

# O ajuste fiscal de 1990-93: uma análise retrospectiva\*

Fabio Barbosa \*\*  
Fabio Giambiagi\*\*\*

Sumário: 1. Introdução; 2. O ponto de vista predominante sobre o ajustamento; 3. O processo de ajuste fiscal de 1990-93; 4. Elementos para uma compreensão adequada da situação fiscal brasileira; 5. Observações finais.

Este artigo discute o ajuste fiscal efetuado no Brasil nos anos 90. Mostra que entre 1989 e 1993 ocorreu uma redução no déficit de 6,4% do PIB, dos quais 2,4% relativos ao balanço primário (excluídos os juros). Também afirma que a redução dos gastos com juros deve ser duradoura, devido ao decréscimo da relação dívida pública/PIB e à queda das taxas de juros internacionais. Portanto, o setor público brasileiro requer um superávit primário muito menor do que o exigido pelo Chile e pelo México na segunda metade dos anos 80, quando esses países implementaram ajustes fiscais, num contexto de pesado endividamento e com a Libor em nível muito elevado. Por fim, tomando por base os dados de 1993, mostra que a necessidade de ajuste fiscal no Brasil em 1994 é relativamente modesta se comparada à redução do déficit ocorrida nos últimos anos.

This paper discusses the fiscal adjustment in Brazil during the nineties. It shows that between 1989 and 1993 a deficit reduction of 6.4% of the GDP has occurred, of which 2.4% of GDP was related to the primary balance (excluding interests). It also argues that the reduction in interest expenditure is expected to be lasting, due to the decrease in the public debt/GDP ratio and the fall in the international interest rates. As a result, the Brazilian public sector requires a much lower primary surplus than the one required in Chile and Mexico during the second half of the 1980s, when these countries implemented fiscal adjustment within a context of heavy indebtedness and a very high level of the Libor. Finally, based on 1993 data, it is shown that the necessity of fiscal adjustment in Brazil in 1994 is relatively modest compared to the deficit reduction of the last years.

## 1. Introdução

Nos anos 80, a discussão sobre o déficit público no Brasil girou em torno da sua natureza e do seu impacto sobre a economia, em particular sobre a inflação. Naquele tempo, parte dos economistas salientava o chamado "caráter financeiro do déficit" e rejeitava a necessidade de um ajuste nas contas públicas como elemento de uma política de estabilização. Anos depois, entretanto, o amadurecimento do debate e o agravamento da situação fiscal ocorrido durante a chamada Nova República, geraram um virtual consenso acerca da necessidade de se realizar o mencionado ajuste, através de aumento da receita e/ou de corte de gastos.

No momento em que nos aproximamos de meados da década de 90, o diagnóstico de que a solução do problema inflacionário tem como condição básica o equilíbrio do setor público transformou-se em lugar comum entre os economistas. Apesar disso, o debate sobre os temas fiscais não tem sido acompanhado de uma discussão mais precisa sobre os dados de receita e despesa e tem se ressentido muitas vezes da ausência de uma reflexão mais profunda que jus-

\* Artigo recebido em abr. e aprovado em set. 1994. Uma primeira versão deste trabalho foi comentada por Armínio Fraga, Antonio Delfim Netto, José Carlos Carvalho, Carlos Cavalcanti, Juan Carlos Lerda, Carlos Primo Braga e Elena Landau. A responsabilidade pelo conteúdo final do texto, como de praxe, cabe integralmente aos autores.

\*\* Do Banco Central do Brasil.

\*\*\* Do BNDES e da Faculdade de Economia e Administração da UFRJ.

tifique a dimensão do ajustamento defendido por todos os participantes do debate. Em outras palavras, a defesa do ajuste fiscal tem sido uma constante nos últimos anos no Brasil mas o debate sobre o assunto peca por uma certa superficialidade.

Em função disso, este trabalho tem um duplo objetivo. Por um lado, apresenta algumas estatísticas fiscais, que, embora fundamentais para a compreensão da situação do setor público brasileiro, são, curiosamente, muito pouco divulgadas. Por outro, discute alguns aspectos relacionados com a extensão do ajustamento requerido para atingir o equilíbrio fiscal, com o intuito de dar uma modesta contribuição a um diagnóstico apropriado da situação das contas públicas por ocasião do começo do governo que tomará posse em janeiro de 1995. O ponto principal a ser enfatizado é que o ajustamento fiscal é um fenômeno que deve ser entendido como um processo longo, iniciado em 1990 e que, no começo de 1994, ainda não fora completado, mas para cuja conclusão falta um esforço relativamente modesto em relação à queda do déficit operacional ocorrida entre 1989 e 1993. Adicionalmente, argumentar-se-á que a necessidade de geração de superávit primário no Brasil é menor do que nos casos bem-sucedidos de países como o Chile ou o México, que implementaram políticas de ajustamento em fases de elevado endividamento público e em um cenário de taxas de juros internacionais muito altas.

O artigo se divide em cinco seções. Depois desta breve introdução, resume-se e discute-se o ponto de vista que se tornou predominante ao longo dos últimos anos acerca da situação das contas fiscais no Brasil. Na terceira seção, são apresentados e discutidos os números das necessidades de financiamento do setor público (NFSP) do período 1990-93.<sup>1</sup> A seguir, são desenvolvidos alguns argumentos que devem ser levados em conta na tentativa de responder à questão de qual seria o grau de ajustamento fiscal necessário para o êxito de uma política antiinflacionária. Por último, à guisa de conclusão, são feitas algumas observações finais, juntamente com os comentários iniciais suscitados pelo programa fiscal de 1994.

## 2. O ponto de vista predominante sobre o ajustamento

O ponto de vista predominante no Brasil acerca da situação fiscal foi sendo modificado ao longo dos primeiros anos da década de 90. No final dos anos 80, prevalecia o diagnóstico de que o déficit era muito elevado. Posteriormente, em face da divulgação dos dados de 1990, que apresentaram um superávit operacional, o diagnóstico evoluiu para a idéia de que aquele ano tinha sido excepcional, devido à forte presença de um ganho de receita do tipo *once and for all*, associado à tributação do Plano Collor e à forte subindexação da dívida pública.

Mais tarde, porém, com a divulgação de novos resultados fiscais superavitários em 1991, as discussões sobre a conjuntura econômica passaram a ser dominadas pela tese — compatível com a interpretação sobre o que teria acontecido em 1990, porém mais elaborada — de que, não obstante se reconhecer que a execução de caixa estava sendo satisfatória, haveria um “déficit potencial” que continuaria sendo incompatível com a estabilização da economia.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Na maioria das vezes, porém, faremos menção ao período 1991-93, devido à natureza excepcional dos resultados de 1990, como se discutirá adiante.

<sup>2</sup> A discussão que se segue sobre o conceito de “déficit potencial” procura reproduzir pontos de vista muito difundidos no debate sobre finanças públicas no Brasil, mas toma como referência apenas as opiniões expressas sobre o assunto por diversos economistas em debates ou em artigos de jornal, dado que o tema praticamente não foi tratado na literatura econômica local.

Esse conceito corresponde à tradução da idéia de *core deficit*, definido como “...the difference between the *permanent* level of expenditure and the *permanent* level of revenue” (Tanzi, 1989:23, grifos do autor). Em outras palavras, ele representa o déficit fiscal que se verificaria na ausência de instrumentos considerados “artificiais” de controle da execução de caixa, tais como, por exemplo, a arrecadação de impostos temporários, pelo lado da receita, ou a repressão “excessiva” do salário dos funcionários públicos ou dos investimentos, pelo lado da despesa.

Associada a essa visão está a idéia de que o déficit de caixa teria sido contido no Brasil devido à influência exercida pela inflação sobre a evolução da despesa real do governo (Carneiro & Garcia, 1993; Bacha, 1993). Isso é explicado por Carneiro e Garcia (1993:8) da seguinte forma:

“We should note that after many years of learning in Brazil, fiscal revenues are better indexed to inflation than the expenditures. What happens in Brazil is the reverse of the so-called Olivera-Tanzi effect by which inflation increases the fiscal deficit... Although this might be eventually stabilizing, if on one hand the government manages to control the definition of budget expenditures, on the other it makes the government a prisoner of inflation, because with (unexpected) lower inflation, a much higher real tax revenue is needed in order to achieve the same real deficit... Inflation performs a coordination role as it cuts the real value of fiscal expenditure to keep the total value in line with fiscal revenues. If inflation falls, this role must be performed by the government itself in the political arena. This turns the disinflation into an even more painful task for the government.”

A conclusão a que se chega, com base em tais análises, é que para debelar a inflação seria preciso fazer um ajuste fiscal “autêntico”, que não repousasse na mera corrosão inflacionária das verbas liberadas com atraso ou do salário do funcionalismo.<sup>3</sup> Na falta desse ajuste, mesmo que o déficit fosse nulo ou pequeno, o grau de aperto fiscal a ele associado não seria suficiente para uma política de estabilização que pretendesse ter chances de ser bem-sucedida, pois, ao cair a inflação, o gasto sofreria um forte incremento em termos reais, o que levaria ao ressurgimento de taxas elevadas de variação dos preços.

