

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA

**DÉFICIT E ENDIVIDAMENTO ESTADUAL**

(1990-1995)

*Luiza*  
Anna Ozorio de Almeida

Dissertação de Mestrado apresentada ao  
Instituto de Economia da Universidade  
Estadual de Campinas, sob orientação da  
Prof.a Dr.a Monica Baer. *OK*

Campinas, Setembro de 1997

UNICAMP  
BIBLIOTECA CENTRAL

*Este exemplar corresponde  
ao original da dissertação  
defendida por Anna Ozorio de  
Almeida em 05/09/97 e  
pela Prof.a Dr.a Monica Baer.  
CPG/IE, 05/09/97  
Mônica Baer*

02/10/97

UNIDADE	BC
N.º CHAMADA	Mônica Baer
V.	AL64d
TEMPO BC/	32053
PROG.	281/97
C	<input type="checkbox"/>
D	<input checked="" type="checkbox"/>
PREÇO	R\$ 11,00
DATA	15/11/97
N.º CPU	

CM-00102373-8

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO  
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

AL64d Almeida, Anna Ozorio de  
Déficit e endividamento estadual (1990-1995) / Anna Ozorio de Almeida. - Campinas, SP : [s.n.], 1977.

Orientador : Mônica Baer  
Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas.  
Instituto de Economia.

1. Dívida pública. 2. Finanças Públicas. 3. Federalismo - Brasil. I. Baer, Mônica. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Para meu avô Miguel  
Em memória de Anna Luiza

## AGRADECIMENTOS

A realização desta dissertação deve muito à convivência com pessoas com quem compartilhei (inevitáveis) discussões em torno do tema ou, simplesmente, bons momentos.

Devo um agradecimento especial à Monica Baer, cujo apoio em todos os momentos foi de valor inestimável. Sua orientação e constante incentivo transformaram o processo de escrever a dissertação em uma ocupação estimulante e prazerosa.

A realização deste trabalho resultou, em grande medida, dos dois anos no IPEA em Brasília, onde não apenas contei com um maior acesso aos dados necessários como tive o privilégio de conviver com pessoas imersas diretamente na discussão em torno da crise estadual. Com o Tomás aprendi muito sobre finanças públicas e -com menor êxito- sobre a compatibilidade entre disciplina e bom humor. Devo muito ao seu carinho e à sua paciência. Khalil contribuiu com importantes observações e com qualquer mérito “estético” que a dissertação venha a ter. Caso contrário, assumo total responsabilidade, apesar do que combinamos. Com a Moniquinha compartilhei o trabalho com os dados, o Bloco F na 103 Sul e muitos cafezinhos que, infelizmente, fazem jus à fama do serviço público.

Maria Liz, do Tesouro Nacional, forneceu importantes explicações sobre os dados estaduais, sem as quais o trabalho desenvolvido talvez não fosse possível. Eduardo Guardia atenciosamente leu e comentou o segundo capítulo.

Com a Marcela, cuja amizade de tempos de graduação foi enriquecida pelo “acréscimo” do Bernardo, compartilhei sonhos e angústias. Seja o que o futuro nos reservar, sei que ainda vamos dar boas risadas juntas. Certeza.

Ao Pedrix, meu companheiro de todas as horas, só posso agradecer por seu exemplo de coragem, paciência e radicalismo, pois sei que nunca poderei retribuir à altura tudo o que ele tem sido para mim.

A vida (civilizada) em Brasília teria sido impossível sem a amizade do Binho e do Fernando. Mas os amigos antigos continuaram. Lili e Célio estiveram tão presentes que a mudança para Brasília quase não fez diferença, com exceção das noites de segunda-feira. Seria impossível exprimir minha gratidão por uma amizade tão dedicada. À Cláudia devo a cumplicidade das amigas que dividem bons e maus momentos. Apesar da distância, estiveram sempre próximos Verrô, Carol, Bura, Rafael, Bráulio e Fidu. O Thiago, não tão distante (4 andares!), quase sempre conseguiu me convencer de que “estava tudo bem”, mesmo nas horas mais difíceis.

À minha família devo o carinho de todos os dias. Faço um agradecimento especial ao meu pai, a quem sei que posso recorrer sempre que o preço da liberdade se torna alto demais.

**“A vida só se organiza se desmentindo, o que é bom para uns é muitas vezes a morte para outros, sendo que só os tolos, entre os que foram atirados com displicência ao fundo, tomam de empréstimo aos que estão por cima a régua que estes usam para medir o mundo”.**

**(Raduan Nassar, *Lavoura Arcaica*).**

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>3</b>
<b><u>CAPÍTULO 1- A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA ESTADUAL</u></b>	<b>5</b>
1.1. INTRODUÇÃO	
1.2. MARCO INSTITUCIONAL	5
1.2.1. Antecedentes	6
1.2.2. Regulamentação no Período Recente (1988-1995)	10
1.3. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ESTADUAL NOS ANOS 90	16
1.3.1. A Dívida Mobiliária	23
1.3.2. A Dívida Contratual Fundada	31
1.3.3. A Dívida ARO e a Deterioração do Resultado Primário	39
1.4. CONCLUSÕES	44
1.5. NOTA METODOLÓGICA	46
ANEXOS	49
<b><u>CAPÍTULO 2- A FORMAÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO</u></b>	<b>50</b>
2.1. INTRODUÇÃO	50
2.2. A APURAÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DOS ESTADOS	51
2.2.1. O Cálculo Abaixo da Linha	55
2.2.2. O Cálculo Acima da Linha	61
2.3. O FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PRIMÁRIO	68
2.4. DÉFICIT, AJUSTE E REFORMA	76
2.5. CONCLUSÕES	78
ANEXOS	81

<b>CAPÍTULO 3- O PROCESSO DE RENEGOCIAÇÃO E AJUSTE FISCAL</b>	<b>85</b>
3.1. INTRODUÇÃO	85
3.2. CONSOLIDAÇÃO DO DIAGNÓSTICO SOBRE A CRISE ESTADUAL	85
3.3. AS CONDIÇÕES DA RENEGOCIAÇÃO	89
3.4. ALCANCE E LIMITES DA RENEGOCIAÇÃO	93
<b>CONCLUSÕES</b>	<b>100</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>103</b>

## INTRODUÇÃO

O desequilíbrio fiscal e financeiro do setor público tem ocupado papel de destaque no cenário econômico nacional desde o início dos anos 80, quando a crise de endividamento externo e as estratégias de ajuste adotadas mergulharam a economia brasileira num desajuste macroeconômico sem precedentes. Ao longo dos anos 90, o debate em torno da crise das finanças públicas passou a conferir crescente importância a uma particular esfera do setor público: os governos estaduais.

Desde o início da década, a trajetória das finanças estaduais foi marcada pelo crescimento acelerado da dívida estadual, que elevou sensivelmente sua participação na Dívida Líquida do Setor Público. Com a implementação do Plano Real, evidenciou-se um grave desajuste fiscal na esfera estadual, refletido nos indicadores de Necessidades de Financiamento do Setor Público.

Diante deste quadro, o debate em torno da crise das finanças estaduais tendeu a se polarizar em torno de duas posições. A primeira, encabeçada pelos governadores estaduais e seus representantes no Congresso Nacional, atribuía importante peso à gestão da política monetária restritiva, característica do período de implementação do Real, e seu impacto sobre o estoque da dívida pública estadual. Este diagnóstico, no entanto, não constituía explicação para o aspecto fiscal da crise, refletida na deterioração do resultado primário dos governos estaduais.

A segunda tese aventada em torno da crise, e que encontrava muitos defensores no âmbito do governo federal, era de que a crise estadual era essencialmente fiscal e decorria da gestão irresponsável de recursos por esferas de governo sem comprometimento com a função estabilizadora do gasto público. Esta visão, que se insere no debate mais amplo em torno do federalismo fiscal e da distribuição de receitas e despesas entre as diferentes esferas do governo, deixava em aberto duas questões: 1) o motivo pelo qual o desajuste fiscal se explicitara apenas com a estabilização e 2) o papel do comportamento do estoque da dívida no desequilíbrio das administrações estaduais.

A importância de um diagnóstico mais preciso da natureza dos desequilíbrios dos estados cresceu à medida que ficou claro que o equacionamento da crise envolveria uma saída negociada entre o governo federal e os estados, na forma de um alongamento do perfil da dívida e de um severo ajuste fiscal e patrimonial no âmbito estadual. As negociações em torno do ajuste estadual trouxeram à tona a fragilidade dos dados sobre as contas dos governos estaduais, o que dificultava a precisão dos focos de desequilíbrio, assim como a orientação de políticas de ajuste, na esfera estadual.

O objetivo desta dissertação é aprofundar a discussão em torno da evolução e determinantes do comportamento do déficit e endividamento estadual na primeira metade dos anos 90, na tentativa de precisar o diagnóstico em torno da natureza fiscal/financeira da crise. A partir deste diagnóstico, é possível aventar uma primeira avaliação quanto à adequação das medidas de ajuste propostas no sentido de um equacionamento sustentável da crise estadual.

O trabalho se desdobra em três capítulos. O primeiro capítulo centra-se na discussão da evolução da dívida estadual e procura evidenciar, a partir da análise das condições de rolagem da dívida, a importância do impacto da política monetária no crescimento da dívida. O segundo capítulo analisa o comportamento do resultado primário dos estados e os motivos de sua deterioração a partir da implementação do Plano Real. O terceiro capítulo procura consolidar um diagnóstico em torno dos principais determinantes da crise estadual e tecer algumas considerações em torno do alcance das medidas propostas no âmbito da recente renegociação da dívida entre estados e União.

## CAPÍTULO 1- A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA ESTADUAL

### 1.1. INTRODUÇÃO

O crescimento acelerado da dívida estadual e o aumento de sua participação na dívida do setor público têm sido uma das manifestações mais evidentes da crise das finanças estaduais nos anos 90.

O objetivo deste capítulo é discutir o efeito da elevação da taxa de juros real sobre o custo de rolagem do estoque de dívida estadual, como forma de avaliar o componente do déficit operacional e do crescimento da dívida determinado por despesas de natureza financeira. Vale dizer, a avaliação do efeito da elevação da taxa de juros sobre o custo de rolagem e a taxa de crescimento da dívida permite antecipar o alcance de medidas de alongamento do perfil da dívida, *vis a vis* ajuste de contas primárias, no equacionamento da crise estadual.

A relação entre o comportamento da taxa de juros real e a taxa de crescimento da dívida pública é mediada pelas condições de rolagem desta dívida, isto é, prazos, juros e capacidade de rolar serviços da dívida. A discussão do componente financeiro do endividamento não prescinde, portanto, da análise das condições em que os estados acumularam seu estoque de dívida.

O item seguinte descreve sucintamente o marco institucional regulatório do endividamento estadual desde os anos 70. O item 3 centra-se nos determinantes da evolução da dívida contratual e mobiliária estadual nos anos 90. O item 4 apresenta as conclusões.

### 1.2. MARCO INSTITUCIONAL

A natureza da crise da dívida pública estadual nos anos 90 foi fortemente determinada pela forma como se acumulou este estoque de obrigações do setor público estadual, isto é, as condições sob as quais a esfera estadual pôde contratar operações de crédito e rolar seu estoque de dívida.

Este item discute a institucionalidade que norteou a configuração do estoque da dívida estadual. A caracterização do processo de endividamento é necessária à compreensão da relação entre a evolução da taxa de juros e a taxa de crescimento do estoque da dívida na primeira metade dos anos 90.

A análise da formação da dívida estadual está dividida em dois subperíodos. No primeiro, que cobre o período entre as reformas institucionais de meados dos anos 60 até a promulgação da Constituição de 1988, o processo de endividamento dos governos estaduais, apesar de suas especificidades, pode ser entendido como desdobramento do movimento mais amplo de endividamento e crise do setor público. Já no período posterior a 1988, os estados foram contemplados tanto pela ampliação de suas receitas fiscais como por uma série de renegociações que permitiram o alongamento do perfil de suas dívidas.

