

REN

TEORIA ECONÔMICA E ECONOMIA BRASILEIRA

UM EXERCÍCIO SOBRE O FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PÚBLICO BRASILEIRO NO PERÍODO PRÉ E PÓS-REAL E SUA RELAÇÃO COM A SITUAÇÃO FISCAL PÓS-REFORMA

.....

Mileno Tavares Cavalcante
Mestrando do CAEN/UFC
Pichai Chumvichitra
Professor do CAEN/UFC

RESUMO:

.....

Com a queda da taxa de inflação promovida pelo Plano Real, cresceu a necessidade de se ajustar as contas do Governo para que se possa manter os ganhos obtidos no combate a inflação. O aumento dos canais de financiamento das atividades do setor enfraqueceu o controle orçamentário geral das autoridades econômicas centrais. Entretanto, o crescente déficit consolidado no setor público passava a merar cada vez os recursos para a economia em geral. Portanto, a necessidade de um ajuste no orçamento do setor público consolidado parece algo inquestionável.

PALAVRAS-CHAVE:

Financiamento; Déficit Público; Política Monetária; Política Fiscal.

1 INTRODUÇÃO

.....

Muito se tem falado neste período Pós-Real da necessidade de se reequilibrar o orçamento do setor público, visto que representa uma das principais ameaças ao processo de estabilização dos preços. No caso brasileiro, muitas das observações não consideram a natureza da ameaça representada pelo desequilíbrio orçamentário ao combate à inflação. Deve-se lembrar que esta ameaça reside muito mais na forma de financiamento do déficit do que na existência, considerada em si mesma, de desequilíbrios nas contas do setor público.

Do ponto de vista teórico, se o déficit público tem sua razão de ser na promoção do crescimento econômico e do bem-estar da sociedade, a sua existência tem como contrapartida a promoção do desenvolvimento econômico. Porém, se ocorre esse desequilíbrio por outras razões que não aquelas, sucederá, em consequência, a instabilidade econômica associada a um conjunto de sortilégios para a sociedade como um todo.

Com a queda da taxa de inflação promovida pelo Plano Real, cresceu a necessidade de se ajustarem as contas do governo para que se possam manter os ganhos obtidos no combate à inflação. Para Bruno (1989), a reforma econômica antiinflacionária consiste na mudança de um nível de equilíbrio considerado inferior para um superior, que é o nível de equilíbrio estável. Tudo depende do desenho desta reforma.

O presente trabalho está, assim, desenvolvido: Apresenta-se, inicialmente, uma construção teórica que mostra como o processo inflacionário na economia brasileira pré-reforma monetária permitia o 'fechamento' das contas do governo. Na seção seguinte, abordam-se alguns conceitos de NFSP (Necessidades de Financiamento do Setor Público) e se analisa a relação entre estes conceitos e como esta se comporta com uma taxa de inflação supostamente nula. Posteriormente se discute um breve apanhado do desempenho das contas do setor público em suas três esferas (federal, estadual e municipal) no período 1991-96. Finalmente, ressalta-se a importância de se realizar não apenas o ajuste fiscal, mas também redefinirem-se as áreas de atuação de cada uma das três hierarquias do governo.

2 A INFLAÇÃO E O FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PÚBLICO: uma breve abordagem teórica estrutural

.....

O instrumento empregado pelo governo brasileiro para permitir o equilíbrio em termos reais do orçamento público nominal consistia no uso da inflação para fechar o hiato entre receitas e despesas governamentais. Desta forma, quanto maior a taxa de inflação, mais importante tornava-se esta última na geração de receitas extras para o setor público.

Tradicionalmente, o orçamento federal era aprovado com um grande déficit. As despesas eram fixadas em termos nominais, enquanto os impostos se indexavam ao nível de preços. Assim, o equilíbrio exato daquele tornava-se desnecessário, pois a inflação gerava um montante considerável de recursos adicionais no sentido da compressão - em termos reais - dos gastos autorizados²², e com a geração do imposto inflacionário.

A partir da definição de Lees, Botts & Cysne (1990), isto pode ser expresso da seguinte forma (todas as variáveis estão em termos nominais):

$$D_g = I_g + G - \text{GNR} = \Delta B + \Delta F + \Delta EK$$

onde: D_g - déficit público (ou passivo líquido do governo)

I_g - investimento do governo

G - consumo do governo (excluídas receitas e pagamentos de juros)

GNR - receitas líquidas do governo (impostos diretos e indiretos + outras receitas correntes - transferências - subsídios - outros gastos correntes)²³

ΔB - variação da base monetária

²² Este efeito é conhecido na literatura como efeito Oliveira-Tanzi ao inverso, ou ainda, efeito Bacha.

²³ Os termos *outros gastos correntes* e *outras receitas correntes* incluem os juros pagos e recebidos relativos à dívida externa do governo, como também lucros e aluguéis. Os juros relativos à dívida interna líquida estão incluídos no item *transferências*.

ΔF - variação no estoque de dívida líquida do governo nas mãos do setor privado residente ²⁴

ΔEK - variação no estoque de dívida líquida do governo nas mãos de não-residentes ²⁵

Dada a existência de um certo déficit no orçamento governamental, este último, representado na expressão acima pelo termo central ($= D_g$), teria de ser financiado por meio dos instrumentos mostrados no lado direito da mesma expressão ($\Delta B + \Delta F + \Delta EK$).

Dividindo-se os termos à esquerda e ao centro desta expressão pelo nível de preços (P), obtém-se:

$$\frac{D_g}{P} = \frac{I_g}{P} + \frac{G}{P} - \frac{GNR}{P}$$

$$\text{com } I_g = \sum_{i=1}^n I_{gi}; G = \sum_{i=1}^n G_i; GNR = \sum_{i=1}^n GNR_i \quad 26$$

Derivando-se esta expressão em relação ao tempo, supondo-se que I_g e G são mantidos constantes (em termos nominais) ao longo do tempo e que existe uma taxa de inflação associada a cada elemento de ordem i desta expressão ²⁷, têm-se:

$$\dot{D}_g - D_g \cdot \Pi = - \sum_{i=1}^n \dot{I}_{gi} \cdot \Pi_i - \sum_{i=1}^n \dot{G}_i \cdot \Pi_i - (GNR - \sum_{i=1}^n GNR_i \cdot \Pi_i)$$

onde: $\Pi = \frac{1}{P} \cdot \frac{dP}{dt}$ (taxa de inflação); e os pontos sobre as variáveis significam suas derivadas em relação ao tempo

²⁴ Passivo do governo nas mãos dos agentes econômicos domésticos (exclusive Banco Central-BACEN) menos empréstimos líquidos do BACEN ao setor privado, menos reservas internacionais depositadas no BACEN. (Variações nas reservas internacionais no BACEN têm como contrapartida variações no passivo monetário daquela instituição, ou seja, na base monetária).