### 3. O processo de ajuste fiscal de 1990-93

#### *O core deficit e as mudanças estruturais*

Apesar da sua validade, o conceito de *core deficit* deve ser considerado com cautela. Trata-se de um conceito ambíguo, que, pela sua própria natureza, traz implícita a noção de quais seriam os níveis “isentos de artificialismos” da receita e da despesa. Tais níveis, porém, são difíceis de definir quantitativamente com precisão e podem variar conforme a interpretação individual de cada analista sobre o perfil e a dimensão da ação estatal.

No caso brasileiro, a relativa constância dos resultados das contas públicas nos últimos anos reflete algo mais do que simples manobras de caixa por parte da política econômica para

---

<sup>3</sup> Ver Villela (1993) para uma discussão sobre as relações entre o ajuste fiscal e a estabilização econômica.

apresentar resultados positivos. Antes de entrar na análise dos dados, é útil lembrar algumas das transformações estruturais que têm tido lugar no país nos últimos quatro anos. Trata-se de medidas que reforçam o controle fiscal e que afetam positivamente o resultado das contas públicas:

a) *A privatização.* Embora o programa brasileiro de privatização tenha atingido níveis de receita inferiores aos de outros países, cujos processos de privatização em geral são lembrados por sua dimensão — tais como os do México ou da Argentina —, a importância da venda de todo o parque siderúrgico estatal, bem como de parte dos ativos das subsidiárias da Petrobras, não pode ser negligenciada, pois reduz um componente importante do déficit potencial, representado pelos investimentos que o setor público teria que fazer para manter um crescimento sustentado da economia, caso aquelas empresas permanecessem sob o seu controle. A redução das NFSP associada às privatizações pode ser avaliada em um ganho anual de fluxo próximo de 0,5% do PIB (Pinheiro & Giambiagi, 1994).

b) *A limitação do endividamento estadual e municipal.* Corresponde a um dispositivo introduzido por emenda constitucional, que limita a rolagem da dívida mobiliária estadual e municipal ao principal vincendo, eliminando-se assim uma importante válvula de vazamento até então sob controle exclusivo do Senado Federal; esta medida dota a execução da política fiscal de um grau maior de coordenação e coerência, contribuindo para evitar a ocorrência de desajustes significativos em nível de estados e municípios. A medida deverá ser reforçada pelo reescalonamento do estoque existente de dívidas estaduais e municipais para com o governo federal, o qual terá como contrapartida um certo percentual de comprometimento da receita dos devedores para o pagamento do serviço da dívida rolada.

c) *A redução do montante de benefícios pagos pela Previdência.* Até o final de 1993, entre cancelamentos e suspensões, foram retirados aproximadamente 1,5 milhão de benefícios da folha da Previdência Social, devido à política de recadastramento e de combate às fraudes; esse montante representa cerca de 10% do número total de beneficiários do INSS.<sup>4</sup>

d) *A reformulação do setor elétrico.* Além do impacto positivo potencial sobre a alocação de recursos, o fim da equalização obrigatória das tarifas do setor, a maior autonomia empresarial para as concessionárias de energia na fixação de tarifas e o amplo encontro de contas entre estas empresas devem normalizar os fluxos financeiros do setor elétrico, minimizando os aportes de recursos do Tesouro Nacional através do pagamento de avais, equalização tarifária, capitalizações etc.

e) *A lei de modernização dos portos.* Esta lei, que abre espaço para a maior participação do setor privado, terá um efeito redutor sobre o investimento público qualitativamente similar ao da privatização.

f) *A concessão de serviços públicos.* Embora a utilização deste instrumento seja ainda tímida, a perspectiva de que cada vez mais projetos — que anteriormente ficavam a cargo

---

<sup>4</sup> Admitindo que todas as suspensões se transformem em cancelamentos e supondo um *piso* de pagamento de benefícios de US\$70, a poupança assim obtida pode ser estimada em no mínimo  $(US\$70 \times 13 \text{ pagamentos anuais} \times 0,0015 / 500) = 0,3\%$  de um PIB de US\$500 bilhões.

do setor público — venham a ser objeto de concessões tem efeitos fiscais parecidos aos que foram mencionados em (a) e (e), ao reduzir, também de forma permanente, os requerimentos de inversão do setor público.

Em suma, caso se adote, para efeito de análise, o modelo conceitual de Tanzi — ainda que permanecendo válidas as ressalvas relativas à sua ambigüidade e limitação —, fica evidente que todas essas iniciativas, em maior ou menor medida, são consistentemente direcionadas para a redução do *core deficit*. Trata-se de um conjunto de ações que tendem a gerar a redução estrutural das necessidades de financiamento no longo prazo, com efeitos positivos sobre a percepção dos agentes econômicos acerca do grau de solvência do setor público. Em outras palavras, representam o estabelecimento de um novo marco para a formulação e a execução da política fiscal, marco esse mais favorável ao equacionamento das contas públicas do que aquele prevalecente até o final dos anos 80.

### *Os efeitos da inflação sobre o déficit*

Cabe agora avaliar os *efeitos da queda da inflação sobre o déficit público* e analisar a tese de que, com a redução daquela, o nível deste aumentaria, pela incidência do “efeito Olivera-Tanzi” sobre as despesas.

Em primeiro lugar, vale lembrar que a redução real do gasto público, devido a inflação elevada, foi um mecanismo típico de ajustamento que precedeu ou acompanhou processos de estabilização bem-sucedidos, como no caso do México nos anos 80 ou no da Argentina no início da década atual.

Adicionalmente, é importante enfatizar que a ocorrência de aumento real do gasto público em um cenário de queda de inflação tem como condição *sine qua non* a existência de desvios significativos entre a trajetória de inflação antecipada embutida nas projeções orçamentárias e aquela efetivamente realizada. O *desvio* entre estas trajetórias — e não a magnitude absoluta das taxas — é que determinaria a variação real da despesa. Nesse sentido, o fato de a redução do gasto público real ter dependido no passado de um aumento dos preços não implica, de forma alguma, como decorrência lógica, que a recíproca seja verdadeira; ou seja, que, ao cair a inflação, o gasto real venha a aumentar. Para evitar isso basta, por exemplo, no que tange ao funcionalismo, adequar previamente a política salarial deste à taxa de inflação decorrente da estabilização. Procedimentos similares podem ser adotados também para os outros gastos.

Finalmente, o argumento de que a redução da inflação deixaria o governo vulnerável às pressões de gasto, daí decorrendo a necessidade de promover um ajustamento fiscal “drástico”, não parece ser compatível com a lógica política. De fato, a queda da inflação explicitaria muito mais claramente a verdadeira restrição orçamentária, cujo gerenciamento requer força política. No entanto, *é mais fácil dispor dessa força para adequar o salário real médio do funcionalismo à nova taxa de inflação — negando as pretensões de aumentos nominais, no contexto de uma estabilização bem-sucedida —, do que para demitir dezenas ou centenas de milhares de funcionários ou mesmo deixar de pagar os benefícios da Previdência*, que são as únicas saídas que restariam caso a política de rendas fosse incompatível com a redução da inflação. No que tange às demais despesas, aplica-se o mesmo argumento: *é mais viável ter força política para, em um cenário de inflação baixa, apenas conservar o nível de despesa real ou reduzir esta moderadamente — em relação ao nível que resultou no passado da cor-*

*rosão dos valores nominais do orçamento — do que para arregimentar apoio parlamentar destinado a aprovar um “megaajustamento” fiscal.*

### *Uma avaliação quantitativa*

As tabelas 1 a 3 mostram a evolução dos resultados operacional e primário — isto é, sem os juros reais pagos sobre a dívida pública — ao longo dos últimos anos. A tabela 1 apresenta a série de dados ano a ano para o período 1985-93, enquanto a tabela 2 mostra os resultados médios de diferentes períodos. A distinção entre 1985-88 e 1985-89 — período completo da chamada Nova República — obedece à mudança de metodologia do cálculo dos juros reais.<sup>5</sup> Já a distinção entre 1990-93 e 1991-93 procura expurgar os efeitos do Plano Collor I de 1990 — principalmente o IOF extraordinário arrecadado logo depois do plano e o efeito do pagamento de juros reais negativos pelo governo central. Isso permite que o leitor visualize imediatamente o resultado de se incluir ou excluir um ano excepcional no período analisado. Por sua vez, a tabela 3 apresenta os dados para o período 1991-93, expurgados do chamado “efeito de final de período”, valorizando-se mensalmente os diversos componentes, de modo a evitar as distorções de cálculo relacionadas com a inflação.<sup>6</sup> Os dados das tabelas 1 e 2 foram extraídos do anexo, que decompõe os fatores de geração de déficit em bases anuais, pelo lado da receita e da despesa, com exceção dos estados e municípios, sobre os quais não existem dados compatíveis com a apresentação da receita e da despesa que é feita para o governo central e para as empresas estatais. A outra exceção é o ano de 1985, sobre o qual não há dados disponíveis conforme a desagregação do anexo. Este anexo gera também os resultados médios por período mostrados na tabela 4.