Neste segundo momento começou a se delinear uma problemática *estadual* propriamente dita. A dívida estadual começou a crescer a taxas significativamente superiores às dos demais segmentos do setor público. Este processo não apenas conferia crescente peso macroeconômico à dívida estadual como refletia o estrangulamento financeiro dos governos subnacionais, que a Constituição de 1988 procurara aliviar.

### **1.2.1. Antecedentes**

A dívida pública é classificada por prazos de amortização, base de empréstimo, origem dos recursos e tipo de responsabilidade do órgão público. A dívida se classifica em dívida de curto prazo ou flutuante, conforme seu prazo de amortização seja inferior a 12 meses, ou em dívida de longo prazo ou fundada, com prazo superior a 12 meses. Em termos da base de empréstimo, tem-se dívida contratual e mobiliária, caracterizada pela contratação de empréstimos ou emissão de títulos, respectivamente. A origem dos recursos pode ser interna ou externa ao país, e a dívida pode ser garantida ou direta, conforme o tomador partilhe a responsabilidade do empréstimo com um avalista (Silva: 1976).

Até meados da década de 60, a captação sistemática e voluntária de recursos pelo setor público nacional era inviabilizada pela existência de tetos legais para as taxas de

juros nominais (Lei da Usura) em um cenário econômico marcado por taxas elevadas e ascendentes de inflação.

A década de 70 foi marcada pelo sensível crescimento da dívida pública. Este processo pode ser compreendido sob dois aspectos. O primeiro se refere às transformações no mercado financeiro internacional, onde a reciclagem dos superávits dos países exportadores de petróleo e a crescente liberalização dos mercados financeiros nacionais criaram um fluxo de capital financeiro canalizado para países em desenvolvimento. O acesso da economia brasileira a recursos externos, regulamentado pela Resolução 63/67 e pela Lei 4.131/62, dentre outros, gerou condições para que o endividamento se constituísse em importante fonte de financiamento dos agentes econômicos nacionais.

Por outro lado, a capacidade da economia brasileira em canalizar estes recursos externos resultou de uma série de reformas institucionais no início do regime militar. As reformas institucionais, particularmente a instituição da correção monetária dos títulos públicos, permitiram que o endividamento se tornasse não apenas instrumento de política fiscal e monetária como também importante fonte de financiamento para o setor público.

A inserção do setor público estadual neste marco institucional deve ser compreendida a partir da peculiar estrutura de relações intergovernamentais desenhada na década de 60. As reformas institucionais, ao ensejarem acentuada centralização de receitas tributárias na União e a ampliação do controle federal sobre fluxos financeiros intergovernamentais, simultaneamente impuseram aos estados o endividamento como fonte complementar de recursos e criaram as condições para seu acesso ao crédito (Lopreato: 1992).

A Constituição de 1967 atribuiu ao Senado Federal a fixação de limites globais para o endividamento estadual<sup>1</sup>, cabendo ao Banco Central estabelecer as normas para a contratação das operações de crédito, ou seja, influir sobre a contratação de dívidas através da regulamentação do sistema financeiro. A legislação então vigente, contudo, não abrangia a totalidade das operações de crédito (como as operações de

---

<sup>1</sup> Esta atribuição do Senado Federal foi mantida pela Constituição de 1988.

endividamento externo) e previa a ocorrência de exceções, na forma de dívidas “extra-limite”. Estas consistiam basicamente em operações de crédito junto a instituições financeiras federais, destinadas a investimentos considerados prioritários pelos gestores de política econômica. O acesso ao crédito foi facilitado no âmbito de alguns grandes projetos sociais e urbanos nacionais e a legislação efetivamente controlava a utilização destes recursos mas não o montante do endividamento (Rezende e Afonso:1988). Poder-se-ia dizer, portanto, que o endividamento estadual fazia parte da própria lógica das relações intergovernamentais no período, caracterizada pelo esvaziamento do poder decisório das esferas subnacionais de governo.

Entre 1968 e 1975, as diretrizes da regulamentação foram colocadas pela Resolução 58/68 do Senado e sucedâneas (ver Anexo 1.1). Nesta fase, foram proibidas emissões de obrigações de qualquer natureza, exceto de operações de antecipação de receita orçamentária, dívidas extra-limite e operações não abrangidas pela legislação. Em 1975, afrouxaram-se os controles sobre as operações de crédito de estados e municípios, sendo suas diretrizes dadas pela Resolução 62/75 e pela Resolução 93/76. Ao atrelar a capacidade de endividamento à receita líquida de operações de crédito, a regulamentação privilegiava os estados maiores, em detrimento de seu esforço fiscal (Roarelli: 1993).

O início da década de 80 foi marcado pela ruptura dos afluxos de capital externo para o país, após a declaração da moratória mexicana em 1982. Apesar da crescente descentralização fiscal a partir de 1976, a elevação das taxas de juros e súbita redução da captação de recursos externos contribuíram para aguçar as dificuldades financeiras dos estados, num contexto de queda das taxas de crescimento do produto e recrudescimento do processo inflacionário (Lopreato:1992).

Desta forma, coloca-se pela primeira vez a questão de não apenas regulamentar o acesso a novas operações de crédito pelos estados mas também de como administrar a rolagem de um estoque considerável de dívida previamente acumulada, decorrente do papel desempenhado pelo endividamento no financiamento dos governos estaduais no período anterior. Este problema não encontrou equacionamento definitivo nos anos 80 e as soluções *ad hoc* propostas para as sucessivas crises da dívida estadual constituem

importante fator explicativo da natureza (volume e condições de rolagem) deste estoque de dívida nos anos 90.

*Na evolução da dívida estadual nos anos 80, três grandes movimentos se destacam: a internalização da dívida, isto é, a substituição de dívida externa por interna; o crescimento acelerado da dívida interna; e a federalização da dívida estadual, na forma da assunção e do reescalonamento pelo Tesouro Nacional.*

No que diz respeito especificamente à legislação, é interessante verificar as condições sob as quais os estados conseguiram federalizar importante parcela de seu estoque de dívida, o que constitui um dos desdobramentos da crise generalizada das estruturas de financiamento de longo prazo da economia brasileira.

No início dos anos 80, as difíceis condições de rolagem do estoque de dívida externa e a necessidade de substituição do financiamento externo por interno tiveram como desdobramento um processo de federalização da dívida externa, na forma de empréstimos-ponte e da cobertura forçada de empréstimos da esfera estadual pelo Tesouro Nacional, ao amparo dos Avisos MF-30/83, MF-09/84 e sucedâneos (Rezende:1992). Vale dizer, a assunção de dívida externa estadual pelo Tesouro Nacional constitui simultaneamente um movimento de internalização e de federalização da dívida estadual.

É importante notar que a participação da dívida externa no estoque de dívida das administrações estaduais (isto é, excluindo-se as empresas estatais estaduais) era menos significativa que para o restante do setor público. Não obstante, o processo generalizado de substituição de financiamento externo por interno e a crescente dependência das empresas estatais estaduais em relação aos Tesouros Estaduais (Lopreato:1992) elevaram sobremaneira o custo do financiamento interno para as administrações estaduais.

Na segunda metade dos anos 80, a substituição das fontes de financiamento externas por internas já avançara sensivelmente. No entanto, a natureza desequilibrada deste processo, resultante da incapacidade de recompor mecanismos de financiamento de longo prazo, se refletiu no crescimento de dívidas de curto prazo, como as operações de antecipação de receita e os atrasos de pagamentos, e na excessiva concentração das

operações de crédito junto às instituições financeiras estaduais, além da própria federalização da dívida.

Frente à insustentabilidade da situação financeira dos governos estaduais empossados em 1987, o Tesouro Nacional autorizou, com base na Lei 7.614/87, a contratação de operações de crédito interno junto ao Banco do Brasil e a emissão de títulos da dívida mobiliária para atender à rolagem da dívida interna e ao déficit corrente naquele ano. Foi também iniciado um programa de saneamento das instituições financeiras estaduais. A Lei 7.614/87 foi implementada através dos Votos CMN 340/87 e 548/87, que autorizaram a abertura de linhas de crédito com prazos de amortização de 4 anos para as administrações diretas e 15 anos para as instituições financeiras, ambas com carência de 18 meses. Esperava-se que o alongamento do perfil da dívida estadual, conjugado à descentralização de recursos a ser instaurado com a nova Constituição, promovesse o ajuste fiscal e financeiro das esferas subnacionais de governo.

A Constituição promulgada em 1988 procurou dirimir a pressão sobre as finanças públicas subnacionais como resultado da centralização fiscal do período anterior, dos impactos do ajuste recessivo sobre essas esferas de governo e da ruptura das fontes de financiamento de longo prazo. *A descentralização de recursos, contudo, tornou ainda mais evidente a necessidade de uma solução para o estoque da dívida e a insuficiência dos controles institucionais do endividamento estadual*, à medida que a participação da dívida das esferas estaduais na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) cresceu em todos os anos a partir de 1988. A questão da regulamentação do endividamento estadual foi recolocada no contexto de descentralização fiscal, com a maior liberdade na esfera fiscal se contrapondo ao crescente estrangulamento financeiro.

### **1.2.2. Regulamentação no Período Recente (1988-1995)**

A Constituição de 1988 levou ao auge o processo de descentralização da estrutura fiscal que vinha ocorrendo desde 1976. Os estados e municípios foram beneficiados pela nova Constituição de duas maneiras: pela transferência de competências tributárias da União para essas esferas de governo e pelo aumento da participação na arrecadação do Imposto de Renda (IR) e do Imposto sobre Produtos Industrializados

(IPI), através do Fundo de Participação dos Estados (FPE) e do Fundo de Participação dos Municípios (FPM).

O principal imposto estadual foi criado em 1966 como um imposto sobre o valor agregado relativo à circulação de mercadorias (ICM). O ICM veio substituir o antigo Imposto sobre Vendas e Consignações (IVC), que incidia cumulativamente sobre cada operação de venda ou consignação de mercadorias. Em 1988, foram incorporados à base de cálculo do ICM (que passou a se denominar ICMS) os fatos geradores dos impostos únicos sobre lubrificantes e combustíveis líquidos e gasosos (IULCLG), energia elétrica (IUEE) e minerais (IUM), assim como os impostos sobre serviços de comunicações (ISSC) e transporte rodoviário (IST). Estes impostos eram de competência federal, compartilhados com os estados e municípios.

Os estados e municípios também foram beneficiados pela elevação do coeficiente de participação na arrecadação do IR e do IPI, que passou progressivamente de 38% para 44% entre 1988 e 1993. A partir de 1993, os estados e municípios passaram a receber 21,5% e 22,5% da arrecadação desses impostos através do FPE e do FPM respectivamente. Ademais, as regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste recebem 3% da arrecadação desses impostos para a aplicação em financiamentos ao setor produtivo (Fundo Especial- FE) e os estados recebem um adicional de 10% do IPI, proporcionalmente à sua participação no valor das exportações brasileiras de produtos industrializados (FPE-exportação).

Cabe notar que os principais beneficiados pela nova distribuição de receitas foram os municípios e não os estados. A elevação das receitas fiscais estaduais se deveu menos a uma maior participação na carga tributária que ao crescimento da mesma. Já os municípios, que tiveram ainda sua participação na arrecadação do ICMS elevada de 20% para 25%, tiveram um ganho de distribuição de receita tributária aproximadamente equivalente às perdas da União (Tabela 1.1).

TABELA 1.1  
EVOLUÇÃO DA RECEITA DISPONÍVEL POR NÍVEL DE GOVERNO <sup>(\*)</sup>  
(conceito de contas nacionais)

NÍVEL DE GOVERNO	1980	1988	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>(e)</sup>	1995 <sup>(p)</sup>
Carga - % do PIB	24,63	22,43	30,49	26,64	25,91	26,37	28,64	30,70
Central	17,04	13,98	17,96	14,55	14,76	15,25	17,01	17,50
Estadual	5,46	6,04	8,41	7,90	7,29	6,96	7,28	8,20
Local	2,13	2,41	4,12	4,19	3,87	4,16	4,36	5,00
Estrutura - % Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Central	69,20	62,30	58,90	54,60	57,00	57,80	59,40	57,00
Estadual	22,20	26,90	27,60	29,60	28,10	26,40	25,40	26,70
Local	8,60	10,80	13,50	14,70	14,90	15,80	15,20	16,30

Fonte: Afonso (1995). Elaboração Própria.

