

Impactos não fiscais no cálculo da necessidade de financiamento do setor público (NFSP), no Brasil*

Lecio Moraes**

Economista, Mestre em Ciência Política, Especialista em Planejamento e Orçamento Público pela Fundação Getúlio Vargas e Assessor Técnico na Câmara dos Deputados, Brasília (DF).

Alfredo Saad Filho***

Department of Development Studies, School of Oriental and African Studies (SOAS), University of London, Thornhaugh Street, Russell Square, London WC1H 0XG, United Kingdom.

Resumo

Este artigo demonstra que a metodologia de cálculo da necessidade de financiamento do setor público (NFSP), utilizada, no Brasil, para a apuração do resultado fiscal do Governo Federal e das empresas estatais não financeiras (Governo Central), é contaminada por diversos componentes não fiscais, originados de choques exógenos e de custos ou ganhos advindos da política monetária. O artigo determina conceitualmente esses impactos não fiscais, e, em um caso específico — o custo das operações de redesconto do Banco Central —, seu valor é calculado, e é estabelecida a sua relação com a NFSP no período 1997-02. O artigo conclui que esses impactos não fiscais podem deformar a percepção do déficit público e, portanto, distorcer a política fiscal.

Palavras-chave

Déficit público; NFSP; política fiscal.

* Os autores agradecem os comentários detalhados de um parecerista anônimo da revista **Ensaios FEE**.

** E-mail: lecio.morais@camara.gov.br

*** E-mail: as59@soas.ac.uk

Abstract

This article shows that the calculation of the public sector financial requirements (PSBR), used in Brazil for the determination of the deficit of the federal government and the non-financial state enterprises (central government), is contaminated by several non-fiscal components induced by exogenous shocks and by monetary policy costs or gains. The article explains these non-fiscal impacts and, in one case — the cost of the Central Bank's discount policy — their value is calculated and its relationship with the PSBR is established for the years 1997-2002. The article concludes that these non-fiscal components can distort the perception of the public deficit and, therefore, bias the fiscal policy stance.

Key words

Public deficit; PSBR; fiscal policy.

Classificação JEL: H62.

Artigo recebido em 19 abr. 2004.

Introdução

O controle do déficit público adquiriu um papel central na formulação e na execução da política econômica atual tanto no Brasil quanto no exterior. Por um lado, o nível do déficit é um dos principais elementos utilizados na avaliação das políticas macroeconômicas não só por organizações internacionais como também por investidores e credores externos. Por outro, ajustes do déficit público são freqüentemente considerados essenciais para a obtenção da estabilidade macroeconômica intertemporal. No caso brasileiro, a política fiscal tem desempenhado um papel cada vez mais relevante nas políticas públicas, especialmente após a crise da dívida externa, em 1982, e o conseqüente acordo

com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Nesse contexto, o conceito usualmente empregado no cálculo do déficit público¹, a necessidade de financiamento do setor público, assumiu um papel altamente relevante na tomada de decisões de política econômica. Essa variável, calculada a partir das variações da dívida pública líquida, pretende quantificar o resultado fiscal tanto no seu conceito nominal (déficit público ou necessidade de financiamento propriamente dita) como no conceito primário (resultado nominal menos os encargos financeiros líquidos). A NFSP foi adotada internacionalmente como medida do déficit público a partir de uma normatização efetuada pelo FMI na década de 80 (International Monetary Fund, 1986; Tanzi, 1999). O Brasil vem adotando a NFSP, com diversas adaptações, desde 1983, embora uma metodologia de cálculo estável tenha sido definida apenas em 1996.

Este artigo demonstra que **a metodologia de cálculo da NFSP no Brasil gera resultados fiscais que podem ser interpretados de forma inadequada e potencialmente enganosa por analistas e formuladores de políticas econômicas**. A NFSP, que apura o resultado fiscal do Governo Federal e das empresas estatais não financeiras — Governo Central (GC) —, é, supostamente, um indicador da diferença entre os gastos com consumo e investimento e a receita tributária do GC. Entretanto **o cálculo da NFSP no Brasil é contaminado por diversos fatores não fiscais devidos a choques exógenos e a custos (ou ganhos) advindos da política monetária**, que nada têm a ver com o desempenho fiscal propriamente dito. Esses impactos são definidos abaixo e exemplificados pela quantificação de um de seus componentes — o custo das operações de redesconto do Banco Central (Bacen).

Esse contágio extrafiscal nos déficits apurados é importante, pois a NFSP tem, até por imposição legal,² impacto direto sobre a execução orçamentária. Portanto, as distorções no cálculo do déficit público podem implicar uma percepção deformada da origem e da magnitude do déficit e provocar desvios na execução da política fiscal, equívocos na seleção das políticas macroeconômicas e imposição de sacrifícios orçamentários e tributários desnecessários (ou, inversamente, o alívio indevido das políticas fiscais). A

¹ Neste artigo, déficit público e déficit fiscal são considerados sinônimos.

² A Lei Complementar nº 101, de 2000 — a chamada Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) —, e as subseqüentes Leis de Diretrizes Orçamentárias (LDOs) anuais determinam que a execução da despesa orçamentária está sujeita ao cumprimento da meta de resultado primário de cada exercício, fixada pelas LDOs e calculada através da NFSP. O cumprimento da meta primária é avaliado bimestralmente e, em caso de não cumprimento, a LRF impõe cortes de despesas discricionárias (exceto as de caráter financeiro) ou elevação das receitas tributárias.

demonstração desses impactos extrafiscais é feita neste artigo a partir de uma análise crítica da definição da NFSP, considerando-se os casos-limite de oferta exógena ou endógena de moeda. Cada um dos fatores não fiscais é determinado conceitualmente e, para ilustração, é indicado o valor de um deles (o custo das operações de redesconto do Banco Central), juntamente com seu impacto no resultado nominal entre julho de 1997 e dezembro de 2002.