As tabelas 1 a 4 sugerem claramente que *houve importante mudança da situação fiscal entre os períodos 1985-89 e 1990-93 ou 1991-93*. As principais características dessa transformação foram:

- A mudança do resultado operacional consolidado do setor público de 4,4% do PIB entre 1985-89 e 1991-93, dos quais 2,4% correspondentes ao governo central, mudança essa que entre 1989 e 1993 foi de 6,4% do PIB para o total e de 3,5% do PIB para o governo central.
- O ajuste de 1,4% do PIB do resultado primário tanto do setor público consolidado quanto do governo central entre 1985-89 e 1991-93, ajuste esse que entre 1989 e 1993 foi de 2,4% do PIB para o setor público e de 1,6% do PIB para o governo central.

---

<sup>5</sup> A comparação entre os resultados operacionais até 1988 e a partir de 1989, inclusive, fica algo prejudicada pela mudança metodológica ocorrida na apuração dos juros reais sobre a dívida pública. Com efeito, até 1988 a distinção entre juros nominais e reais tomava por base a correção monetária embutida nos contratos de empréstimos. A partir de 1989, o cálculo passou a ser feito com índices que refletiam a inflação efetivamente ocorrida entre o primeiro e o último dia do mês de referência (IPC “ $t + 1$ ” e IGP-DI “centrado”). Esse procedimento afeta somente a composição entre correção monetária e juros reais no total dos juros nominais, sem alterar, porém, o resultado primário.

<sup>6</sup> Isto porque, no numerador da relação entre cada variável e o PIB, os dados da tabela 1 não fazem distinção entre os valores dos diversos meses, o que significa que o mesmo valor real anual pode gerar uma relação diferente entre a variável e o PIB, dependendo da trajetória da inflação ao longo do ano. Essa distorção magnifica os valores das variáveis de receita e de gasto referentes ao final do ano e minimiza os resultados do início do período.

• A redução de 3% do PIB na conta de juros do setor público entre 1985-89 e 1991-93, dos quais 1% de juros do governo central, redução que para o setor público como um todo atingiu 4% do PIB entre 1989 e 1993 e foi de 1,9% do PIB no caso do governo central.

Tabela 1  
Brasil — necessidades de financiamento do setor público (NFSP)  
conceito operacional — fluxos correntes (% PIB)

Especificação	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Operacionais	4,40	3,62	5,65	4,82	6,85	-1,33	0,03	1,59	0,50
Governo central <sup>a</sup>	1,10	1,33	3,18	3,45	3,93	-2,33	-0,11	0,36	0,40
Gov. est. e munic. <sup>b</sup>	1,00	0,90	1,60	0,40	0,56	0,39	-0,64	0,63	-0,20
Empresas estatais <sup>c</sup>	2,30	1,39	0,87	0,97	2,36	0,61	0,78	0,60	0,30
Primárias	-2,60	-2,14	0,80	-0,39	0,25	-2,23	-2,77	-1,77	-2,10
Governo central	-1,60	-0,93	1,61	1,50	0,71	-1,46	-1,17	-1,36	-0,90
Gov. est. e munic.	-0,10	0,10	0,60	-0,50	-0,30	-0,33	-1,25	-0,13	-0,80
Empresas estatais	-0,90	-1,31	-1,41	-1,39	-0,16	-0,44	-0,35	-0,28	-0,40
Juros	7,00	5,76	4,85	5,21	6,60	0,90	2,80	3,36	2,60
Governo central	2,70	2,26	1,57	1,95	3,22	-0,87	1,06	1,72	1,30
Gov. est. e munic.	1,10	0,80	1,00	0,90	0,86	0,72	0,61	0,76	0,60
Empresas estatais	3,20	2,70	2,28	2,37	2,52	1,05	1,13	0,88	0,70

Fontes: Para 1985: Banco Central, *Brasil — programa econômico*; para 1986-93: anexo.

(-) = superávit.

<sup>a</sup> Inclui Tesouro Nacional, Banco Central, agências descentralizadas e Previdência Social. Exclui o resultado da venda de empresas estatais, bem como as transferências de passivos ao setor privado associadas a essas vendas.

<sup>b</sup> Refere-se à administração direta, fundações e autarquias.

<sup>c</sup> Inclui as empresas estatais, federais e municipais. Exclui o setor financeiro.

Tabela 2  
Brasil — necessidades de financiamento do setor público (NFSP)  
conceito operacional — fluxos correntes (% PIB)

Especificação	1985-88	1985-89	1990-93	1991-93
Operacionais	4,63	5,06	0,20	0,71
Governo central	2,27	2,60	-0,42	0,22
Gov. est. e munic.	0,98	0,89	0,05	-0,07
Empresas estatais	1,38	1,57	0,57	0,56
Primárias	-1,08	-0,82	-2,22	-2,21
Governo central	0,15	0,26	-1,22	-1,14
Gov. est. e munic.	0,03	-0,04	-0,63	-0,73
Empresas estatais	-1,26	-1,04	-0,37	-0,34
Juros	5,71	5,88	2,42	2,92
Governo central	2,12	2,34	0,80	1,36
Gov. est. e munic.	0,95	0,93	0,68	0,66
Empresas estatais	2,64	2,61	0,94	0,90

Fonte: Tabela 1.

**Tabela 3**  
**Brasil — necessidades de financiamento do setor público (NFSP)**  
**conceito operacional — fluxos valorizados (% PIB)**

Especificação	1991	1992	1993	1991-93
<b>Operacionais</b>	-1,4	2,1	-0,4	0,1
Governo central	-0,3	0,8	-0,1	0,1
Gov. est. e munic.	-1,2	0,7	-0,3	-0,2
Empresas estatais	0,1	0,6	0,0	0,2
<b>Primárias</b>	-2,7	-2,2	-2,4	-2,4
Governo central	-0,8	-1,2	-1,3	-1,1
Gov. est. e munic.	-1,2	-0,4	-0,5	-0,7
Empresas estatais	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6
<b>Juros</b>	1,3	4,3	2,0	2,5
Governo central	0,5	2,0	1,2	1,2
Gov. est. e munic.	0,0	1,1	0,3	0,5
Empresas estatais	0,8	1,2	0,5	0,8

Fonte: Banco Central.

Os dados anuais desagregados mostram que, a partir do início dos anos 90, houve reversão na tendência de deterioração das contas públicas. Essa tendência fora particularmente evidente nos últimos três anos do governo Sarney, quando o ajuste realizado no período 1983/84 e os efeitos do Plano Cruzado sobre a receita tinham se esgotado.

**Tabela 4**  
**Brasil — necessidades de financiamento do setor público (NFSP)**  
**conceito operacional — fluxos correntes (% PIB)**

Especificação	1986-88	1986-89	1989	1990-93	1991-93	1993
<b>Total</b>	<b>4,71</b>	<b>5,25</b>	<b>6,85</b>	<b>0,20</b>	<b>0,71</b>	<b>0,50</b>
<b>Governo central</b>	<b>2,66</b>	<b>2,98</b>	<b>3,93</b>	<b>-0,42</b>	<b>0,22</b>	<b>0,40</b>
Receita total	14,51	14,20	13,29	15,68	15,00	15,75
Receita excl. cont. folha	10,08	9,86	9,19	10,94	10,33	10,79
I. renda	4,51	4,34	3,85	3,60	3,48	3,54
IPI	2,27	2,22	2,04	2,23	2,19	2,22
Finsocial	0,68	0,77	1,02	1,26	1,17	1,25
PIS/Pasep	0,13	0,25	0,63	1,06	1,04	1,05
Cont. s/lucro	0,00	0,04	0,16	0,56	0,57	0,72
Outras	2,49	2,24	1,49	2,23	1,88	2,00
Cont. folha	4,43	4,34	4,09	4,74	4,67	4,97
Transferências correntes	3,28	3,21	2,99	3,72	3,61	3,54
Estados e municípios	2,72	2,67	2,52	3,18	3,03	2,97
Outras (excl. juros)	0,56	0,54	0,47	0,54	0,58	0,57

(Continua)



(Continuação)

Especificação	1986-88	1986-89	1989	1990-93	1991-93	1993
Despesas (excl. juros)	14,85	15,13	15,96	13,99	13,67	15,09
Pessoal e encargos	3,61	4,30	6,37	4,67	4,36	4,48
Orçamento de crédito	1,35	1,15	0,55	0,10	0,09	0,10
Benefícios Prev. Social	2,79	2,78	2,75	3,94	4,05	4,57
Transf. capital estatais	1,64	1,33	0,39	0,21	0,22	0,11
Outras	5,46	5,57	5,90	5,07	4,95	5,83
Ajustes + <i>float</i> <sup>a</sup>	-2,89	-3,41	-4,95	-3,26	-3,42	-3,78
Nec. financ. primárias	0,73	0,73	0,71	-1,22	-1,14	-0,90
Juros reais	1,93	2,25	3,22	0,80	1,36	1,30
<b>Estados e municípios</b>	<b>0,97</b>	<b>0,86</b>	<b>0,56</b>	<b>0,05</b>	<b>-0,07</b>	<b>-0,20</b>
Nec. financ. primárias	0,07	-0,03	-0,30	-0,63	-0,73	-0,80
Juros reais	0,90	0,89	0,86	0,68	0,66	0,60
<b>Empresas estatais</b>	<b>1,08</b>	<b>1,41</b>	<b>2,36</b>	<b>0,57</b>	<b>0,56</b>	<b>0,30</b>
Receita total	16,00	15,32	13,30	11,49	11,75	9,73
Operacional	13,33	12,97	11,87	10,93	11,13	9,18
Transf. capital Tesouro	1,64	1,33	0,39	0,21	0,22	0,11
Outras	1,03	1,02	1,03	0,35	0,40	0,44
Despesas (excl. juros)	15,73	15,30	14,00	10,99	11,19	9,34
Pessoal	2,41	2,67	3,46	2,09	2,03	1,92
Investimentos	3,13	2,98	2,52	1,85	1,94	1,54
Outras	10,19	9,65	8,02	7,05	7,22	5,88
PEM + ajustes <sup>a,b</sup>	-1,10	-1,04	-0,86	0,13	0,22	-0,01
Nec. financ. primárias	-1,37	-1,06	-0,16	-0,37	-0,34	-0,40
Juros reais	2,45	2,47	2,52	0,94	0,90	0,70

Fonte: Anexo.

