mesmo quadro, que o Brasil, entre 1981/84 e 1990/94, passou no sentido anti-horário do quadrante C ao B do quadro, com um estágio intermediário em D no período da Nova República (1985/89). Isto é, o país começou a década de 80 com uma combinação de déficit alto e senhoriação moderada que gerou como resultado um grande aumento da dívida pública, enquanto, nos últimos anos, aconteceu exatamente o contrário, diminuindo, portanto, essa dívida. Esse fato pode ser entendido à luz das duas equações, muito simples, apresentadas a seguir. Sendo as NFSPs financiadas pela variação da base monetária (ΔB) e pelo aumento do endividamento líquido do setor público (ΔD), têm-se as NFSPs (conceito operacional) dadas por:⁶

$$NFSP = \Delta B + \Delta D \quad (1)$$

e, invertendo (1), sem a corrosão real da dívida a ser analisada na Seção 3, temos:

$$\Delta D = NFSP - \Delta B \quad (2)$$

Conseqüentemente, quando o fluxo de expansão da base monetária em um determinado ano for maior do que o déficit a ser financiado, a dívida pública, *caeteris paribus*, irá cair.⁸ Isto será melhor discutido na Seção 3 do trabalho.

5 Deve ser feita a ressalva de que, embora os períodos 1981/84 e 1985/89 tenham tido déficits similares, a trajetória ao longo de cada um dos períodos foi totalmente diferente: no início dos anos 80, o déficit público era extremamente elevado e diminuiu até 1984, enquanto, de 1985 em diante, ele aumentou significativamente.

6 Ao longo de todo o trabalho, quando aparecer a expressão “NFSP”, deverá ficar subentendido que se trata do conceito operacional.

7 É interessante registrar que a idéia de que a senhoriação pode abater dívida pública, da mesma forma que um aumento da receita, foi mencionada por um dos participantes do já citado seminário sobre política monetária editado por Cysne (1995), aludindo à existência de uma “(...) demanda fluxo por base [monetária] necessária à ‘monetização do crescimento’ cuja estimativa deveria constar no orçamento reforçando a coluna de receitas do Tesouro sob a rubrica de *seigniorage*” (p. 26).

8 Evidentemente, se houver superávit fiscal, a queda será maior ainda.

3 - Evolução da dívida líquida do setor público: 1981/94

É comum se associar a trajetória da dívida pública com os níveis observados de déficit das contas públicas. Entretanto, o impacto deste sobre aquela dependerá de como ele seja financiado, especificamente da proporção em que o mesmo seja coberto pela emissão monetária. De fato, conforme corretamente salientado por Pastore (1993), “(...) a dívida interna pode não ter um crescimento explosivo, ainda que a política fiscal seja fortemente expansionista, desde que o financiamento pela emissão de moeda impeça que ela adquira um crescimento não sustentável” (p. 2). O artigo de Pastore ajuda a esclarecer por que a relação dívida pública/PIB não explodiu ao longo da segunda metade dos anos 80. Em Garcia (1994), algumas das questões tratadas por Pastore são abordadas sob uma ótica similar:

“(...) the dynamics of the Brazilian megainflation are not driven by a need of financing a given budget deficit through seignorage as it is usually assumed in models of hyperinflation [Bruno and Fischer (1990)]. The provision of the domestic currency substitute slows down the currency substitution process that is always associated with hyperinflations. This makes possible for the government to collect seignorage for longer, although it has very little control on the amount it can collect. (...) The provision of the domestic currency substitute endogenize money supply, providing automatic sanction to any increase in money demand. *Prices increase money demand, and (...) eventually increase money supply, validating the initial price increase*” (p. 18-19, grifos nossos).⁹

Essa análise permite entender a relação de causalidade da variação da base monetária para a queda da dívida pública na equação (2).

O artigo mencionado de Pastore (1993) trata fundamentalmente das causas da inflação e dos regimes de política econômica seguidos no período por ele analisado e, no que diz respeito aos testes empíricos sobre a dívida pública, se detém em 1989. Portanto, o seu artigo não se propôs a fazer uma análise pormenorizada dos determinantes da mudança na posição do endividamento público, nem aborda a dinâmica da dívida pública nos anos 90. Falta-nos, portanto, explicar duas questões: *a*) por que, a partir de meados da década de 80, a dívida pública não apenas não aumentou, mas também caiu?¹⁰ e *b*) o que aconteceu depois de 1989? Ou, combinando os dois períodos, como se explica que, como

⁹ Para uma discussão sobre a passividade monetária, o *modus operandi* do Banco Central e a possibilidade de ter uma expansão monetária independente da situação fiscal, ver também Pastore (1994).

¹⁰ Em Pastore (1993), a dívida pública continua a crescer, embora sem uma trajetória explosiva, também na segunda metade dos anos 80. A diferença em relação aos nossos números explica-se fundamentalmente pelo fato de que Pastore mede a dívida interna em moeda constante e a dívida externa em moeda corrente, enquanto, no nosso caso, ambas as dívidas são medidas em moeda constante. Em termos fiscais, porém, o procedimento adotado por nós, que leva em conta a evolução da taxa de câmbio real, nos parece mais adequado, na medida em que uma desvalorização (valorização) real da moeda nacional gera um aumento (redução) real equivalente do peso dos juros da dívida externa pública. Para o leitor interessado, registre-se que a dívida externa líquida do setor público, em milhões de dólares correntes, foi de 69.914 (1985); 81.807 (1986); 91.944 (1987); 84.266 (1988); 87.859 (1989); 90.987 (1990); 91.428 (1991); 75.820 (1992); 65.386 (1993) e 52.814 (1994). O leitor pode comparar esses números com os da variável “Dívida externa em dólares constantes de 31.12.1994” da Tabela 2.

veremos a seguir, a relação dívida pública/PIB tenha sofrido uma queda relativa de mais de 50% nos últimos 10 anos?

Para isso, é útil observar os dados da dívida líquida do setor público das Tabelas 2 e 3, baseados no Apêndice.¹¹ O procedimento adotado na Tabela 2 foi o de inflacionar até 31/12/1994, com o IGP-DI centrado, os dados originais.¹² Na Tabela 3, os dados de fim de ano foram multiplicados pelo coeficiente (IGP-DI médio anual/IGP-DI centrado em 31/12) e divididos pelo PIB do ano.