²⁵ Pode-se admitir, sem perda de generalidade, que esta parte da dívida pública (K), é inteiramente denominada em dólar e que E é a taxa de câmbio nominal entre a moeda doméstica (CR\$ ou R\$) e o dólar (US\$).

²⁶ Supõe-se que os componentes de GNR , que não os impostos diretos e indiretos, sejam uma proporção fixa em cada GNR_i .

²⁷ Esta taxa de inflação nada mais é do que a variação no nível de preços observada (ou esperada) entre o i -ésimo dispêndio e a i -ésima receita prevista para o período e a data de sua efetiva liberação e arrecadação, respectivamente.

O termo à esquerda desta expressão representa a variação do déficit público nominal em relação ao tempo, subtraída da parcela desta variação atribuída à taxa de inflação. Caso se admita que a estrutura das receitas líquidas do governo (GNR) é relativamente rígida no curto prazo ²⁸ e que aumentos nominais na receita líquida advêm unicamente da indexação desta e do crescimento do nível de produto da economia, então:

$$GNR = \sum_{i=1}^n GNR_i \cdot \Pi_i + GNR \cdot y$$

onde: $y = \frac{dY}{dt} \cdot \frac{1}{Y}$ (taxa de crescimento do produto)

Y - nível de produto nominal da economia (ou PIB nominal)

Logo, com o acréscimo de um termo δ que capta alterações temporárias na estrutura de GNR e/ou a geração de receitas e/ou despesas extras para o governo ²⁹, chega-se a:

$$\dot{D}_g - D_g \cdot \Pi = - \sum_{i=1}^n \dot{I}_{gi} \cdot \Pi_i - \sum_{i=1}^n \dot{G}_i \cdot \Pi_i - GNR \cdot y + \delta$$

Então, quanto maior a taxa de inflação (Π), mais elevada a parcela do déficit que aumenta devido à inflação, e menor o termo à esquerda da expressão acima. Dessa forma, pode-se ver como a inflação permitia o financiamento do déficit governamental. ³⁰

Se, por hipótese extrema, $\Pi = 0$ ³¹, então

$$D_g = -GNR = -GNR \cdot y + \delta$$

²⁸ Supõe-se, em termos agregados, que esta estrutura não sofre alterações consideráveis no curto prazo - aqui considerado como o ano fiscal -, decorrentes de mudanças na legislação tributária ou fatos similares.

²⁹ Este componente capta, basicamente, alterações de caráter estritamente temporário (e não permanente) na estrutura de GNR . Porém, em termos simplificados, espera-se que $E(\delta) = 0$.

³⁰ Note-se que aqui a contribuição da inflação na geração de receitas adicionais para o setor público é tratada apenas sob a ótica de compressão dos gastos reais pelo aumento do nível de preços, e não na perspectiva da geração do imposto inflacionário. Porém, pode-se afirmar que estas abordagens são, de certo modo, equivalentes. (Ver apêndice.)

³¹ Nestas condições, o conceito de Produto Interno Bruto (PIB) nominal é equivalente ao conceito de PIB real.

dados I_g e G constantes (rígidos) ao longo do tempo.³²

Logo, conclui-se que a variação do déficit ao longo do tempo deveria ter como contrapartida - dentro das condições mencionadas - mudanças nas receitas líquidas do governo com sinal trocado, caso não se deseje financiar o déficit por meio de emissão de dívida e/ou aumento do passivo monetário do Banco Central.

No entanto, se $y \rightarrow 0$, e aplicando-se esperança matemática:

$$E(D_g) \rightarrow 0$$

Isto mostra que uma maneira de se reduzir o déficit público, a médio prazo, é por meio de um aumento nas receitas líquidas do governo (GNR)³³, via contenção dos seus gastos (I_g e G), ou, ainda, por uma combinação destas duas políticas. De outra forma, o déficit terá de ser financiado através dos instrumentos tradicionais.

Relaxando-se a hipótese de constância de I_g e G , e partindo-se da relação, em termos reais, entre o déficit público e os gastos do governo e suas receitas líquidas, chega-se a:

$$D_g - D_g \cdot \Pi = I_g - \sum_{i=1}^n I_{gi} \cdot \Pi_i + G - \sum_{i=1}^n G_i \cdot \Pi_i - (GNR - \sum_{i=1}^n GNR_i \cdot \Pi_i)$$

onde, novamente, os pontos sobre as variáveis representam suas derivadas em relação ao tempo.

Procedendo-se de forma análoga ao desenvolvimento anterior, obtém-se (supondo-se que $\Pi = 0$):

$$D_g = I_g + G - GNR \cdot y + \delta$$

³² Note-se, que para o caso de uma queda progressiva da taxa de inflação ou a existência de um resíduo inflacionário, o resultado seria ligeiramente distinto do apresentado aqui.

³³ De acordo com o que já foi aqui estabelecido, tal aumento nas receitas líquidas do governo estaria necessariamente vinculado à realização de mudanças na estrutura tributária do país.

que mostra que o déficit público variará ao longo do tempo, de acordo com as variações nos gastos do governo no mesmo período.³⁴ Isto obviamente implicará o aumento do déficit do setor público no decorrer do ano fiscal, caso estas variações se apresentem positivas e não sejam compensadas pelo crescimento das receitas líquidas do governo, decorrente de uma expansão do produto da economia ou pelo termo δ . O inverso se verificará caso estas variações sejam negativas.

Dessa forma, um esforço de combate, a médio prazo, ao déficit do governo deve, pelo menos, evitar a ocorrência frequente de gastos do orçamento público aprovado para o exercício fiscal - as conhecidas despesas extraordinárias - sob pena de se criarem necessidades crescentes de financiamento para o setor público e, conseqüentemente, de se perder o horizonte a longo prazo da política de controle do déficit.

3 OS CONCEITOS DE DÉFICIT PÚBLICO REAL, OPERACIONAL E PRIMÁRIO

A partir da expressão que define as fontes de financiamento do déficit orçamentário do governo, isto é:

$$D_g = \Delta B + \Delta F + \Delta EK$$

onde a parcela ΔB representa o financiamento via emissão de moeda e o termo $\Delta F + \Delta EK$ o financiamento através de emissão de dívida pelo setor público (dívidas interna e externa, respectivamente).