(-) = superávit.

<sup>a</sup> Um resultado negativo implica reduzir as NFSP.

<sup>b</sup> Inclui o resultado primário das empresas estatais estaduais e municipais, o *float* líquido de receitas e a diferença entre o resultado apurado pelas empresas e o resultado global apurado pelo Banco Central.

Ainda mais notável é o fato de que, apesar das pressões de gastos estabelecidas pela Constituição de 1988, a mudança mais significativa se deu no resultado primário do governo central, que passou de um *déficit* de 0,3% no período 1985-89 para um *superávit* de 1,1% do PIB em 1991-93.<sup>7</sup> Comparando o último triênio do governo anterior (1987-89) a 1991-93, a diferença no caso do governo central é ainda mais expressiva: *déficit* primário médio de 1,3% do PIB e *superávit* primário médio de 1,1% do PIB, respectivamente. Esses dados são importantes devido à maior visibilidade dos resultados do governo central para a formação de expectativas dos agentes econômicos e ao fato de que este é o segmento do setor público que afeta mais diretamente o quadro macroeconômico.

<sup>7</sup> Entre as pressões de gasto resultantes da nova Constituição, podem ser citados o aumento da rigidez orçamentária, o crescimento dos benefícios da Previdência Social — que aumentaram 1,3% do PIB entre 1986-89 e 1991-93 — e o aumento das transferências aos estados e municípios — que sofreram um incremento de 0,4% do PIB entre esses períodos.

Cabe notar também a melhora observada no resultado primário de estados e municípios, indicando que parte dos acréscimos de receita por eles obtidos na nova partilha tributária foi direcionada ao pagamento de dívidas contraídas no passado. Vale mencionar que, apesar dos esforços de ajustamento empreendidos por alguns estados, parte desse resultado foi estimulada pela contínua edição de medidas visando maior coordenação e controle, por parte do governo federal, do grau de endividamento dos governos subnacionais, como por exemplo as Resoluções nº 1.718 e nº 2.002 do Conselho Monetário Nacional, as medidas referentes ao financiamento externo e aquelas mencionadas no item (b) da primeira subseção da seção 3 deste artigo.

No tocante às empresas estatais, os dados observados refletiram a redução das transferências do Tesouro Nacional, limitadas a uma média anual de 0,2% do PIB entre 1991 e 1993, em contraste com a média de cerca de 1,3% do PIB no período 1986-89, o que explica os resultados primários positivos então alcançados pelas empresas estatais. No entanto, os números mais recentes indicam que estas se adaptaram à redução dos recursos fiscais — inclusive por causa da privatização de empresas tradicionalmente deficitárias como Cosipa e CSN — e que as empresas remanescentes sob controle estatal estariam apresentando um resultado primário melhor do que o verificado no período 1986-89, sem considerar as transferências do Tesouro Nacional.<sup>8</sup>

A ênfase no resultado primário se justifica para avaliar a política fiscal sem os efeitos dos déficits passados e da política monetária atual, refletidos no montante dos juros reais sobre a dívida pública. Numa outra perspectiva, caso se adote o conceito operacional — a partir de 1989, tendo em vista as mudanças metodológicas já mencionadas —, observa-se que, em média, as NFSP foram de 0,7% do PIB em 1991-93, em contraste com o déficit de 6,9% do PIB em 1989.

Os resultados mencionados têm sido contestados como indicador do grau de aperto da política fiscal pelo fato de terem supostamente se baseado na compressão de gastos de custeio e investimento, indispensáveis ao bom funcionamento do setor público, exemplificada particularmente na contenção do salário do funcionalismo ao invés de na redução de pessoal.

Esse argumento peca, fundamentalmente, por dois motivos. Primeiro, porque deixa de levar em consideração os fatores de redução do gasto alinhavados na primeira subseção da seção 3. Segundo, porque significa aceitar que o salário “normal” do funcionalismo era o vigente em março de 1990, no final do governo Sarney — o que é tradicionalmente reivindicado pelo sindicato da classe nas negociações —, este sim, porém, totalmente excepcional e fora da trajetória histórica de evolução da variável, como fica claro nos dados de 1986-93 do anexo.

A essas considerações, cabe acrescentar que:

a) os componentes excepcionais (*once and for all*) existentes no início do processo de ajustamento tinham desaparecido em boa parte em 1993: o IOF do Plano Collor só foi arrecadado em 1990 e a redução artificial de juros esgotou-se em meados de 1992, devido à incidência de juros reais negativos sobre os NCZ\$ bloqueados;

---

<sup>8</sup> Em 1992 e 1993, o resultado primário das empresas estatais, sem as transferências de capital do Tesouro, foi superavitário, enquanto no período 1986-89 tinha sido deficitário.

b) além dos componentes excepcionais do lado positivo, como mencionado em (a), houve também uma série de perdas temporárias de receita, tais como: i) a perda de arrecadação do imposto de renda, devido à decisão do Supremo Tribunal Federal (STF) relativa à indexação dos impostos pela TR (1991) e aos efeitos da Lei nº 8.200 sobre o imposto de renda da pessoa jurídica (1992); e ii) as perdas das receitas do Finsocial e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido associadas à crescente contestação judicial e resolvidas por decisões do mesmo STF somente em 1993; todos esses fatores, se não tivessem ocorrido, teriam permitido um nível de receita e de superávit primário superiores aos que efetivamente se verificaram;

c) a folha salarial do funcionalismo, depois de chegar a um mínimo em 1992, recuperou-se ligeiramente em 1993 e atingiu um nível superior ao da média de 1986-89, sinal de que a despesa de 1993 não pode ser considerada muito baixa; ao final de 1993, também, já tinha sido amortizada a maior parte das dívidas da Previdência Social para com os aposentados e pensionistas relativamente aos “147%”, além de ter sido “desrepresada” a concessão de novos benefícios; adicionalmente, o fato de a variável “Transferências + Despesas + Ajustes e *float*”, que pode ser entendida como um indicador de despesa efetiva do governo central, ter aumentado 1,8% do PIB entre 1992 e 1993 sugere que esse “desrepresamento” se estendeu a outros componentes da despesa, aproximando esta do seu nível “normal” levado em consideração no uso do conceito de “déficit potencial”;

d) a partir de 1990, apesar do já mencionado acirramento da contestação judicial em matéria tributária, houve um claro aumento do esforço de arrecadação do governo central; mesmo excluindo-se o ano de 1990 — que está fora da trajetória histórica da carga tributária — e a contribuição previdenciária de empregados e empregadores, que apresentou significativa recuperação no período recente, o restante da receita — a chamada “receita administrada” — foi 0,5% do PIB maior, em média, no período 1991-93 em relação a 1986-89, sendo que em 1993 o acréscimo foi de 0,9% do PIB em comparação com 1986-89 e de 1,6% do PIB quando o parâmetro de referência é o ano de 1989.

Algumas dessas considerações são reforçadas pela leitura da tabela 5, que reagrega algumas variáveis do governo central da tabela 4 e do anexo e onde o conceito de “gasto total” é o mesmo gasto exclusive juros mencionado no item (c) acima (b + c + d no anexo).<sup>9</sup> A tabela sugere que, embora a oferta de muitos serviços públicos seja atualmente mais precária do que há cinco ou 10 anos, o desafio a vencer é o de como *reestruturar* o gasto, ao invés de aumentá-lo, já que seu nível em 1993 foi similar ao da segunda metade da década passada, o que permite duvidar, em parte, da tese de que o ajuste continuou se devendo à “repressão” do gasto.

---

<sup>9</sup> O ano de 1990 foi excluído propositalmente, pelos mesmos motivos já mencionados no começo desta seção.

**Tabela 5**  
**Brasil — governo central — receita e gasto não-financeiro (% PIB)**

Especificação	1986-89	1989	1991-92	1993
Receita total	14,20	13,29	14,63	15,75
Gasto total (exclusive juros)	14,93	14,00	13,36	14,85
Necessidades de financeiras primárias	0,73	0,71	-1,27	-0,90

Fonte: Anexo.  
(-) = superávit.

Tudo indica, portanto, que a situação fiscal de 1993 não teve os componentes artificiais de 1990 ou 1991. Levando-se ainda em conta os aspectos de caráter estrutural já mencionados, é difícil qualificar como temporário um processo de correção de desequilíbrios fiscais que em 1994 ingressa no seu quinto ano, o que marca uma diferença importante em relação, por exemplo, ao ajuste fiscal de 1983/84, que foi de curto prazo e rapidamente revertido durante o governo Sarney.