(\*) Receita disponível = arrecadação própria mais/ menos transferências constitucionais para outros níveis de governo

(e) estimativa preliminar para 1994

(p) projeções para 1995

A Tabela 1.1 mostra que a participação dos governos estaduais na receita disponível não se alterou significativamente a partir de 1988, enquanto a dos municípios aumentou cerca de 50%. Outrossim, a deterioração da relação carga tributária/PIB afetou mais duramente os estados, cuja participação na receita disponível em 1995 apenas recupera os níveis de 1988<sup>2</sup>.

Adicionalmente, a Constituição concedeu ao funcionalismo público uma série de benefícios nominais, cumulativos e periódicos que, no ambiente de estabilidade de preços, implicam a elevação real da despesa com pessoal, tanto ativo como inativo. A situação é agravada pela estabilidade de emprego conferida a servidores da administração direta, autarquias e fundações. A conjugação de benefícios e estabilidade tornaram o gasto com pessoal, geralmente o de maior participação nas despesas dos estados, extremamente rígido a cortes.

A partir de 1988, intensificaram-se as medidas para reduzir o déficit público e controlar o endividamento estadual, notadamente através da Resolução 1.469/88, do Banco Central, e da Resolução 94/89, do Senado Federal. A primeira restringiu os empréstimos das instituições financeiras ao setor público não-financeiro ao valor do saldo existente em dezembro de 1987, corrigido monetariamente pela OTN.

A Resolução 94/89 do Senado instituiu importante mudança nos critérios de capacidade de endividamento dos estados, a qual passou a se subordinar ao conceito

<sup>2</sup> É preciso lembrar que este resultado também reflete os efeitos da guerra fiscal que os estados vêm travando entre si nos anos 90, por meio da concessão de isenções fiscais.

de Margem de Poupança Real<sup>3</sup>, ao invés de receita líquida. O objetivo desta medida era subordinar o endividamento ao resultado não-financeiro, isto é, à capacidade de gerar recursos para cobrir despesas com serviços da dívida.

O volume das operações de crédito, e não o estoque da dívida, passou a ser a variável de controle e ampliaram-se as categorias de operações de crédito sujeitas aos limites do Senado, que passaram a abranger a dívida externa. Extinguiu-se também a forma de dívida “extra-limite”, embora fosse facultado aos estados solicitar a elevação temporária dos limites de endividamento, para viabilizar operações de crédito que se destinassem a financiar projetos de investimento ou a rolagem de dívidas (Roarelli: 1993).

Em 1989, contudo, tornou-se claro que a redução do déficit das esferas subnacionais de governo e o controle mais rigoroso do endividamento estadual não prescindiriam de mudanças nas condições de rolagem do estoque da dívida. Neste mesmo ano, ao amparo da Lei 7.976/89, o Banco do Brasil foi autorizado a refinanciar as dívidas dos estados junto ao Tesouro Nacional, relativas aos empréstimos-ponte concedidos através do Aviso MF-30/83 e sucedâneos, para honrar compromissos em moeda estrangeira. Foram também refinanciadas as operações de crédito internas realizadas com base na Lei 1.614/87, ambas pelo prazo de 20 anos, com 5 anos de carência.

No início da década de 90, a crescente pressão pelo ajuste fiscal dos estados levou-os a demandar nova renegociação. Desta feita, estavam em pauta as dívidas dos estados e municípios junto a órgãos e entidades controlados pela União. A premência da renegociação das dívidas junto às instituições federais era evidente, considerando-se o volume e a natureza das dívidas contraídas de forma “extra-limite”, originadas de repasses do Fundo Nacional de Desenvolvimento Urbano-FNDU, Banco Nacional de Habitação-BNH, dentre outros.

---

<sup>3</sup> A Margem de Poupança Real é definida como a diferença entre a Receita Líquida Real (RLR) e a Despesa Corrente Líquida (DCL). A primeira é definida como a receita apurada nos 12 meses anteriores, líquida de operações de crédito, alienação de bens, transferências voluntárias e transferências constitucionais a municípios. A DCL é igual à despesa corrente, também apurada nos 12 meses anteriores, líquida do pagamento de encargos de dívidas e de transferências constitucionais a municípios.

A existência do limite de comprometimento de receitas significava autorização para a rolagem automática do montante da dívida renegociada que excedesse aquele limite, passível de refinanciamento por um prazo adicional de 10 anos.

O refinanciamento da dívida estadual com base na Lei 8.727/93 permitiu significativo alongamento de seu perfil e a diminuição do peso dos encargos sobre as receitas e, portanto, a retomada dos pagamentos das obrigações dos estados<sup>1</sup>. Isto aliviou a pressão sobre as instituições financeiras federais, permitindo inclusive maior aplicação de recursos em projetos considerados prioritários por estados e municípios. O alongamento do perfil da dívida mobiliária, contemplado no artigo 6º da Lei 8.727/93, não foi negociado devido à ausência de consenso quanto às condições de seu reescalonamento

O período que se seguiu à promulgação da Constituição de 1988 explicitou os limites do tratamento das dificuldades financeiras dos estados por meio da descentralização de recursos fiscais. Como coloca Lopreato (1992)

“a discussão do capítulo tributário voltou-se, apenas, à parte fiscal das relações entre as esferas de governo e não se preocupou em estabelecer parâmetros que permitissem orientar a ação de cada uma delas e encaminhar soluções para os problemas que abrangessem mais de uma esfera de governo. A ênfase na questão fiscal deixou fora de regulamentação a ação referente aos fluxos financeiros, envolvendo a questão da dívida, fundamentais ao entendimento do complexo problema das relações intergovernamentais nos anos oitenta” (p.79).

Em outras palavras, *dadas as condições de rolagem do estoque da dívida, a elevação dos fluxos de receita mostrou-se insuficiente para garantir a “digestão” dos estoques de passivo*, isto é, a geração de resultados primários que permitissem a estabilização do estoque da dívida estadual. Pelo contrário, a elevação da participação da dívida de estados e municípios na Dívida Líquida do Setor Público ocorreu justamente no período posterior à promulgação da Constituição de 1988.

Por outro lado, as medidas empreendidas no sentido de um tratamento patrimonial da questão da dívida estadual tampouco foram suficientes para evitar a eclosão de uma crise sem precedentes nos anos 90, por dois motivos. Em primeiro lugar, porque *não*

---

<sup>1</sup> Os estados e municípios ofereceram como garantia do refinanciamento as receitas relativas a recursos próprios e à sua participação no FPE e FPM. Embora a vinculação destas receitas como garantia não estivesse inicialmente contemplada pela Constituição (conforme o artigo 160), foi regulamentada através da promulgação da Emenda Constitucional n.º 3/93.

*foram definidas condições sustentáveis de rolagem para todo o estoque da dívida estadual. As renegociações abrangeram apenas determinadas categorias de dívida (notadamente as referentes ao Aviso MF-30 e as contraídas junto a instituições financeiras estaduais), o que significava que os estados eram beneficiados de acordo com a importância destas dívidas no seu passivo total.*

*Em segundo lugar, as renegociações da dívida estadual foram falhas no que diz respeito às condições dos acordos, ou melhor, à ausência deles, já que não foram exigidas contrapartidas em termos do ajuste fiscal dos estados. Em outras palavras, através do alongamento do perfil da dívida, procurou-se combater o componente financeiro do endividamento estadual, isto é, o crescimento da dívida provocado pela incidência de taxas de juros elevadas sobre um estoque previamente acumulado, dadas as condições institucionalmente determinadas de rolagem, sem atentar para seu outro componente, o déficit primário ou não-financeiro.*

Em suma, poder-se-ia afirmar que, na medida em que as crises da dívida estadual eram solucionadas de maneira *ad hoc*, perdeu-se a oportunidade de criar mecanismos institucionais que lograssem estimular o ajuste fiscal consistente das finanças estaduais. As medidas de alongamento do perfil da dívida, restritas a determinadas categorias de dívida distribuídas entre os estados de maneira desigual, deixaram em aberto importantes lacunas que, sob pressão do movimento dos juros reais, se tornaram poderosos focos de instabilidade financeira para os governos estaduais. Já as medidas de descentralização fiscal não tiveram como contrapartida um aprimoramento dos mecanismos de controle ou qualquer atrelamento aos objetivos de política fiscal.

### ***1.3. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ESTADUAL NOS ANOS 90***

No item anterior foram discutidos os principais condicionantes institucionais da formação do estoque de dívida estadual. É importante enfatizar o caráter heterogêneo desta dívida na primeira metade dos anos 90: enquanto significativa parcela da dívida foi renegociada em condições favoráveis aos estados, estando assim relativamente

---

garantia não estivesse inicialmente contemplada pela Constituição (conforme o artigo 160), foi regulamentada através da promulgação da Emenda Constitucional n.º 3/93.

protegida da elevação dos custos de rolagem, outra parcela igualmente importante, excluída das renegociações, expunha as finanças estaduais aos movimentos da política monetária.

Neste item será discutido como as condições diferenciadas de rolagem, interagindo com os movimentos da política monetária, determinaram o comportamento das diferentes categorias de dívida. Mostrar-se-á que, dependendo das condições de rolagem de cada categoria de dívida, os movimentos da política monetária têm importância maior ou menor na explicação da trajetória do estoque da dívida.

À medida que a evolução da dívida estadual pode ser explicada por condicionantes gerais, estes se dividem entre (a) variáveis que determinam a evolução do endividamento do setor público como um todo e (b) variáveis que se referem especificamente à esfera estadual, à articulação desta com o setor privado e, acima de tudo, ao desenho das relações intergovernamentais. Procurar-se-á identificá-las a partir destes dois aspectos.

A evolução da dívida estadual nos anos 80 e 90 pode ser caracterizada, basicamente, por três grandes movimentos, como assinalado acima: internalização, crescimento acelerado e federalização. Enquanto este último é específico à esfera estadual, os dois primeiros caracterizaram o movimento mais amplo da dívida pública.

O agravamento do desequilíbrio fiscal e financeiro do setor público resultante da crise da dívida externa e da estratégia de ajuste adotada nos anos 80 implicou a elevação das Necessidades de Financiamento do Setor Público e o acelerado crescimento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)<sup>6</sup>. Isto porque o caráter desequilibrado da substituição do financiamento externo por interno, decorrente da incapacidade de constituir fontes internas de financiamento de longo prazo para o setor público, se manifestava em custos crescentes de rolagem da dívida interna. Vale dizer, embora a

---

<sup>6</sup> As Necessidades de Financiamento do Setor Público são uma medida de déficit correspondente à variação da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). A DLSP, que mensura o total de obrigações do setor público líquidas de ativos de curto prazo, reflete, por sua vez, o desequilíbrio acumulado nas finanças públicas. A DLSP é um conceito útil para avaliar a trajetória da dívida estadual porque permite tratá-la em termos agregados e simultaneamente avaliar seu impacto sobre o sistema financeiro. Por outro lado, o indicador de DLSP para governos subnacionais é excessivamente agregado, pois consolida a dívida líquida de estados e municípios. A dívida dos últimos pode, contudo, ser considerada pouco significativa diante dos primeiros (ver item 2.2.2).

poupança interna tenha se mostrado *suficiente* para substituir o financiamento externo, o custo de canalização deste financiamento para o setor público crescia à medida que se explicitava a magnitude do desequilíbrio financeiro em que este se encontrava (Baer: 1994).

Isto posto, fica claro que a internalização e o crescimento acelerado da dívida do setor público constituíram duas facetas de um mesmo processo.

