

Os conceitos de custo da dívida mobiliária federal e déficit operacional do setor público: uma crítica*

Fabio Giambiagi**

O artigo propõe uma reformulação dos conceitos de "custo da dívida mobiliária federal" e "déficit operacional do setor público", baseada no princípio da indexação perfeita. Isso implicaria excluir do déficit e do custo da dívida, medidos pelo conceito nominal, a parcela correspondente à inflação do período, ao invés da correção monetária. A distinção é importante, pois de um modo geral esta última tem ficado abaixo da inflação nos últimos anos, o que torna o déficit operacional, na forma em que ele é hoje calculado, um conceito híbrido e vulnerável às críticas. A importância da diferença entre aquelas variáveis verificada nos últimos 10 anos explica o fato de que a relação dívida interna/PIB tenha sido de "apenas" 9,7% em 1987, apesar de que em 1978 já era de 7,4% e de que desde então o país passou por vários anos de déficits elevados. A proposta feita, pela qual retira-se a parcela "espúria" hoje embutida nos conceitos de custo, geraria, se adotada para 1987, um custo operacional da dívida negativo na proporção de 1,5% do PIB, em vez do dado oficial positivo de 0,3% do PIB. Adicionalmente, o artigo serve também para explicar por que, desaparecendo a mencionada diferença em virtude da estabilização da inflação, a trajetória da relação dívida interna/PIB tende a ser explosiva, na ausência de uma redução efetiva da relação déficit público/PIB.

1. Introdução; 2. Os termos do problema; 3. O cálculo do custo da dívida e do déficit operacional; 4. Conclusões.

1. Introdução

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

A ênfase colocada na questão pelos defensores desse diagnóstico acerca das causas do déficit público teve, no passado, o mérito de mostrar que a discussão do mesmo deveria ir além do mero tratamento das variáveis de receita e de gasto

* Uma primeira versão deste trabalho foi lida e comentada por Maria da Conceição Silva, Rubens Cysne e José Rossi, a quem o autor agradece as sugestões feitas, assumindo, porém, evidentemente, responsabilidade exclusiva pelo conteúdo do artigo. Este, por sua vez, constitui um desdobramento de uma pesquisa desenvolvida com Eustáquio Reis e Maria da Conceição Silva no âmbito do Inpes/Ipea, acerca da taxa de juros reais incidentes sobre os títulos públicos no período de 1971-87.

** Do BNDES, cedido do Inpes/Ipea e da FZA/UFRJ.

corrente do governo, sendo necessário analisar o tema não só pela ótica do desequilíbrio tradicional entre as receitas e despesas do setor público, mas também à luz do desequilíbrio e posterior ajustamento externo experimentado pela economia brasileira nos anos 80.

Entretanto, se pelo lado da análise da importância dos encargos externos o diagnóstico sobre a natureza “financeira do déficit mantém alguma validade, pelo lado dos encargos da dívida interna o raciocínio que atribui a estes um elevado poder explicativo para a compreensão das origens do déficit público merece uma urgente revisão.

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

O objetivo do trabalho, nesse sentido, é propor a reformulação dos conceitos de “custo da dívida mobiliária” — do governo federal — e de “déficit operacional do setor público”, procurando isolar, do total dessas variáveis, o que, em termos reais, seria apenas um pagamento antecipado do principal. A idéia central do artigo é que considerando o que ocorreu na maioria dos anos desde a criação da correção monetária em 1964, nos quais a taxa de variação desta foi inferior à inflação, o valor do custo da dívida no conceito operacional não corresponde ao pagamento de juros “reais”, podendo estes chegar ao ponto de serem negativos, no caso de uma remuneração nominal dos títulos — incluindo a taxa de juros — ser inferior à inflação.

É importante frisar que do ponto de vista da apresentação contábil das variáveis ligadas ao déficit público a forma alternativa a ser sugerida não modifica em absoluto o problema de financiamento do déficit público, dado que nas análises prospectivas é razoável que se adote a hipótese de que a correção monetária — ou o seu equivalente na forma de desconto ou indexação dos títulos — será igual à inflação. Em outras palavras, não se pretende, de forma alguma, criar um novo conceito de déficit que sirva para tornar mais obscura a verdadeira situação das contas públicas. O que se pretende é apenas ser mais rigoroso na utilização dos conceitos, o que implica redefinir e, em última instância, recalcular algumas variáveis das séries retrospectivas em questão.