Neste ponto, cabe fazer uma ressalva. O ajuste representado pela diferença entre o cotejo de receitas e despesas do governo central, de um lado, e, de outro, a variação do seu endividamento mais a emissão monetária — diferença essa que na tabela 4 aparece na linha de “ajustes + *float*” — representou uma média de 3,4% do PIB no período 1991-93. Isso reflete, em grande parte, a prática de autorizar despesas sem efetivamente realizá-las no exercício, o que é uma forma de corroer o seu valor real.<sup>10</sup> A constatação da extensão em que isso ocorreu de certa forma confirma que, dados os valores de despesa orçados, o governo de fato tornou-se “sócio” da inflação, mas não permite fazer nenhuma afirmação em relação à qual poderá ser o comportamento *futuro* da despesa, em um cenário de inflação muito menor. Para evitar que, nesse caso, a despesa real dê um salto, é preciso, como já foi dito, adequar os valores do orçamento à inflação resultante da estabilização. Nesse sentido, é recomendável que no futuro os valores orçados sejam mais realistas, a fim de que o *float* fique mais próximo de zero.

#### **4. Elementos para uma compreensão adequada da situação fiscal brasileira**

##### *O conceito relevante de déficit*

A programação de política fiscal requer a definição dos indicadores quantitativos de desempenho. Do ponto de vista da abrangência do indicador da situação fiscal, o relevante para as contas públicas deve ser o resultado da soma do governo federal com o Banco Central, que neste artigo são agrupados sob a denominação “governo central”.

Isto porque, em um setor público em que as funções estejam bem definidas e não existam “vazamentos”, os eventuais déficits de estados e municípios, de um lado, e das empresas estatais, de outro, deveriam ser cobertos por fontes de endividamento não-inflacionárias. *Portanto, as operações das quais estes agentes econômicos participassem seriam realizadas como operações entre agentes privados, sem impactar a expansão monetária.* A única exce-

<sup>10</sup> Este número é também magnificado pelo chamado “efeito final de período”, mencionado anteriormente.

ção a abrir seria em relação à dívida mobiliária de estados e municípios, que nesse contexto de separação total das contas correria o risco de não ser renovada e, nesse caso, não poderia ser honrada imediatamente.

Por isso, é recomendável que essa dívida seja assumida pelo governo federal, o que, em parte, já está acontecendo. De qualquer maneira, este deve ser ressarcido pela “federalização” desses títulos, através do repasse automático, por parte dos estados e municípios afetados, de uma parcela das suas receitas, em termos similares aos do acordo de “rolagem” das dívidas estaduais, aprovado pelo Congresso em 1993. Dessa forma, a mencionada federalização apenas evitaria que os títulos estaduais e municipais tivessem que ser subitamente resgatados, mas não teria qualquer efeito sobre o resultado de caixa da União, nem sobre a necessidade de geração de superávit primário por parte desta.

Por outro lado, assumindo como verdadeira a hipótese de rolagem integral da correção monetária, a variável básica de referência para a programação fiscal deve ser o resultado operacional. Isto porque, em última instância, sua magnitude máxima é exogenamente determinada pelos credores do Tesouro, que, através de suas decisões de carteira, estabelecem os limites de variação da dívida pública, em condições de estabilidade macroeconômica. Entretanto, com base nesses limites e uma vez dadas a taxa de juros externa e a política monetária — que define a taxa de juros doméstica —, o resultado primário é que passa a ser, na prática, a variável de controle.

### *A evolução dos determinantes do fluxo de despesas de juros*

Nesta subseção pretendemos explicar por que a meta de obter um déficit operacional nulo deve visar hoje, em termos de superávit primário, uma meta inferior à requerida há alguns anos.

Se a capacidade de monetização do déficit é entendida como um dado compatível com um certo nível de imposto inflacionário, que seja, por sua vez, consistente com uma meta de inflação baixa, o superávit primário de *steady state* depende apenas da taxa de juros, da taxa de câmbio real — no caso dos empréstimos externos — e da relação dívida pública/PIB. Neste ponto, é útil observar alguns indicadores apresentados na tabela 6, para entender certos fenômenos que reduzem a necessidade de geração de superávit primário em relação, por exemplo, ao que teria sido necessário gerar no passado para evitar um aumento da dívida pública.

Inicialmente, cabe fazer menção à situação do PIB, da dívida externa líquida e da taxa de câmbio real em 1994. Se nesse ano a economia crescer 3%, a dívida externa líquida do setor público for de US\$60 bilhões e a taxa de câmbio real for 10% inferior à média de 1993, as colunas (c), (e) e (g) da tabela 6 terão sofrido uma mudança de +4%, -32% e -20%, respectivamente, entre 1989 e 1994, o que *por si só já implicaria uma queda de 47% na relação dívida externa líquida do setor público/PIB*.

Tabela 6  
Brasil — indicadores macroeconômicos

Ano	Senhoriagem (%) PIB		Índice PIB real	Dívida interna real	Dívida pública externa	Libor (%)	Taxa de câmbio real
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)	(g)
1989	5,0	3,6	100,0	100,0	87.859	9,3	100,0
1990	4,8	5,0	95,6	22,4	90.987	8,3	85,0
1991	2,8	2,1	96,7	21,6	91.428	6,1	98,4
1992	3,4	2,5	95,8	64,1	75.777	3,9	99,7
1993	3,0	2,1	100,6	66,0	65.556	3,4	88,7

Fonte: Banco Central. *Brasil — programa econômico e Nota para a imprensa.*

(a) Corresponde ao fluxo de emissão de base monetária.

(b) Corresponde ao somatório de  $[B(t) - B(t-1)] \cdot P/P(t)$ , onde  $B$  é a base monetária no fim do mês,  $P$  o IGP-DI médio do ano e  $P(t)$  o IGP-DI do mês  $t$ .

(c) Base 1989 = 100.

(d) Índice base 1989 = 100 da dívida interna mobiliária federal fora do Banco Central;  $\mu$  de  $\pi$  deflator; IGP-DI centrado; fim do mês.

(e) Dívida líquida do setor público; fim de ano; US\$ milhões correntes.

(f) Seis meses; média anual; taxa anualizada.

(g) Índice base 1989 = 100; definido como  $E/P$ , onde  $E$  é o índice de taxa de câmbio nominal (média anual) e  $P$  o índice de preços (IGP-DI).

Em segundo lugar, a Libor — um parâmetro fundamental, que determina o custo da dívida externa líquida pública da ordem de US\$70 bilhões — caiu a pouco mais de 1/3 do que era em 1989. Mais importante ainda é o fato de que a tendência de longo prazo das taxas de juros internacionais também se alterou: enquanto em 1989 as taxas de juros dos títulos do Tesouro dos EUA de três e 10 anos de prazo oscilavam entre 8 e 9% ao ano, atualmente encontram-se em torno de 5,5 e 6,5%, respectivamente.

Além disso, enquanto nos quatro anos compreendidos no período 1990-93 o setor público apresentou, em média, um déficit de apenas 0,2% do PIB, a “senhoriagem real” média — correspondente ao somatório dos fluxos de emissão de base monetária, valorizados mês a mês — do período atingiu 2,9% do PIB, implicando, portanto, uma fonte importante de redução da dívida pública. Por sua vez, a subindexação da dívida interna na última fase do governo Sarney e a corrosão real dos NCZ\$ bloqueados, já no governo Collor, também contribuíram para que a dívida interna mobiliária federal fora do Banco Central, em termos reais, seja hoje muito menor do que no final de 1989, o que se reflete na coluna (d) da tabela 5.<sup>11</sup>

Em resumo, entre 1989 e 1994, o PIB aumentou, ao mesmo tempo em que diminuíram a taxa de câmbio real — medida da forma mencionada na tabela 5 —, a taxa de juros externa e a dívida pública interna — em Cr\$ constantes — e externa — em US\$. Tudo isso significa que o fluxo de juros da dívida pública global, comparado com o PIB, tende a ser hoje muito menor do que era no passado.<sup>12</sup> Em outras palavras, o *superávit primário exigido para “zerar” o déficit operacional é hoje significativamente menor do que o requerido em 1989.*

<sup>11</sup> O baixo valor de 1990 e 1991 foi causado pelo bloqueio dos NCZ\$.

<sup>12</sup> Isso pode ser visto, comparando-se os dados de 1989 e 1993 da tabela 1.

## A comparação com outros países

Quando se discute as necessidades de ajustamento fiscal no Brasil, diz-se com certa frequência que o Brasil deveria fazer um ajustamento de magnitude similar ao do México ou do Chile nos anos 80, caracterizados pela obtenção de superávits primários da ordem de 5% do PIB ou mais.<sup>13</sup>

Entretanto, comparações como essas deixam de levar em conta alguns aspectos relevantes, que tornam o contexto de um eventual plano de estabilização a ser adotado no Brasil marcadamente diferente daquele que caracterizou esses países na época de maior rigor fiscal.