O custo envolvido na substituição do financiamento externo por interno, na presença de elevados déficits operacionais do setor público, pode ser apreendido na Tabela 1.2. O financiamento externo, que respondia por nada menos de 64% da DLSP em 1983, primeiro ano em que se fizeram sentir por completo os efeitos da ruptura dos fluxos de capital externo, participava com apenas 17,9% da dívida em 1995<sup>7</sup>. Neste mesmo período, a dívida interna do setor público elevou-se de 14,4% do PIB para 30,2%, ou seja, registrou se um crescimento de mais de 100% da relação dívida interna/ PIB.

A participação da dívida externa no passivo das administrações diretas estaduais era menos significativa no início da crise, respondendo por cerca de 25% do estoque de dívida estadual. Durante os anos 80, a dívida dos governos subnacionais manteve-se estável, tanto como relação estoque de dívida/ PIB como em sua participação no total da DLSP. Isto decorreu principalmente da natureza das medidas tomadas no âmbito do ajuste à crise da dívida externa, as quais implicaram restrição da oferta de crédito a governos subnacionais (Lopreato: 1992) e assunção de parcela de sua dívida externa pelo Tesouro Nacional, ao amparo dos Avisos MF-30. Isto explica porque em 1988, ano de promulgação da nova Constituição, a relação dívida/PIB dos governos estaduais havia aumentado apenas 15% em relação a 1988.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> É importante notar que este resultado é influenciado pela acumulação de reservas internacionais no período de implementação do Plano Real. As reservas, enquanto haveres de curto prazo, reduzem a dívida externa líquida do setor público.

<sup>8</sup> É claro que nos anos 80 os estados foram afetados pela ruptura dos fluxos de financiamento externo e pelo custo crescente do endividamento interno. Argumenta-se apenas que (a) o desequilíbrio financeiro dos governos não se refletiu plenamente na variação da DLSP e (b) não está caracterizada uma problemática estadual propriamente dita, como ocorreu no período posterior a 1988.

TABELA 1.2  
PARTICIPAÇÃO DA DÍVIDA DOS ESTADOS E MUNICÍPIOS  
NA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO  
1982/1995

ANO	DÍVIDA DOS ESTADOS E MUNICÍPIOS			DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO			PARTICIPAÇÃO E & M <sup>1</sup> PERCENTAGEM (A/B)
	% DO PIB			% DO PIB			
	DÍVIDA INTERNA	DÍVIDA EXTERNA	TOTAL (A)	DÍVIDA INTERNA	DÍVIDA EXTERNA	TOTAL (B)	
1983	3,80	1,30	5,10	14,40	25,80	40,20	12,69
1984	3,70	1,30	5,00	15,90	23,60	39,50	12,66
1985	3,70	1,60	5,30	16,40	23,30	39,70	13,35
1986	4,10	1,50	5,60	17,50	24,60	42,10	13,30
1987	4,60	2,20	6,80	16,50	26,60	43,10	15,78
1988	4,70	1,20	5,90	18,80	22,50	41,30	14,29
média (83/88)	4,10	1,52	5,62	16,58	24,40	40,98	14,33
1989	5,90	1,00	6,90	25,20	21,50	46,70	14,78
1990	6,50	1,10	7,60	17,20	22,10	39,30	19,34
1991	5,30	1,00	6,30	12,20	21,10	33,30	18,92
1992	7,40	1,00	8,40	16,70	17,00	33,70	24,93
1993	7,80	0,90	8,70	17,40	13,60	31,00	28,06
média (89/93)	6,58	1,00	7,58	17,74	19,06	36,80	21,20
1994	11,00	0,50	11,50	24,40	10,00	34,40	33,43
1995	12,50	0,40	12,90	30,20	6,60	36,80	35,05
média (94/95)	11,75	0,45	12,20	27,30	8,30	35,60	34,24

Fonte: Banco Central (in Furuguem, Pessoa e Abe: 1996). Elaboração Própria.

<sup>1</sup> Estados e Municípios

A partir de 1988, iniciou-se um processo de elevação da participação dos governos estaduais na DLSP, de uma média de 14% no período anterior à promulgação da Constituição para uma média de 21% no período entre 1989 e 1993. Com a implementação do Plano Real, a participação da dívida estadual na DLSP saltou para cerca de 34% da DLSP. Este resultado deve ser qualificado lembrando-se que, nos anos 90, o Plano Collor logrou impor um alongamento temporário da dívida mobiliária federal, assim como houve um processo intenso de acumulação de reservas internacionais. Apesar destes dois efeitos reduzirem a DLSP, aumentando assim a participação dos governos subnacionais no total, os dados mostram que a dívida destes últimos (como proporção do PIB) elevou-se de 5,9% em 1988 para 12,9% em 1995, um crescimento de quase 120% em um período de 7 anos.

Para melhor compreender o crescimento da dívida estadual a partir de 1988, é preciso atentar para seus diversos componentes. A Tabela 1.3 mostra que o crescimento da dívida estadual foi liderado pela dívida mobiliária, que cresceu quase 400% entre 1989 e 1995, e pela dívida bancária. Já as dívidas passíveis de renegociação (notadamente Avisos MF-30) mostraram comportamento estável no período.

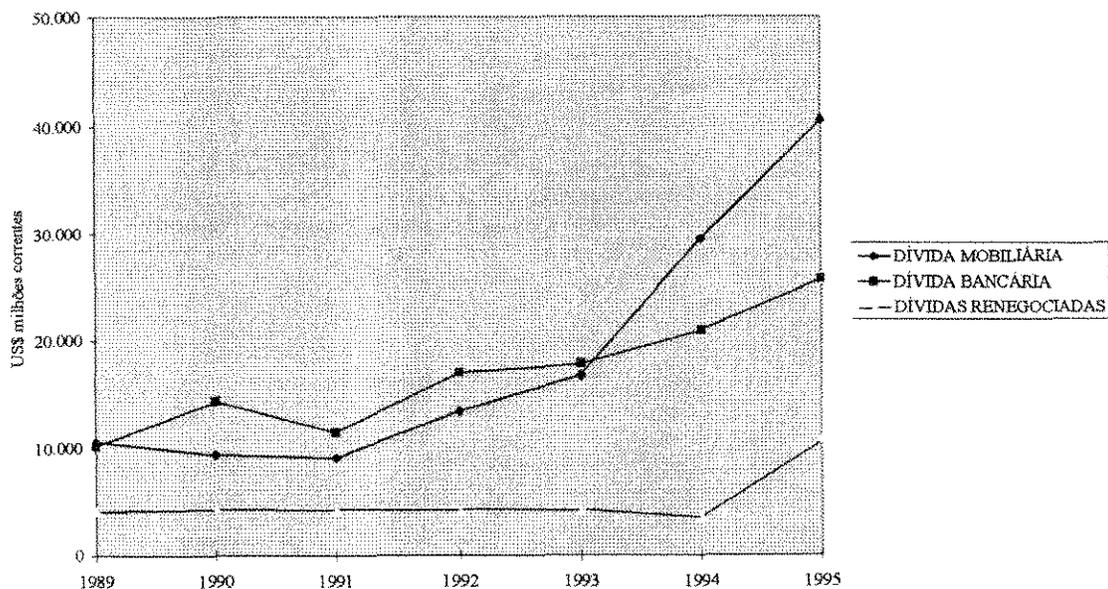
TABELA 1.3  
DÍVIDA LÍQUIDA DOS ESTADOS E MUNICÍPIOS POR CATEGORIA  
1989/1995

ESPECIFICAÇÃO	US\$ MILHÕES CORRENTES						
	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1.DÍVIDA MOBILIÁRIA	10.586	9.447	9.107	13.485	16.792	29.522	40.671
NO BANCO CENTRAL	0	3.165	2.218	38	76	16.914	26.448
FORA DO BANCO CENTRAL	10.586	6.282	6.889	13.447	16.716	12.608	14.223
2.DÍVIDA BANCÁRIA	10.209	14.429	11.496	17.062	17.849	20.988	25.719
3.DÍVIDAS RENEGOCIADAS	4.142	4.388	4.284	4.315	4.303	3.607	10.681
AVISO MF - 30	4.142	4.388	4.284	4.315	4.303	3.607	3.075
LEI 8727/93	0	0	0	0	0	0	7.606
4.HAVERES DOS GOVERNOS							
SUBNACIONAIS	-1.034	-1.597	-1.780	-1.843	-1.373	-2.985	-4.784
DÍVIDA LÍQUIDA DOS GOVERNOS							
SUBNACIONAIS (1+2+3-4)	23.903	26.667	23.107	33.019	37.571	51.132	72.287

Fonte: Banco Central (*in* Furugem, Pessoa e Abe: 1996). Elaboração Própria.

A evolução da dívida estadual por principais categorias pode ser observada no Gráfico 1.1. O salto demonstrado pelas dívidas renegociadas se refere à renegociação efetuada em 1994, ao amparo da Lei 8727/93.

GRÁFICO 1.1  
EVOLUÇÃO DA DÍVIDA ESTADUAL POR PRINCIPAIS COMPONENTES  
(1989/1995)



Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

O Gráfico 1.1 mostra, portanto, que o crescimento da dívida estadual nos anos 90, que se acelerou a partir da implementação do Plano Real, foi determinado pelo comportamento das dívidas que não haviam sido passíveis de renegociação. Paradoxalmente, o foco de tensão gerado pela dificuldade de rolar essas dívidas junto ao sistema financeiro colocou a necessidade de mediação do governo

federal, por meio do carregamento da dívida mobiliária dos estados e da intervenção em diversos bancos estaduais.

A diferença fundamental entre a federalização institucionalizada por meio das renegociações efetuadas em 1989 e 1993 e a intervenção nos bancos e mercado de títulos estaduais é que esta última, embora garantisse a rolagem das dívidas, não implicou um alongamento de seu perfil. Em outras palavras, a intervenção do Banco Central evitou uma crise no sistema financeiro associada à crescente dificuldade de rolar a dívida estadual no mercado, mas não impediu que a dívida continuasse numa trajetória explosiva.

Em suma, a crise do financiamento do setor público nos anos 80 e 90 teve como desdobramento, no nível estadual, um processo de federalização da dívida, ou seja, de assunção formal ou informal das dívidas estaduais pelo governo federal. Para se ter uma dimensão desse financiamento pelo governo federal, pode-se utilizar a soma da dívida mobiliária no Banco Central com as dívidas renegociadas ao amparo da Lei 7976/89 (Avisos MF-30) e 8727/93 (Tabela 1.3). Esta soma mostra que, *em 1995, o governo federal era direta ou indiretamente responsável pela rolagem de pelo menos metade da dívida estadual*<sup>9</sup>.

A Tabela 1.4 mostra a distribuição da dívida estadual por estado. Pode-se observar a distribuição extremamente heterogênea da dívida estadual, tanto em termos de magnitude como de composição. Esta distribuição permite inferir que os três movimentos elencados acima- internalização, federalização e crescimento- afetaram de maneira bastante diferenciada os estados da federação.

---

<sup>9</sup> Se fossem consideradas as dívidas de governos estaduais junto a bancos estaduais sob intervenção do Banco Central, esta proporção seria muito maior. O problema é que não há como desagregar, no interior da dívida bancária, os dados relativos a bancos estaduais sob intervenção.