O aspecto mais destacado das Tabelas 2 e 3 é que a dívida líquida do setor público, depois de ter sofrido um aumento relativo sistemático na primeira metade dos anos 80 — de menos de 25% do PIB no início da década até atingir 53% do PIB em 1984 —, começou a cair a partir daí até um nível inferior a 25% do PIB, similar àquele em que se encontrava em 1981. A importância disso será discutida na Seção 4 do trabalho. Por enquanto, o que nos interessa é entender as causas desse fenômeno, para o que é importante olhar a Tabela 4, que mostra a taxa de paridade da moeda nacional em relação ao dólar em final de período, definida como a relação índice de taxa de câmbio nominal de final de período/índice de preços centrado no fim do período.¹³

Podemos assim atribuir a queda da relação dívida pública/PIB a duas causas. A primeira é a senhoriação elevada, conforme já discutido. A segunda é a corrosão do valor real do estoque de dívida passada. Esta pode ser associada à evolução do patrimônio ou da dívida de um indivíduo, que depende não apenas de quanto ele gaste em relação à sua renda — “efeito-fluxo” —, mas também de como o patrimônio ou a sua dívida tiver se valorizado ou não em relação à média dos preços da economia — “efeito-estoque”. Um agricultor endividado no esquema de equivalência-produto, por exemplo, no final do ano t , pode ter uma dívida, em termos reais, menor no final de $(t + 1)$, mesmo sem ter feito qualquer amortização, se o produto cujo preço servir de indexador do seu passivo tiver sofrido uma queda do seu preço real. Esse efeito, por sua vez, no caso da dívida do setor público, divide-se no componente interno — pela corrosão do valor real da dívida interna — e no externo — pela corrosão do valor real da dívida externa.

A influência da senhoriação sobre o valor da dívida pública desde meados dos anos 80 até 1994 deve ser dividida em dois períodos claramente diferentes: 1985/89 e 1990/94 (ver Tabela 1). No primeiro, a senhoriação elevada explica por que a dívida não aumentou muito, apesar da ocorrência de déficits públicos sucessivos da ordem de 5%

11 Os dados referem-se ao fim de período.

12 Note-se que, no caso da dívida externa, a multiplicação dos dados originais em dólar pela taxa de câmbio da época e o posterior inflacionamento geram, após a divisão do resultado obtido pela taxa cambial de final de 1994, valores em dólares constantes desta data que podem ser totalmente diferentes dos valores originais em dólares correntes.

13 O dado mede apenas a evolução da relação da paridade moeda nacional/dólar e não deve ser confundido com um índice de taxa de câmbio efetiva real, definido este como o indicador de competitividade das exportações, que é afetado não apenas por aquela paridade, mas também pela inflação externa e pela mudança da cotação do dólar *vis-à-vis* as outras moedas fortes. Para ter uma dimensão da diferença entre os dois indicadores, destaque-se que, desde fins de 1984, quando US\$ 1 valia 3,15 marcos e 251 ienes, o dólar sofreu uma desvalorização da ordem de 100% em relação ao marco e de 150% em relação ao iene, fatos esses que a Tabela 4 não capta. Indiretamente, porém, esse efeito está incorporado na Tabela 3, na medida em que a dívida externa em outras moedas que não o dólar teve um aumento, quando avaliada em dólar.

TABELA 2

Dívida líquida do setor público — 1981/94

(Em US\$ milhões constantes de 31/12/1994)

Item	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Dívida interna ^a	56.502	76.736	97.025	116.969	131.214	120.300	124.965	131.735	139.349	100.841	79.085	109.778	114.015	106.161
Governo federal e Banco Central ^b	-995	197	15.539	34.374	36.983	18.239	9.209	16.886	46.571	2.555	-23.816	-3.732	5.798	16.704
Governos estaduais/municipais	21.089	28.603	28.046	30.032	33.150	35.149	37.755	34.854	33.605	36.037	38.945	52.525	53.203	58.395
Empresas estatais	36.408	47.935	53.440	52.563	61.080	66.913	78.001	79.984	59.173	62.250	63.956	60.986	55.014	31.063
Dívida externa	94.701	119.838	192.661	192.486	205.107	212.304	216.632	172.651	126.757	148.698	154.090	120.392	92.597	52.814
Governo federal e Banco Central	28.052	39.157	84.676	78.666	75.816	97.629	117.689	99.822	78.560	90.492	95.279	72.897	50.211	38.592
Governos estaduais/municipais	5.571	7.496	9.380	10.640	13.873	13.256	11.536	9.433	5.928	7.122	7.097	7.003	6.523	2.140
Empresas estatais	61.078	73.185	98.605	103.181	115.418	101.419	87.406	63.396	42.269	51.084	51.714	40.492	35.863	12.082
Total governo federal e Banco Central	27.057	39.354	100.215	113.040	112.799	115.868	126.898	116.708	125.131	93.046	71.463	69.165	56.009	55.296
Total governos estaduais/municipais	26.659	36.099	37.427	40.671	47.024	48.405	49.291	44.287	39.533	43.159	46.041	59.528	59.726	60.534
Total empresas estatais	97.486	121.121	152.044	155.743	176.498	168.332	165.407	143.391	101.442	113.334	115.670	101.478	90.877	43.145
Dívida líquida setor público	151.203	196.574	289.686	309.455	336.321	332.605	341.596	304.386	266.106	249.540	233.175	230.171	206.612	158.975

FONTES: Brasil — Programa Econômico e Relatório do Banco Central, vários números.

NOTA: Os dados anteriores a 1994 foram divididos por 2.750 (correspondente à relação real/cruzeiro real).

^a Exclui base monetária.

^b O saldo pode ser negativo, devido ao fato de o volume de créditos ser maior que o de passivos.

TABELA 3

Dívida líquida do setor público — 1981/94

Item	(Em % do PIB)													
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Dívida interna ^a	8,8	11,6	16,6	20,1	19,6	16,2	17,3	19,7	20,4	16,4	12,6	17,6	17,8	16,4
Governo federal e Banco Central ^b	-0,2	0,0	2,7	5,9	5,5	2,5	1,3	2,5	6,8	0,4	-3,8	-0,6	0,9	2,6
Governos estaduais/municipais	3,3	4,3	4,8	5,2	4,9	4,7	5,2	5,2	4,9	5,8	6,2	8,4	8,3	9,0
Empresas estatais	5,7	7,2	9,1	9,1	9,1	9,0	10,8	12,0	8,6	10,1	10,2	9,8	8,6	4,8
Dívida externa	14,8	18,1	32,9	33,2	30,6	28,6	30,0	25,8	18,5	24,1	24,5	19,3	14,4	8,1
Governo federal e Banco Central	4,4	5,9	14,5	13,6	11,3	13,2	16,3	14,9	11,5	14,7	15,2	11,7	7,8	5,9
Governos estaduais/municipais	0,9	1,1	1,6	1,8	2,1	1,8	1,6	1,4	0,9	1,2	1,1	1,1	1,0	0,3
Empresas estatais	9,6	11,0	16,8	17,8	17,2	13,7	12,1	9,5	6,2	8,3	8,2	6,5	5,6	1,9
Total governo federal e Banco Central	4,2	5,9	17,1	19,5	16,8	15,6	17,6	17,4	18,3	15,1	11,4	11,1	8,7	8,5
Total governos estaduais/municipais	4,2	5,4	6,4	7,0	7,0	6,5	6,8	6,6	5,8	7,0	7,3	9,5	9,3	9,3
Total empresas estatais	15,3	18,3	26,0	26,8	26,3	22,7	22,9	21,4	14,8	18,4	18,4	16,2	14,2	6,6
Dívida líquida setor público	23,7	29,7	49,5	53,3	50,2	44,9	47,3	45,5	38,9	40,5	37,1	36,8	32,2	24,5

FONTES: Brasil — Programa Econômico e Boletim do Banco Central, vários números.