As tabelas 7 e 8 são úteis para ilustrar as diferenças entre as situações do Brasil de hoje e as do México e do Chile na segunda metade dos anos 80. A tabela 7 mostra a dívida externa bruta total como proporção do PIB.<sup>14</sup> A tabela 8, por sua vez, apresenta os dados de taxa de câmbio efetiva real — ponderada por uma cesta de moedas e considerando a inflação externa — nos mesmos três países.

Tabela 7  
Dívida externa (% PIB)

Ano	Dívida externa bruta total		
	Brasil	Chile	México
1982	39	89	50
1983	43	91	57
1984	43	94	55
1985	37	93	54
1986	36	87	59
1987	36	78	65
1988	34	64	59
1989	31	51	52
1990	37	52	55
1991	34	44	55
1992	35	42	53
1993	34	42	53

Fonte: BID.

Tabela 8  
Taxa de câmbio efetiva real  
(Base 1983/84 = 100)

Ano	Brasil	Chile	México
1985	105	125	87
1986	112	149	127
1987	112	159	138
1988	104	171	114
1989	83	167	104
1990	71	171	104
1991	88	167	95
1992	98	157	89
1993	87	156	84

Fonte: BID.

<sup>13</sup> Para uma discussão dos casos mexicano e chileno, ver Edwards (1993).

<sup>14</sup> A variável relevante, para efeitos da discussão da seção, é a dívida externa pública. Entretanto, em meados da década passada, a dívida externa era em sua maior parte pública nos três países considerados.

Conforme discutido na segunda subseção da seção 4, a importância relativa do pagamento de juros externos no orçamento é dada por três fatores: a) a taxa de juros internacional; b) a relação dívida externa/PIB; e c) a taxa de câmbio. Atualmente, a Libor é da ordem de 3,5%, quando no período 1985-89 — em que tanto o Chile quanto o México experimentaram processos de intenso ajustamento fiscal — era de 8%. A atual dimensão relativa da dívida externa no Brasil é muito inferior à média do mencionado período 1985-89, de 58% e 75% do PIB no México e no Chile, respectivamente. Já no que tange à taxa de câmbio efetiva real, enquanto no Brasil ela é hoje mais de 10% inferior à média de 1983/84 — em função da crise da dívida de 1982 —, o México e o Chile tiveram que enfrentar seus ajustamentos fiscais da década passada com uma taxa de câmbio 14 e 54% mais desvalorizada, durante 1985-89, em relação a 1983/84.

Naturalmente, a contrapartida a ser levada em conta para calcular os requisitos de superávit primário não é dada pelos juros da dívida pública externa, mas pela soma destes com os juros internos. Mesmo nesse caso, porém, e na hipótese de que o objetivo da política fiscal seja atingir o equilíbrio operacional, o Brasil atual fica em situação confortável ao ser comparado com o Chile e o México de anos anteriores, uma vez que a dívida líquida total do seu setor público é atualmente de menos de 35% do PIB. Esse número é muito inferior à participação da dívida total do setor público no Chile e no México na segunda metade da década passada.<sup>15</sup>

Em resumo, o que se pretende frisar é que *a necessidade de geração de superávit fiscal primário para pagar a totalidade dos juros da dívida pública é hoje no Brasil claramente menor do que aquela que o México e o Chile enfrentaram quando ambos passaram por seus respectivos processos de ajustamento*. Isso quer dizer que esses processos podem ser vistos pelo Brasil como exemplares, pela dimensão qualitativa das transformações estruturais operadas nesses países, mas não devem ser utilizados de maneira mecânica como parâmetros de referência, quando se tenta avaliar *quantitativamente* as necessidades de ajustamento no caso brasileiro.

Um claro exemplo a favor dessa linha de argumentação é fornecido pela leitura dos dados do caso (até o momento bem-sucedido) da Argentina. Embora a mudança ocorrida nesse país nos últimos anos, em termos fiscais, tenha sido notável pelo contraste em relação ao passado, fundamentalmente devido ao incremento significativo da carga tributária, a tabela 9 permite extrair algumas conclusões interessantes:

a) em 1991, ano do lançamento do Plano Cavallo, o setor público da Argentina teve *déficit* operacional, mesmo considerando a venda de ativos (privatização) como receita;

b) até mesmo em 1992, quando o ajustamento fiscal foi intensificado, o superávit primário consolidado do setor público argentino, excluindo a receita excepcional das privatizações, foi de 2% do PIB, bastante inferior, portanto, ao dos casos do México e do Chile.

É importante ressaltar que, no plano de estabilização argentino, estiveram presentes vários dos elementos do argumento de que no Brasil a inflação é alta porque o “*déficit* potencial” é elevado: o salário real do funcionalismo caiu, o sistema de saúde pública encontra-se fa-

---

<sup>15</sup> No Chile, em meados da década de 80, a dívida total do setor público era de mais de 100% do PIB, enquanto que no México, em 1988, chegou a ser de quase 90% do PIB (Heróles, 1990).



lido e as aposentadorias são extremamente baixas, o que, porém, não impediu a Argentina de ter uma inflação muito baixa. Mais ainda, a reforma estrutural da Previdência Social, que guarda certa semelhança com o modelo chileno, só veio a ser adotada mais de dois anos e meio depois do Plano de Conversibilidade ter sido deflagrado.

Tabela 9  
Argentina — necessidades de financiamento do setor público (% PIB)

Especificação	1985/86	1987/88	1989	1990	1991	1992
Com venda de ativos						
Operacionais	7,0	10,0	10,5	6,1	2,3	-1,5
Primárias	0,2	4,5	1,4	2,0	-0,4	-3,4
Juros <sup>a</sup>	6,8	5,5	9,1	4,1	2,7	1,9
Sem venda de ativos						
Operacionais	7,2	10,3	11,1	6,3	4,0	-0,2
Primárias	0,4	4,8	2,0	2,2	1,3	-2,1
Venda de ativos	-0,2	-0,3	-0,6	-0,2	-1,7	-1,3

Fonte: Banco Mundial (1993), com base em dados do Ministério da Economia.

(-) = superávit.

<sup>a</sup> Inclui o déficit quase-fiscal do Banco Central.

### *O cálculo do superávit primário requerido no Brasil*

A relação juros da dívida pública do governo federal/PIB ( $J/Y$ ) pode ser expressa como:

$$J/Y = d1.i1 + d2.i2 + d3.i3 \quad (1)$$

onde  $d$  é a relação entre a dívida de fim de período do ano anterior e o PIB — sendo a dívida medida a preços médios do ano corrente —,  $i$  é a taxa de juros e os números de 1 a 3 estão associados à dívida mobiliária do governo federal em poder do público, às outras dívidas internas do governo federal e à dívida externa líquida do governo federal e do Banco Central, respectivamente. Em dezembro de 1993, os valores dessas variáveis, medidos em US\$, eram:

- a) dívida mobiliária federal: US\$42 bilhões;
- b) outras dívidas internas do governo federal: US\$11 bilhões; e
- c) dívida externa líquida do governo federal/Bacen: US\$32 bilhões.

Para efeitos de avaliação do impacto fiscal futuro do pagamento dos juros da dívida externa, este último componente deve ser multiplicado por um coeficiente de 0,88, supondo uma redução de 12% no valor da dívida, como resultado da conclusão do acordo da dívida externa brasileira, sendo 35% do total da dívida transformada em *discount bonds* com 35% de abatimento sobre o valor de face. Portanto, o valor restante é de US\$28 bilhões.

Dividindo-se por um PIB de US\$500 bilhões para 1994, obtêm-se valores para  $d1$ ,  $d2$  e  $d3$  em (1) de 8,4, 2,2 e 5,6%, respectivamente. Admitindo-se para as taxas de juros  $i1$ ,  $i2$  e  $i3$  os valores de 12, 6 e 5%, respectivamente, chega-se a um pagamento de juros da dívida pública do governo federal e do Banco Central em (1) correspondente a apenas 1,4% do PIB.<sup>16</sup>

Isso significa que, para pagar tais juros e não ter déficit operacional, o governo central deveria gerar um superávit primário equivalente a esse resultado.<sup>17</sup> Esse número é apenas ligeiramente superior ao superávit primário do governo central em 1993, de 0,9% do PIB. Note-se que as considerações referentes ao ajuste a ser ainda feito, tomando por base os números de 1993, não são afetadas pela receita *once and for all* do imposto provisório de movimentação financeira (IPMF) de 1994.