**TABELA 1.4**  
**COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA ESTADUAL FUNDADA**  
**SALDO ESTIMADO EM DEZ-95**

ESTADO	R\$ milhões Dez/96				
	DÍVIDA CONTRATUAL INTERNA (A)	DÍVIDA MOBILIÁRIA (B)	DÍVIDA INTERNA (A+B)	DÍVIDA EXTERNA (C)	DÍVIDA FUNDADA TOTAL (A+B+C)
<b>NORTE</b>	<b>2.219</b>	<b>-</b>	<b>2.219</b>	<b>365</b>	<b>2.584</b>
ACRE	437	-	437	-	437
AMAZONAS	877	-	877	241	1.118
PARÁ	797	-	797	111	907
RONDÔNIA	-	-	-	-	-
RORAIMA	-	-	-	-	-
TOCANTINS	108	-	108	13	122
<b>NORDESTE</b>	<b>10.831</b>	<b>1.295</b>	<b>12.126</b>	<b>1.173</b>	<b>13.299</b>
ALAGOAS	557	351	907	24	932
BAHIA	2.842	641	3.483	198	3.681
CEARÁ	1.185	85	1.270	270	1.541
MARANHÃO	1.854	-	1.854	196	2.050
PARAÍBA	1.165	48	1.213	162	1.375
PERNAMBUCO	1.213	-	1.213	201	1.414
PIAUÍ	870	-	870	100	969
RIO GRANDE DO NORTE	749	-	749	-	749
SERGIPE	396	170	567	22	589
<b>SUDESTE</b>	<b>19.331</b>	<b>29.037</b>	<b>48.367</b>	<b>2.051</b>	<b>50.418</b>
ESPÍRITO SANTO	523	106	630	51	681
MINAS GERAIS	2.384	7.616	10.000	898	10.898
RIO DE JANEIRO	2.397	5.153	7.550	105	7.655
SÃO PAULO	14.026	16.161	30.187	997	31.185
<b>SUL</b>	<b>4.759</b>	<b>6.733</b>	<b>11.492</b>	<b>698</b>	<b>12.190</b>
PARANÁ	1.947	339	2.285	465	2.750
SANTA CATARINA	944	714	1.658	234	1.891
RIO GRANDE DO SUL	1.868	5.681	7.549	187	7.736
<b>CENTRO-OESTE</b>	<b>5.972</b>	<b>1.002</b>	<b>6.973</b>	<b>909</b>	<b>7.882</b>
GOIÁS	3.445	609	4.054	311	4.365
MATO GROSSO	1.368	156	1.524	332	1.856
MATO GROSSO DO SUL	1.159	237	1.396	266	1.661
<b>BRASIL</b>	<b>43.112</b>	<b>38.066</b>	<b>81.178</b>	<b>5.196</b>	<b>86.374</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

O comportamento diferenciado das categorias de dívida suscita duas questões. A primeira é que a dívida estadual não é uma dívida homogênea, tanto em termos de condições de rolagem como de sua distribuição entre as unidades da federação. Isto significa que a melhor compreensão dos determinantes da evolução da dívida estadual não prescinde da análise desagregada das principais categorias de dívida e de sua distribuição pelos estados. A segunda questão, decorrente da primeira, é que esta heterogeneidade do estoque da dívida estadual implica, do ponto de vista de cada estado, uma relação particular entre as variáveis condicionantes gerais da evolução da dívida e a evolução de cada dívida estadual, de acordo com a composição desta.

Nas seções seguintes será aprofundada a discussão dos condicionantes do comportamento das principais categorias de dívida fundada: a dívida mobiliária e a dívida contratual.

### 1.3.1. A Dívida Mobiliária

O item anterior mostrou como o crescimento acelerado da dívida estadual nos anos 90 e, particularmente, após a implementação do Plano Real, foi determinada pelo comportamento das dívidas não-renegociadas. Dentre estas, a dívida mobiliária se destaca como a categoria de dívida estadual que apresentou as mais elevadas taxas de crescimento nos anos 90. Este item trata sucintamente das causas e implicações da crise da dívida mobiliária estadual.

Pela sua natureza, a maior parte da dívida mobiliária se concentra naqueles governos estaduais cuja importância econômica lhes permite a colocação de títulos no mercado (Tabela 1.5).

TABELA 1.5  
CRESCIMENTO DA DÍVIDA MOBILIÁRIA DOS ESTADOS E MUNICÍPIOS  
1994/1996

ESTADO/ MUNICÍPIO	ESTOQUE DA DÍVIDA *			TAXA DE VARIAÇÃO ANUAL (%)		TAXA DE JUROS ACUMULADA NO ANO (%)	
	DEZ 93	DEZ 94	DEZ 95	1994	1995	1994	1995
A. ESTADUAL	22.187	28.387	38.066	27,94	34,10	25,94	34,09
SP	8.935	12.157	16.161	36,05	32,94	25,94	34,09
MG	4.617	5.736	7.616	24,23	32,78	25,94	34,09
RS	3.404	4.247	5.681	24,75	33,77	25,94	34,09
RJ	3.190	3.911	5.153	22,58	31,77	25,94	34,09
DEMAIS ESTADOS	2.040	2.337	3.455	14,54	47,84	25,94	34,09
B. MUNICIPAL	2.559	3.331	5.662	30,19	69,96	25,94	34,09
SP	1.784	2.360	4.373	32,27	85,27	25,94	34,09
RJ	775	971	1.289	25,38	32,75	25,94	34,09
TOTAL	24.746	31.718	43.728	28,17	37,86	25,94	34,09

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

Obs: estoques em R\$ milhões de Dez 96. Valores nominais deflacionados pelo IGP-DI.

Observa-se que cerca de 90% do estoque de dívida mobiliária se concentra nos estados de São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro. A Tabela 1.5 mostra também as elevadas taxas de crescimento atingidas por esta categoria de dívida nos últimos anos, em termos reais.

A compreensão da crise da dívida mobiliária estadual remete não apenas às causas imediatas de seu crescimento acelerado como à evidente falha dos mecanismos de controle, tanto institucionais como de mercado.

Na origem da insuficiência dos mecanismos de controle da dívida mobiliária estadual estão os critérios de atualização dos títulos em que se define esta dívida. Na segunda metade dos anos 80, o expurgo de parcela da correção monetária aplicável a ativos financeiros, incluído nas medidas tomadas para o congelamento e desindexação de preços, corroeu a confiança do público nos títulos públicos, elevando seu deságio. Para facilitar a rolagem da dívida, o governo substituiu as Obrigações do Tesouro Nacional (OTN), títulos cujo valor de face correspondia ao principal da dívida, por Letras Financeiras do Tesouro. As LFT estaduais, assim como as federais, são corrigidos pela taxa do *overnight*, sem distinção clara entre o principal e os juros e correção monetária (Fontenele e Silva: 1995).

Em 1993, frente às elevadas taxas de crescimento da dívida mobiliária estadual, a Emenda Constitucional n.º 3/93 proibiu a emissão de títulos por parte dos estados até 31.12.99, exceto no montante necessário ao refinanciamento do principal devidamente atualizado de suas obrigações ou no valor dos precatórios judiciais pendentes de pagamento na data de promulgação da Constituição<sup>10</sup>. A Resolução 69/95 (e sua antecessora, Resolução 11/94) define, para fins do art. 5º da Emenda Constitucional nº 3/93, o principal devidamente atualizado como o “valor da emissão corrigido pelo fator de atualização próprio da espécie de título”. Como não há um fator de atualização específico para o principal, a legislação permitiu que a rolagem da dívida incluísse os juros.

Vale dizer, de acordo com a Emenda Constitucional nº3/93, estava vedada aos estados a emissão de títulos com a finalidade de rolar os juros da dívida mobiliária, o que os obrigaria, a princípio, a honrar os juros da dívida e amortizar uma parcela do principal a ser determinada pelo Senado Federal de acordo com “as condições próprias de cada

---

<sup>10</sup> Conforme Artigo n.º 33 das Disposições Constitucionais Transitórias. Este dispositivo explica as taxas de crescimento acima da taxa de juros real da dívida mobiliária em alguns estados mesmo a partir de 1993, como no caso do estado de São Paulo em 1994.

solicitante”<sup>11</sup>. Esta proibição, contudo, tornou-se inócua diante da natureza dos títulos que compõem a dívida mobiliária, corrigidas pela taxa do *overnight* sem distinção entre principal e juros. Esta ambigüidade na legislação pode ser apontada como um dos fatores responsáveis pelo crescimento explosivo da dívida mobiliária, além da própria elevação da taxa de juros real.

A partir da instauração do Plano Real, a elevação das taxas de juros reais levou os estados a rolarem parcela crescente dos juros. Com a capitalização dos juros ao principal, a dívida passou a crescer exponencialmente.

Na medida em que a legislação se mostrou insuficiente para conter o crescimento descontrolado da dívida mobiliária estadual, cabe indagar como a avaliação de risco do mercado afetou as condições de rolagem e o crescimento da dívida.

De fato, o *spread* cobrado sobre os títulos estaduais elevou-se em função do evidente descontrole sobre o crescimento do estoque da dívida, obrigando as instituições financeiras estaduais e federais a carregarem parcela crescente dos títulos estaduais. Nos anos de 1990 e 1991<sup>12</sup> e novamente a partir de 1994, o elevado *spread* cobrado pelo mercado para carregar os títulos estaduais levou o Banco Central a trocar títulos federais (Letras do Banco Central) por títulos estaduais e as instituições financeiras federais foram obrigadas a carregar parcelas crescentes da dívida mobiliária estadual<sup>13</sup>. Como resultado deste processo, no ano de 1995 cerca de 2/3 do estoque de dívida mobiliária estadual foi financiada pela emissão de títulos federais (Tabela 1.3), de forma que os estados puderam rolar sua dívida mobiliária ao mesmo custo que o governo federal, outrossim elevado. Desta forma, a federalização da dívida mobiliária evitou que a avaliação de risco do mercado desempenhasse seu papel de limitar o grau de exposição dos estados por meio da elevação do custo de rolagem da dívida.

A discussão das condições de rolagem da dívida mobiliária coloca uma questão muito importante. Em primeiro lugar, é preciso salientar que, mesmo que os estados tenham

---

<sup>11</sup> Resolução 11/94 e Resolução 69/95. A princípio, as amortizações seriam determinadas pela diferença entre os limites de comprometimento de receita (11% da Receita Líquida Real) e os encargos das dívidas reescaloadas.

<sup>12</sup> Em 1991, a taxa de juros nominal das LFT-E foi 21% superior à taxa federal.

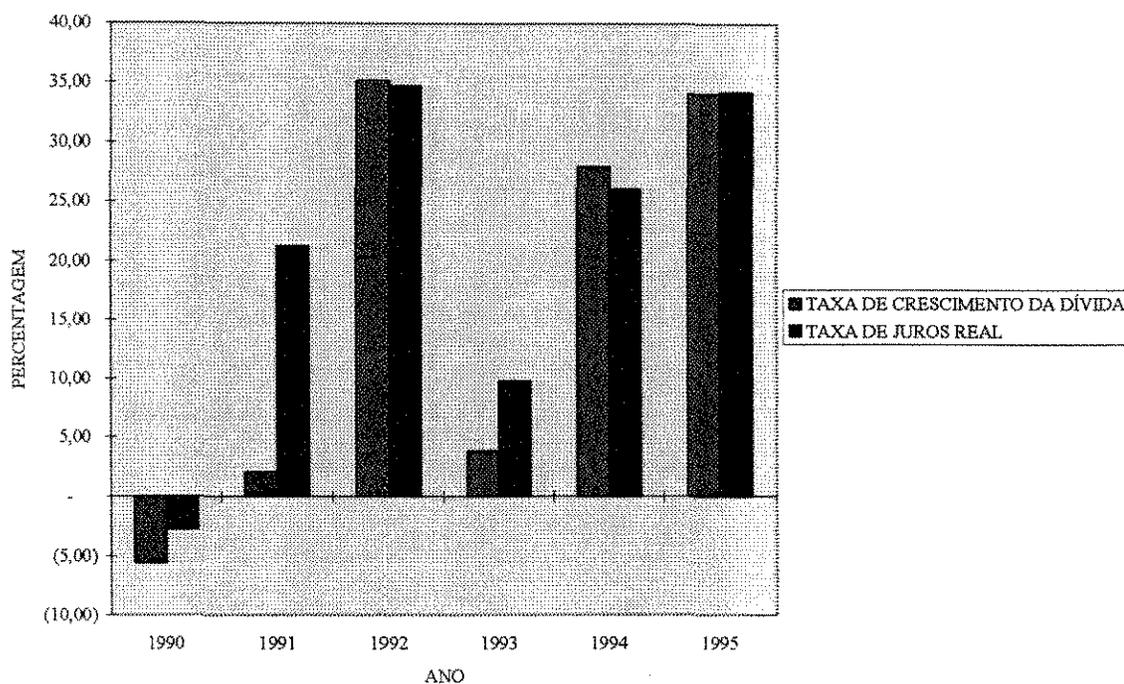
<sup>13</sup> Os Bancos Estaduais também foram intensamente utilizados para carregar títulos estaduais sem tomadores no mercado, o que constituiu uma das razões para as crescentes dificuldades financeiras destas instituições.

se aproveitado de uma brecha na legislação para rolar não apenas o principal como também grande parte dos juros da dívida mobiliária estadual, o crescimento desta dívida não está associado à emissão de dívida nova. Vale dizer, o crescimento da dívida mobiliária pode ser explicado pelas condições de rolagem da própria dívida, não pelo financiamento de déficits primários.