^a Exclui base monetária.

^b O saldo pode ser negativo, devido ao fato de o volume de créditos ser maior que o de passivos.

TABELA 4

Índice de paridade: fim de período — 1981/94

(Base: fim de 1980 = 100,0)

Ano	Índice	Ano	Índice	Ano	Índice
1981	100,2	1986	103,0	1991	66,8
1982	98,2	1987	93,5	1992	62,9
1983	122,6	1988	81,3	1993	56,1
1984	121,0	1989	57,2	1994	39,6
1985	116,4	1990	64,8		

FONTE: Banco Central, Fundação Getúlio Vargas.

NOTA: O índice de paridade em final de período é definido como E/P , onde E é o índice de taxa de câmbio nominal em 31 de dezembro e P é o índice de preços (IGP-DI centrado no final de dezembro).

do PIB, mas não por que a dívida caiu.¹⁴ Já no segundo período, em que a senhoriação foi largamente superior às NFSPs, a monetização gradual da dívida pública que isso implicou certamente explica parte substancial da queda dessa variável.

A corrosão do valor real do estoque passado da dívida interna — que, de qualquer forma, variou também em função da colocação ou do resgate líquido de títulos — ocorreu até 1988, devido à metodologia de apuração dos dados por parte do Banco Central, combinada com a prática de juros reais negativos, quando calculados *ex-post*.¹⁵ Até aquela data, o Banco Central considerava como despesa de juros “reais”, no conceito operacional, a parcela da remuneração nominal que excedesse a correção monetária. Como esta, porém, não acompanhava a inflação efetiva, devido à freqüente subindexação dos títulos, parte da remuneração dita “real” — isto é, adicional à correção monetária — era apenas uma compensação pela erosão do valor real da dívida. Conseqüentemente, no conceito “abaixo da linha”, parte da dívida era “comida” sem uma correspondência com um abatimento feito com superávits “acima da linha”. A partir de 1989 a metodologia do Banco Central mudou e passou a mensurar o fluxo operacional de juros com base em um índice de preços *ad hoc* de fim de período inicialmente o chamado “IPC de $(t + 1)$ ” e, nos últimos anos, o IGP-DI centrado. Dessa forma, depois de 1988, o efeito decorrente

¹⁴ Isto porque a senhoriação foi significativamente maior que nos anos anteriores, mas continuou sendo inferior ao déficit.

¹⁵ Este tema voltará a ser tratado na Seção 4 do texto.

de eventuais divergências entre o indexador dos títulos públicos e a inflação efetiva passou a afetar o próprio valor da despesa de juros “acima da linha”.¹⁶

No caso da dívida externa, à luz da Tabela 4, a partir de meados dos anos 80 o denominado “efeito-estoque” deve ser dividido em três períodos: 1985/89; 1990/91 e 1992/94, ao longo dos quais o índice da tabela caiu, posteriormente aumentou e depois voltou a cair, em todos os casos de forma sistemática — isto é, sem oscilações, na posição de final do ano — em cada um dos três períodos individualmente considerados. Cabe destacar, de qualquer forma, que este não foi o único efeito incidente sobre a evolução da dívida externa nos últimos 10 anos. Dois outros são especialmente importantes. O primeiro foi a mudança de composição da dívida pública, com a alteração na posição respectiva das dívidas interna e externa, devido à acumulação de reservas internacionais, que passaram de US\$ 9 bilhões no começo da década de 90 para US\$ 36 bilhões em dezembro de 1994, diminuindo, portanto, a dívida externa líquida e pressionando, *caeteris paribus*, a dívida interna, para “enxugar” o efeito monetário decorrente da monetização da entrada de recursos. E o segundo, foi o acordo da dívida externa, que gerou um cancelamento desta da ordem de US\$ 5 bilhões. Medida em dólares correntes, entre o fim de 1987 — quando a dívida externa, em termos reais, começou a cair, como mostra a Tabela 2 — e dezembro de 1994, a dívida externa líquida do setor público teve uma queda relativa de 43%, diminuindo de US\$ 91.944 milhões, em 1987, até US\$ 52.814 milhões, sete anos depois. Além disso, é importante destacar que a queda da dívida externa líquida atribuível à relação câmbio/preços domésticos — supondo que essa relação não volte aos níveis anteriores —, longe de ser apenas um simples capricho estatístico, tem efeitos reais duradouros, uma vez que implica uma queda permanente da despesa de juros do setor público.

À guisa de conclusão, pode-se dizer que, entre 1984 — pico da relação dívida/PIB — e 1989, a queda da dívida pública total, apesar da ocorrência de déficits públicos elevados, se deveu à combinação de uma senhoriagem elevada com a corrosão da dívida pública, associada à subindexação da dívida interna e do câmbio. Já no período 1990/94, em que pese o aumento da taxa de câmbio ter sido menor do que a variação dos preços, o fator predominante na queda da dívida total de 39% do PIB para menos de 25% do PIB foi o fato de a senhoriagem ter sido muito superior às NFSPs, que foram próximo de zero.¹⁷

O Banco Central só publicou dados mais detalhados da dívida líquida a partir de 1987. A Tabela 5 mostra a sua composição em 1994 e a compara com a de 1987. Essa tabela é útil para esclarecer por que, nas Tabelas 2 e 3, a dívida interna líquida do governo federal e Banco Central é negativa em alguns anos, devido ao fato de o volume de créditos ser maior que o de passivos.

16 Para uma análise da influência da subindexação dos títulos públicos sobre a dívida interna, ver Tanner (1994). Conforme destacado por ele, “(...) while the policy of implicit domestic default was not always the conscious or stated policy, it was, in hindsight, the effective policy (...). In hindsight, while inflation was not eliminated by reductions of indexation, the real value of the debt was kept from exploded” (p. 94). Embora sem chegar a comprometer as principais conclusões do artigo, infelizmente ele contém algumas impropriedades, talvez associadas à falta de informações específicas por parte do seu autor acerca da nossa realidade. Prova disso é, por exemplo, a afirmação de que o resultado fiscal de 1990 se deveu à privatização.