Conforme os dados da tabela 2, comparando-se os períodos 1985-89 e 1991-93 constata-se que o governo central *já realizou* um esforço fiscal primário de 1,4% do PIB, sem contar a privatização. Consequentemente, com base nos parâmetros analisados ao longo do texto, a necessidade de ajustamento *adicional* para pagar os juros da dívida sem gerar déficit operacional seria relativamente modesta. Cabe lembrar ainda que aquele resultado de 1,4% do PIB de superávit primário para cobrir a despesa de juros não considera a possibilidade de emissão monetária — que reduz a necessidade de superávit primário — consistente com a “senhoriagem” associada a uma inflação de 10% ao ano, “senhoriagem” essa estimada em 0,4% do PIB (Giambiagi, 1993).<sup>18</sup>

Em contrapartida, é preciso levar em conta quatro elementos:

a) Os problemas associados à *entrada de capitais*. Em um contexto de entrada significativa de *capital flows* — seja devido a um programa de estabilização bem-sucedido, seja em função de diferenciais de taxas de juros e de câmbio —, as necessidades de financiamento domésticas do Banco Central são ampliadas pela aquisição de reservas. Diante disto, as autoridades contam com quatro alternativas: estimular uma abertura maior da economia e o conseqüente aumento compensatório das importações; gerar um superávit primário maior, que compense o aumento da dívida pública interna líquida associada à variação positiva das reservas; permitir uma emissão maior, potencialmente inflacionária; ou, simplesmente, tentar impor barreiras a esse processo. Dependendo da escolha das autoridades em face dos *trade-offs* envolvidos, portanto, o superávit primário consistente com o equilíbrio pode ser maior do que o calculado.

b) Os possíveis benefícios de um *overshooting fiscal*. Na fase inicial da estabilização, dependendo das condições em que esta ocorrer, pode ser importante, para ganhar a confiança dos agentes, promover um esforço fiscal maior do que aquele que seria necessário

---

<sup>16</sup> A taxa de 12% representa quase quatro vezes a taxa de juros real que o Tesouro dos EUA se dispõe a pagar por seus títulos de 30 anos, supondo uma inflação de 3% ao ano, já que a taxa nominal em US\$ tem oscilado recentemente em torno de 7% ao ano; a taxa de juros de 6% é a taxa-padrão de renegociação das dívidas governamentais não-mobiliárias; no que tange ao custo da dívida externa, representa uma média ponderada aproximada dos diversos papéis em que essa dívida foi convertida ao ser renegociada.

<sup>17</sup> É interessante registrar que em um estudo feito no Banco Mundial, referente a um conjunto de diversos países, o resultado primário sustentável varia de um déficit de 3% do PIB a um superávit de 2% do PIB, dependendo da combinação de parâmetros macroeconômicos do país, como o coeficiente de monetização e as condições de endividamento público (Easterly & Schmidt-Hebbel, 1993).

<sup>18</sup> Este número supõe que a economia cresça de 4 a 5% ao ano e uma estabilidade da base monetária como proporção de 3% do PIB.

para apenas “zerar” o déficit operacional; embora essa necessidade de *overshooting* seja difícil de quantificar com precisão *a priori*, ela atua na mesma direção que a conclusão do item (a) anterior.

c) O *custo financeiro da transição* até uma estabilização definitiva, representado pela eventual necessidade de operar com taxas de juros reais extremamente elevadas na primeira fase de um plano antiinflacionário. Isso pode implicar um esforço adicional temporário de aumento de receita e/ou corte de despesas, na medida em que durante algum tempo seria necessário gerar um *plus* de superávit primário para compensar o maior fluxo de despesa com o pagamento de juros.

d) O pagamento dos chamados *megapassivos* do setor público. Além daqueles usualmente mencionados e que não estão explicitados na dívida líquida do setor público, tais como o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), o mais importante deles é o déficit futuro — este sim potencial, representado pelo custo da transição do atual sistema de Previdência Social para outro baseado, pelo menos em parte, em um sistema de capitalização. Dependendo das características dessa transição, esse custo também poderá implicar a geração de um superávit primário — excluindo a Previdência — maior ou, alternativamente, seu pagamento através da venda de ativos estatais em escala mais significativa que as privatizações feitas até agora.

Este último ponto (d) merece alguns comentários adicionais, na medida em que a não-consideração desses passivos tem sido apresentada por vezes como um sinal da suposta irrelevância da redução das NFSP nos últimos anos. Entretanto, a incorporação dessa dimensão adicional à discussão da questão fiscal no Brasil não invalida a análise feita ao longo do artigo. Primeiro, no caso da Previdência Social, conforme indica a experiência argentina já mencionada, esta questão não chega a ser vital no curto prazo para o êxito de um plano de estabilização, sendo possível definir uma engenharia financeira para equacionar o problema, a fim de que, resolvido de uma forma diferida no tempo, gere déficits moderados em relação ao PIB. Mesmo antes de se mudar profundamente a Previdência Social, o problema previdenciário não interferirá tanto na gestão da política econômica de curto prazo, dado que o principal desequilíbrio da Previdência é potencial e o seu déficit de caixa nos próximos dois anos deverá ser perfeitamente administrável — prevendo-se algo entre 0,5 e 1,0% do PIB.

Segundo, em outros países, onde a Previdência Social passou a operar, total ou parcialmente, com base em um regime de capitalização, não houve um único caso em que o custo da transição de um sistema a outro tenha sido financiado *apenas* com o aumento do superávit primário do governo, tendo havido — em maior ou menor grau — um financiamento significativo através do lançamento de instrumentos de endividamento público de longo prazo, o que é consistente com a lógica desse tipo de reformas e distribui esse custo ao longo de um número elevado de anos.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> É importante esclarecer que não se pretende dizer com isso que o setor público brasileiro possa prescindir de uma reforma radical da Previdência para conservar seu equilíbrio a médio e longo prazos. De fato, essa reforma é fundamental, pois sem uma mudança do sistema previdenciário, o país com certeza apresentará, já na segunda metade da década, uma tendência pronunciada a um desequilíbrio fiscal cada vez maior. O que se questiona é que essa tendência, no caso da Previdência, se manifeste imediatamente e que afete a política de estabilização de curto prazo.

Terceiro, alguns desses megapassivos estão sujeitos a juros baixos, de modo que, se a economia retomar uma trajetória de crescimento a uma taxa da ordem de 5% ao ano, sua importância relativa poderia ser decrescente ao longo do tempo.

Por último, no que diz respeito especificamente ao FCVS, o valor estimado do seu *estoque* — em torno de US\$20 bilhões — impressiona fundamentalmente por seu montante absoluto. Entretanto, isso não representa mais do que 4% do PIB e, na medida em que, em termos fiscais, o que interessa é a importância relativa do seu *fluxo* anual, pode-se dizer que este deverá ser absorvido sem gerar, por si só, desequilíbrios macroeconômicos que venham a requerer medidas drásticas de ajustamento. O motivo principal disso é que esse passivo será pago ao longo de mais de uma década.

## 5. Observações finais

### *O programa fiscal de 1994*

De acordo com as informações disponíveis, a política fiscal estabelecida para 1994 visa atingir o equilíbrio operacional das contas do setor público, com base em uma meta de superávit primário de 4,4% do PIB, em contraste com o superávit primário de 2,1% do PIB apurado em 1993. A obtenção desse equilíbrio foi apresentada como condição necessária para o êxito do programa de estabilização em curso.

Caso procedente, isso indicaria a previsão de uma política monetária rigorosa durante o período de estabilização, conforme discutido no item (c) do final da quarta subseção da seção 4. Conseqüentemente, haveria um aumento na rubrica “juros” de 2,6% do PIB em 1993 para 4,4% do PIB em 1994.

Esse fluxo, afetado pelo custo *once and for all* do programa de estabilização do ano em curso, embora seja maior que o de 1993, continuaria sendo significativamente inferior em relação aos 6,6% de juros de 1989, e também em relação à média de 5,9% do PIB de 1985-89, o que confirma os argumentos expostos ao longo do trabalho acerca da redução da carga de juros em relação à segunda metade da década passada.

Para efeito de raciocínio, assume-se que o fluxo de despesa de juros do setor público consolidado tenha a mesma distribuição de 1993 entre os diferentes segmentos do setor público.<sup>20</sup> Assume-se ainda que tanto o governo central, quanto os governos estaduais e municipais e as empresas estatais irão operar igualmente em equilíbrio. Nesse caso, os superávits primários implícitos seriam de 2,2% do PIB para o governo central — 1,3% do PIB acima do realizado em 1993 e 1,1% do PIB acima da média do período 1991-93 —, de 1,0% do PIB para o conjunto dos estados e municípios e de 1,2% do PIB para as empresas estatais.

Quando comparados os dados desta simulação aos de 1993, observa-se que, de fato, o maior esforço adicional caberá ao governo central. Isso é coerente com o perfil das medidas até agora aprovadas pelo Congresso, tais como a aprovação do IPMF, a nova alíquota

---

<sup>20</sup> Trata-se de um procedimento grosseiro, tendo em vista a diversidade das taxas de juros que regem a dívida dos diversos segmentos do setor público e suas diferentes respostas à política monetária. Todavia, o que se pretende é apenas inferir a direção e o perfil da política fiscal, na ausência das informações necessárias.

de 35% para o imposto de renda da pessoa física e a criação do Fundo Social de Emergência (FSE).<sup>21</sup>

No entanto, cumpre lembrar que tanto o IPMF quanto o FSE são de vigência temporária, expirando, respectivamente, em 1994 e 1995. Consequentemente, a sustentação do equilíbrio fiscal ao longo do tempo — importante para a formação das expectativas dos agentes econômicos — dependerá de como se combinem a extinção dos efeitos dessas duas medidas com a redução da taxa de juros que deverá se verificar após a estabilização, bem como das decisões que possam vir a ser adotadas em 1995 ou 1996, no âmbito de uma eventual revisão constitucional, se esta vier a ser feita.