Dividindo-se esta expressão pelo nível de preços (P):

³⁴ As referidas variações nos gastos do governo correspondem, na prática, a cortes e suplementações orçamentárias ao orçamento público aprovado para o exercício fiscal.

$$\frac{D_g}{P} = \frac{\Delta B}{P} + \frac{\Delta F}{P} + \frac{\Delta EK}{P}$$

Que, em termos infinitesimais, equivale a:

$$\frac{D_g}{P} = \frac{dB/dt}{P} + \frac{dF/dt}{P} + \frac{dEK/dt}{P}$$

Note-se que

$$\frac{dB/dt}{P} = \frac{B}{P} \cdot \frac{dP/dt}{P} + \frac{d(B/P)}{dt};$$

$$\frac{dF/dt}{P} = \frac{F}{P} \cdot \frac{dP/dt}{P} + \frac{d(F/P)}{dt} e$$

$$\frac{d(EK)/dt}{P} = \frac{EK}{P} \cdot \frac{dP/dt}{P} + \frac{d(EK/P)}{dt}$$

Substituindo-se as três expressões acima na expressão anterior, e integrando-se o resultado em relação ao tempo³⁵, a preços de um período arbitrário j (P_j):

$$\begin{aligned} P_j \int_0^1 \frac{D_g}{P} dt &= P_j \int_0^1 \frac{B}{P} \frac{dP}{P dt} dt + P_j \int_0^1 \frac{d(B/P)}{dt} dt + P_j \int_0^1 \frac{F}{P} \frac{dP}{P dt} dt \\ &+ P_j \int_0^1 \frac{d(F/P)}{dt} dt + P_j \int_0^1 \frac{EK}{P} \frac{dP}{P dt} dt + P_j \int_0^1 \frac{d(EK/P)}{dt} dt \end{aligned}$$

Como das definições apresentadas em Lees, Botts & Cysne (1990) têm-se que

$$\Pi_j = P_j \int_0^1 \frac{B}{P} \frac{dP}{P dt} dt \quad ICI_j = P_j \int_0^1 \frac{F}{P} \frac{dP}{P dt} dt \quad MCE_j = P_j \int_0^1 \frac{EK}{P} \frac{dP}{P dt} dt$$

$$D_{gj} = P_j \left(\frac{B_1}{P_1} - \frac{B_0}{P_0} + \frac{F_1}{P_1} - \frac{F_0}{P_0} + \frac{E_1 K_1}{P_1} - \frac{E_0 K_0}{P_0} \right)$$

³⁵ Em termos práticos, podem-se substituir as integrais por somatórios e se efetuarem os cálculos correspondentes tomando-se as médias mensais dos valores de cada uma das variáveis indicadas na expressão, com t (tempo) variando de 0 a 1.

onde: Π_j - imposto inflacionário (a preços do período j)

ICI_j - correção inflacionária sobre a dívida doméstica líquida do governo (a preços do período j)

MCE_j - correção inflacionária sobre a dívida externa líquida do governo (a preços do período j)

D_{gj} - déficit real do governo (a preços do período j)

Então, a expressão acima, após devidamente rearmada, pode ser reescrita como:

$$D_{gj} = \Pi_j + ICI_j + MCE_j + D_{gj}$$

onde: $D_{gj} = P_j \int_0^1 \frac{D_g}{P} dt$ (déficit público nominal a

preços do período j)

Este resultado conduz às seguintes definições, de acordo com Lees, Botts & Cysne (1990):

Déficit Real (D_{gr}) = Déficit Nominal (D_g) - ($\Pi_j + ICI_j + MCE_j$)

Déficit Operacional (D_{go}) = Déficit Nominal (D_g) - ($ICI_j + MCE_j$) = Déficit Real (D_{gr}) + Π_j

Isto é, o déficit real é igual ao déficit nominal *menos* o imposto inflacionário, *menos* a correção inflacionária sobre as dívidas líquidas interna e externa do governo, respectivamente. Se ao invés de subtrair o imposto inflacionário do déficit nominal, adicionar-se este ao déficit real, tem-se o conceito de déficit operacional.³⁶ Observe-se que se a taxa de inflação, no limite, tende a zero, então os três conceitos de déficit (nominal, operacional e real) tendem a tornar-se equivalentes.

³⁶ O conceito de déficit operacional é mais comumente definido como sendo o déficit nominal *menos* a correção inflacionária sobre o débito líquido interno e externo do governo.

O conceito de déficit público primário pode ser facilmente deduzido da expressão que mostra as fontes do déficit público líquido, a preços de um período arbitrário j , ou:

$$D_{gj} = I_{gj} + G_j - GNR_j$$

Subtraindo-se das receitas líquidas do governo (GNR) a parcela correspondente às despesas com juros sobre as dívidas interna e externa líquidas, chega-se ao conceito de déficit público primário (D_{gpi}):

$$D_{gpi} = I_{gj} + G_j - GNR_{njj}$$

onde: GNR_{njj} - receitas líquidas do governo menos despesas com juros sobre as dívidas interna e externa líquidas (a preços do período j)

A relação entre os conceitos de déficit operacional (D_{goj}) e déficit primário (D_{gpi}) é clara:

$$D_{gpi} = D_{goj} - [(GNR - GNR_{njj}) - (ICI_j + MCE_j)]$$

Note-se que o último termo à direita na expressão acima nada mais é que as despesas totais com juros reais pagas pelo governo sobre a sua dívida líquida interna e externa. As relações entre os outros conceitos de déficit público podem, de forma análoga, ser facilmente deduzidas.

4 NOTAS SOBRE A SITUAÇÃO FISCAL ENTRE 1991 E 1996

.....

A considerável queda na taxa de inflação, observada a partir de julho de 1994, resultante da política de estabilização econômica materializada no Plano Real, praticamente decretou o fim do financiamento do déficit governamental via inflação.

No entanto, já se podia previamente antecipar tais resultados, uma vez que a adoção de um programa de estabilização econômica que real-

mente provocasse uma queda abrupta da inflação retiraria das mãos do governo um importante instrumento utilizado para fechar o hiato entre receita e despesa pública, representado pela própria inflação.