17 Se o índice de dezembro de 1994 da Tabela 4 fosse idêntico ao de 1989, a dívida externa líquida da Tabela 3 seria de 11,7% do PIB e a dívida líquida total do setor público passaria a 28,1% do PIB, ainda muito inferior ao dado de 1989.

TABELA 5

Composição da dívida líquida do setor público — 1987 e 1994

(Em % do PIB)

Item	1987	1994
Dívida interna ^a	17,3	16,4
Governo federal e Banco Central	1,3	2,6
Dívida mobiliária junto ao público	10,0	11,0
Depósitos no Banco Central	1,8	2,6
Créditos/recursos do Banco Central junto a instituições financeiras	-10,5	-6,0
Recursos Previdência Social	0,0	-0,4
Arrecadação a recolher	-	-0,2
Entidades autônomas	-	0,4
Aviso MF-30	-	-2,1
Títulos de privatização ^b	-	0,4
Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	-	-1,8
Recolhimento especial remunerado	-	0,2
Outros créditos	-	-1,3
Dívida assumida pela União (Lei 8.727/93)	-	1,3
Créditos da União (Lei 8.727/93)	-	-1,5
Governos estaduais e municipais	5,2	9,0
Dívida mobiliária	1,8	4,6
Fora do Banco Central	n.d.	1,9
No Banco Central	n.d.	2,7
Operações líquidas junto ao sistema financeiro	3,4	2,9
Títulos em Tesouraria	-	-0,1
Aviso MF-30	-	0,5
Dívida renegociada (Lei 8.727/93)	-	1,1
Empresas estatais	10,8	4,8
Operações líquidas junto ao sistema financeiro	11,4	2,8

(continua)

Item	1987	1994
Empreiteiros e fornecedores	0,1	0,1
Carteira de empresas estatais	-0,7	-0,4
Debêntures	-	0,4
Aviso MF-30	-	1,6
Dívida renegociada (Lei 8.727/93)	-	0,4
Dívida externa	30,0	8,1
Total	47,3	24,3

FONTES: *Brasil-Programa Econômico e Boletim do Banco Central*.

^aExclui base monetária.

^bRefere-se aos certificados de privatização (CP), dívida vencida e renegociada e títulos de dívida agrária.

n.d.: Não-disponível.

4 - O custo financeiro do endividamento interno e externo

A Tabela 6 mostra a evolução dos dois principais parâmetros que afetam o custo do endividamento: a taxa de juros real interna e a *libor*. A primeira, porém, conforme destacado na Seção 3, não foi o indicador efetivo de taxa de juros antes de 1990, inicialmente porque o fator utilizado era a taxa que excedia a correção monetária — que, na prática, ficava aquém da inflação efetiva — e, depois, porque o deflator das taxas de juros era o IPC de $(t + 1)$, enquanto na Tabela 6 é utilizado o IGP-DI centrado.¹⁸ De qualquer forma, na Tabela 6 adota-se o IGP-DI centrado como deflator, por entender que é um indicador adequado, do ponto de vista do aplicador, independentemente de qual tenha sido o critério adotado pelo Banco Central no passado para calcular o fluxo de juros na apuração das NFSPs.

¹⁸ A coleta de preços do IPC do IBGE referente ao mês t era iniciada no dia 16 do mês $(t - 1)$ e ia até o dia 15 do mês t , de modo que o índice oficial de t estava centrado, *grosso modo*, em torno do final de $(t - 1)$. Conseqüentemente, a melhor *proxy* do índice de preços diário no final do mês t era o IPC de $(t + 1)$. Pelo mesmo motivo, no caso do Índice Geral de Preços da Fundação Getúlio Vargas, na medida em que a coleta do IGP-DI vai do início ao fim do mês, a melhor *proxy* para o índice de preços diário do final do mês t é o IGP-DI centrado no final desse mês, definido como a média geométrica do IGP-DI dos meses t e $(t + 1)$.

TABELA 6

Taxa de juros: over efetivo real e libor — 1981/95

(Em %)

Ano	Taxa de juros real — <i>over</i> efetivo	<i>Libor</i>
1981	-2,9	16,8
1982	8,7	13,6
1983	-4,0	9,9
1984	8,4	11,2
1985	9,9	8,7
1986	3,5	6,8
1987	-15,0	7,3
1988	-5,0	8,1
1989	19,0	9,3
1990	-4,9	8,3
1991	3,6	6,1
1992	34,1	3,9
1993	7,1	3,4
1994	24,4	5,1
1995	33,1	6,0
Média 1981/90	1,3	10,0
Média 1991/95	19,8	4,9

FONTE: Banco Central.

Nota: *Over* real — taxas de rendimento nominais acumuladas no ano e deflacionadas pelo IGP-DI centrado. *Libor* — taxa semestral anualizada (em dólares), média anual.

Há três aspectos especialmente relevantes da Tabela 6:

a) a observação de taxas de juros reais domésticas negativas em cinco dos 10 anos que vão de 1981 a 1990, gerando, portanto, um rendimento médio real de apenas 1,3% a. a. para os aplicadores;

b) a mudança inequívoca de comportamento da autoridade monetária — em parte, refletindo a resistência dos agentes em emprestar para o governo — a partir do início dos anos 90, desde quando a taxa real não foi negativa em um único ano e a taxa média anual foi de quase 20%;¹⁹ e

c) a queda para metade da *libor* entre a década passada e a primeira metade da década atual.

O Banco Central adotou, a partir dos dados de 1991, uma nova forma de apresentação dos dados das NFSPs, que permite conhecer a desagregação do fluxo de despesa líquida de juros em juros da dívida interna e juros da dívida externa, desagregação essa que até então não era feita. Além disso, os dados das NFSPs desagregados conforme o resultado primário e o pagamento de juros só estão disponíveis a partir de 1985. Portanto, não é possível saber qual era a despesa de juros do setor público antes de 1985. Para tentar calcular os dados desagregados referentes à despesa de juros de 1985/90, neste artigo nos valem de um cálculo próprio da despesa de juros com a dívida externa, a fim de deduzir esse fluxo da despesa total de juros e chegar assim, residualmente, à despesa com juros da dívida interna.²⁰ A relação entre a despesa líquida de juros da dívida externa do setor público (JE) e o PIB (Y) foi obtida com base na seguinte fórmula:

$$JE/Y = (i_e + s) \cdot d_{e(-1)} \cdot c / (1 + y) \quad (3)$$

onde i_e é a taxa de juros externa (*libor*), s é o *spread* pago pelo país, d_e é a relação dívida externa líquida do setor público/PIB, y é a taxa de crescimento real do PIB, o símbolo (-1) indica defasagem de um período e c é um fator de ajuste que capta a mudança do peso real dos encargos externos, associada à evolução cambial do índice da Tabela 4, porém com outro período, conforme:

$$c = (1 + e) / (1 + p) \quad (4)$$

onde e e p medem as taxas de variação da taxa de câmbio nominal e do índice de preços (IGP-DI) entre 31 de dezembro de $(t-1)$ e a média do ano t . Conseqüentemente, a partir da informação referente à despesa total de juros da dívida pública (J), o fluxo de juros internos (J_I) desta, comparado com o PIB, dado (3), é igual a:

$$(J_I/Y) = (J/Y) - (JE/Y) \quad (5)$$

¹⁹ Quando se considera o período 1992/95, excluindo 1991, ainda afetado pelas baixas taxas de juros no começo desse ano, a taxa média sobe para 24,2%.