Adicionalmente, qualificando melhor a verdadeira importância relativa dos encargos da dívida interna, retira-se em parte o “véu” financeiro que — na nossa opinião, equivocadamente — tem coberto as análises sobre o assunto feitas por vários economistas, o que obriga a dar mais ênfase aos aspectos do problema relacionados com a evolução das outras variáveis que determinam o déficit.

O texto encontra-se estruturado em quatro seções. Depois desta introdução, na próxima seção são apresentados os aspectos gerais do problema em discussão. Na terceira seção é exposta uma formulação alternativa em relação à atual forma de cálculo do custo da dívida interna. Finalmente, a última seção sumariza as principais conclusões do trabalho.

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

2. Os termos do problema

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

$$DEF + ROP = NBC \quad (1)$$

$$NEC = \Delta B + NT^2 \quad (2)$$

$$NI = CL + CD^3 \quad (3)$$

sendo *CD* um dos componentes de *DEF*.

É importante entender o significado da equação (3). A colocação líquida de títulos corresponde ao acréscimo da dívida. Já a captação líquida de recursos está intrinsecamente associada ao resultado de caixa das operações com títulos públi-

¹ Estamos supondo que o déficit público é totalmente financiado via Banco Central.

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

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

cos. Por último, o custo da dívida mobiliária corresponde ao componente “financeiro” da variação da dívida, resultante da remuneração assegurada ao comprador do título pela posse do mesmo.

Entretanto, enquanto o valor de *CL* é um dado incontestável e depende apenas de se conhecer a diferença entre o saldo de caixa das operações da dívida interna no início e no fim de cada período, o valor de *CD* é, em parte, fixado arbitrariamente pelo Banco Central em função do critério adotado para corrigir o valor do principal herdado do período anterior. Note-se, entretanto, que isso em nada modifica nem o resultado da captação líquida de recursos nem a variação da base monetária, embora altere os valores do déficit público e das necessidades de financiamento do Banco Central. A explicação disso é que um mesmo termo — o custo da dívida mobiliária — que compõe tais necessidades de financiamento aparece tanto acima da linha — na qualidade de fator de geração de déficit — como abaixo da linha — enquanto fator explicativo da colocação líquida de títulos. Consequentemente, nas referidas equações, eventuais mudanças de critério em relação ao cálculo de *CD* implicam alterar, ao mesmo tempo, além do próprio custo da dívida, as variáveis *DEF*, *NBC* e *NT*, todas elas na mesma magnitude.

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

Tabela 1
Evolução do custo da dívida mobiliária
(%)

Ano	Custo da dívida mobiliária/PIB (a)	Déficit operacional do setor público/PIB (b)	a/b
1984	1,1	2,7	41
1985	1,7	4,3	40
1986	0,8	3,6	22
1987	0,3	5,5	5

Fonte: Banco Central do Brasil. *Brasil — programa econômico*, vários números.

Na tabela 1 observa-se claramente que, embora a importância relativa do custo da dívida mobiliária tenha chegado a ser expressiva em 1984/85, se viu extremamente atenuada nos últimos dois anos, mesmo utilizando a atual forma de cálculo para essa variável. Isto se explica em virtude da substituição de ORTNs — com taxas de juros de 6% sobre o valor de face mais o deságio — por LBCs, cujo custo é muito menor para o Tesouro, dado que praticamente apenas acompanha a inflação oficial, sem ter uma remuneração adicional expressiva. Na próxima seção, procuraremos apresentar uma forma alternativa para o cálculo desse custo que, em condições de aceleração inflacionária e/ou expurgo da correção monetária, tende a tornar tal custo menor ainda, chegando a ponto de gerar valores negativos para a coluna *a* da tabela 1, em alguns dos anos considerados, caso a série estatística retrospectiva fosse refeita.