Dessa forma, anteriormente ao lançamento do Real, o governo brasileiro engendraria alguns esforços no sentido de equilibrar o orçamento público. Uma vez que a possível adoção de um programa de estabilização dos preços fosse bem sucedida, o problema do déficit governamental surgiria como ameaça concreta ao combate à inflação. Daí a crença dos formuladores da política econômica do governo na necessidade de equilibrar o orçamento público antes de se adotar qualquer política anti-inflacionária mais ambiciosa.³⁷

Até o advento do Plano Real, o setor público lançava mão da emissão de moeda e/ou títulos para financiar seu déficit, dependendo do que fosse obtido em relação ao controle do déficit através da compressão dos gastos reais e/ou via geração do imposto inflacionário.

Conforme se afirmou, uma queda abrupta nas taxas de inflação tornaria o déficit público, em seu conceito nominal, praticamente idêntico ao déficit operacional. Na ausência do equilíbrio deste último, implicaria a expansão da oferta monetária ampla - esta referindo-se ao conceito de base monetária acrescida do valor total do estoque da dívida pública interna em poder do setor privado (Bacha, 1995) - pondo em risco a política de estabilização.

³⁷ As ações do governo neste sentido, anteriores à reforma monetária do Real propriamente dita, foram o Programa de Ação Imediata (PAI), em 1993, e, já em 1994, o que ficaria conhecido como um primeiro estágio do Plano Real: a utilização de um mecanismo para equilibrar o orçamento público federal no conceito operacional. O PAI incluía cortes profundos no orçamento federal para 1993, renegociação das dívidas dos estados e municípios com o governo central, reorganização do relacionamento contábil entre o Banco Central e o Tesouro Nacional e a renegociação da dívida externa do governo com os bancos estrangeiros. A ação Pré-Real consistiu na aprovação, pelo Congresso Nacional, de emenda constitucional que ficou conhecida como Fundo Social de Emergência (FSE), permitindo a esterilização de 20 % dos gastos vinculados às receitas geradas por meio do financiamento do déficit, via inflação, para os anos de 1994 e 1995.

TABELA 1
Dívida Líquida do Setor Público - 1991-96 - Saldos de
Final de Período - em R\$ milhões (*)

	Governo Federal e Banco Central	Governos Estaduais e Municipais	Empresas Estaduais	Total da Dívida Interna do Setor Público	Dívida Externa	Dívida Líquida Total do Setor Público
1991	-3	9	15	21	36	56
1992	15	149	173	337	342	678
1993	990	4.455	4.516	9.961	7.754	17.715
1994	33.395	49.285	26.126	108.806	44.357	153.163
1995	66.731	70.227	33.353	170.311	38.132	208.443
1996 (**)	115.450	90.382	31.625	237.457	31.514	268.971

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil-1992,1994,1996 e 1997.

(*) Valores anteriores a julho de 1994 convertidos pela URV de 30.06.94.

(**) Exclusive ajuste patrimonial.¹⁹

Caso se reconheça o fato de que a política monetária pré-reforma praticada pelo governo era caracteristicamente uma política monetária passiva, que validava os aumentos no nível de preços³⁸ (Carneiro, 1995), então não é difícil observar que uma elevação deste último resultaria imediatamente em aumento similar no estoque de moeda demandado em seu conceito amplo (M4)³⁹, pois esta incluía vários ativos considerados substitutos da moeda doméstica por estarem indexados ao crescimento dos preços.

³⁸ Pressupõe-se aqui que a inflação tem um caráter eminentemente inercial, não havendo uma relação maior entre a expansão da base monetária e a geração do processo inflacionário. Isto, porém, não significa dizer que aumentos na base monetária superiores ao crescimento do produto da economia não possam provocar a aceleração da taxa de inflação.

³⁹ O conceito amplo de moeda (M4) pode ser definido da seguinte forma, de acordo com Carneiro (1995).

¹⁹ De acordo com o Banco Central, o ajuste patrimonial para 1996 - tendo como base dezembro de 1995 - computa a emissão de títulos relativa ao aporte de capital do Banco do Brasil, a redução das aplicações do fundo de reserva monetária, a securitização das dívidas, a utilização de moedas de privatização no Programa de Desestatização, a renegociação de dívidas de Itaipu e Eletronorte junto ao sistema financeiro, a receita de privatização da Cerj e a diferença nos fluxos e saldos da dívida externa devido ao emprego de metodologias distintas em relação à taxa de câmbio utilizada quando da conversão destes em moeda nacional. O ajuste patrimonial foi aqui desconsiderado de forma a permitir uma comparação mais apropriada do estoque de dívida de 1996 com os anos anteriores. Para 1996, este ajuste totalizou cerca de R\$ 14.779 milhões, ou 1,9 % do PIB, a ser subtraído da dívida líquida total do setor público.

M4 = títulos privados + M3
M3 = depósitos de poupança + M2
M2 = total dos títulos federais, estaduais e municipais em poder do público + M1
M1 = papel-moeda em poder público + depósitos à vista nos bancos comerciais

A partir da definição do conceito amplo de moeda, é possível visualizar o modo de financiamento do déficit governamental pré-reforma monetária. Ou seja, dadas as elevadas taxas de inflação interna e o avançado processo de substituição da moeda doméstica pela (quase) moeda representada pelos ativos financeiros indexados à inflação, o financiamento do déficit público ocorria por meio da expansão da oferta monetária em seu conceito mais amplo. A parcela desta expansão referente à base monetária em seu conceito restrito (passivo monetário do Banco Central) não assumia um papel muito representativo neste processo.

Dessa forma, a partir das necessidades de financiamento do governo no conceito nominal, o aumento de sua dívida resultaria em impactos consideráveis sobre a oferta de moeda ampliada. Consequentemente, o combate à inflação dependeria diretamente, em um primeiro momento, do equilíbrio do setor público no conceito operacional. Isto implicaria, em seguida, com a queda da inflação a níveis civilizados, um déficit aproximadamente nulo no conceito nominal.

Até o Plano Real, o comportamento do déficit governamental e suas formas de financiamento encontravam-se diluídas na imprecisão, em termos reais, dessas variáveis provocada pelas elevadas taxas de inflação. Consequentemente, não se podia ter uma idéia precisa da dimensão do desequilíbrio do setor público brasileiro e do tamanho do ajuste necessário à correção dessa inconsistência.

O comportamento da dívida do setor público, considerado no âmbito de suas três esferas (federal, estadual e municipal), pode ser avaliado nas Tabelas de 1 a 3. Deve-se lembrar que o crescimento da dívida pública (federal, estadual e municipal) e do volume de títulos emitidos até junho de 1994 - mostrados abaixo - incorporam um forte componente de expansão devido às elevadas taxas de inflação observadas.