²⁰ Optou-se por esse caminho e não pelo oposto — calcular os juros da dívida externa e chegar aos juros da dívida interna por resíduo — pelo fato de a dívida externa ser mais homogênea em termos da incidência de taxa de juros, ao passo que a dívida interna, como mostra a Tabela 5, tem muitos componentes heterogêneos, com taxas de juros diferenciadas entre si e cuja composição variou muito ao longo do tempo, de modo que o cálculo seria não apenas mais complexo, mas também, provavelmente, bastante impreciso, gerando, portanto, um resultado igualmente impreciso para o resultado residual a ser encontrado, referente aos juros externos.

Como i_e , $d_e(-1)$, c , y e (J/Y) são conhecidos, admitindo uma hipótese quanto ao valor de s , é possível chegar então ao valor de (5) sem problemas.²¹ Os resultados estão na Tabela 7. Nela, o procedimento adotado para o cálculo de (3) e (5) só foi utilizado para o período 1985/90.²² Os números referentes ao pagamento total de juros de 1985/94, bem como a sua desagregação de acordo com as três esferas do setor público — governo federal e Banco Central; estados e municípios; e empresas estatais — para todo o período

TABELA 7

Fluxo de despesa líquida de juros do setor público — 1985/94

(Em % do PIB)

Ano	Juros externos	Juros internos	Total	Governo central	Estados e municípios	Empresas estatais
1985	3,1	4,3	7,4	2,8	1,2	3,4
1986	2,2	4,0	6,2	2,4	1,0	2,8
1987	2,3	2,8	5,1	1,6	1,1	2,4
1988	2,5	3,0	5,5	2,1	0,9	2,5
1989	2,1	5,0	7,1	3,5	0,9	2,7
1990	1,8	-0,8	1,0	-1,0	0,8	1,2
1991	1,9	1,1	3,1	1,1	0,8	1,2
1992	1,4	2,1	3,5	1,8	0,7	1,0
1993	1,4	1,6	3,0	1,5	0,7	0,8
1994	0,6	3,2	3,8	1,5	1,5	0,8
1985/89	2,5	3,8	6,3	2,5	1,0	2,8
1990/94	1,4	1,5	2,9	1,0	0,9	1,0

FONTES: No caso da desagregação entre juros externos e internos, até 1990 (inclusive), cálculos do autor, conforme metodologia explicada no texto; de 1991 em diante, *Boletim do Banco Central*. No caso da desagregação por esferas do setor público, até 1990 (inclusive), Secretaria de Política Econômica (SPE), com base em informações do Banco Central; para 1991/94, *Boletim do Banco Central*.

21 Admitindo uma taxa de *spread* de 1%, que é acrescida à *libor* da Tabela 6.

22 Os valores utilizados para o coeficiente c de (4) foram 1,038 em 1985; 0,980 em 1986; 0,978 em 1987; 0,918 em 1988; 0,805 em 1989 e 0,969 em 1990.

1985/94 e a desagregação da despesa de juros entre juros internos e juros externos desde 1991 até 1994, são dados oficiais do Banco Central.²³

Observe-se que há uma queda de todos os componentes de juros entre 1985/89 e 1990/94. Por um lado, isso se deve à queda da *libor* e ao pagamento de juros reais excepcionalmente baixos em 1990 — no qual, inclusive, foram negativos — e 1991 por parte do governo central, por causa, fundamentalmente, da subindexação dos cruzados novos retidos. Porém, o menor pagamento de juros reflete também a queda da relação dívida/PIB anteriormente comentada, com os conseqüentes efeitos positivos a isso associados, em termos de redução das NFSPs.

5 - Existe um problema de solvência do setor público?

Nas palavras de Pastore (1993) e feita a ressalva que ele próprio faz, conforme reproduzido no primeiro parágrafo da Seção 3 do presente artigo, “se a longo prazo existir um particular tipo de equilíbrio fiscal, no qual déficits e superávits fiscais primários se alternem de tal forma que o valor presente de uma seqüência de déficits primários seja igual ao valor presente de uma seqüência de superávits primários, déficits que ocorram em um dado momento não terão efeitos inflacionários de primeira ordem de magnitude se forem financiados com dívida pública, e não com a expansão da base monetária. Mas se eles forem persistentes (...) a autoridade monetária não conseguirá, sozinha, evitar a inflação, porque o crescimento *ilimitado* da dívida pública a obrigará, mais cedo ou mais tarde, a financiá-los com expansão monetária” (p. 1-2, grifo nosso). A pergunta pertinente que cabe fazer é: o setor público brasileiro é insolvente nesse sentido, isto é, tem um desequilíbrio de fluxos entre receitas e despesas que tende a levar o seu estoque de dívida a crescer indefinidamente como proporção do PIB e, portanto, no limite, a causar uma explosão monetária?

Para responder a isso, é preciso ter em mente a condição de equilíbrio da relação dívida pública/PIB, representada pela equação:

$$f = d \cdot [(i - y)/(1 + y)] - s \quad (6)$$

onde f é o superávit primário do setor público medido como proporção do PIB, d é a relação dívida líquida do setor público/PIB, i é a taxa de juros média da dívida pública, y é a taxa de crescimento real da economia e s é a senhoriação medida também como proporção do PIB. Arredondando os valores de 1994 da Tabela 3, para valores das dívidas total, interna e externa líquidas do setor público de 24, 16 e 8% do PIB, respectivamente, e supondo crescimento econômico de 5%, senhoriação de 0,5% do PIB, taxa de juros

23 Os números diferem ligeiramente em relação aos apresentados em Barbosa e Giambiagi (1995) com dados até 1993, devido à mudança dos resultados fiscais de 1993 e à revisão da série histórica do PIB feita pelo IBGE.

real doméstica de 15% e custo externo em dólar (*libor + spread*) de 7%, tem-se uma taxa de juros média de 12,3% e, portanto, em função de (6), uma necessidade de superávit primário do setor público de 1,2% do PIB, para manter a relação dívida pública/PIB constante. Ora, esse é um valor inferior ao superávit primário médio de 1990/94 — de mais de 2% do PIB.²⁴

Por outro lado, a conta de juros do setor público tem assumido um valor claramente excepcional e deverá ter no futuro uma trajetória que, *caeteris paribus*, ajudaria a reduzir as NFSPs. Isto porque não se pode entender os níveis de taxas de juros de 1994 e 1995 como sendo um parâmetro que deverá repetir-se no futuro, mas apenas como um fenômeno associado à fase inicial de um plano de estabilização.²⁵ Embora também não se deva retornar às taxas de juros reais negativas dos anos 80, entre as taxas da década passada e as atuais há um espaço suficientemente grande para que seja perfeitamente realista imaginar uma situação intermediária, na qual as taxas de juros reais sejam muito inferiores às atuais, mas fortemente positivas.