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

3. O cálculo do custo da dívida e do déficit operacional

3.1 A definição oficial

O termo *CL* da equação (3) pode ser entendido como a diferença entre a receita oriunda da subscrição de títulos *ST* e a despesa associada ao resgate e pagamento de encargos financeiros (*DE*). Portanto, *CL* é

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Até agora não fizemos distinção entre os conceitos de custo e de déficit “nominal” e “operacional”, distinção essa que neste ponto, porém, torna-se necessária.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Assim, o cálculo de ΔD em termos nominais deu origem aos conceitos de “déficit nominal do setor público” e de “necessidades nominais de financiamento do Banco Central”. Por sua vez, a consideração dos efeitos da indexação gerou os conceitos de “déficit operacional do setor público” e de “necessidades operacionais de financiamento do Banco Central”.⁶

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

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

$$CDO = CDN - CMC \quad (11)$$

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

O resultado de (*CMC*) é dado por

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

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

3.2 Uma conceituação alternativa

O ponto de vista que pretendemos defender é que, da forma em que é calculado, o *DEFO* não é um conceito apropriado de déficit, sendo na realidade algo híbrido e diferente tanto do conceito nominal quanto do real.

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

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

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

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

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

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

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

$$DEFO - DEFO^* = CDO - CDO^* = CMC^* - CMC =$$

$$= \sum_{T=1}^{12} D_{T-1}^N \cdot (p - c) \quad (15)$$

onde T se refere ao final de cada mês, p e c são taxas mensais e os valores de $DEFO$ e $DEFO^*$ são anuais.⁷

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

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

Tabela 2
Índice de valor real da ORTN/OTN (média anual)
(Base: média 1980 = 100)

Ano	Índice real
1981	82,6
1982	81,6
1983	74,1
1984	68,0
1985	69,0
1986	68,3
1987	61,8
1988	47,9

Fonte: Banco Central do Brasil, *Indicadores financeiros*, vários números. Deflator: IGP-DI. Durante os meses de março de 1986 a fevereiro de 1987 foi utilizada a OTN *pro-rata*.

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

⁸ Nesse caso, utilizando a terminologia de Tanzi, Blejer e Teijeiro (1987), tem-se a *return of capital rather than a return on capital*.

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

A tabela 2 é complementada pela tabela 3, que calcula a taxa de retorno real, mês a mês, das aplicações em *LBC* ao longo de 1987.

Tabela 3
Taxas reais de rentabilidade da LBC – 1987
%

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

Fonte: Banco Central do Brasil.

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

Pela forma adotada pelo Banco Central, para medir o custo da dívida em LBCs, este, embora ínfimo, teria sido positivo em 1987. Entretanto, quando feito o ajuste considerando o princípio da indexação perfeita – isto é, inflacionando os

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

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

Tabela 4
Cálculo da diferença entre o custo operacional da dívida e o
custo operacional corrigido em 1987
(Saldos de final do mês, em Cz\$ milhões)

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

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

¹ Valor da dívida interna em poder do público em final de dez. 86: Cz\$ 359.219 milhões.

4. Conclusões

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

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

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

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

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

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

Abstract

This article suggests a reformulation of the notion about “internal debt cost” and “operational deficit” based in the idea of perfect indexation. It means that the values excluded from the nominal cost and deficit should be calculated using

the inflation instead of the monetary correction. It is important to do that distinction, because the last one has been fixed under the inflation during the last years, which transforms the operational deficit in an hybrid and criticizable concept. The importance of the difference between those two variables observed during the last ten years explains why the debt/GDP ratio has been "only" 9,7% in 1987, in spite of the fact that this ratio had been 7,4% in 1978 and Brazil had high levels of public deficit since then. The suggestion of excluding the "spurious" component from the debt cost would cause a negative debt cost/GDP ratio of 1,5% instead of the official positive ratio of 0,3% in 1987. Finally, the article explains why the debt/GDP ratio tends to be explosive if the inflation is stabilized and the deficit/GDP ratio is not effectively reduced.

Referências bibliográficas

- Cysne, R. O déficit nosso de cada dia *Conjuntura Econômica*, 39(8), ago. 1985.
- Eisner, R. & Pieper, P. A new view of the federal debt and budget deficits. *American economic review*, 74(1), March/June 1984.
- Ramalho, V. Adequação do déficit público global como indicador para política de estabilização. *Revista brasileira de economia*, 41(3), jul./set. 1987.
- Rossi, J. Notas sobre o conceito apropriado de déficit público real. *Pesquisa e planejamento econômico*, 15(3), dez. 1985
- Tanzi, V. Blejer, M. & Teijeiro, M. Inflation and the measurement of fiscal deficits. *IMF Staff Papers*, 34(4), Dec. 1987.