Uma boa medida da imprecisão provocada pela existência de elevadas taxas de inflação na economia pode ser percebida a partir da considerável diferença entre os conceitos de déficit público nominal e operacional entre 1991 e 1994. Isto pode-se verificar na Tabela 4 e no Gráfico 1, a seguir. A Tabela 4 apresenta, a partir de 1991, os resultados orçamentários do governo (federal,

TABELA 2

Dívida Líquida do Setor Público - 1991-96 - Final de Período - em % do PIB

	Governo Federal e Banco Central	Governos Estaduais e Municipais	Empresas Estatais	Total da Dívida Interna do Setor Público	Dívida Externa	Dívida Líquida Total do Setor Público
1991	-2,3	6,4	10,5	14,6	25,3	39,9
1992	0,8	8,4	9,7	18,9	19,2	38,2
1993	1,8	8,3	8,4	18,5	14,4	32,8
1994	6,2	9,2	4,9	20,3	8,3	28,5
1995	9,6	10,1	4,8	24,5	5,5	29,9
1996 (*)	14,8	11,6	4,1	30,4	4,0	34,5

Fonte: BACEN

(*) Exclusive ajuste patrimonial.

TABELA 3

Títulos Públicos Emitidos-Dez/1991-Dez/1996-Saldos de

Final de Período-milhões de R\$ (*)

	Títulos Públicos Federais Emitidos - Responsabilidade do Tesouro Nacional	Títulos Públicos Federais na Carteira do Banco Central do Brasil	Títulos Públicos Federais fora da Carteira do Banco Central do Brasil	Títulos Emitidos da Dívida Pública Estadual e Municipal (**)	Inter-
1991 Dez.	33	29	4		4
1992 Dez.	441	373	164		61
1993 Dez.	11.632	7.722	4.988		1.991
1994 Jun.	71.118	32.082	61.765		19.001
Dez.	59.302	23.973	61.782		24.916
1995 Jun.	75.180	26.441	69.503		31.269
Dez.	84.596	25.456	108.486		39.512
1996 Jun.	100.869	23.841	154.278		45.376
Dez.	114.812	21.699	176.248		51.720

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil- 1992, 1994, 1996 E 1997.

(*) Valores anteriores a julho de 1994 convertidos pela URV de 30.06.94.

(**) Os títulos emitidos da dívida municipal referem-se aos municípios do Rio de Janeiro e São Pau-

TABELA 4

Necessidades de Financiamento do Setor Público - 1991 - 96 - Fluxos a Preços Correntes

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
	Jan- Dez	Jan- Dez	Jan- Dez	Jan- Dez	Jan- Dez	Jan- Dez
Total Nominal						
R\$ milhões (*)	16	293	9.127	94.175	47.010	45.749
% do PIB	28,3	47,3	65	26,5	7,1	6,1
Governo Federal e BACEN						
R\$ milhões	4	105	3.365	35.460	15.430	19.855
% do PIB	6,9	16,9	24	10	2,3	2,6
Governos Estaduais e Municipais						
R\$ milhões	6	108	3.824	42.169	23.083	21.096
% do PIB	10,3	17,5	27,2	11,9	3,5	2,8
Empresas Estatais						
R\$ milhões	6	80	1.938	16.545	8.498	4.797
% do PIB	11	13	13,8	4,7	1,3	0,6
Total Operacional						
R\$ milhões (*)	0	11	102	-3.997	32.263	29.229
% do PIB	0,2	1,8	0,7	-1,1	4,9	3,9
Governo Federal e BACEN						
R\$ milhões	0	4	85	-5.498	11.309	12.564
% do PIB	0,1	0,6	0,6	-1,5	1,7	1,7
Governos Estaduais e Municipais						
R\$ milhões	0	4	12	2.810	15.334	14.128
% do PIB	-0,7	0,7	0,1	0,8	2,3	1,9
Empresas Estatais						
R\$ milhões	0	3	5	-1.309	5.620	2.536
% do PIB	0,8	0,5	0	-0,4	0,9	0,3
Total Primário						
R\$ milhões (*)	-2	-10	-318	-18.207	-1.737	751
% do PIB	-2,9	-1,6	-2,3	-5,1	-0,3	0,1
Governo Federal e BACEN						
R\$ milhões	-1	-7	-124	-11.359	-3.297	-2.997
% do PIB	-1	-1,1	-0,9	-3,2	-0,5	-0,4
Governos Estaduais e Municipais						
R\$ milhões	-1	0	-87	-2.676	1.170	4.259
% do PIB	-1,5	-0,1	-0,6	-0,8	0,2	0,6
Empresas Estatais						
R\$ milhões	0	-3	-106	-4.172	390	-511
% do PIB	-0,3	-0,4	-0,8	-1,2	0,1	-0,1

Fonte: BACEN

(*) Valores anteriores a julho de 1994 convertidos pela URV de 30.06.94.

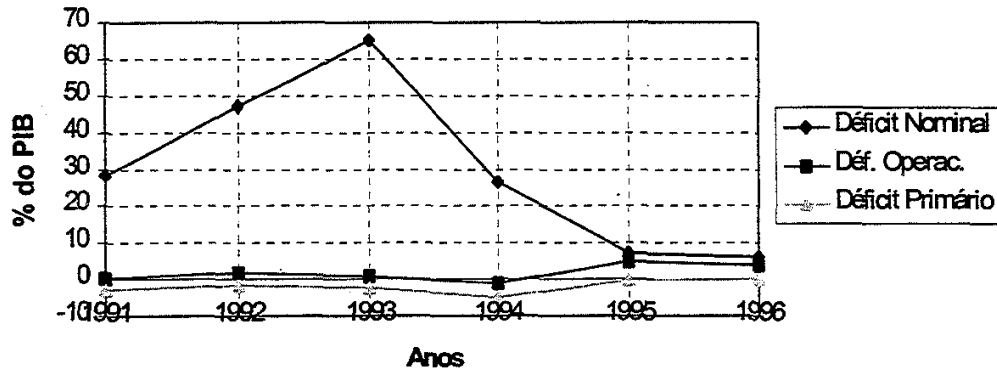
estadual e municipal) nos conceitos nominal, operacional e primário.

Conforme se mostrou na seção 3 deste trabalho, a queda da taxa de inflação para valores

próximos a zero provocaria a convergência entre os conceitos nominal e operacional do déficit do setor público. A evidência empírica confirma essa afirmação.