## Conclusões

À guisa de conclusão, pode-se dizer que os números discutidos no trabalho, combinados com o conjunto de argumentos expostos ao longo do mesmo acerca do setor público brasileiro, permitem afirmar que:

a) entre 1989 e 1993, houve uma combinação de aumento do resultado primário das contas do setor público e redução das necessidades de pagamento de juros da dívida pública total;

b) a variável crítica para o êxito de um plano de estabilização deve ser o resultado das contas do governo central e não o do setor público consolidado, desde que não existam transferências para as empresas estatais nem para os estados e municípios, excetuadas as de caráter constitucional;

c) com base nos dados de 1993, a necessidade de ajuste primário das contas do governo central, requerida por um plano de estabilização baseado no equilíbrio orçamentário, seria da ordem de 0,5% do PIB, podendo ser maior, temporariamente, caso no início do plano se pretenda fazer um *overshooting* fiscal e gerar um superávit operacional das contas do governo central e/ou caso se opere com uma taxa de juros doméstica excepcionalmente elevada durante algum tempo;

d) a força política que o Poder Executivo precisa, para fazer um orçamento realista, com um ajuste fiscal moderado, em um cenário de inflação baixa, é mais viável de ser conquistada do que a que se requer para implementar um megaajustamento fiscal;

e) a queda da inflação, por si só, não implicaria necessariamente incremento do déficit público, se fossem tomados os devidos cuidados jurídicos para não vincular o gasto ao aumento de preços que teria ocorrido *antes* do plano de estabilização, mas que seria captado pelos índices de preços a serem divulgados só *depois* da adoção do mesmo.

---

<sup>21</sup> O FSE não é um aumento de arrecadação bruta. Trata-se, pura e simplesmente, de um mecanismo de flexibilização da execução orçamentária da União por meio da desvinculação parcial — exceto transferências a estados e municípios — das receitas federais, reduzindo gastos obrigatórios eventualmente menos prioritários nas áreas de seguridade social, habitação e educação.

## Referências bibliográficas

- Bacha, E. O Fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. 1993. (Versão da conferência em homenagem ao professor Octávio Gouvêa de Bulhões, no concurso para professor titular da Universidade Federal do Rio de Janeiro.)
- Banco Mundial. *Argentina — from insolvency to growth*. 1993.
- Carneiro, D. D. & Garcia, M. *Capital flows and monetary control under a domestic currency substitution regime: the recent Brazilian experience*. IDRC Network Meeting, Cartagena, Colombia, Jul. 1993.
- Easterly, W. & Schmidt-Hebbel, K. *The macroeconomics of public sector deficits: a synthesis*. World Bank, Apr. 1993.
- Edwards, S. *Latin America and the Caribbean — a decade after the debt crisis*. World Bank, Jul. 1993 (report).
- Giambiagi, F. Financiamento do governo através de senhoriação em condições de equilíbrio: algumas simulações. *Revista Brasileira de Economia*, 47 (2), abr./jun. 1993.
- Heróles, J. Estabilización y crecimiento en México: gestión de la deuda pública interna. *El Trimestre Económico*, 57 (2), abr./jun. 1990.
- Pinheiro, A. C. & Giambiagi, F. Brazilian privatization in the 1990s. *World Development*, 22 (5), May 1994.
- Tanzi, V. *Fiscal policy and economic reconstruction in Latin America*. Nov. 1989. (IMF Working Paper, 89/94.)
- Villela, R. Considerações sobre o ajuste fiscal. *Sinopse Econômica*. BNDES, jul. 1993.

## Anexo

### Necessidades de financiamento líquido do setor público — 1986-93<sup>a</sup> (fluxos correntes; em % do PIB)

Discriminação	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<b>Setor público consolidado</b>								
NFSP — primário	-2,14	0,80	-0,39	0,25	-2,23	-2,77	-1,77	-2,10
Juros reais	5,76	4,85	5,21	6,60	0,90	2,80	3,36	2,60
NFSP — operacional	3,62	5,65	4,82	6,85	-1,33	0,03	1,59	0,50
<b>Governo central<sup>b</sup></b>								
a. Receitas	14,73	14,79	14,01	13,29	17,69	14,80	14,46	15,75
IPI	2,26	2,54	2,02	2,04	2,33	2,13	2,22	2,22
IR	5,20	4,23	4,09	3,85	3,95	3,35	3,56	3,54
Finsocial	0,68	0,65	0,72	1,02	1,50	1,31	0,96	1,25
PIS/Pasep	0,00	0,00	0,38	0,63	1,11	1,05	1,03	1,05
Cont. sobre lucro	0,00	0,00	0,00	0,16	0,53	0,29	0,70	0,72
Cont. folha	4,85	4,41	4,02	4,09	4,94	4,63	4,42	4,97
IPMF	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Outras	1,74	2,96	2,78	1,49	3,33	2,04	1,57	1,93

(Continua)

(Continuação)

Discriminação	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
b. Transferências correntes	3,08	3,40	3,37	2,99	4,03	3,56	3,73	3,54
Estados e municípios <sup>c</sup>	2,67	2,73	2,76	2,52	3,61	2,98	3,14	2,97
Outras (exc. juros)	0,41	0,67	0,61	0,47	0,42	0,58	0,59	0,57
c. Despesas	13,18	16,02	15,34	15,96	14,96	13,57	12,37	15,09
Pessoal	3,05	3,55	4,22	6,37	5,60	4,36	4,25	4,48
Orç. crédito <sup>d</sup>	1,20	2,02	0,82	0,55	0,13	0,12	0,04	0,10
Benef. Prev. Social	3,32	2,57	2,47	2,75	3,58	3,48	4,11	4,57
Transf. cap. estatais <sup>e</sup>	0,90	2,26	1,75	0,39	0,19	0,43	0,11	0,11
Outras	4,71	5,62	6,09	5,90	5,46	5,18	3,86	5,83
d. Ajustes + <i>float</i> <sup>f</sup>	-2,45	-3,02	-3,20	-4,95	-2,76	-3,50	-3,00	-3,78
e. NF — conceito primário	-0,93	1,61	1,50	0,71	-1,46	-1,17	-1,36	-0,90
f. Juros reais	2,26	1,57	1,95	3,22	-0,87	1,06	1,72	1,30
g. NF — conceito operacional	1,33	3,18	3,45	3,93	-2,33	-0,11	0,36	0,40
Estados e municípios								
h. NF — conceito primário	0,10	0,60	-0,50	-0,30	-0,33	-1,25	-0,13	-0,80
i. Juros reais	0,80	1,00	0,90	0,86	0,72	0,61	0,76	0,60
j. NF — conceito operacional	0,90	1,60	0,40	0,56	0,39	-0,64	0,63	-0,20
Empresas estatais								
k. Receita total	14,37	16,95	16,67	13,30	10,70	13,34	12,18	9,73
Operacionais	12,85	13,72	13,43	11,87	10,32	12,45	11,75	9,18
Transf. K. Tesouro <sup>e</sup>	0,90	2,26	1,75	0,39	0,19	0,43	0,11	0,11
Outras	0,62	0,97	1,49	1,03	0,19	0,46	0,32	0,44
l. Despesas não-financeiras	15,36	16,35	15,49	14,00	10,37	12,90	11,33	9,34
Pessoal	2,01	2,54	2,68	3,46	2,26	2,11	2,07	1,92
Investimentos	2,97	3,44	2,98	2,52	1,58	2,17	2,12	1,54
Outras <sup>g</sup>	10,37	10,37	9,83	8,02	6,53	8,62	7,14	5,88
m. Prim. EM/ajustes/ <i>float</i> <sup>h</sup>	2,30	0,80	0,21	0,86	0,11	-0,09	-0,57	0,01
n. NF — conc. primário (l-k-m)	-1,31	-1,41	-1,39	-0,16	-0,44	-0,35	-0,28	-0,40
n. Juros reais	2,70	2,28	2,37	2,52	1,05	1,13	0,88	0,70
o. NF — conceito operacional	1,39	0,87	0,97	2,36	0,61	0,78	0,60	0,30

Fonte: Ministério da Fazenda; para 1993, utilizou-se o resultado do Banco Central e ajustou-se o *float*.

(-) = superávit.

<sup>a</sup> Os dados referentes a 1985 não estão disponíveis com a desagregação desta tabela. Os juros reais do período 1985-88 não são comparáveis com os anos posteriores, devido a mudanças metodológicas.

<sup>b</sup> Inclui, além do Tesouro Nacional, as chamadas agências descentralizadas e a Previdência Social.

<sup>c</sup> Compreende, além dos fundos de participação, transferências obrigatórias para pagamento de pessoal do GDF e ex-territórios.

<sup>d</sup> Refere-se a despesas a fundo perdido para os setores agrícola e exportador.

<sup>e</sup> Os valores elevados entre 1986 e 1988 refletem os programas de capitalização realizados pelo Tesouro Nacional via assunção de dívidas, particularmente nos setores siderúrgico e elétrico.

<sup>f</sup> Um resultado negativo implica redução das necessidades de financiamento.

<sup>g</sup> Inclui materiais e produtos (insumos em geral), serviços de terceiros, impostos e outras despesas de custeio e capital.

<sup>h</sup> Inclui o resultado primário implícito das empresas estaduais e municipais, o *float* líquido de receitas e despesas e o resíduo estatístico. Um resultado positivo reduz as necessidades de financiamento.