Este artigo tem cinco partes, além desta Introdução. A primeira conceitua o resultado fiscal (comumente denominado déficit público ou déficit fiscal), distinguindo suas origens fiscal e não fiscal e demonstrando, em nível conceitual, uma possível contaminação extrafiscal na determinação desse resultado, segundo a metodologia corrente. A segunda discute a metodologia da NFSP, tal como normatizada pelo FMI. A terceira analisa a metodologia brasileira da necessidade de financiamento do governo central (NFGC), suas singularidades e os diversos componentes não fiscais que a afetam. Estes incluem tanto os componentes derivados da conceituação teórica como, especialmente, aqueles determinados pelas particularidades da metodologia brasileira. Em subseção própria, relacionam-se as formas específicas tomadas por esses fatores não fiscais, indicando como eles poderiam ser quantificados. Em seguida, a quarta seção calcula o impacto não fiscal no resultado nominal do Governo Central para um desses fatores — o custo líquido das operações de redesconto — no período 1997-02. Na **Conclusão**, este artigo afirma que esses contágios não fiscais na apuração do resultado fiscal podem provocar uma distorção importante na percepção dos analistas, dos formuladores de política e dos tomadores de decisão. Para melhorar a percepção dos agentes, o artigo defende que tais impactos não fiscais sejam explicitados pelo Banco Central. É possível também considerar que a aplicação da metodologia convencional, com as adaptações adotadas para o caso brasileiro, pode contribuir para tornar a política fiscal uma variável de ajuste para problemas estruturais da economia, bem como uma forma de absorção dos custos da política monetária. Por fim, o artigo propõe que a autoridade monetária brasileira publique, na íntegra, a metodologia de cálculo da NFSP e divulgue seus dados primários da magnitude dos fatores fiscais e não fiscais, à semelhança do procedimento adotado para as variações da base monetária (Tabela II.1 do **Boletim do Banco Central do Brasil**).

1 - A necessidade de financiamento do setor público e seus componentes não fiscais

1.1 - A conceituação da NFSP

Para simplificar a exposição, o resultado fiscal será calculado inicialmente excluindo as contas da autoridade monetária. Nesse caso, para financiar seus gastos (G), o Governo pode lançar mão de tributos (T) ou da contratação de dívida pública interna ou externa, tanto bancária quanto em títulos (Dg). Assim, a restrição orçamentária do Governo é (ver **Apêndice**):

$$G = T + \Delta Dg \quad (1)$$

Existe um déficit orçamentário — déficit fiscal ou simplesmente déficit (DEF) — quando $(G - T) > 0$:

$$DEF = G - T = \Delta Dg \quad (2)$$

O gasto público G possui quatro categorias: (a) consumo do Governo (Cg), que inclui os salários pagos aos trabalhadores do setor público e as compras de bens e serviços para consumo corrente; (b) investimento do Governo (Ig), incluindo todas as formas de gastos de capital; (c) transferências ao setor privado (Tg), como subsídios, pensões e aposentadorias, Seguro-Desemprego e outros benefícios sociais (pecuniários); e (d) juros e outros encargos sobre a dívida pública (iDg). Portanto,

$$G = Cg + Ig + Tg + iDg \quad (3)$$

De (2) e (3) e notando que tanto a dívida pública (Dg) quanto os juros pagos pelo Governo (iDg) são líquidos dos ativos detidos e dos juros recebidos pelo próprio Governo, obtém-se:

$$\Delta Dg = (Cg + Ig + Tg + iDg) - T \quad (4)$$

O lado direito da identidade é o **déficit orçamentário do Governo Geral**, incluindo o Governo Central e os governos subnacionais, suas agências de administração e de direção, os órgãos descentralizados (como as universidades

públicas e outras autarquias) e a Previdência Social, bem como os fundos financeiros formados com recursos tributários.

A partir desse cálculo, se forem incluídas as contas da autoridade monetária (o Banco Central) e das empresas estatais não financeiras, pode-se definir o **resultado fiscal (déficit) do setor público consolidado**, ou **necessidade de financiamento do setor público**. Para tanto, é necessário primeiro incorporar ao cálculo do déficit a variação do resultado dos passivos e dos ativos financeiros e monetários das empresas estatais não financeiras, ou seja, a variação da dívida líquida das estatais (ΔC), como uma eventual fonte de financiamento do setor público. Em segundo lugar, pode-se fazer a mesma coisa com o Banco Central, onde se têm, fundamentalmente, do lado do passivo, a base monetária (M) e os depósitos compulsórios das instituições financeiras e, do lado do ativo, o valor em moeda doméstica das reservas internacionais (ER^* , sendo E a taxa média de câmbio, e R^* o estoque de divisas, com o asterisco indicando as variáveis denominadas em divisas) e o redesconto — créditos às instituições financeiras (L).

Considerando o setor público consolidado, devem-se fazer duas alterações na definição de dívida pública (Dg). Primeiro, é preciso expurgar as transações entre o Governo Geral e o Banco Central, que passam a ser internas ao setor público. Assim, Dg passa a ser a dívida líquida em poder do público, excluindo-se a parcela da dívida pública mobiliária na carteira do Banco Central (D_{bc}), que é normalmente utilizada pela autoridade monetária nas operações de mercado aberto. Pela mesma razão, os juros iD_{bc} também não serão excluídos de iDg . Segundo, para evitar dupla contagem, também se deve excluir de Dg a dívida pública externa, que passa a ser diminuída do saldo das reservas internacionais. Assim, o saldo de ER^* passa a ser líquido da dívida pública externa.³ Em resumo, Dg passa a significar a dívida pública doméstica líquida em poder do público, sendo iDg os seus juros. ER^* é o valor em reais das reservas internacionais líquidas, incluindo o fluxo dos juros líquidos Ei^*R^* , sendo i^* a taxa internacional de juros.

Por fim, a base monetária (M) inclui a moeda emitida (m) e as reservas bancárias depositadas no Banco Central (BR), incluindo-se, por simplicidade, o valor dos depósitos compulsórios. As variações da base monetária refletem as alterações do estoque de moeda emitida e da carteira de títulos públicos do Banco Central (ΔD_{bc}), relativas a operações no mercado aberto — que trans-

³ A dupla contagem dar-se-ia pelo fato de a dívida externa estar contida nas reservas internacionais (quando empréstimo) e, posteriormente, também na base monetária, quando de sua conversão em moeda doméstica, e ainda constar como passivo na dívida pública.

formam Dbc em títulos em poder do público e vice-versa, no mercado secundário —; a variação das reservas de divisas ($E\Delta R^*$),⁴ a variação no crédito fornecido aos bancos comerciais pelo Banco Central — o redesconto ΔL —; e as variações nos depósitos à vista (ΔD), que afetam BR na proporção $r(BR)$ — ver equação (8). Portanto,

$$\Delta M = \Delta m + \Delta BR = \Delta m + [\Delta Dbc + E\Delta R^* + \Delta L + r(BR)] \quad (5)$$

É possível, agora, definir o déficit do setor público consolidado (NFSP), incluindo o Governo Geral, o Banco Central e as empresas estatais não financeiras, como:

$$NFSP = \Delta M + \Delta Dg + E\Delta R^* + \Delta C \quad (6)$$

1.2 - Impacto de fatores não fiscais no cálculo do déficit público

Entre as equações (4) e (6), há mais diferenças do que a simples amplitude do déficit medido. Na equação (4), são determinantes apenas os fatores fiscais: G e T são variáveis autônomas, e os juros pagos são função da taxa de juros (i) e do estoque da dívida pública (Dg). Entretanto, se for incorporada a autoridade monetária em (6), serão incluídas na definição do déficit três tipos de variáveis não fiscais.