GRÁFICO 1

**Necessidades Totais de Financiamento do Setor Público -
1991 - 1996 - em % do PIB**



A diferença entre o déficit primário e os déficits nominal e operacional mostradas no gráfico acima, representa as despesas do governo, como proporção do PIB, com o pagamento de juros nominais e juros reais sobre sua dívida, respectivamente.

O conceito de déficit público real não foi incluído em razão da indisponibilidade de estimativas recentes (até dezembro de 1996, inclusive) sobre o montante de imposto inflacionário arrecadado mensalmente pelo governo. Subtraindo-se o imposto inflacionário do déficit no conceito operacional, poder-se-ia obter uma 'proxy' do déficit real.²⁰

Entretanto, em uma situação de baixa inflação como a do Plano Real, espera-se que o imposto inflacionário seja pequeno, daí a possibilidade de se deduzir que o déficit público real deveria (ou deverá) estar bem próximo dos déficits nominal e operacional.

Sobre a razão déficit público/PIB (D_g/Y), Bruno (1989) argumenta que se esta for maior que a riqueza líquida da economia multiplicada pela taxa de crescimento do produto interno

mais a taxa de variação nesta riqueza mais as variações na dívida externa líquida do governo, menos a razão déficit em transações correntes/PIB (d_c) (i.e., aproximadamente, $(B+F)y + d((B+F)/Y)/dt + (d(EK)/dt)/PY - d_c$), supondo que a razão B/PY não se altere ao longo do tempo²¹, a taxa de inflação de longo prazo para esta economia será positiva. Ocorrendo o contrário, haverá deflação.

Nas condições acima descritas, o aumento do déficit do setor público como proporção do PIB, ao longo do tempo, de forma que $(D_g/Y) > (B+F)y - d((B+F)/Y)dt + (d(EK)/dt) - d_p$ será inconsistente com uma taxa de inflação reduzida.

Mussi & Giambiagi (1995) afirmam que, de 1990 a 1994, as tentativas de equilíbrio orçamentário via cortes nas despesas e aumento da receita arrecadada pelo governo federal, representaram um esforço de contenção importante das necessidades de financiamento do setor público, principalmente em razão do crescimento de cerca de 3,1 % do PIB desta última, entre 1989 e 1994. Afirmam ainda que:

“A combinação de elementos permanentes de ajustamento com a ação de fatores conjunturais gerou como resultado valores para as NFSPs (necessidades de financiamento do setor públi-

²⁰ Simonsen & Cysne (1989) chamam a atenção para o fato de o Banco Central não utilizar uma metodologia exatamente igual à descrita na seção 3. Dessa forma, se as estimativas do imposto inflacionário arrecadado pelo governo estivessem disponíveis, seria possível calcular apenas uma 'proxy' do déficit público real, e não o seu valor exato.

²¹ Isto significa dizer que a base monetária só crescerá de acordo com variações no nível de preços e/ou com o crescimento do produto da economia e que, fora de tais condições, o déficit do governo será financiado exclusivamente via emissão de títulos (ou dívida).

co) e para as NFGCs (necessidades de financiamento do governo central) inferiores a emissão monetária verificada, acarretando, com o passar do tempo, uma redução significativa da dívida pública como proporção do PIB.”²²

Giambiagi (1996), observando a queda na razão dívida pública total líquida/PIB, entre 1985 e 1994, chama a atenção para o fato de que no ano de 1995 houve uma reversão desta tendência como resultado da mudança da situação fiscal naquele ano.²³

Note-se que o mesmo ocorreu em 1996, tendo a razão dívida pública/PIB aumentado ainda mais em comparação ao ano anterior (Tabela 2).

Em termos dos conceitos operacional e primário das NFSP, isto pode ser observado na Tabela 4. Entre dezembro de 1994 e dezembro de 1996, a posição fiscal do governo como um todo passou de superávits de 1,1 % e 5,1 % do PIB, operacional e primário, respectivamente, ao final de 1994, para déficits operacionais de 4,9 % e 3,9 % do PIB em 1995 e 1996, e um pequeno superávit primário 0,3 % do PIB em fins de 1995 tendo ocorrido um déficit de 0,1 % do PIB ao final de 1996 - indicando uma piora nas contas públicas neste período. Note-se que em termos do total das NFSPs nominais, exatamente o inverso se verificou: déficit de 26,5 % do PIB em dezembro de 1994 e déficit de 7,1 % do PIB ao final do ano seguinte e 6,1 % do PIB em 1996. Isto pode ser atribuído à rápida redução da inflação entre estes dois anos, diminuindo evidentemente tanto a parcela de correção inflacionária sobre a dívida líquida total (interna e externa) do setor público, como as despesas com juros nominais sobre esta última, o que explicaria essa aparente contradição.

Deve-se chamar atenção, no entanto, para a trajetória crescente do déficit operacional e

primário dos estados e municípios entre 1993 e 1996, mostrada na Tabela 4. A situação das necessidades de financiamento (operacional e primária) das empresas estatais, no mesmo período, é semelhante à das esferas estadual e municipal do governo, embora menos expressiva.

Embora Carneiro (1995) faça uma análise basicamente centrada nos impactos no âmbito monetário da deterioração das finanças estaduais, principalmente em razão dos problemas de liquidez ou insolvência dos bancos estaduais, não é difícil imaginar as consequências deste fato sobre o orçamento dos estados, e, extensivamente, sobre as contas do setor público consolidado. Ou seja, existe a premente necessidade de se entender-se o ajuste fiscal além do governo federal, de forma que este também alcance as esferas estadual e municipal.

Um ponto importante referente ao ajuste orçamentário diz respeito à qualidade deste ajuste, tanto no sentido da dimensão do desequilíbrio das contas do setor público consolidado, como no que se refere às fontes de financiamento deste desequilíbrio. Em outras palavras, além da necessidade de expansão das receitas líquidas do setor público e da contenção das despesas, há de se pensar numa melhor forma de se financiar o estado brasileiro. Este último ponto pode ser melhor avaliado caso se observe o perfil do financiamento do governo federal, mostrado nas tabelas abaixo:

TABELA 5
Participação Percentual por Indexador - Títulos Públicos Federais Fora do BACEN Dez/1991 - Dez/1996

	Câmbio	TR	IGP-M	Over/Selic	Prefixado	TJLP (*)	Total
1991 Dez	11,5	-	5,3	67,2	16,1	-	100
1992 Dez	3	9,6	23,6	9	54,8	-	100
1993 Dez	17,3	10,5	42,1	3,8	26,4	-	100
1994 Jun	9,2	12,4	28	50,3	0	-	100
Dez	8,3	23	12,5	16	40,2	-	100
1995 Jun	9,3	27,8	11,6	24,4	27	-	100
Dez	5,3	9	5,3	37,8	42,7	-	100
1996 Jun	8	10	2,4	18,9	59,9	0,9	100
Dez	9,4	7,9	1,8	18,6	61	1,4	100

Fonte: BACEN

(*) Disponível apenas a partir de janeiro de 1996.

