

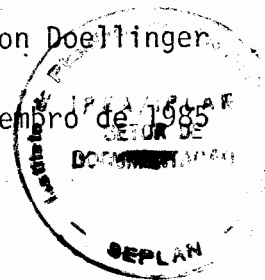
TEXTOS PARA DISCUSSÃO INTERNA

Nº 82

"Déficit e Dívida: Tendências e Implicações".

Carlos Von Doellinger

Novembro de 1985



330.908
I 59
TDI 82

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

Tiragem: 90 exemplares

Trabalho elaborado em: Outubro de 1985

Instituto de Pesquisas do IPEA
Instituto de Planejamento Econômico e Social
Avenida Presidente Antonio Carlos, 51 - 139/179 andar
20.020 Rio de Janeiro RJ

SECRETARIA DE PLANEJAMENTO	
INSTITUTO DE PLANEJAMENTO ECONÔMICO E SOCIAL	
SETOR DE DOCUMENTAÇÃO	TOMBO
F ^{Nº} 1207	14543-2
DATA 04 / 12 / 85	

Este trabalho é da inteira e exclusiva responsabilidade de seu autor. As opiniões nele emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da Secretaria de Planejamento da Presidência da República.

Deficit e Dívida: Tendências e Implicações

Carlos von Doellinger

O objetivo deste trabalho é reconsiderar as questões do deficit e da dívida pública. Procura-se mostrar que as trajetórias de desequilíbrio financeiro e endividamento interno acelerado do setor público são simplesmente insustentáveis, tanto do "lado real" como do ponto de vista da política monetária.

O texto compõe-se de três seções: na primeira, analisam-se as perspectivas imediatas, a partir das tendências observadas em 1985 e das intenções manifestas no orçamento da União para 1986; a segunda seção é um exercício simples de simulação da dívida interna, indicando uma tendência que, se não revertida, resulta em insolvência inevitável do governo; e a terceira ressalta a necessidade de aprimorar o controle da política monetária reconsiderando a questão da dívida interna.

Como conclusão, pode-se afirmar que a única alternativa ao descontrole financeiro e insolvência do governo é, ao menos, um ajustamento parcial em 1986, que evite as proporções que a dívida poderão assumir ao final do próximo ano.

1 - Perspectivas para 1985/86

A dívida pública interna federal em poder do setor atingiu o saldo de Cr\$ 171,7 trilhões, ao final de setembro de 1985, segundo o Banco Central. Se projetarmos esse saldo para o final de dezembro, considerando uma inflação média de 9,5% no último trimestre e um acréscimo adicional ao longo desse mesmo período, pela necessidade de financiamento dos encargos da própria dívida (juros e descontos), de Cr\$ 14,0 trilhões, chega-se ao valor aproximado de Cr\$ 240,0 trilhões.

Trata-se, visivelmente, de uma subestimativa, tendo em vista que não incorpora qualquer acréscimo à dívida, no último trimestre



tre, que não o decorrente do seu estrito roll-over. Admite-se, portanto, que o deficit de caixa remanescente (em sua componente "não-financeira") seja financiado por base monetária, em consonância com a diretriz governamental de sustentar a redução das taxas de juros reais verificada em setembro. As repercussões dessa decisão sobre a trajetória inflacionária futura permanecem ainda como uma questão em aberto, conquanto dificilmente otimista.

Para 1986, no entanto, pode-se projetar um crescimento certamente mais preocupante. Os dados constantes da proposta orçamentária em discussão no Congresso Nacional (Lei de Meios para 1986) estabelecem a necessidade de um fluxo de aumento da dívida pública interna de Cr\$ 195 trilhões, a preços estimados daquele ano, para financiar cerca de 92% do deficit previsto de Cr\$ 211 trilhões. Ora, admitindo-se a mesma hipótese de inflação adotada na proposta orçamentária,¹ a correção monetária do saldo devedor em dezembro de 1986 acumularia Cr\$ 336 trilhões sobre o saldo em dezembro de 1985, à qual se deve adicionar a correção do próprio fluxo adicional, que atingiria cerca de Cr\$ 107 trilhões. Ter-se-ia, dessa forma, um saldo total acumulado da dívida pública, em dezembro de 1986, atingindo cerca de Cr\$ 878 trilhões, ou cerca de 24,6% do Produto Interno Bruto² previsto. O fluxo adicional, por outro lado, implicaria uma absorção de cerca de 36,4% da poupança interna global, admitindo-se a taxa de poupança de 15%.³ Poder-se-ia admitir que parte desse fluxo adicional se configuraria de fato em elevação da base monetária, através da emissão de títulos que permaneceriam em "carteira" no Banco Central, porém a proposta orçamentária induz à conclusão de que a intenção governamental é de efetiva colocação dos títulos públicos nos mercados financeiros.