Primeiro, os juros sobre as reservas internacionais líquidas são função da diferença entre os juros que remuneram as reservas de divisas do Banco Central e os juros da dívida pública externa e são dados por uma taxa que denominamos i^* . A taxa de juros sobre as reservas de divisas é determinada no mercado financeiro internacional, geralmente próxima a uma taxa básica i^{**} (como a Libor ou a Prime Rate), enquanto a taxa de juros sobre a dívida externa tem dois componentes: essa taxa básica (i^{**}) acrescida de uma taxa de risco sobre a dívida de cada país. No âmbito teórico hegemônico, esse risco é função da solvência do País e do Governo e, portanto, parcialmente dependente do déficit público, já a taxa de juros internacional básica (i^{**}) é inteiramente extrafiscal.

⁴ Como M é um passivo, essa variação aparece com o sinal invertido em relação à mesma operação, em ER^* .

O segundo determinante não fiscal importante é a relação entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional básica. Em um ambiente de flutuação cambial e de livre movimentação de capitais, essa relação está sujeita à arbitragem de juros, tornando a taxa de juros da dívida pública interna (i) também função da taxa internacional básica através da paridade coberta. Essa relação pode ser expressa por:

$$i = f(Dg, i^{**}, \hat{E}) \quad (7)$$

Onde $\hat{E}$ é a taxa esperada de câmbio. Assim, duas variáveis extrafiscais, i^{**} e $\hat{E}$, influenciam diretamente a taxa de juros doméstica e, portanto, o déficit público nas definições (4) e (6).⁵ Em particular, variações exógenas das taxas de juros internacionais — de determinação puramente extrafiscal — afetarão o déficit público doméstico.

Por fim, o comportamento dos bancos influencia a base monetária. Partindo de (5), verifica-se que BR é uma fração dos depósitos à vista (D), $r = BR/D$. Sabe-se também que BR inclui tanto depósitos voluntários (BR_p) quanto compulsórios (BR_c) no Banco Central:

$$r = \frac{BR_c}{D} + \frac{BR_p}{D} \quad (8)$$

A razão BR_c/D é fixada discricionariamente pela autoridade monetária, mas BR_p/D é determinada pelo sistema bancário segundo seus parâmetros de oportunidade e conveniência e levando em conta tanto variáveis macroeconômicas quanto peculiaridades de cada instituição, inclusive sua liquidez, sua rentabilidade e sua estratégia creditícia. Deve-se notar que, apesar de a razão BR_c/D ser discricionária, os depósitos compulsórios também podem ser determinados endogenamente, pois D é função da renda nacional e da taxa de juros, bem como do multiplicador monetário (M/D).⁶

⁵ Se a taxa de câmbio é fixa, sua determinação é feita discricionariamente pelo Banco Central, e, se flutuante, sua variação é influenciada pelo comportamento fiscal. Nesse caso, i^{**} é, indubitavelmente, um componente não fiscal, enquanto $\hat{E}$ depende das circunstâncias da política econômica.

⁶ Pode-se contra-argumentar que a capacidade do comportamento bancário de influenciar a base monetária pode ser limitada, ou mesmo anulada, pela autoridade monetária através da manipulação de BR_c/D e da taxa de juros i , por exemplo, através da taxa de redesconto. Porém, ao fazer isso, o Banco Central transfere o impacto das variações na base para outros componentes do déficit público, como o saldo das operações de redesconto, o estoque de títulos em poder do público ou o valor de seus encargos.

Em todos os casos acima, as variáveis extrafiscais impactarão a necessidade de financiamento em qualquer de suas definições que incluam a autoridade monetária (Governo Central, Governo Geral e setor público). Um corolário do argumento apresentado nesta seção é que as operações de mercado aberto também são ambíguas. O Banco Central, reagindo a variações endógenas na oferta de moeda e tendo em vista objetivos próprios de política monetária, pode não usar os instrumentos discutidos acima, optando por ajustes voluntários da oferta de moeda através de operações de mercado aberto. Portanto, essas operações podem ser motivadas tanto pelo resultado fiscal quanto pelo comportamento do sistema bancário frente às flutuações da atividade econômica. Assim, as variações da base decorrentes da política monetária podem ser também determinadas extrafiscalmente pelas reações da autoridade monetária frente ao comportamento do sistema bancário.

Fica assim estabelecido que **fatores não fiscais podem impactar o cálculo do déficit público** tanto na sua definição de déficit do governo geral como de déficit do setor público consolidado. Esses impactos extrafiscais no déficit do setor público podem se dar diretamente através da variação líquida de estoques (M ou Dg), ou pela alteração de fluxos (encargos sobre R^* ou Dg).

1.3 - A importância da causalidade do déficit

A teoria neoclássica, geralmente aceita pelos formuladores de política econômica, indica que déficits públicos persistentes têm um impacto negativo sobre a economia. Eles tendem a elevar a demanda agregada e o endividamento público, gerando inflação e uma apropriação estatal da poupança em detrimento do capital privado. Por um lado, o excesso de demanda, longe de elevar a produção de forma permanente, determinará — de imediato ou em algum momento futuro — uma pressão inflacionária, depreciando a moeda (Tanzi, 1999). Por outro, o endividamento público elevará a taxa de juros real, deslocando o investimento privado e, conseqüentemente, reduzindo a eficiência econômica e o crescimento, já que o investimento privado é considerado mais produtivo que o estatal.

Entretanto essas conseqüências dependem estritamente da elevação da demanda agregada, ou seja, de o déficit decorrer do excesso de consumo e investimento governamentais ($G > T$). Evidentemente, esse déficit deve ser dimensionado por uma medida que sirva de parâmetro para a tomada de decisões e, se necessário, para a correção da política fiscal. É óbvio que a contaminação do déficit por causas não fiscais provocará uma distorção na percepção dos analistas, dos agentes econômicos, dos formuladores de política e dos tomadores

de decisão. Por exemplo, se fatores não fiscais compensatórios mascararem um real excesso de consumo e de investimentos do Governo, isso pode permitir a continuidade de uma política fiscal complacente. Da mesma forma, se fatores não fiscais exagerarem a magnitude de um déficit reduzido (ou até mesmo induzirem à percepção de que existe um déficit quando, na realidade, ele está ausente), eles podem desencadear uma pressão fiscal desnecessária, transferindo indevidamente, para a política fiscal, os custos da política monetária ou de choques exógenos.

Foi demonstrado, nas seções 1.1 e 1.2, que esses fatores não fiscais existem e que eles podem contaminar a percepção do déficit público. Como esses determinantes não fiscais são, freqüentemente, de difícil mensuração, cabe à metodologia de cálculo do déficit público explicitá-los, para permitir uma análise adequada de suas implicações macroeconômicas.