²² As NFSP e NSGC aqui mencionadas, referem-se ao conceito operacional de déficit do governo.

²³ A importância da queda na razão dívida pública/PIB está na redução das despesas com juros, como proporção do PIB, referentes a esta dívida e seu impacto positivo sobre as NFSPs.

TABELA 6
Taxas de Juros e Referência da Remuneração dos Títulos Públicos
Federais
Dez/1991 - Dez/1996 - em %

	Câmbio (*)	TR	IGP-M	Over/Selic	Prefixados (**)	TJLP
1991 Dez	27,2	28,4	23,6	31,2	22,1	-
1992 Dez	24,5	23,9	25,1	25,9	23,7	-
1993 Dez	38,2	36,8	38,3	40,4	36,2	-
1994 Jun	46,6	47,2	45,2	50,6	46,6	-
Dez	0,1	2,9	0,8	3,8	0,6	1,9
1995 Jun	1,8	2,9	2,5	4,0	2,6	1,8
Dez	0,6	1,3	0,7	2,8	0,3	1,4
1996 Jun	0,6	0,6	1,0	2,0	1,2	1,2
Dez	0,6	0,9	0,7	1,8	0,9	0,9

Fonte: Banco Central do Brasil e Conjuntura Econômica/FGV.

(*) Refere-se à variação da taxa de venda do dólar comercial no mês.

(**) Utilizou-se o IGP-DI como 'proxy'.

As Tabelas 5 e 6 sugerem que, na hipótese de o governo federal desejar reduzir o custo de financiamento de sua dívida, deve, pelo menos, evitar a emissão de novos títulos remunerados à taxa Over/Selic e procurar atrelar esses novos papéis a taxas de remuneração menores (TR, IGP-M e variação cambial), ou ainda tentar a emissão de papéis com taxas de remuneração prefixadas, o que parece que vem sendo feito nos últimos meses (Tabela 5).

A indexação de um volume maior de títulos à TJLP (taxa de juros de longo prazo) requeriria a preexistência de um ajuste do quadro fiscal do governo central, uma vez que, dada a natureza de longo prazo dessa taxa, isto implicaria um alongamento do perfil da dívida pública federal, o que provavelmente só ocorreria em um ambiente de crescimento da confiança dos agentes econômicos na reversão da situação orçamentária do governo federal.

Por último, embora a expansão monetária seja a forma mais barata de se financiar o governo, deve-se lembrar de que se o governo e a sociedade desejam manter a situação de relativa estabilidade dos preços, possibilitada pelo sucesso do Plano Real, requer-se a prática de uma rígida disciplina monetária. Isto limitaria bastante os ganhos do governo em função da senhoria, sob pena de se retornar ao ambiente

megainflacionário existente no Brasil antes da reforma monetária de julho de 1994.

5. OBSERVAÇÕES FINAIS

.....

A necessidade de um ajuste no orçamento do setor público consolidado parece algo inquestionável, principalmente no atual ambiente de inflação baixa e sob controle. Muito embora não se possa exigir que o governo - em função de sua própria natureza e de seu papel na sociedade moderna - tenha como um de seus objetivos principais a obtenção de sucessivos superávits em suas contas, há de se

questionar até que ponto este é bem-vindo em suas intervenções na sociedade. Isto é, qual o limite para o estado financiar seus desequilíbrios orçamentários sem provocar 'danos' à sociedade?

Neste sentido, o estado brasileiro parece estar em um momento em que se necessita redefinir sua forma de financiamento, sua estrutura de receitas e despesas e, provavelmente, suas funções no âmbito da sociedade. Uma saída que contemplasse um pouco de cada uma destas necessidades seria o acionamento de mecanismos de privatização.

Um outro ponto importante que se deve ressaltar refere-se ao papel de cada uma das esferas do governo (federal, estadual e municipal). Com a redistribuição dos recursos orçamentários, antes detidos pelo governo federal, feita pela Constituição de 1988 em favor dos estados e municípios, o governo central passou a ter uma crescente deterioração de seu quadro fiscal, uma vez que o repasse de recursos às esferas estadual e municipal ocorreu sem a devida contrapartida em termos das responsabilidades correspondentes.

Há também a necessidade de se redefinirem as funções da União Federal *vis-à-vis* os estados

e municípios, especialmente naquelas áreas de maior interesse social, tais como a educação e a saúde, uma vez que as esferas governamentais menores, em razão de sua maior proximidade da sociedade, parecem ter maior capacidade de atender melhor a demanda pelos referidos serviços.

O contexto de estabilidade de preços precisa de progressos em termos de ajuste das contas públicas. A consolidação das expectativas de redução efetiva da inflação baseia-se, principalmente, na diminuição das necessidades de financiamento inflacionário do governo. Reclama-se também a extensão do processo de redefinição do orçamento público ao âmbito estadual e municipal, pois deve-se recordar que o combate à inflação depende não apenas de ações do governo central mas também da colaboração das esferas menores de governo neste sentido.

Embora o redesenho da federação brasileira esteja em curso desde a última década e as unidades menores - estados e municípios - já tenham demonstrado ampla autonomia fiscal e política, está faltando apenas a 'descentralização' do esforço de ajuste das contas do setor público.

Consequentemente, na situação atual, a questão fiscal se concentraria em dois pontos: i) a execução de um programa de redução das despesas do setor público, especialmente as despesas não-produtivas - no sentido de sua atividade principal; ii) a escolha de uma forma de financiamento das despesas públicas que não comprometa a estabilidade econômica até aqui alcançada. Tudo isso deveria ser aplicado às reformas administrativa, previdenciária e patrimonial. Por último, a reforma tributária não pode ser ignorada como o próximo passo de uma reforma fiscal adequada para o país na direção de uma melhor divisão de responsabilidades entre a sociedade brasileira e o governo.

APÊNDICES ²⁴

A partir da restrição orçamentária do governo, apresentada na seção 2 deste trabalho:

$$D_g = I_g + G - GNR = \Delta B + \Delta F + \Delta EK$$

²⁴ O raciocínio aqui desenvolvido é análogo ao apresentado em Chumvichitra, P. & Cândido Jr., J. O. (1995).