Configura-se desse modo uma trajetória dificilmente sustentável. O deficit previsto no orçamento da União para 1986, que

¹ 140% entre dezembro de 1986 e dezembro de 1985 e 165% como taxa média anual.

² Estimado em Cr\$ 3.567 trilhões, ou seja, crescimento real de 6% e inflação média de 165%, conforme orçamento.

³ Taxa média dos últimos três anos.

constitui apenas parcela do deficit de caixa global,⁴ representaria cerca de 5,9% do Produto Interno Bruto, contra menos de 5% em 1985. Sustentar um deficit dessa magnitude implicaria uma drenagem anual de 40% da poupança interna global apenas para o financiamento do desequilíbrio de caixa do Tesouro. As repercussões que adviriam para o setor privado da economia poriam em risco a própria organização de nosso sistema econômico.

A trajetória que se avizinha, porém, é ainda mais inquietante. Se a dívida atingir de fato a proporção de 25% do Produto Interno Bruto, ao final de 1986, e mantendo-se o seu custo médio (taxa média efetiva de juros) em cerca de 16,5% ao ano, o seu saldo irá crescer nos próximos anos, em termos reais, em proporção equivalente ao triplo da taxa de crescimento do PIB (prevista entre 5 e 6%), o que necessariamente faz com que aumente sempre a relação Dívida/PIB, mesmo que o governo logre uma ainda difícil meta de eliminação do deficit "não-financeiro". Assim, a absorção de recursos (poupanças) do setor privado para simplesmente "rolar" a dívida, isto é, para financiar o seu "serviço" anual (juros e demais encargos), será inexoravelmente crescente e tenderá, no limite, a absorver a totalidade da poupança nacional. O exercício da seção seguinte desenvolve com mais detalhe esse aspecto.

⁴ Não inclui as contas das empresas estatais e dos governos estaduais e municipais (GB-588 e MF-30), as contas do sistema previdenciários, os demais encargos financeiros (do setor externo) e as contas do Banco Central e do Banco do Brasil.

Tabela 1

Indicadores da Dívida Interna Pública

Indicadores da Dívida	1984	1985	1986
1 - Saldo da dívida interna pública em 31 de dezembro (Cr\$ trilhões) ^a - dívida no mercado financeiro	49,8	240,0	878,0
2 - Fluxo líquido adicional (deficit de caixa financiado com dívida) (Cr\$ trilhões) ^b	-	38,0	195,0
3 - Fluxo líquido em percentagem da poupança interna ^c	-	19,9	36,4
4 - Relação Dívida/PIB (em percentagem)	12,7	18,9	24,6

^a Obtêm-se, a partir do saldo de 1984, somando-se o fluxo líquido adicional, avaliado a preços de dezembro, e a correção monetária do saldo do ano anterior. Supõe-se inflação de 220% em 1985 e de 140% em 1986, conforme a proposta orçamentária encaminhada ao Congresso Nacional.

^b Em 1985, conforme dados apresentados em setembro ao staff do FMI. Em 1986, conforme as projeções constantes da proposta orçamentária.

^c Poupança interna de Cr\$ 190 trilhões em 1985 e de Cr\$ 535 trilhões em 1986, ou seja, 15% do PIB projetado em Cr\$ 1.270 trilhões em 1985 e em Cr\$ 3.567 trilhões em 1986, considerando inflação média de 165% e crescimento real de 6% (dados constantes da proposta orçamentária).

2 - A trajetória insustentável

Na ausência de deficit a ser financiado, a dívida cresce, em termos reais e em proporção do PIB, pela necessidade de cobertura de seus próprios custos. Isso só não ocorreria se o setor público fosse capaz de gerar um superavit fiscal que cobrisse a totalidade do deficit de caixa, incluindo o serviço da dívida interna. Tal possibilidade parece fora de cogitação na perspectiva atual.

Podemos exprimir o encargo da dívida, de forma simples, como resultante da aplicação de uma taxa efetiva média de juros sobre o saldo devedor, isto é:

$$R_t = r \cdot D_{t-1}$$

onde: R_t = encargo da dívida (juros e descontos), no período t ;

r = taxa de juros efetiva (taxa média ponderada); e

D_{t-1} = saldo da dívida, no início do período t .