2 - O cálculo da NFSP no Brasil

O cálculo da NFSP pode ser aplicado a diversas definições de setor público, correspondendo aos conceitos de déficit definidos acima. Por exemplo, a necessidade de financiamento do Governo Geral inclui as agências de administração e de direção nos níveis nacional e subnacional, os órgãos descentralizados e a Previdência Social. O Governo Geral pode ser dividido em Governo Central e governos subnacionais (estaduais e municipais). A necessidade de financiamento do setor público não financeiro consolidado (ou simplesmente setor público consolidado) abrange o Governo Geral, as empresas estatais não financeiras e o Banco Central.

O resultado nominal da NFSP é determinado pela variação da dívida líquida do setor público (DLSP) no período:

$$NFSP = DLSP - DLSP_{-1} \quad (9)$$

A DLSP, na metodologia denominada “abaixo da linha”, inclui um conjunto de ativos e de passivos financeiros e monetários da esfera pública abrangida em cada definição, no qual as contas devedoras aparecem com sinal positivo e as credoras com sinal negativo.⁷ Entretanto, ao contrário da NFSP, que é uma

⁷ Essa é a forma típica de apuração da NFSP, dita “abaixo da linha”, por ser medida não pela contabilidade do ente, mas pelos saldos de seus credores. Em consequência, os déficits apresentam-se como números negativos, e os superávits, como números positivos. Alternativamente, pode-se calcular a NFSP pela contabilidade do ente, ou “acima da linha” (na

medida de fluxo, a DLSP mede estoques no final do período. Os saldos das contas da DLSP são apurados pelo regime de competência (independentemente da ocorrência de pagamentos ou de recebimentos no período), incluindo os juros (iDg, i^*R^*).⁸ Tipicamente, em sua maior agregação, a DLSP é definida da mesma forma que o déficit do setor público consolidado, na identidade (6):

$$DLSP = M + Dg + ER^* + C \quad (10)$$

Dg pode ser desagregada em um somatório de ativos e de passivos financeiros internos, disponíveis ou exigíveis por contrato, incluindo a dívida mobiliária interna em poder do público (Bgp), as disponibilidades bancárias dos governos e das empresas estatais (d), os fundos financeiros (fn) como o Fundo de Amparo ao Trabalhador, e a dívida bancária dos governos subnacionais (dgp):

$$Dg = Bgp + d + fn + dgp \quad (11)$$

Portanto, a partir de (10) e (11):

$$DLSP = M + Bgp + d + fn + dgp + ER^* + C \quad (12)$$

Em contraste, a norma geralmente aplicada à DLSP do Governo Geral (DLSPg) exclui as contas da autoridade monetária (base monetária e variações das reservas de divisas do Banco Central), mas inclui a dívida externa do Governo Geral (EBg*):

$$DLSPg = Bgp + d + fn + dgp + EBg^* + C \quad (13)$$

Essa é a definição de dívida líquida, cuja variação é comumente usada como equivalente ao déficit fiscal (Banco Central do Brasil, 2000, p. 89).⁹

O resultado nominal (necessidade de financiamento) do Governo Geral (NFGG) indica a variação da sua dívida líquida interna e externa (Dgp) no período. Ele é definido a partir de (4) e (6):

$$NFGG = \Delta Dgp = (Cg + Ig + Tg + iDgp) - T \quad (14)$$

prática, esse método é de cálculo mais difícil). Todas as referências à NFSP, neste artigo, se referem ao método “abaixo da linha”.

⁸ Para o Banco Central do Brasil (2000, p. 89), “(...) a apropriação de encargos é contabilizada na forma *pro rata*, independente da ocorrência de liberações ou reembolsos no período”.

⁹ Evidentemente, cada país adapta o elenco de contas da DLSP às suas particularidades contábeis e institucionais.

Subtraindo-se do resultado nominal os juros da dívida líquida do Governo Geral (iD_{gp}), obtém-se o resultado primário do Governo Geral (P_g), que mede a diferença entre os gastos públicos não financeiros e as receitas não financeiras do Governo:

$$P_g = NFGG - iD_{gp} = (C_g + I_g + T_g) - T \quad (15)$$

Ao se incluírem os juros na variação do saldo da dívida líquida do Governo Geral, o resultado primário tem um papel importante na determinação da solvência do Governo. Um déficit primário implica um crescimento líquido do saldo devedor do governo geral devido à capitalização dos juros, o que pode implicar a insustentabilidade da dívida líquida do Governo (representando, no limite, um esquema Ponzi). Alternativamente, um resultado primário negativo (indicando um superávit), mesmo que insuficiente para cobrir o déficit nominal, indica que o esforço fiscal tem sido suficiente para abater parte dos juros da dívida do Governo, o que deveria implicar a sustentabilidade da dívida e, portanto, uma maior credibilidade da política econômica. Assim, o resultado primário pode ser visto como uma *proxy* para o risco do credor (Freitas, 1999, p. 65).

O resultado nominal inclui certos ajustes metodológicos que objetivam eliminar distorções de cálculo ou excluir efeitos tecnicamente inconvenientes e que são discutidos na seção seguinte.

3 - A NFSP do Governo Central no Brasil (NFGC)

3.1 - Singularidades da NFSP do Governo Central brasileiro

A metodologia de cálculo da NFSP no Brasil passou por diversas adaptações desde o início dos anos 80 até se estabilizar em 1996.¹⁰ No que se

¹⁰ A análise, neste artigo, parte das estatísticas da DLSP publicadas no **Boletim do Banco Central do Brasil** (1999/2002) e também dispostas no **Manual de Finanças Públicas** (Banco Central do Brasil, 2000). Infelizmente, o Bacen não publica, em nenhum documento detalhando, a metodologia do cálculo da NFSP no Brasil, os critérios para a seleção das contas que compõem a DLSP ou as fórmulas para o cálculo dos juros nominais e dos ajustes metodológicos e patrimoniais. Entretanto algumas definições e alguns procedimen-

segue, o estudo se restringe à necessidade de financiamento do setor público não financeiro consolidado e, especialmente, à NFGC. Conceitualmente, a NFGC inclui o Governo Federal, o Banco Central e as empresas federais não financeiras. Portanto, no Brasil, o conceito de Governo Central incorpora “(...) os ativos e passivos financeiros do Banco Central, incluindo, dessa forma, a base monetária” (Banco Central do Brasil, 2000, p. 89). Essa definição implica a inclusão na DLSP da conta ativa “créditos do Bacen às instituições financeiras”, que será abreviado para “redesconto” (L),¹¹ bem como as contas passivas da base monetária (M) e das reservas internacionais (R*), entre outras.