Não se está afirmando que os governos estaduais não incorreram em déficits primários no período, como se verá no Capítulo 2. A questão é que o crescimento acentuado da dívida mobiliária nos anos 90 não pode ser explicada como resultado do financiamento de déficits primários, na medida em que o crescimento do estoque da dívida pode ser associado à capitalização dos juros da própria dívida. Em outras palavras, pode-se dizer que todo o crescimento do estoque da dívida foi absorvido pelo pagamento de juros da dívida e não, portanto, pelo financiamento de déficits primários, o que explica a relação muito próxima entre a taxa de crescimento do estoque da dívida e a taxa de juros real (Gráfico 1.2).

É importante notar que em alguns estados a emissão de títulos para pagamento de precatórios pode ter se constituído numa importante fonte de financiamento de déficits primários. No entanto, em termos de uma análise agregada, esta qualificação não invalida a afirmação acima. Basta observar que, em 1994, único ano da série em que o estoque de dívida estadual cresceu a uma taxa superior à taxa de juros - o que tem sua origem na emissão de dívida para pagamento de precatórios- a diferença entre as duas taxas foi pouco significativa (27,9% e 25,9% respectivamente, conforme a Tabela 1.5).

GRÁFICO 1.2  
TAXA DE CRESCIMENTO REAL DA DÍVIDA MOBILIÁRIA ESTADUAL E TAXAS DE JUROS REAIS



Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

O Gráfico 1.2 mostra que, durante toda a década de 90, o crescimento do estoque da dívida mobiliária foi determinado predominantemente pelo comportamento da taxa de juros. O crescimento acima da taxa de juros reais em 1994 pode ser explicado pela emissão de títulos de dívida para pagamento de precatórios judiciais em alguns estados.

Isto significa que, no que se refere à categoria de dívida que apresentou as mais elevadas taxas de crescimento nos anos 90 - a dívida mobiliária - o comportamento da política monetária pode ser apontado como principal condicionante de sua evolução. Do ponto de vista do pequeno grupo de estados onde esta dívida se concentra (qual seja, São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro), e que por sua vez compõe a maior parte da dívida destes estados<sup>14</sup>, é possível atribuir importante peso aos movimentos da política monetária na determinação do comportamento da dívida total.

<sup>14</sup> A dívida mobiliária responde, em média, por cerca de 60% da dívida fundada destes 4 estados, conforme o Gráfico 1.4. adiante.

O crescimento acelerado e as condições de rolagem da dívida mobiliária estadual nos últimos anos, envolvendo crescente participação do governo federal no mercado de títulos estaduais, impõem a análise dos desdobramentos da crise em dois níveis: seus impactos sobre a gestão das finanças estaduais e as implicações de sua forma de financiamento para a esfera federal e para o sistema federativo como um todo.

Quanto aos primeiros, pode-se afirmar que a magnitude do desequilíbrio financeiro representado pelo estoque de dívida mobiliária não tem afetado os estados em termos do fluxo de caixa. Melhor dizendo, os estados não vêm pagando sequer os juros desta dívida. Supondo-se que os estados estivessem rolando integralmente os juros da dívida mobiliária, seria de esperar que o estoque da dívida crescesse a uma taxa próxima à taxa acumulada de juros<sup>15</sup>. Foi exatamente o que aconteceu em 1995, quando o estoque da dívida aumentou 34% em termos reais, o mesmo valor da taxa acumulada de juros (Tabela 1.5). Isto vem a confirmar a hipótese de que, no agregado, os estados vêm rolando integralmente os juros. Em contrapartida, a rolagem integral dos juros implica um desequilíbrio patrimonial crescente à medida que os juros são capitalizados ao estoque da dívida.

A importância da questão da dívida mobiliária estadual decorre não apenas de suas implicações para as finanças estaduais, em termos patrimoniais e da administração de fluxos futuros de caixa, como dos efeitos instabilizadores de suas condições de rolagem sobre o sistema financeiro e sobre o equilíbrio das relações federativas. Senão, vejamos.

O financiamento através da emissão de LBC não constitui solução sustentável para a questão da dívida mobiliária estadual posto que, além de não envolver um alongamento do perfil da dívida, sanciona a rolagem dos juros e, portanto, o déficit operacional dos governos estaduais. Como coloca Guardia (1995),

“a atuação do governo federal permite aos estados sustentar a rolagem de suas dívidas sem comprometer o fluxo fiscal. Este processo não só agrava significativamente a situação patrimonial dos estados, como também reforça o incentivo para que os governos não promovam o ajustamento de suas contas” (p.72).

---

<sup>15</sup> A taxa de juros utilizada foi uma média entre as taxas Selic federal e estadual, ponderada de acordo com a participação das LBC no financiamento da dívida estadual e deflacionada pelo IGP-DI centrado.

Por outro lado, como a capacidade de transferir os desequilíbrios financeiros para o governo federal, por meio do carregamento da dívida mobiliária pelo Banco Central, se restringe a um pequeno grupo de estados economicamente importantes, as condições de rolagem da dívida mobiliária representam um foco de instabilidade para o sistema federativo.

Do ponto de vista do governo federal, a rolagem da dívida mobiliária estadual via emissões de LBC-E constitui foco adicional de pressão sobre a dívida mobiliária federal.

A crise da dívida mobiliária estadual se insere, portanto, no contexto mais amplo do desequilíbrio financeiro do setor público nacional. O equacionamento da questão deve contribuir para o ajuste global do setor público, em vez de constituir apenas a transferência do desequilíbrio para uma instância superior de governo. É preciso lembrar que a dívida mobiliária estadual não é uma dívida intergovernamental: em última instância, ela é financiada no mercado pela emissão de títulos federais.

Por outro lado, existe crescente consenso quanto à impossibilidade de se exigir dos estados o pagamento integral dos juros da dívida, sem a implementação de medidas que resultem no alongamento de seu perfil. A Tabela 1.6 mostra a relação entre os juros da dívida mobiliária, caso fossem pagos (isto é, em regime de competência), e a receita corrente disponível dos estados (média mensal do ICMS e das receitas constitucionais). No ano de 1995, o mero pagamento dos juros da dívida, sem qualquer amortização, teria absorvido, em média, mais de 20% da receita corrente disponível dos estados que detêm dívida mobiliária. Nos estados maiores, esta média chega a cerca de 34%.

**TABELA 1.6**  
**PARTICIPAÇÃO DOS JUROS DA DÍVIDA MOBILIÁRIA NA**  
**RECEITA DISPONÍVEL DOS ESTADOS (COMPETÊNCIA)**  
**1995**

ESTADO	R\$ MILHÕES DEZ/ 96		
	RECEITA MÉDIA MENSAL DISPONÍVEL*	JUROS MENSAIS MÉDIOS	JUROS/ RECEITA DISPONÍVEL (%)
ALAGOAS	51,94	-	-
BAHIA	229,00	13,82	6,04
CEARÁ	125,02	1,84	1,47
ESPÍRITO SANTO	109,05	2,18	2,00
GOIÁS	104,52	13,12	12,56
<b>MINAS GERAIS</b>	<b>389,41</b>	<b>164,02</b>	<b>42,12</b>
MATO GROSSO DO SUL	51,10	5,11	10,01
MATO GROSSO DO SUL	69,22	3,36	4,85
PARAÍBA	61,92	1,02	1,65
PARANÁ	212,44	7,32	3,45
PERNAMBUCO	139,32	-	-
<b>RIO DE JANEIRO</b>	<b>349,09</b>	<b>111,34</b>	<b>31,89</b>
<b>RIO GRANDE DO SUL</b>	<b>296,08</b>	<b>122,32</b>	<b>41,31</b>
SANTA CATARINA	143,92	15,43	10,72
SERGIPE	50,46	3,68	7,29
<b>SÃO PAULO</b>	<b>1.352,07</b>	<b>348,94</b>	<b>25,81</b>
<b>BRASIL</b>	<b>3.734,57</b>	<b>813,50</b>	<b>21,78</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

\*Arrecadação do ICMS, líquida da participação dos municípios, mais transferências constitucionais.

Valores para 1995 calculados a partir do estoque médio da dívida mobiliária em 1995 e taxa de juros anual de 34,09%.

No longo prazo, o crescimento equilibrado da dívida deve envolver a redução das taxas de juros reais e a elevação das receitas dos estados por meio da retomada do crescimento econômico, além da reformulação dos parâmetros institucionais de controle do endividamento. No momento, contudo, mesmo considerando-se uma redução na taxa de juros e uma possível elevação das receitas estaduais, a própria magnitude da dívida mobiliária torna inviável a participação dos juros na receita disponível e qualquer ajuste sem um considerável alongamento do perfil da dívida. Isto significa que a União acabará por arcar com alguma parcela do ônus do ajuste, já que os estados não têm como honrar seus compromissos frente às condições atuais de rolagem.

A necessidade de intervenção do governo federal torna-se evidente dada a inexistência de fontes de financiamento de longo prazo que permitam destivar os mecanismos

perversos de rolagem que, outrossim, já tangem a esfera federal. Como coloca Couto e Silva (1997),

“o Poder Central, ao propor um refinanciamento, transforma uma dívida muito acima da capacidade de pagamento das administrações estaduais em uma dívida pagável. A União cumpre sua função de articuladora dos interesses da federação. Assim, utiliza-se de suas prerrogativas enquanto responsável pela função estabilizadora e viabiliza os estados. *O refinanciamento, uma alternativa negociada para a crise, pode fortalecer a federação, na medida em que se institucionalizam relações que aconteciam de maneira discricionária.*” (p. 82, grifos meus).

Por outro lado, a participação dos estados no ajuste é fundamental, posto que é preciso não apenas alterar as condições instabilizadoras de rolagem do estoque da dívida como criar condições para a geração de superávits primários suficientes para cobrir os encargos da dívida. A imposição de um ajuste fiscal é necessária não apenas para gerar superávits primários como para sinalizar o custo de desequilíbrios financeiros futuros. Vale dizer, a cobrança de contrapartidas dos estados no âmbito do processo de refinanciamento constituiria sinalização de um endurecimento da postura do Governo Federal diante de desequilíbrios financeiros de governos subnacionais, e portanto uma mudança qualitativa nas relações intergovernamentais e no pacto federativo, sem cair no extremo de permitir a quebra de governos estaduais, como propõem alguns (ver Dillinger: 1995).

Em suma, a evolução da dívida mobiliária estadual na primeira metade dos anos 90 pode ser explicada pela interação entre os movimentos da política monetária e a capacidade de rolagem dos juros desta dívida por seus estados detentores. É importante frisar o papel desempenhado pelas condições de rolagem como condicionante dos efeitos da elevação da taxa de juros reais sobre a evolução do estoque da dívida. Basta lembrar que, não fosse a capacidade de se rolar os juros da dívida, a elevação da taxa de juros teria se refletido num maior comprometimento das receitas com serviços da dívida, mas não no crescimento do estoque da dívida.