Dividindo-se esta expressão pelo nível de preços (P):

$$\frac{D_g}{P} = \frac{I_g}{P} + \frac{G}{P} - \frac{GNR}{P} = \frac{\Delta B}{P} + \frac{\Delta F}{P} + \frac{\Delta EK}{P}$$

Ou em termos infinitesimais

$$d_g = i_g + g - gnr = \frac{dB/dt}{P} + \frac{dF/dt}{P} + \frac{d(EK)/dt}{P}$$

$$\text{onde: } d_g = \frac{D_g}{P}; i_g = \frac{I_g}{P}; g = \frac{G}{P} \text{ e } gnr = \frac{GNR}{P}$$

Da seção 3, sabe-se que uma forma equivalente para a expressão acima é:

$$d_g = i_g + g - gnr = \frac{B}{P} \cdot \Pi + \frac{d(B/P)}{dt} + \frac{F}{P} \cdot \Pi + \frac{d(F/P)}{dt} + \frac{EK}{P} \cdot \Pi + \frac{d(EK/P)}{dt}$$

Fazendo-se

$$gnr = gnr' - i \left(\frac{F}{P} \right) - i^* \left(\frac{EK}{P} \right), \text{ onde } gnr'$$

representa as receitas líquidas do governo excluídas as despesas referentes ao pagamento de juros sobre as dívidas interna e externa líquidas deste último; i é a taxa interna de juros e i^* é a taxa externa de juros (Prime-Rate), chega-se a:

$$d_g = i_g + g - gnr' + (i - \Pi) \frac{F}{P} + (i^* - \Pi) \frac{EK}{P} - \frac{B}{P} \cdot \Pi = \frac{d(B/P)}{dt} + \frac{d(F/P)}{dt} + \frac{d(EK/P)}{dt}$$

onde $\frac{B}{P} \cdot \Pi$ é o imposto inflacionário, d_g é o déficit público real, $i_g + g - gnr'$ é déficit primário e o termo ao centro (excluindo-se o imposto inflacionário) representa o déficit público operacional

Se $\Pi = 0$, então

$$d_g = i_g + g - gnr' + i \frac{F}{P} + i^* \frac{EK}{P} = \frac{d(B/P)}{dt} + \frac{d(F/P)}{dt} + \frac{d(EK/P)}{dt}$$

que permite chegar, em linhas gerais, a conclusões semelhantes às obtidas na seção 2.

ABSTRACT:

.....

Before the Real Plan, there was a big increase in a function of the public sector, acting through a large variety of subsidized credit programs tax incentives tariff preferences etc, as well as its own direct investments, progressively substituted for the market as the principal allocator of investment in the economy. The consequence of this activity weakened the overall budgetary control of the central economic authorities and did not yield the desired result. Therefore, the necessity for the adjustment of the budget in the public sector seems to be unquestionable in the Real Plan.

KEY WORDS:

Public Budget; Financing; Public Deficit

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

- BACHA, E. Plano Real: Uma avaliação preliminar. **R. do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 3, p. 3-26, jun. 1995.
- BLANCHARD, O. J., FISCHER, S. **Lectures on macroeconomics**. London: MIT Press, 1989.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL. Brasília: Departamento Econômico, v. 28, n. 7, jul. 1992.
- _____, _____, v. 28, n. 8, ago. 1992.
- _____, _____, v. 28, n. 9, set. 1992.
- _____, _____, v. 30, n. 3, mar. 1994. Suplemento estatístico.
- _____, _____, v. 32, n. 1, jan. 1996.
- _____, _____, v. 32, n. 4, abr. 1996.
- _____, _____, v. 32, n. 5, maio. 1996.
- _____, _____, v. 32, n. 9, set. 1996. Suplemento estatístico.
- _____, _____, v. 33, n. 3, mar. 1997. Suplemento estatístico.
- BRUNO, M. Econometrics and the design of economic reform. **Econometrica**, v. 57, n. 2, mar. 1989.
- CARNEIRO, D. D. **A Política monetária e a remonetização pós-real**. Rio de Janeiro: PUC/RJ, 1995. (Texto para discussão, 351)
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Conjuntura Estatística, Rio de Janeiro: FGV, v. 47, n. 11; nov. 1993.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Conjuntura Estatística, Rio de Janeiro: FGV, v. 48, n. 9; set. 1994.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Conjuntura Estatística, Rio de Janeiro: FGV, v. 50, n. 5; maio. 1996.
- CONJUNTURA ECONÔMICA. Conjuntura Estatística, Rio de Janeiro: FGV, v. 50, n. 7; jul. 1996.
- CHUMVICHITRA, P., CÂNDIDO JR. **A Causalidade entre moeda e inflação: teoria e evidências**. Fortaleza: CAEN/UFC, 1995. (Texto para discussão, 138)

- FIGUEIRA DE MELLO, M. Privatização e ajuste fiscal no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 24, n. 3, p. 445-518, dez. 1994.
- GIAMBIAGI, F. Evolução e custo da dívida líquida do setor público: 1981/1994. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 26, n. 1, p. 67-92, abr. 1996.
- GIAMBIAGI, F., PINHEIRO, A. C. **Lucratividade, dividendos e investimentos das empresas estatais: uma contribuição para o debate sobre a privatização no Brasil**. Rio de Janeiro: DEPEC/BNDES, 1996. (Texto para discussão, 34).
- LEES, F. A.; BOTTS, J. M., CYSNE, R. P. **Banking and financial deepening in Brazil**. London: MacMillan, 1990.
- LOPES, C. M., MARINHO, E. **A Necessidade de reforma fiscal para a consolidação do Plano Real**. Fortaleza: CAEN/UFC, 1996. (Texto para discussão, 140).
- MUSSI, C., GIAMBIAGI, F. Déficit e dívida do setor público: notas e conjecturas. **R. do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 89-101, dez. 1995.
- RANDS BARROS, A. - **O Mito do equilíbrio das contas do governo como solução para a inflação**. Recife: PIMES/UFPe, 1994. (Texto para discussão, 323).
- REIS VELLOSO, J. P. (org.) **Inflação, moeda e desindexação**, 2. ed. São Paulo: Nobel, 1994.
- RODRIGUES AFONSO, J. R. Descentralizar e depois estabilizar: a complexa experiência brasileira. **R. do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 3, n. 5, p. 31-61, jun. 1996.
- SIMONSEN, M. H., CYSNE, R. P. - **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: Ao Livro Técnico, 1989.

Recebido para publicação em 27.06.97