O Banco Central do Brasil (2000, p. 89) justifica a inclusão das suas contas na DLSP pelo fato de o Banco Central “(...) transferir seu lucro automaticamente para o Tesouro Nacional, além de ser o agente arrecadador do imposto inflacionário”.¹² Esse procedimento pode derivar da longa convivência brasileira com taxas elevadas de inflação, que podem ter provocado a desconfiança dos organismos internacionais a respeito da capacidade e do interesse do Governo brasileiro em controlar os aumentos de preços, bem como pela alegada prática do Banco Central de financiar o Tesouro. Não cabe discutir, neste artigo, a validade da inclusão das contas da autoridade monetária no cálculo do déficit fiscal no Brasil ou, alternativamente, se seria mais conveniente incluir apenas parte delas. Pode-se argumentar, por exemplo, que o redesconto deveria ser excluído por ser uma operação tipicamente bancária, enquanto a base monetária deveria ser incluída porque, do contrário, haveria um desequilíbrio contábil pelo fato de faltar uma contrapartida ativa para esse passivo. Essas escolhas devem ser orientadas pela teoria econômica, pelas correspondentes identidades contábeis e pelas peculiaridades de cada país. Entretanto, em todos os casos, **os efeitos não fiscais dessas contas devem ser explicitados no cálculo do déficit público.**

tos brasileiros podem ser inferidos a partir das estatísticas publicadas no **Boletim do Banco Central do Brasil** (1999/2002) e em suas **Notas à Imprensa**.

¹¹ Essa conta inclui o redesconto clássico (auxílio de liquidez), bem como empréstimos vinculados a programas de reestruturação bancária, como o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (Proer). O Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), a versão do Proer para os bancos estaduais, consta em outra conta, a Renegociação (Lei 9.496/1997 e Proes), que inclui a renegociação das dívidas de governos estaduais a partir de 1997 e que pode ser também uma fonte de subsídios ao sistema financeiro.

¹² Esse argumento não evidencia a real singularidade da relação Bacen-Tesouro Nacional, que é o repasse automático para o Tesouro não apenas dos **lucros**, mas também dos **prejuízos** do Banco Central. Esse repasse tem sido feito desde 1998 (e, retroativamente, a partir de 1994), segundo a Medida Provisória nº 1.789, de 1998 (atual 2.179-36, de 2001), e pelo art. 7º da Lei Complementar nº 101, de 2000.

Observe-se, por exemplo, o caso dos custos do redesconto (L). Embora o redesconto esteja incluído nas contas ativas da dívida líquida, o diferencial entre seus encargos ativos e passivos gera um resultado líquido que impacta o déficit público. Portanto, uma operação de redesconto (inclusive empréstimos para a reestruturação de instituições financeiras, como o Proer), assim como a sua amortização, terá necessariamente uma contrapartida na base monetária. Se essas operações forem esterilizadas, as variações ativas e as passivas da dívida líquida serão nulas, pois $\Delta L = \Delta M + \Delta Dg$. Entretanto os encargos do redesconto (iL) geralmente diferem dos encargos do financiamento (iDg). Esse diferencial de encargos, que será denominado **custo líquido** (ou **subsídio implícito**) **do redesconto**, impacta indevidamente o déficit público brasileiro, devido a uma inconsistência na metodologia de cálculo utilizada no País.

Outra especificidade brasileira refere-se à definição dos depósitos à vista do Governo Federal no Banco Central (a “conta única” da União) como passivo da autoridade monetária. O fato de a conta corrente do Governo Federal estar fora do sistema bancário implica que todos os gastos ou receitas tributárias, bem como todos os fluxos da dívida mobiliária, impactem diretamente a base monetária como se correspondessem à emissão ou à destruição de moeda:

$$\Delta M = (G - T) + \Delta Bgp \quad (16)$$

Como essa variação na base monetária se dá através das reservas bancárias (BR), pode-se expandir a identidade (5) para incluir o movimento da conta única:

$$\Delta M = \Delta m + [\Delta Dbc + E\Delta R^* + \Delta L + r(BR) + [(G - T) + \Delta Bgp]] \quad (17)$$

Essa definição da variação de M tem implicações importantes para o financiamento do déficit do Governo Central no Brasil. Em teoria, o Governo financia seu déficit através da emissão de títulos, e os déficits só podem se transformar em emissão de moeda através da mediação do Banco Central, ou por operações de triangulação em que o Banco Central compra títulos no mercado aberto. Entretanto, com a conta única fora do sistema bancário, na prática, o governo central pode também monetizar seu déficit sem a intermediação do Banco Central, por exemplo, ao sacar a descoberto na conta única. De forma semelhante, como o superávit fiscal tem um impacto contracionista sobre a base monetária, o simples fato de o Governo não gastar (entesourando recursos na conta única) pode permitir, *ceteris paribus*, uma redução da NFSP.

Com isso, a DLSP no Brasil parte da identidade (12), referente ao setor público consolidado. Entretanto, devido à incorporação na dívida líquida em poder

do público de outras contas do Banco Central (além da base monetária), como o redesconto (L) e outras contas próprias do Bacen (k), a Dgp passa a ser definida como:

$$Dgp = Bgp + d + fn + dgp + L + k \quad (18)$$

Desse modo, a DLSP brasileira é:

$$DLSP = Bgp + d + fn + dgp + L + k + M + ER^* \quad (19)$$

Dada essa definição ampliada de Dgp, o resultado nominal do Governo Central será dado por:

$$NFGC = \Delta Dgp + \Delta M + E \Delta R^* \quad (20)$$

Mas o resultado primário (P) continua igual a (15), ou seja, o resultado nominal menos as despesas e as receitas financeiras, ou, o que é a mesma coisa, a despesa não financeira menos a receita tributária:

$$P = NFGC - (iDgp + i^*R^*) = (Cg + Ig + Tg) - T \quad (21)$$

Foi demonstrado, na seção 1, que (20), necessariamente, inclui fatores não fiscais na definição do déficit público. Esse contágio tende a aumentar com a inclusão das contas próprias da autoridade monetária, em (21), como será indicado a seguir.