### **1.3.2. A Dívida Contratual Fundada**

A dívida contratual é a outra grande categoria de dívida que, conjuntamente com a dívida mobiliária, compõe a dívida estadual. No entanto, a dívida contratual é muito menos homogênea que a dívida mobiliária no que se refere a custos e condições de

rolagem, abrangendo desde dívidas de longo prazo externas ou junto ao Tesouro Nacional até operações de curto prazo de antecipação de receitas orçamentárias.

A evolução da dívida contratual dos estados é de difícil acompanhamento devido à inexistência de dados desagregados para todos os estados<sup>16</sup>. Neste item, concentrar-se-á na discussão do comportamento da dívida contratual fundada, tendo em vista a preocupação, neste capítulo, de discutir os efeitos da política monetária sobre as condições de rolagem do estoque da dívida. O conceito de *estoque* de dívida remete, necessariamente, ao de dívida fundada<sup>17</sup>.

A heterogeneidade da dívida contratual dos estados impõe a análise de sua *composição* porque a partir dela podemos inferir a respeito da *qualidade* desta dívida, isto é, suas condições de rolagem e daí seu custo efetivo para os estados em termos de fluxos de caixa e desequilíbrios patrimoniais. Com os dados de que se dispõe, é possível tirar algumas conclusões sobre como a composição do estoque da dívida se traduz em condições diferenciadas de rolagem.

A dívida contratual é composta pela dívida bancária e as dívidas renegociadas junto ao Tesouro Nacional, conforme a Tabela 1.3. A análise da dívida bancária, que apresentou elevadas taxas de crescimento no período, é dificultada pelo fato desta ser constituída por todas as dívidas contratuais dos governos estaduais junto ao sistema financeiro, abarcando portanto dívidas dos mais diversos prazos e custos. Não existe, portanto, um padrão claro de contratação e rolagem de dívidas contratuais bancárias, que, à semelhança da análise da dívida mobiliária, permita precisar as causas de seu crescimento acelerado.

A questão da dívida bancária se torna mais nebulosa à medida que nela está incluída a dívida dos estados para com seus respectivos bancos estaduais. Estes desempenharam papel decisivo no financiamento dos governos estaduais durante os anos 80, quando a ruptura dos fluxos de capital externo e as políticas restritivas de ajuste

---

<sup>16</sup> Ver nota metodológica ao final deste capítulo.

<sup>17</sup> Sem diminuir a importância da evolução da dívida flutuante, outrossim de difícil mensuração, argumenta-se que seu comportamento está antes associado a desequilíbrios fiscais que financeiros, como se verá adiante.

“[deixaram] os governadores com poucas alternativas, senão usarem os espaços disponíveis na articulação com os agentes de crédito estaduais, para superarem os momentos mais críticos de contração das frentes de financiamento” (Lopreato:1994, p. 5).

A dívida junto aos bancos estaduais é problemática não apenas pela ausência de dados sobre suas condições de rolagem. As dívidas das administrações estaduais contraídas diretamente junto a seus agentes financeiros são captadas pelo indicador de Dívida Líquida do Setor Público, e fortemente regulamentadas pelo Banco Central. No entanto, nos anos 90, o endurecimento da posição do governo federal no sentido de disciplinar a relação entre os governos estaduais e seus bancos resultou na proliferação de mecanismos irregulares de captação de recursos, por meio da intermediação de empresas do setor produtivo estatal. Estas “operações triangulares” constituíram importantes mecanismos de captação de recursos, tanto junto a bancos estaduais como junto a agentes financeiros privados, que, dada sua natureza irregular, mascaram a real magnitude da dívida estadual junto ao sistema financeiro.

Os dados mais completos sobre a dívida contratual fundada dos estados são aqueles relativos às dívidas renegociadas junto ao Tesouro Nacional. Sabendo-se que, em decorrência das condições obtidas pelos estados nas renegociações (prazo de 20 anos e limite de comprometimento de receitas com encargos da dívida renegociada), estas dívidas apresentaram comportamento estável no período, é importante analisar a distribuição desta dívida pelos estados da federação.

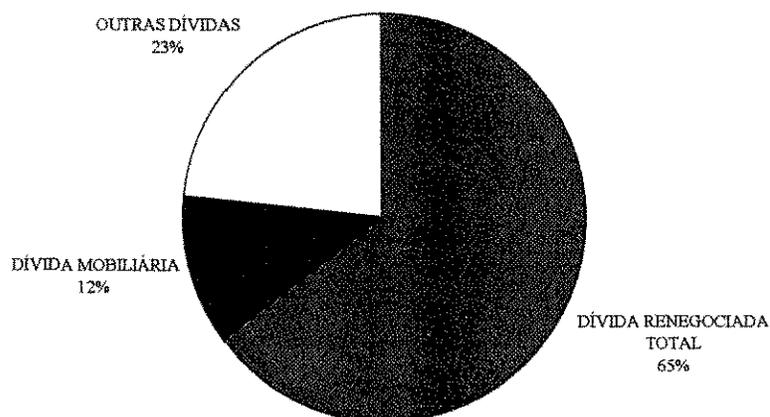
Para avaliar o impacto das renegociações da dívida sobre os estados, estes foram divididos em 2 grupos. A opção de trabalhar com categorias de estados se justifica porque, se de um lado o número de estados brasileiros pode ser considerado grande para uma análise caso a caso (o que, além do mais, implicaria perda da visão geral do movimento das finanças estaduais), os estados são demasiado heterogêneos para serem considerados como um só conjunto. Os estados foram classificados da seguinte maneira:

1) *estados grandes*: são simultaneamente os estados de maior importância econômica e mais endividados. Este grupo inclui São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro;

2) *outros estados*.

Servindo-se desta classificação, pode-se perceber que os estados mais favorecidos pela renegociação foram os estados menores. O Gráfico 3 mostra a composição da dívida fundada dos estados menores em 31/12/95.

GRÁFICO 1.3  
COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA FUNDADA DOS ESTADOS MENORES



Fonte: STN. Elaboração Própria.

Os estados menos desenvolvidos foram beneficiados porque grande parte de sua dívida fundada foi passível de renegociação. A parcela da dívida correspondente à Lei 8.727/93 corresponde, em média, a 46,48% da dívida fundada destes estados, e o total das dívidas renegociadas junto ao Tesouro Nacional<sup>6</sup> a 69,84% (Tabela 1.7). A grande participação de dívida renegociada com base na Lei 8.727/93 nestes estados não surpreende, considerando-se a fragilidade da base fiscal destes estados e portanto a dificuldade de alavancar recursos no mercado. Daí a importância de operações de crédito junto às instituições financeiras federais, principalmente lembrando o papel desempenhado por estas instituições no âmbito dos programas de desenvolvimento nacional implementados na década de 70 e a lacuna aberta no controle do endividamento estadual na forma de dívida extra-limites.

<sup>6</sup> Por dívidas renegociadas entendemos aquelas relativas à Lei 7.976/89, à Lei 8.727/93 e aos Bônus de Renegociação da Dívida Externa. Não consideramos neste saldo as dívidas junto ao INSS ou relativas ao parcelamento do FGTS, cujos encargos também se encontram sujeitos aos limites de participação de receitas estabelecidos na Resolução 69 do Senado.

TABELA 1.7  
COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA CONTRATUAL RENEGOCIADA  
SALDO ESTIMADO EM DEZ-95

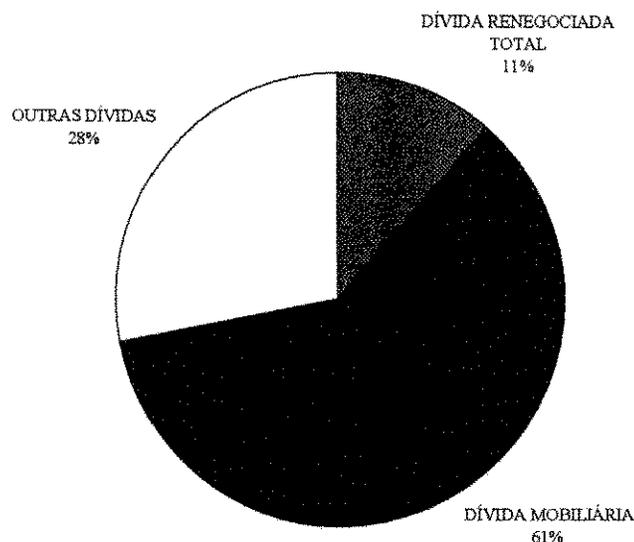
ESTADO/ ADMINISTRAÇÃO		LEI 7976/89	LEI 8727/93	BRDE *	RENEGOCIADA
ACRE	Direta	10	270	-	280
	Indireta	-	54	-	54
AMAZONAS	Direta	16	789	156	961
	Indireta	25	253	69	347
PARÁ	Direta	30	394	104	528
	Indireta	7	123	158	288
RONDÔNIA	Direta	-	51	-	51
	Indireta	3	110	25	138
RORAIMA	Direta	-	-	-	-
	Indireta	-	49	-	49
TOCANTINS	Direta	-	75	-	75
	Indireta	-	-	-	-
ALAGOAS	Direta	89	403	21	513
	Indireta	4	204	21	229
BAHIA	Direta	407	2.011	104	2.521
	Indireta	69	486	197	752
CEARÁ	Direta	702	341	69	1.112
	Indireta	-	361	7	368
MARANHÃO	Direta	333	1.119	215	1.667
	Indireta	-	194	68	261
PARAÍBA	Direta	158	596	182	936
	Indireta	-	349	-	349
PERNAMBUCO	Direta	214	684	86	984
	Indireta	-	485	1	486
PIAUÍ	Direta	90	651	110	851
	Indireta	-	137	43	181
RIO GRANDE DO NORTE	Direta	84	371	39	494
	Indireta	-	193	-	193
SERGIPE	Direta	16	278	10	304
	Indireta	2	215	12	229
ESPÍRITO SANTO	Direta	85	205	97	388
	Indireta	2	7	10	19
MINAS GERAIS	Direta	183	1.090	436	1.709
	Indireta	21	576	204	801
RIO DE JANEIRO	Direta	593	566	62	1.221
	Indireta	-	859	343	1.202
SÃO PAULO	Direta	181	2.091	304	2.575
	Indireta	3.059	2.852	1.027	6.937
PARANÁ	Direta	62	307	187	556
	Indireta	-	770	71	841
SANTA CATARINA	Direta	597	374	49	1.020
	Indireta	-	142	4	146
RIO GRANDE DO SUL	Direta	400	533	125	1.058
	Indireta	290	1.364	110	1.764
GOLÁS	Direta	461	2.092	309	2.862
	Indireta	107	304	172	583
MATO GROSSO	Direta	316	988	285	1.589
	Indireta	7	-	97	104
MATO GROSSO DO SUL	Direta	296	571	260	1.127
	Indireta	-	-	17	17

Fonte: STN. Elaboração Própria.

(\*) Bônus de Renegociação da Dívida Externa

A importância de dívidas renegociadas nos estados menores contrasta significativamente com sua participação na dívida dos grandes estados (Gráfico 1.4).

GRÁFICO 1.4  
COMPOSIÇÃO DA DÍVIDA FUNDADA DOS ESTADOS GRANDES



Fonte: STN. Elaboração Própria.

Nos estados grandes, a dívida renegociada não é, em média, menos importante em termos absolutos que nos estados menores (Tabela 1.7). Mas a magnitude de sua dívida total (em média cerca de 10 vezes superior aos demais) e principalmente de sua dívida mobiliária tornam pouco significativa a participação das dívidas renegociadas. Esta diferença na composição do estoque da dívida implica um grau de vulnerabilidade maior à elevação das taxas de juros nos grandes estados. Isto porque uma maior participação de dívidas renegociadas no total representa maior capacidade de rolar parcela dos juros sem o crescimento exponencial do principal, dado o limite de comprometimento de receitas.