A Tabela 8 apresenta alguns resultados básicos da equação que mede a relação entre os juros totais pagos pelo setor público e o PIB:

$$J/Y = (i_e + s) \cdot d_{e(-1)}/(1 + y) + i \cdot d_{i(-1)}/(1 + y) \quad (7)$$

onde os termos do primeiro componente à direita do sinal de igualdade são os mesmos que na equação (3), supondo ausência de mudança do índice de paridade — $c = 1$ —, i é a taxa de juros real interna, d_i é a relação dívida interna líquida/PIB e o símbolo (-1), como em (3), indica defasagem de um período. Foram novamente adotados valores de $(i_e + s)$, $d_{e(-1)}$, $d_{i(-1)}$ e y , de 7, 8, 16 e 5%, respectivamente, da mesma forma que no cálculo do resultado de f na equação (6). Assim, na Tabela 8, diferentes valores de i geram valores igualmente diferentes de (J/Y) na equação (7), que devem ser cotejados com os valores observados dessa variável na Tabela 7, na coluna de Total.

Em síntese, uma taxa de juros real interna de 10 a 15% geraria, dados os parâmetros mencionados, uma despesa de juros do setor público, associada à sua dívida total — interna + externa — de 2,1 a 2,8% do PIB, muito menor do que a despesa de juros de 1994, de quase 4% do PIB.

É preciso, porém, reconhecer que há passivos públicos ocultos que não constam da dívida apresentada nas Tabelas 2 e 3, o que poderia modificar a visão relativamente otimista que se pode depreender da observação da trajetória declinante da relação dívida/PIB exposta nessas duas tabelas.

24 O leitor pode obter o superávit primário de 1985/94, subtraindo a despesa total de juros da Tabela 7 do trabalho ao resultado das NFSPs da Tabela 1.

25 A taxa de juros real doméstica de 1992 da Tabela 6 também foi claramente excepcional e esteve associada à necessidade de evitar uma fuga de capitais e a hiperinflação, em um ano marcado pela grave crise política que culminou no *impeachment* do Presidente da República.

TABELA 8

Fluxo líquido de juros do setor público com diferentes taxas de juros domésticas

(Em % do PIB)

Taxa de juros real doméstica	Juros líquidos internos + externos do setor público
10	2,05
15	2,82
20	3,58

NOTA: Consideraram-se uma dívida líquida interna inicial de 16% do PIB e uma dívida líquida externa inicial de 8% do PIB. Admitiram-se uma taxa de juros externa (incluindo *spread*) em US\$ de 7% e um crescimento do PIB de 5%.

Quanto a este ponto, os três casos sempre mencionados são o Fundo de Compensação de Variação Salarial (FCVS), o FGTS e a dívida da Previdência Social. Desses, só o terceiro é um problema macroeconômico realmente grave. O FCVS é uma dívida cujo valor exato não é conhecido com precisão, mas que, na prática, tende a ter um deságio importante, de modo que os juros incidentes sobre a mesma, medidos como proporção do PIB, não são muito significativos.²⁶ Um raciocínio similar se aplica ao FGTS, com a diferença, em relação ao FCVS, de que é um passivo que o governo já vem pagando e que não será desagiado. De qualquer forma, trata-se de um passivo que, embora elevado em termos absolutos, será pago ao longo de décadas, de modo que o seu impacto sobre o caixa, ano a ano, será perfeitamente tolerável.

O grande problema é, de fato, o passivo atuarial da Previdência, porque, se nada for feito, a queda da relação ativos/inativos pode conduzir a um verdadeiro colapso do Estado brasileiro, pelo aumento do desequilíbrio previdenciário que, antes ainda do final da década atual, já se traduziria em um sério desequilíbrio de caixa. Conseqüentemente, trata-se de um problema grave, mas, por enquanto, apenas potencial, no sentido de que há tempo para que até o final da década atual se faça uma reforma que, através da modificação de certos parâmetros-chave do sistema — como o tempo de serviço e a idade-limite para aposentadoria — conserve o equilíbrio de caixa da Previdência pelas próximas duas ou três décadas.

²⁶ Tome-se o caso de uma dívida equivalente a, por exemplo, US\$ 40 bilhões. Trata-se de um número que impressiona ao leitor de jornal comum. Entretanto, admitindo que essa dívida tenha um deságio de 50%, para uma taxa de juros de 15% e supondo um PIB de US\$ 680 bilhões, o fluxo adicional de despesa de juros gerado pelo reconhecimento dessa dívida é de 0,4 % do PIB, o que, se não é desprezível, está longe de representar a fronteira entre a solvência e a falência de um setor público que arrecada em torno de 40% do PIB (incluindo a receita das empresas estatais).

Cabe fazer um comentário acerca do problema representado pelas dívidas estaduais e municipais. Na Tabela 3, destacou-se que a dívida do setor público caiu de 53% do PIB em 1984 para menos de 25% do PIB em 1994. Isso se deveu à diminuição da dívida do governo central — incluindo Banco Central — e das empresas estatais, de 46% do PIB em 1984 para apenas 15% do PIB em 1994. Na maior parte desse período, entretanto, a participação da dívida estadual e municipal na dívida líquida total do setor público aumentou sistematicamente (Tabela 9). Isso é mais um indício da necessidade de os estados e municípios ajustarem a situação das suas respectivas contas fiscais.²⁷

De qualquer forma, em que pesem os problemas anteriormente mencionados — o futuro da Previdência Social e a situação fiscal de estados e municípios —, é importante registrar que haveria algum espaço para o aumento futuro da relação dívida pública/PIB — em relação aos níveis de 1994 —, considerando que no Brasil ela é relativamente baixa, quando se levam em conta parâmetros internacionais (Tabela 10). Nesse caso, a dívida poderia aumentar no futuro, até se estabilizar em níveis maiores que os atuais, sem comprometer a viabilidade de longo prazo da contenção da inflação. O que aconteceu em 1995, quando a relação dívida/PIB aumentou, é consistente com esse raciocínio.