3.2 - Ajustes metodológicos e patrimoniais e a variação cambial

Os ajustes incluídos na metodologia brasileira de cálculo da NFSP diferenciam dois tipos de dívidas líquidas: a dívida total do Governo Central e sua dívida fiscal, que inclui ajustes metodológicos e patrimoniais. Assim, o resultado nominal do Governo Central passa a ser dado pela variação da sua dívida líquida no período. O Banco Central do Brasil (2000, p. 90) define um ajuste patrimonial e dois ajustes metodológicos sobre o saldo da DLSP. Os ajustes metodológicos referem-se à dívida externa líquida. Primeiro, o ajuste de fluxo-estoque busca eliminar a diferença entre o cálculo da variação da dívida externa líquida (cujo estoque é convertido em reais pela taxa de câmbio do final do período) e a conversão dos fluxos líquidos em divisas ocorridos no período (que são convertidos pela taxa de câmbio média). Segundo, o ajuste da variação

cambial (Av) elimina da DLSP o efeito das flutuações cambiais no período de apuração relativa à dívida externa líquida, seja entre o dólar e o real, seja entre as moedas estrangeiras:

$$Av_t = (R^* - R_{t-1}^*) - \left(\frac{R^*}{E_t} - \frac{R_{t-1}^*}{E_{t-1}} \right) E \quad (22)$$

Onde E_t e E_{t-1} são as taxas de câmbio de final de período, e E é a taxa de câmbio média. O Banco Central do Brasil (2000, p. 90) argumenta que:

“Ao obter financiamento no exterior, em geral, os governos o fazem em moeda do país em que o empréstimo é efetuado ou em alguma outra unidade de conta válida para contratos no exterior (dólar americano; direitos especiais de saque — DES; euro, etc.). Portanto, variações de paridade entre moedas estrangeiras, ou a variação cambial entre o dólar americano e o real, não aumentam nem diminuem o déficit público, porque não afetam o saldo da dívida externa medido na moeda em que o financiamento foi efetuado”.

Esse argumento se justifica pelo fato de a capacidade de pagamento do passivo externo do Governo depender da disponibilidade de divisas.

Um aspecto problemático do impacto das variações cambiais sobre a dívida líquida refere-se à sua apropriação por competência em relação à dívida interna.¹³ Esse é um problema de natureza distinta da do anterior, decorrendo da metodologia de apuração das variáveis. A variação cambial (no caso dos títulos domésticos indexados à taxa de câmbio), bem como os juros nominais, é apurada pelo regime de competência, independentemente da existência de pagamentos no período (Brasil; FMI, 2002, ponto A.6).¹⁴ Como os movimentos cambiais são reversíveis, pode-se argumentar que seria preferível não apropriar tal componente dos juros nominais ao estoque da dívida líquida, pois isso poderia distorcer a percepção das variações de seu saldo real. Entretanto esse argumento não tem rigor técnico, e sua adoção violaria a homogeneidade do regime de apuração e

¹³ Para a dívida externa, o critério não é o de competência, mas o de contrato, ou seja, são considerados apenas os juros efetivamente devidos no período (Brasil; FMI, 2002, ponto A.4).

¹⁴ Embora a metodologia permaneça a mesma no acordo firmado ao final de 2003 (**Carta de Intenção**, de 15 de dezembro de 2003), ao contrário da prática existente desde o primeiro acordo de programa recente, em 1998, no último acordo não houve divulgação do **Memo-rando de Entendimento Técnico** (MTE), que traz os detalhes das metas de desempenho, dos critérios de avaliação do Programa e da metodologia empregada em seu cálculo.

inviabilizaria a coerência do cálculo. Tal procedimento só poderia ser adotado como forma alternativa de apresentação dos resultados, para destacar o impacto da variação cambial sobre a DLSP.¹⁵

Por fim, a exclusão dos resultados das privatizações, apesar de defensável pelos argumentos fiscal e operacional, só se aplica ao valor da venda, mas não à respectiva dívida líquida, enquanto a exclusão dos chamados “esqueletos” é de difícil análise, devido à diversidade das origens desses passivos.

Esta seção demonstrou que os fatores expurgados do resultado nominal não possuem homogeneidade e não se enquadram em nenhuma categoria ou conceituação teórica específica. Em geral, esses ajustes são justificados mais por razões de conveniência prática ou política do que por coerência conceitual e não eliminam do cálculo do déficit do governo central os fatores não fiscais identificados acima. Em particular, a exclusão do impacto da variação cambial da dívida externa líquida viola a metodologia de cálculo do déficit, apesar de parte dela ser de origem extrafiscal. Portanto, dentre os ajustes analisados, não merece reparo apenas o ajuste metodológico da equação (22), que elimina a discrepância entre taxas cambiais do período.

3.3 - Impactos não fiscais na NFSP do Governo Central, no Brasil

Esta seção analisa seis fatores não fiscais que podem impactar indevidamente o resultado nominal do Governo Central no Brasil. Esses fatores podem também afetar o resultado primário, caso a variação da dívida líquida viole a condição de sustentabilidade discutida na seção 2. Nesse caso, haverá pressão para a contração fiscal, implicando a redução dos gastos não financeiros e/ou o aumento da carga tributária. O impacto de um desses fatores será estimado na seção 4. Em outros casos, o procedimento de cálculo é indicado, mas a sua quantificação deverá ser objeto de pesquisas ulteriores.

¹⁵ Com base nesse argumento, o Bacen publicou a DLSP em duas formas, a partir da crise cambial de 1999: com e sem o impacto da desvalorização, excluindo a variação cambial dos títulos federais indexados ao dólar (Boletim do Banco Central do Brasil, 1999/2002).

3.3.1 - Parcela dos juros sobre as reservas internacionais líquidas (R^*) relativa à variação da taxa de juros internacional básica (i^{**})

Como se viu na seção 1.2, a parte da taxa internacional de juros é formada pela taxa básica i^{**} , cuja determinação é extrafiscal. A eventual variação dessa taxa básica, a cada período dado (Δi^{**}), causa um impacto (I^1) na NFSP; sua determinação pode ser dada pela seguinte expressão simplificada:¹⁶

$$I^1 = \Delta i^{**} (ER^*) \quad (23)$$

3.3.2 - Operações de mercado aberto

Essas operações modificam o estoque de títulos federais em poder do público (B_{gp}), por uma ampla gama de razões. Sua quantificação é complexa e não cabe neste artigo.

3.3.3 - Variações endógenas da oferta monetária e operações do setor externo

Essas operações determinam mudanças da base monetária, especialmente as reservas bancárias. Como a base é uma conta passiva da DLSP (embora de custo zero), o impacto de sua variação no resultado nominal é linear. Com uma política monetária restritiva, a variação da base é convertida em variação da dívida em poder do público, transformando-se potencialmente em um passivo oneroso e, portanto, gerando uma pressão adicional sobre o resultado nominal.

3.3.4 - Arbitragem de juros

Em 1994-99, a taxa de juros básica no Brasil era ostensivamente vinculada às taxas básicas internacionais, acrescidas dos riscos. Flutuações dos juros

¹⁶ Note-se que, na metodologia de cálculo usada pelo Bacen para a NFSP, os estoques são medidos ao final do período, mas a diferença observada entre a medida de estoque e o fluxo que, verdadeiramente, acontece durante o período é compensada pelo ajuste metodológico de fluxo-estoque descrito na expressão (22).

domésticos, motivadas por mudanças exógenas das taxas de juros externas ou das percepções de risco do mercado, afetam os gastos públicos, especialmente os juros sobre os títulos federais (Bgp). Portanto, elas modificam o resultado nominal do Governo Central. A quantificação desse impacto deve seguir o formato da equação (7).