Admite-se, por simplificação, que o acréscimo à dívida ao longo de cada período não gere encargos nesse mesmo período, o que implica subestimar o total de encargos e, portanto, o crescimento do saldo devedor. Assim, se a partir do período zero o saldo da dívida cresce, em termos reais, apenas por seu próprio "serviço", ao final de n períodos ter-se-ia:

$$R_n = r (1+r)^{n-1} \cdot D_0$$

R_n corresponde ao montante de recursos reais (poupança) absorvidos pelo setor público, do setor privado da economia, necessários ao financiamento dos encargos totais da dívida no período. Logo, podemos escrever:

$$R_n = g \cdot Y_n, \text{ sendo: } g \leq s$$

onde: g = proporção do PIB absorvida para financiamento da "rolagem" da dívida;

s = taxa de poupança global da economia; e

Y_n = produto interno bruto (PIB).

Como $Y_n = Y_0 (1+i)^n$ (com $Y_0 = \text{PIB do período zero}$ e $i = \text{taxa anual de crescimento do PIB}$), então:

$$r(1+r)^{n-1} \cdot D_0 = g \cdot Y_0 (1+i)^n$$

ou:

$$\frac{D_0}{g \cdot Y_0} = \frac{1}{r} \frac{(1+i)^n}{(1+r)^{n-1}}$$

Como $1+r \neq 0$, tem-se:

$$\frac{1}{g} \cdot \frac{D_0}{Y_0} = \frac{1+r}{r} \left(\frac{1+i}{1+r} \right)^n$$

e, finalmente:

$$n = \frac{\text{Log} \left(\frac{1}{g} \cdot \frac{D_0}{Y_0} \cdot \frac{r}{1+r} \right)}{\text{Log} \left(\frac{1+i}{1+r} \right)}$$

onde: Log = Logaritmo neperiano.

A expressão acima permite calcular o número de períodos (anos e meses) em que o acréscimo da dívida, apenas para o financiamento de seus próprios encargos (juros e descontos), irá absorver uma dada proporção g do PIB. O número de períodos n em que $g = s$ mostra o limite do crescimento da dívida, ou seja, o número de períodos necessários para que o giro da dívida absorva a totalidade da poupança nacional. Trata-se, obviamente, de um limite hipotético, irreal mesmo, haja vista que a absorção de algo como metade da poupança interna, ou pouco mais que isso, já iria impor grandes dificuldades ao giro da dívida, certamente pressionando as taxas de juros reais e somando grandes incertezas quanto à própria capacidade do governo para honrar integralmente seus compromissos financeiros. A absorção de algo como 36% da poupança nacional, como previsto no orçamento federal para o próximo ano, já levanta dúvidas quanto a exeqüibilidade da proposta orçamentária e, segundo declarações públicas dos próprios ministros da área econômica, requer a

aprovação pelo Congresso, ainda este ano, de um "pacote" tributário destinado a reduzir o deficit projetado para ser financiado a través do aumento da dívida pública.

É interessante, contudo, analisar algumas simulações simples que resultam da expressão encontrada para n . Em outras palavras, atribuindo valores à taxa de juros média da dívida, à taxa de crescimento prevista para o produto interno bruto poder-se-ia obter, a partir da proporção D_0/Y_0 esperada para 1986 (cerca de 24,6%), a título de mero exercício ilustrativo, o número de anos em que o "giro da dívida" iria absorver determinadas proporções g do produto interno, admitindo que a partir de 1986 o governo fosse capaz de eliminar todo o deficit "não-financeiro". A Tabela 2 e o gráfico a seguir mostram os resultados do exercício. Calcula-se o número de anos necessários para que, a partir de 1986, o fluxo de aumento da dívida, apenas para financiar sua própria rolagem, absorva proporções crescentes da poupança interna, entre 40 e 100%. Os resultados da simulação mostram que o limite da "rolagem" da dívida pública interna estão entre 8 e 13 anos. Antes disso o governo federal deveria prover recursos para a reversão do processo de crescimento, através da geração de superavits orçamentários.