TABELA 9

Participação da dívida estadual e municipal na dívida líquida do setor público — 1987/94

(Em %)

Ano	Participação
1987	14,4
1988	14,5
1989	14,9
1990	17,3
1991	19,7
1992	25,9
1993	28,9
1994	38,1

FONTE: Tabela 2.

²⁷ A observação da Tabela 3 pode induzir o leitor a acreditar que o problema não é tão grave, pelo fato de a relação dívida/PIB estadual e municipal ter permanecido relativamente constante nos últimos anos daquela tabela, o que sugere que o fenômeno captado pela Tabela 9 deve-se à queda das dívidas das demais unidades do setor público. Entretanto, em 1995 a dívida de estados e municípios voltou a aumentar muito como proporção do PIB.

TABELA 10

Dívida pública líquida nos países da OECD — 1995

(Em % do PIB)

País	Dívida pública líquida
Itália	120,5
Canadá	64,2
Reino Unido	47,1
Alemanha	45,8
Estados Unidos	37,6
França	36,0
Japão	13,2
Média sete países	41,9
Média demais países OECD	60,2
Média total OECD	43,5

FONTE: Shigehara (1995), Tabela 1.

6 - Conclusões

A idéia de que o governo é um devedor não confiável e que por isso tem que pagar uma taxa de juros real *ex-ante* elevada na colocação dos seus títulos foi alicerçada durante anos em três constatações. Em primeiro lugar, na observação de déficits elevados, gerando uma perspectiva de explosão da relação dívida pública/PIB. Em segundo lugar, na trajetória efetivamente crescente dessa relação. E, em terceiro lugar, na verificação de taxas de juros reais *ex-post* — isto é, levando em conta a inflação efetiva — negativas, seja pela aceleração inflacionária e/ou pela subindexação implícita em caso de bloqueio compulsório dos recursos emprestados ao governo — como no Plano Collor I.

Tais premissas não combinaram com a realidade do período 1991/94. As NFSPs, depois de terem sido de mais de 5% do PIB, em média, durante a segunda metade dos anos 80, caíram para menos de 1% do PIB nos quatro anos acima mencionados. A dívida líquida do setor público, que tinha aumentado de menos de 25% do PIB no início dos anos 80 para mais de 50% do PIB em meados da década, tem caído de forma praticamente contínua como proporção do PIB e retornou em 1994 ao mesmo nível relativo de 15 anos antes. Por último, a taxa de juros real dos títulos públicos, que foi negativa em cinco dos 10 anos que vão de 1981 a 1990, com uma média de apenas 1% a.a., foi positiva em todos os anos desde 1991, atingindo 17%, em média, no período 1991/94.

Além disso, nos próximos anos, a trajetória da relação dívida pública/PIB deverá ser positivamente influenciada — no sentido de favorecer a sua queda — pela ação de um conjunto de fatores: a) a existência de uma senhoriagem da ordem, provavelmente, de 0,5% do PIB; b) o crescimento do PIB, que reduz aquela relação, para uma dada dívida; e c) a privatização, que poderá gerar recursos de, *grosso modo*, 2 a 3 % do PIB.

Tendo um novo perfil, de devedor solvente e cumpridor, caberia esperar que, ao longo dos próximos anos, as taxas de juros reais pagas pelo governo na colocação dos seus papéis venham a ceder. Com a possível queda da relação dívida pública/PIB, combinada com a redução da taxa de juros, em função do menor risco de emprestar para o governo, o fluxo de despesa de juros pagos pelo setor público deverá então cair substancialmente como proporção do PIB.

Para que essa perspectiva se concretize, porém, há duas coisas que são importantes. A curto prazo, reverter o resultado fiscal do setor público consolidado de 1995, que se estima deficitário em quase 5% do PIB. Isso irá requerer especial atenção com as contas de estados e municípios. A médio e longo prazos, realizar uma reforma profunda da Previdência Social que impeça que o seu déficit atuarial se agrave dramaticamente e se transforme, já na próxima década, em déficits significativos de caixa. Da concretização desses dois movimentos dependerá que a inflexão observada na trajetória da relação dívida pública/PIB em 1995 seja um mero evento isolado ou o início de uma fase explosiva desse indicador, como a que foi observada na primeira metade dos anos 80.

Abstract

This article highlights the evolution of the Brazilian net public debt, which surprisingly hasn't received enough relevance in the recent economic debate in Brazil. The paper presents the course of this variable along the last 15 years. It is shown that, contrary to the general assumptions related to the situation of the public accounts, the public debt/GDP ratio, after more than doubling in the first half of the eighties, when the public debt reached more than 50% of the GDP, decreased to less than 25% of the GDP during the last 10 years. This level is similar to the one of the beginning of the eighties. It is concluded that the abatement of the public debt/GDP ratio and the chances of the continuation of its fall in the next years could reduce the weight of interests in the budget.

Apêndice

TABELA A.1

Dívida líquida do setor público — 1981/94

(Em Cr\$ bilhões correntes)

Item	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Dívida interna*	0,0000284	0,00000778	0,00003072	0,00012148	0,00046894	0,00089807	0,003813	0,048861	1,091621	10,402869	50,148	856,385	26,254	
Gov. fed. e Banco Central ^b	-0,0000005	0,0000002	0,00000482	0,00003570	0,00013161	0,00010447	0,000281	0,006276	0,364825	0,263543	-15,102	-29,115	1335	
Governos estad./municipais	0,0000106	0,0000290	0,00002088	0,00003119	0,00011797	0,00020139	0,001152	0,012954	0,263250	3,717479	24,695	409,750	12251	
Empresas estatais	0,0000183	0,00000486	0,00001892	0,00005459	0,00021736	0,00038327	0,002390	0,029731	0,485546	6,421647	40,655	475,750	12668	
Dívida externa	0,00000476	0,00001215	0,00006100	0,00019891	0,00072990	0,00121606	0,006610	0,064168	0,992983	15,339498	97,709	939,183	21322	
Gov. fed. e Banco Central	0,00000141	0,00000397	0,00002681	0,00008170	0,00026980	0,00055821	0,003591	0,027100	0,154517	0,934997	60,417	568,675	11582	
Governos estad./municipais	0,00000028	0,00000076	0,00000297	0,00001105	0,00004837	0,00007553	0,000352	0,003508	0,046440	0,734715	4,500	54,629	1502	
Empresas estatais	0,00000307	0,00000742	0,00003122	0,00010716	0,00041073	0,00058092	0,002667	0,023592	0,331126	5,289786	32,792	315,879	8258	
Total gov. fed. e Banco Central	0,00000136	0,00000369	0,00003173	0,00011174	0,00040141	0,00066568	0,003872	0,043576	0,980242	9,598540	45,315	539,560	12897	
Total gov. estaduais/municipais	0,00000134	0,00000366	0,00001185	0,00004224	0,00016734	0,00027726	0,001504	0,016460	0,302990	4,452194	29,195	464,379	13753	
Total empresas estatais	0,00000490	0,00001228	0,00004814	0,00016175	0,00062809	0,00096419	0,005047	0,053933	0,794672	11,891433	73,347	791,629	20926	
Dívida líquida setor público	0,00000760	0,00001993	0,00009172	0,00032139	0,00119684	0,00190513	0,010423	0,113129	2,084604	25,742167	147,857	1785,568	47576	
Memo PIB	0,0002402	0,00004868	0,00010639	0,00034788	0,00130772	0,00350263	0,011104	0,080783	1,170397	29,831	156,987	1705,655	39608	
Memo: (IGP-D) centrado	2,34E-09	4,72E-09	1,474E-08	4,895E-08	1,6597E-07	2,6698E-07	1,43205E-06	1,73026E-05	0,000364696	0,004602	0,029520	0,363173	10,71998	108,053
Memo coef.IGP méd./centr.	0,747983	0,724576	0,590231	0,577042	0,548078	0,625021	0,504048	0,324743	0,218289	0,470734	0,394188	0,348715	0,261086	0,649329