3.3.5 - Variação cambial das reservas internacionais líquidas ($E\Delta R^*$)

Seu impacto não fiscal é parcialmente incorporado nas abordagens convencionais. Ela impacta o resultado nominal através da variação do saldo das reservas internacionais líquidas e do estoque dos títulos federais vinculados ao dólar. O ajuste metodológico discutido na seção 3.2 elimina o primeiro, mas mantém o impacto do segundo sobre o déficit nominal (embora o Bacen apresente o resultado expurgado desde outubro de 2001). Apesar de sua óbvia importância na determinação do resultado nominal, a quantificação de sua parcela não fiscal é bastante complexa.

3.3.6 - Redesconto (L) e outras contas próprias da autoridade monetária (custo líquido do redesconto)

A influência do redesconto e de outras contas próprias da autoridade monetária sobre o resultado nominal dá-se através do custo líquido do redesconto (ver seção 3.1). Seu custo será negativo em dois casos. Primeiro, se a variação do saldo do redesconto (ou de outra conta) impactar M (cujo custo para o Bacen é zero). Segundo, se o redesconto implicar alguma variação em Bgp, e se a taxa de juros passiva — devida aos credores do Estado, (i^B) — for menor que a taxa de juros ativa — cobrada às instituições tomadoras dos empréstimos de redesconto (i^L). Nesse caso, o subsídio não fiscal concedido pelo Bacen aumentará o déficit nominal.

Como em condições normais não é possível à autoridade monetária monetizar o redesconto, essas operações, geralmente, terão como contrapartida igual variação no estoque de títulos federais em poder do público (Bgp),

gerando um custo igual às taxas de juros pagas por esses títulos (i^B). Portanto, o custo líquido do redesconto é dado pela diferença entre as taxas passiva e ativa:

$$I^R = \left(\frac{1 + i^B}{1 + i^L} \right) L \quad (24)$$

A influência de tantos componentes não fiscais no saldo da dívida fiscal líquida do governo central no Brasil permite concluir que **os conceitos de DLSP e de déficit nominal e primário estão contaminados e podem distorcer a percepção do déficit público e a orientação da política fiscal**. O déficit primário, em particular, é contaminado pelo fato de o subsídio aos juros e a outros encargos financeiros concedido pelo Bacen ser contabilizado como se fosse uma despesa não financeira.

4 - Estimativa do custo líquido do redesconto

A equação (24) indica como pode ser calculado o custo líquido do redesconto no caso brasileiro. Aplicando essa equação sobre os valores relevantes entre julho de 1997 e dezembro de 2002 (quando estão disponíveis as taxas de juros implícitas do redesconto e sobre os títulos federais em poder do público), podem-se obter os valores incluídos na Tabela 1. Essa tabela demonstra que, com exceção do segundo semestre de 1997, o Bacen subsidiou as instituições financeiras durante todo o período examinado.

A Tabela 2 demonstra a grande importância desse subsídio frente ao déficit nominal do Governo Central.

O subsídio implícito nas operações de redesconto é apenas um dos fatores não fiscais que influenciam o cálculo convencional do déficit público. A magnitude dessa variável e a importância analítica (e, potencialmente, sobre a política econômica) das distorções introduzidas pelas variáveis não fiscais indicam que é necessário incorporá-las ao cálculo do déficit público. Esta é uma condição essencial para eliminar essas distorções atualmente influentes sobre a formulação de políticas econômicas no Brasil.

Tabela 1

Impacto do custo líquido do redesconto do Bacen no déficit do Governo Central do Brasil — jul.-dez./97-jan.-dez./02

PERÍODOS	DÉFICIT NOMINAL DO GOVERNO CENTRAL (1) (% PIB)	IMPACTO DO CUSTO DO REDESCONTO (2)	
		% do PIB	% do Déficit
Jul.-dez./97	3,17	-0,42	-13,39
Jan.-dez./98	4,93	0,55	11,14
Jan.-dez./99	2,73	0,07	2,59
Jan.-dez./00	2,30	0,49	21,26
Jan.-dez./01	2,11	0,09	4,33
Jan.-dez./02	0,70	0,05	7,62

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília: Bacen, v. 35, n. 4, abr. 1999, v. 38, n. 12, dez. 2002.

(1) Sem variação cambial; os valores positivos indicam déficit. (2) Os valores positivos indicam subsídio.

Tabela 2

Custo líquido do redesconto do Bacen e o superávit primário do Brasil — jul.-dez./97-jan.-dez./02

PERÍODOS	SUPERÁVIT PRIMÁRIO DO GOVERNO CENTRAL (1) (% do PIB)	IMPACTO DO CUSTO DO REDESCONTO (2)	
		% do PIB	% do Superávit
Jul.-dez./97	-0,47	-0,42	(3)-
Jan.-dez./98	-0,55	0,55	-99,57
Jan.-dez./99	-2,36	0,07	-2,99
Jan.-dez./00	-1,88	0,49	-26,02
Jan.-dez./01	-1,83	0,09	-4,98
Jan.-dez./02	-2,42	0,05	-2,21

FONTE: BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília: Bacen, v. 35, n. 4, abr. 1999, v. 38, n. 12, dez. 2002.

(1) Os valores negativos indicam superávit. (2) Os valores positivos indicam subsídio. (3) O valor de participação em 1977 é nulo, pois, não tendo havido subsídio, a receita é considerada financeira e não é contabilizada no resultado primário.

Conclusão

Este artigo demonstrou a existência de importantes fatores extrafiscais na determinação do resultado nominal da necessidade de financiamento do Governo Central no Brasil, tanto conceitualmente quanto pela demonstração quantitativa desse impacto no caso do custo das operações de redesconto do Banco Central.

Foi indicado que, no cálculo da NFSP através do procedimento recomendado pelo FMI, o déficit do Governo Geral exclui as variações da base monetária e as contas próprias da autoridade monetária. Constata-se, entretanto, que, mesmo nessa conceituação, determinantes não fiscais influenciam o déficit nominal, por exemplo, os juros líquidos sobre as reservas internacionais e, parcialmente, a taxa de juros da dívida mobiliária (devido à arbitragem de juros).

No caso brasileiro, foi demonstrado que peculiaridades institucionais e políticas fizeram com que o conceito de déficit do Governo Central fosse ampliado, com a introdução de contas da autoridade monetária (base monetária, redesconto, e assim por diante), o que aumentou o contágio dos fatores não fiscais no cálculo do déficit. **A maior parte desse contágio pode ser entendida como sendo o custo da política monetária.** Esse contágio está implícito no cálculo da NFSP, e seu impacto não é calculado nem divulgado.