Tabela 2

Simulação^a do Fluxo da Dívida como Proporção
da Poupança Interna

(Em %)

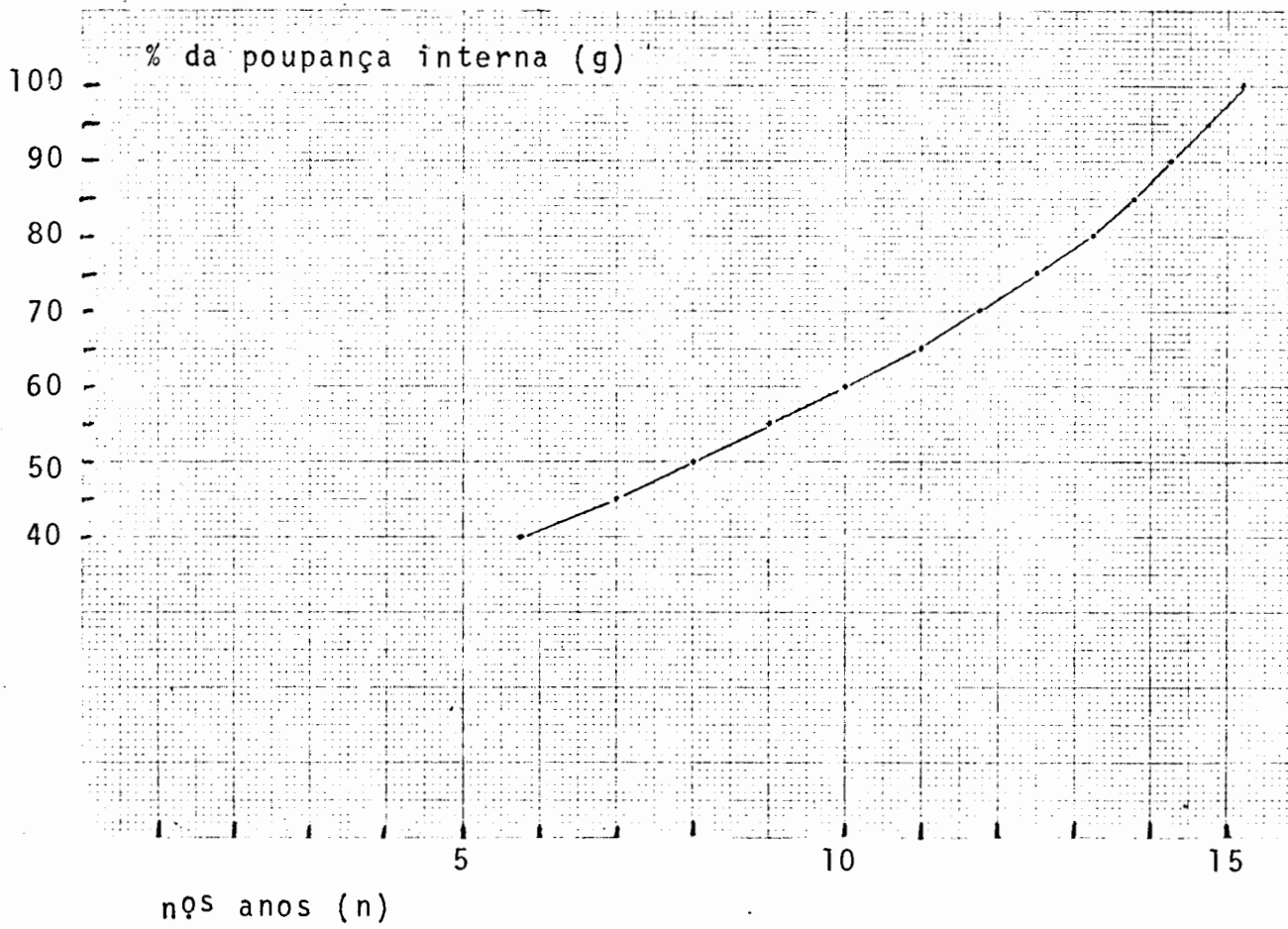
Nº de anos, a partir de 1986	Fluxo da dívida como percentagem da poupança interna (g)
5 3/4	40
7	45
8	50
9	55
10	60
11	65
11 3/4	70
12 1/2	75
13 1/4	80
13 3/4	85
14 1/4	90
15	95
15 1/2	100

^aFórmula para simulação:

$$n = \frac{\text{LOG} \left(\frac{1}{g} \cdot \frac{D_0}{Y_0} \cdot \frac{r}{1+r} \right)}{\text{LOG} \left(\frac{1+i}{1+r} \right)}$$

com: $i = 6\%$;
 $r = 16,5\%$; e

$$\frac{D_0}{Y_0} = 24,6\%.$$

Fluxo da Dívida Pública como percentagemda Poupança Interna

3 – Dívida interna: a moeda indexada

Há argumentos ainda mais convincentes para maior controle da expansão da dívida interna muito antes das datas sugeridas na seção anterior. Os títulos da dívida pública, por seus prazos reduzidos de maturação, garantia do governo e liquidez total, transformaram-se na mais poderosa "quase-moeda" da nossa economia. Os depósitos overnight lastreados em títulos públicos substituíram em grande parte os depósitos à vista. Moeda e quase-moeda, isto é, base monetária e dívida pública, constituem, portanto, alternativas pouco diferenciadas de financiamento do deficit, no que tange ao impacto monetário.