FONTES: Brasil — Programa Econômico e Boletim do Banco Central, vários números.

NOTA: Os dados anteriores a 1994 foram divididos por 2.750 (correspondente à relação real/cruzeiro real).

*Exclui base monetária.

^bO saldo pode ser negativo, devido ao fato de o volume de créditos ser maior que o de passivos.

TABELA A.2

Dívida líquida do setor público — 1981/94

(Em R\$ milhões correntes)

Item	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Dívida interna*	0,00000103	0,00000283	0,00001117	0,00004417	0,00016980	0,00025657	0,001387	0,017804	0,396953	3,782789	18,236	311,413	9547	88600
Gov. fed. e Banco Central ^b	-0,00000002	0,00000001	0,00000179	0,00001298	0,00004786	0,00003799	0,000102	0,002282	0,132664	0,095834	-5,492	-10,587	485	14098
Governos estaduais/municipais	0,00000039	0,00000105	0,00000223	0,00001134	0,00004290	0,00007321	0,000419	0,004711	0,095727	1,351811	8,980	149,000	4455	49285
Empresas estatais	0,00000067	0,00000177	0,00000615	0,00001965	0,00007904	0,00013937	0,000965	0,010811	0,166562	2,335144	14,747	173,000	4607	28217
Dívida externa	0,00000173	0,00000442	0,00002218	0,00007269	0,00026542	0,00044220	0,002404	0,023934	0,361085	5,577999	35,531	341,521	7753	44575
Gov. federal e Banco Central	0,00000051	0,00000144	0,00000975	0,00002971	0,00009811	0,00020335	0,001306	0,013491	0,223788	3,394544	21,970	206,791	4204	32572
Governos estaduais/municipais	0,00000010	0,00000028	0,00000108	0,00000402	0,00001795	0,00002761	0,000128	0,001275	0,018887	0,267189	1,636	19,865	546	1806
Empresas estatais	0,00000112	0,00000270	0,00001135	0,00003987	0,00014936	0,00021124	0,000970	0,006588	0,120409	1,916286	11,924	114,865	3003	10197
Total gov. fed. e Banco Central	0,00000049	0,00000145	0,00001154	0,00004269	0,00014597	0,00024134	0,001408	0,015773	0,356452	3,490378	16,478	196,204	4680	46670
Total gov. estaduais/municipais	0,00000049	0,00000133	0,00000431	0,00001536	0,00006065	0,00010082	0,000547	0,006985	0,112615	1,616980	10,616	168,865	5001	51091
Total empresas estatais	0,00000178	0,00000447	0,00001751	0,00005882	0,00022840	0,00036061	0,001835	0,019379	0,288872	4,251430	26,672	287,865	7609	38414
Dívida líquida setor público	0,00000276	0,00000725	0,00003335	0,00011697	0,00043521	0,00069277	0,003790	0,041138	0,756038	9,960788	53,766	652,934	17300	134175
Memo PIB	0,00000873	0,00001770	0,00003978	0,00012651	0,00047553	0,00127968	0,004038	0,029376	0,425595	10,884000	57,086	620,238	14039	355567

FONTES: Brasil — Programa Econômico e Boletim do Banco Central, vários números.

NOTA: Os dados anteriores a 1994 foram divididos por 2.750 (correspondente à relação real/cruzeiro real).

*Exclui base monetária.

^bO saldo pode ser negativo, devido ao fato de o volume de créditos ser maior que o de passivos.

Bibliografia

- BARBOSA, F., GIAMBIAGI, F. O ajuste fiscal de 1990-93: uma análise retrospectiva. *Revista Brasileira de Economia*, v.49, n.3, p.521-543, jul./set. 1995.
- BRUNO, M., FISCHER, S. Seigniorage, operating rules and the high inflation trap. *Quarterly Journal of Economics*, 1990.
- CYSNE, R. P. (ed.). *Política monetária: a transição do modelo atual para o modelo clássico*. Trabalho apresentado no seminário realizado na Fundação Getúlio Vargas em 9 de dezembro de 1994. Rio de Janeiro: FGV, mar. 1995 (Ensaio Econômicos EPGE, 262).
- DORNBUSCH, R., FISCHER, S. La inflación moderada. *Economía Mexicana*, v.1, n.1, p.5-70, jan./jun. 1992.
- GARCIA, M. *Avoiding some costs of inflation and crawling toward hyperinflation: the case of the Brazilian domestic currency substitution*. Trabalho escrito na qualidade de visitante do Departamento de Economia do MIT, abr. 1994.
- LERDA, J. C. A dinâmica da dívida pública: de Domar-Lerner a Tobin-Simonsen. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.17, n.2, p.343-368, ago. 1987.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *O financiamento do desenvolvimento econômico no período 1987-1991*. 1986.
- PASTORE, A. C. *Déficit público, a sustentabilidade do crescimento das dívidas interna e externa, senhoriação e inflação: uma análise do caso brasileiro*. 1993, mimeo.
- . *Passividade monetária e inércia*. 1994, mimeo.
- ROSSI, J. W. A dívida pública no Brasil e a aritmética da instabilidade. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v.17, n.2, p.369-380, ago. 1987.
- SHIGEHARA, K. *Long-term tendencies in budgets deficits and debt*. Trabalho apresentado no seminário "Public Sector Finances and the Evolution of Saving and Investment Balances". Paris: OECD, 10 e 11 de outubro de 1995.
- TANNER, E. Balancing the budget with implicit domestic default: the case of Brazil in the 1980s. *World Development*, v.22, n.1, p.85-98, 1994.

(Originais recebidos em agosto de 1995. Revistos em fevereiro de 1996.)