Certamente, não seria o caso, tendo em vista as especificidades brasileiras, de retirar da NFSP as contas típicas da autoridade monetária. Entretanto, por razões tanto teóricas como de política econômica, seria fundamental dar maior transparência aos impactos não fiscais dessas contas, explicitando-os no cálculo da NFSP. Isto porque, além de impactarem o déficit fiscal, esse contágio tem implicações sobre o superávit primário a ser produzido pela política fiscal. Por fim, a importância dos impactos não fiscais foi demonstrada através do cálculo do custo líquido (subsídio implícito) do redesconto entre julho de 1997 e dezembro de 2002, quando os subsídios creditícios implícitos concedidos pelo Bacen ao sistema bancário ampliaram significativamente o déficit nominal do Governo Central brasileiro.

Em resumo, a crescente importância adquirida pela política fiscal nos últimos anos, em um quadro no qual a estabilidade monetária se tornou a prioridade estratégica dos governos, justifica amplamente o estudo detalhado da metodologia de cálculo do déficit fiscal, de modo a aprimorá-la. Essa variável influencia fortemente o comportamento dos analistas, dos investidores e dos formuladores de política, e é essencial que ela seja definida e calibrada da forma mais precisa possível. A contaminação do déficit por fatores não fiscais tem distorcido a percepção desses agentes.

Nesse sentido, o Banco Central deveria, por medida de transparência:

- a) publicar a metodologia do cálculo da NFSP de forma integral, a fim de explicitar todos os parâmetros e regras utilizadas; e
- b) desenvolver uma metodologia que explicita os principais fatores determinantes do resultado da NFSP, assim como já acontece em relação aos fatores condicionantes da base monetária (Tabela II.1 do **Boletim do Banco Central do Brasil**), tendo por referência sua origem fiscal ou não fiscal.¹⁷

Por fim, é ainda possível que a não-explicitação do impacto dos custos da política monetária ou de choques externos no resultado das contas públicas sirva à estratégia de transferir para a política fiscal todo o ônus de implementação de uma política monetária excessivamente contracionista. Na prática, isso faz com que a política fiscal se torne uma variável de ajuste para os problemas estruturais da economia.

Apêndice

Variáveis utilizadas:

Av - ajuste da variação cambial;

Bg* - obrigações públicas externas (dívida externa do Governo Geral);

Bgp - dívida mobiliária interna em poder do público;

BR - reservas bancárias depositadas no Banco Central;

BRc - reservas compulsórias;

BRp - reservas voluntárias;

C - dívida líquida das empresas estatais não financeiras;

Cg - consumo do Governo;

D - depósitos à vista nos bancos comerciais;

d - disponibilidades bancárias dos governos e das empresas estatais;

Dbc - dívida pública na carteira do Banco Central;

¹⁷ O **Boletim do Banco Central** (1999/2002) publica tabelas de Usos e Fontes das Contas Públicas (Tabelas IV.24 e IV.25) (também publicadas na **Nota à Imprensa — Política Fiscal**), onde são identificados os “fatores condicionantes” da variação da NFSP no período. Contudo esses dados se restringem a informar a origem da variação por contas principais da DLSP e o efeito, na NFSP, da alteração do PIB naquele período. Eles não esclarecem a origem (fiscal ou não fiscal) dos fatores condicionantes, não podendo, portanto, satisfazer a recomendação feita acima.

- DEF - déficit orçamentário (fiscal) do Governo Geral;
- Dg - dívida pública do Governo Geral, ou dívida doméstica líquida do setor público consolidado;
- Dgp - dívidas líquidas interna e externa do Governo Geral;
- dgp - dívida bancária dos governos subnacionais;
- DLSP - dívida líquida do setor público;
- DLSPg - dívida líquida do Governo Geral;
- Ê - taxa de câmbio esperada;
- E - taxa de câmbio média;
- EBg* - valor em moeda doméstica da dívida externa do Governo Geral;
- Ei*R* - valor em reais dos juros líquidos das reservas internacionais líquidas (R*), sendo i^* a taxa internacional de juros;
- ER* - valor em moeda doméstica das reservas internacionais líquidas;
- fn - fundos financeiros (incluindo o Fundo de Amparo ao Trabalhador);
- G - gastos do Governo;
- GC - Governo Central (Governo Federal e empresas estatais não financeiras);
- GG - Governo Geral (Governo Central, governos subnacionais, agências públicas de administração e de direção, órgãos descentralizados, Previdência Social e fundos financeiros formados com recursos tributários);
- i^{**} - taxa de juros internacional básica;
- i^* - taxa de juros internacional;
- i - taxa de juros sobre a dívida pública interna;
- i^B - taxa de juros passiva paga aos credores da dívida pública;
- iDbc - juros relativos à parcela da dívida pública mobiliária na carteira do Banco Central (Dbc);
- iDg - juros pagos pelo Governo Geral e outros encargos sobre a dívida pública, ou juros sobre a dívida doméstica líquida do setor público consolidado;
- iDgp - juros da dívida líquida do Governo Geral;
- Ig - investimento do Governo;
- i^L - taxa de juros ativa cobrada às instituições tomadoras dos empréstimos de redesconto;
- I^R - impacto não fiscal (custo líquido) do redesconto;
- k - outras contas próprias do Banco Central;
- L - créditos do Banco Central às instituições financeiras (redesconto);
- m - moeda emitida;
- M - base monetária;

- NFGC - necessidade de financiamento (resultado nominal ou déficit) do Governo Central;
- NFGG - necessidade de financiamento do Governo Geral;
- NFSP - necessidade de financiamento do setor público consolidado (Governo Geral, Banco Central e empresas estatais não financeiras);
- P - resultado primário do Governo Central;
- Pg - resultado primário do Governo Geral;
- R* - reservas internacionais líquidas;
- T - tributos (impostos pagos ao Governo);
- Tg - transferências do Governo ao setor privado.

Referências

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Manual de finanças públicas**. Brasília: BCB, 2000. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br> Acesso em: 15 fev. 2003.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília: BCB, v. 35, n. 4, abr. 1999.
- BRASIL. Ministério da Fazenda; FMI. **Memorando de entendimento técnico**. Brasília: BCB, 2002. Disponível em: <http://www.fazenda.gov.br> Acesso em: 29 mar. 2004.
- FREITAS, C. E. (1999). **A reavaliação da dívida pública federal brasileira**. Brasília: FGV; EPGE.
- GIAMBIAGI, F. **Necessidade de financiamento do setor público**: bases para a discussão do ajuste fiscal no Brasil — 1991/96. Rio de Janeiro: BNDES, 1997. (Textos para discussão, n. 53).
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. **A manual of government financial statistics**. Washington: IMF, 1986.
- SAAD FILHO, A.; MORAIS, L. **The costs of neomonetarism**: the brazilian economy in the 1990s. London: South Bank University Business School, 2000.
- TANZI, V. Mensuração do déficit público. In: BLEJER, M.; CHEASTY, A. (Org.). **Como medir a inflação**: questões analíticas e metodológicas. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 1999.