Nos últimos anos, como se observa na Tabela 3, os haveres monetários perderam importância relativa na composição dos haveres financeiros da economia, representando hoje 10% desse total. Os títulos públicos federais, contudo, passaram de 14,2% em 1980 para 31,1% em julho de 1985. No período de quatro anos, entre 1981 e 1984, o crescimento médio anual da dívida pública federal foi de 200%, ou seja, o atual patamar inflacionário da economia brasileira.

A dívida pública constitui, assim, o que se poderia denominar de "moeda indexada", por suas características de quase-moeda com indexação plena. Essa constatação implica a necessidade de controle da dívida interna como parte da própria política monetária de estabilização, juntamente com a persistência no controle dos agregados monetários tradicionais – base monetária e meios de pagamentos. E a única forma de impor um controle abrangente dessa natureza é através da eliminação do deficit de caixa global do setor público, causa básica da expansão da dívida e da base monetária.

Como vimos na seção anterior, nem bastará a eliminação do deficit "não-financeiro", pois ainda há que se dispor de excedente que permita a cobertura dos encargos financeiros. O principal da dívida permanecerá, então, constante em termos reais. Poder-se-ia, inclusive, elevar gradativamente o estoque real da base monetária sem prejuízo para a política monetária, se essa elevação se fizesse concomitantemente e na proporção da redução do estoque da dívida, caso fosse possível gerar um excedente fiscal capaz de

Tabela 3

Principais Haveres Financeiros (SalDOS)

Discriminação	(Em %)					
	1980	1981	1982	1983	1984	Julho de 1985
A - Haveres Monetários	32,8	23,7	18,2	12,5	10,8	10,0
B - Haveres Não-Monetários	67,2	76,3	81,8	87,5	89,2	90,0
B.1 - Títulos públicos federais nos mercados financeiros	14,2	21,9	19,5	13,5	20,5	31,1
B.2 - Outros	53,0	54,4	62,3	74,3	68,7	58,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FONTE: Banco Central do Brasil

"bancar" o resgate de alguma parcela do principal. Seria, dessa forma, reconstituída a composição de haveres financeiros de alguns anos atrás, eliminando-se as distorções sempre apontadas da presença de quantidades talvez excessivas de "quase-moedas rentáveis". Essas alterações encontrariam respaldo do lado da demanda, tendo em vista que o controle do crescimento da dívida (ou sua redução real) acarretaria uma diminuição sensível das taxas de juros, elevando conseqüentemente a demanda por moeda, que também se elevaria em conseqüência da redução da inflação resultante da maior eficácia da política monetária.

4 - Conclusão

Tanto da ótica da evolução real da dívida interna como do controle da política monetária, torna-se imprescindível um ajuste, mesmo que parcial, do setor público, ainda em 1986. As tendências para 1985 e as intenções manifestas no orçamento da União para 1986 indicam uma trajetória insustentável para os próximos anos. A única oportunidade de reverter essa tendência, sem choques institucionais graves, é realizar um ajustamento, em 1986, através da geração de um excedente fiscal que permita eliminar o deficit projetado pela atual proposta orçamentária. Caso o ajustamento não se realize, e vista a impossibilidade de sustentar o crescimento previsto, restariam duas alternativas extremas: a "monetização" da dívida e o confisco de parte ou da totalidade de recursos, do setor privado, necessários ao financiamento da rolagem dos débitos.

A alternativa do "confisco" parece pouco eficaz, pois poderia se traduzir em perdas patrimoniais dos detentores da dívida (através da desindexação parcial, por exemplo), sendo, portanto, pouco provável que venha a ocorrer. A trajetória natural seria, então, a automática "monetização" da dívida, através da qual os encargos (juros e descontos) seriam pagos com recursos provenientes de emissão de moeda. A expansão monetária que adviria resultaria, certamente, em hiperinflação, com todas as conseqüências facilmente previsíveis. O ajustamento seria então imperioso.

Em síntese, a conclusão parece ser o ajustamento financeiro imediato, ou em futuro um pouco mais distante, porém a custos certamente muito mais elevados.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)