Em outras palavras, as condições de rolagem da dívida condicionam a relação entre o comportamento da taxa de juros, a taxa de crescimento do estoque da dívida e o comprometimento de receitas com encargos da dívida. São as condições de rolagem da dívida que determinam a magnitude do *trade-off* entre o comprometimento das receitas com encargos da dívida e o crescimento de seu estoque<sup>18</sup>. No caso da dívida renegociada, a rolagem de serviços superiores ao limite de comprometimento de receitas é refinanciada por um prazo adicional de 10 anos, como se mostrou acima, e

<sup>18</sup> Ou seja, dadas as condições de rolagem do principal, a capitalização dos juros se reflete num crescimento maior ou menor do estoque da dívida.

portanto a capitalização dos juros ao principal não constitui fator de pressão adicional sobre o estoque da dívida. Como coloca Couto e Silva (1997), a composição do estoque da dívida estadual

“enuncia a vulnerabilidade dos governos às oscilações da taxa de juros e baliza a trajetória do endividamento” (p. 62).

O comprometimento da Receita Líquida Real com encargos de dívidas *renegociadas* para os dois grupos de estados pode ser apreendida na Tabela 1.8.

**TABELA 1.8**  
**PESO DOS ENCARGOS DA DÍVIDA RENEGOCIADA**  
**PARA OS ESTADOS**

ESTADOS	R\$ Mil Dez/96		
	RENDA LÍQUIDA REAL <sup>1</sup>	NÍVEL MÉDIO DE ENCARGOS <sup>2</sup>	RELAÇÃO ENCARGOS/RLR
<b>ESTADOS GRANDES</b>	639.453	12.530	1,96%
<b>OUTROS ESTADOS</b>	88.375	8.966	10,14%

Fonte: STN. Elaboração Própria.

<sup>1</sup> média mensal em 1995

<sup>2</sup> calculado a partir dos encargos relativos a julho de 1995

As sucessivas renegociações que resultaram no alongamento do perfil da dívida e no estabelecimento de um limite de comprometimento de receitas e seu impacto diferenciado sobre os estados implicaram uma relação heterogênea entre a evolução das taxas de juros reais e o custo de rolagem da dívida para os diferentes estados na primeira metade dos anos 90. Fica claro, portanto, que *diferentes composições de dívida se traduzem em condições diferenciadas de rolagem em termos de prazos, do comprometimento de receitas com encargos e taxa de crescimento do estoque da dívida.*

A análise desenvolvida acima permitiu explicitar os principais determinantes da evolução de duas categorias de dívida que, conjuntamente, respondiam por cerca de 2/3 do estoque de dívida estadual fundada em dezembro de 1995: a dívida mobiliária e a dívida contratual renegociada junto ao Tesouro Nacional (Tabela 1.3). Mostrou-se como as condições de rolagem da dívida mobiliária estadual, interagindo com os movimentos da política monetária, explicam as elevadas taxas de crescimento apresentadas por esta categoria de dívida nos anos 90. Já as dívidas renegociadas apresentaram comportamento estável, dado seu perfil, limite de comprometimento de

receitas (que, se por um lado protege as administrações estaduais de um comprometimento excessivos com encargos da dívida, por outro obriga os estados, a cada período, a saldarem a parcela de suas obrigações inferior ao limite de comprometimento) e as condições de refinanciamento dos juros eventualmente rolados.

A análise dessas categorias aponta um resultado muito importante: *na primeira metade dos anos 90, a evolução de grande parte da dívida estadual não está associada ao financiamento de déficits primários*. A expansão da dívida mobiliária foi liderada pela capitalização dos juros, enquanto a dívida renegociada, cujo comportamento foi estável no período (Gráfico 1.2), se refere a operações de crédito contratadas até 1991<sup>19</sup>. O comportamento dessas duas categorias de dívida condiciona a evolução da dívida fundada dos grupos de “estados grandes” e “estados menores”, à medida que esses são compostos, em sua maior parte, pela dívida mobiliária e renegociada, respectivamente (Gráficos 1.3 e 1.4).

Cabe enfatizar, neste ponto, as implicações do *corte temporal* para a análise em questão. Se a análise abrangesse um período maior -desde o início dos anos 80, por exemplo- certamente seria possível localizar, na origem das categorias de dívida ora em discussão, operações de crédito realizadas para financiar resultados primários. Isto posto, o corte temporal (a primeira metade dos anos 90) é imprescindível para precisar os determinantes do comportamento do estoque da dívida no período em questão; em particular, o impacto da taxa de juros sobre o estoque da dívida *vis a vis* novas operações de crédito para financiar déficits primários. Este diagnóstico é fundamental para se avaliar o alcance das medidas propostas com vistas à superação da crise estadual, vale dizer, o alongamento do perfil da dívida e a exigência de ajuste fiscal dos estados.

Não foi possível, contudo, avançar na análise da categoria de dívida que, junto com a dívida mobiliária, foi a responsável pelas elevadas taxas de crescimento alcançadas pela dívida estadual: a dívida contratual não-renegociada ou dívida bancária. Esta categoria, que cresceu cerca de 150% no período em questão (Tabela 1.3), é responsável, em

---

<sup>19</sup> Conforme a Lei 8.727/93 (ver item 1.2.2).

média, por mais de 1/4 da dívida tanto dos estados “grandes” quanto dos “menores”, conforme Gráficos 1.3 e 1.4.

Os dados relativos à dívida bancária não permitem inferir a respeito das condições de rolagem desta dívida e, portanto, da relação entre a trajetória do estoque de dívida e a evolução das taxas de juros. Por outro lado, esta mesma limitação aponta uma questão de extrema relevância para a compreensão dos determinantes da evolução da dívida estadual: o comportamento do resultado primário dos governos estaduais na primeira metade dos anos 90. A constatação da existência de déficits primários permitiria apontar um segundo foco de pressão sobre o crescimento do estoque da dívida estadual, além do impacto da taxa de juros. Já resultados primários positivos endossariam o diagnóstico da importância predominante do componente financeiro na explicação da evolução da dívida.

A importância do comportamento do resultado primário foi reforçada, a partir da implementação do Plano Real, pela explicitação de graves desequilíbrios fiscais nos governos estaduais. A partir de então, a discussão da dívida estadual tornou-se indissociável da questão do ajuste fiscal, como se verá a seguir.

### **1.3.3. A Dívida ARO<sup>20</sup> e a Deterioração do Resultado Primário**

Nos itens anteriores, mostrou-se a importância da definição das condições de rolagem do estoque da dívida como condicionante da relação entre o comportamento da taxa de juros real e a taxa de crescimento de cada categoria de dívida. Pela análise desenvolvida, ficou claro que a evolução da maior parte da dívida estadual nos anos 90 não esteve associada ao financiamento de déficits primários.

Do ponto de vista das categorias de dívida, contudo, não é possível afirmar que um significativo componente da dívida estadual, qual seja, da dívida bancária não-renegociada, não teve sua trajetória associada ao financiamento de déficits primários. A discussão do comportamento do resultado primário dos governos estaduais assumiu importância crescente à medida que, a partir da implementação do Plano Real em 1994, a grande maioria dos estados da federação passou a apresentar um quadro de

---

<sup>20</sup> Antecipação de Receita Orçamentária.

acentuados desajustes fiscais, refletidos nos indicadores oficiais como deterioração do resultado primário (Tabela 1.9).

**TABELA 1.9**  
**NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO SETOR PÚBLICO**

CONCEITO/	% do PIB				
	1991	1992	1993	1994	1995
<b>PRIMÁRIO</b>	(2,84)	(1,63)	(2,25)	(5,04)	(0,26)
CENTRAL	(1,03)	(1,14)	(0,88)	(3,15)	(0,50)
ESTADOS E MUNICÍPIOS	(1,47)	(0,06)	(0,62)	(0,74)	0,18
EMPRESAS	(0,35)	(0,43)	(0,75)	(1,16)	0,06
<b>OPERACIONAL</b>	0,20	1,80	0,72	(1,11)	4,90
CENTRAL	0,08	0,61	0,60	(1,52)	1,72
ESTADOS E MUNICÍPIOS	(0,71)	0,67	0,08	0,78	2,33
EMPRESAS	0,83	0,53	0,03	(0,36)	0,85

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

obs: (+) = déficit (-) = superávit

A deterioração do déficit operacional foi ainda maior que a do primário no biênio 1994/95 e os governos subnacionais (estados e municípios) contribuíram para a ampliação do déficit operacional mais do que para a ampliação do déficit primário. Essa maior participação dos governos subnacionais no déficit operacional pode ser explicado pela remonetização da economia que, na primeira etapa da estabilização, se colocou como importante fonte de financiamento para o governo central mas não para os governos subnacionais.

A incorrência de déficits primários significa que o endividamento se expande para cobrir não apenas os juros da dívida como despesas não-financeiras, posto que o déficit primário (ou componente não-financeiro do déficit) implica que as receitas dos estados foram insuficientes mesmo para cobrir as despesas líquidas de juros. Isto se reflete no crescimento de dívidas de curto prazo para cobrir despesas correntes, tanto contratuais (na forma de operações de antecipação de receita orçamentária- ARO) como forçadas (atrasos de pagamento a pessoal e a fornecedores). Embora esta última seja de difícil mensuração, os dados mostram um forte crescimento da primeira a partir da implementação do Plano Real (Tabela 1.10). Essas dívidas, por sua natureza (devem ser liquidadas até trinta dias após o encerramento do exercício em que foram

contratadas), não se traduzem na acumulação de um estoque de dívida a ser rolado<sup>21</sup>. Por outro lado, os elevados juros sobre estas dívidas configuram pressão adicional sobre o gasto estadual.

**TABELA 1.10**  
**OPERAÇÕES DE CRÉDITO POR ANTECIPAÇÃO DE RECEITA ORÇAMENTÁRIA**  
**FLUXO DE AUTORIZAÇÕES NO PERÍODO**

PERÍODO	TOTAL (RS MILHÕES)			PARTICIPAÇÃO DOS BANCOS PRIVADOS (%)		
	1993	1994	1995	1993	1994	1995
JAN	124,4	322,2	814,9	0,86	0,83	0,85
FEV	41,1	145,6	472,6	0,83	0,90	0,90
MAR	258,3	500,5	250,4	0,87	0,94	0,73
ABR	12,6	48,7	137,1	0,87	0,89	0,63
MAIO	31,8	40,6	122,1	0,84	0,84	0,74
JUN	21,1	43,8	340,2	0,80	0,58	0,82
JUL	20,7	51,9	187	0,98	0,41	0,76
AGO	25,8	157,7	272,7	0,79	0,82	0,80
SET	12,3	53,9	294,1	0,80	0,71	0,79
OUT	58	36,7	399,8	0,44	0,89	0,22
NOV	43,2	76,1	478,5	0,69	0,92	0,29
DEZ	210,3	63,9	172,3	0,95	0,71	0,31
<b>ACUMULADO</b>	<b>859,60</b>	<b>1.541,60</b>	<b>3.941,70</b>	<b>0,84</b>	<b>0,85</b>	<b>0,67</b>

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

Obs: autorizações até 30.06.94 convertidas pela URV do dia da autorização

A necessidade de uma proposta contemplando um alongamento do perfil da dívida mobiliária estadual já era evidente desde o início dos anos 90<sup>22</sup>, e as elevadas taxas de crescimento atingidas por esta dívida em 1995, assim como seu carregamento pelo Banco Central, apenas serviram para reforçar o caráter urgente de uma renegociação. No entanto, embora propostas de alongamento do perfil da dívida estadual tenham se colocado recorrentemente nos últimos anos, a renegociação que se iniciou em 1995 continha um ingrediente inédito. A deterioração do resultado primário dos governos estaduais explicitou, pela primeira vez, a necessidade de transcender ao caráter estritamente financeiro do reescalonamento da dívida e exigir dos estados um ajuste de suas contas primárias.

<sup>21</sup> A não ser, é claro, que ocorra algum processo de consolidação da dívida, como se procurou fazer através dos Votos CMN 162/95 e 175/95. De qualquer forma, sua origem está nos desequilíbrios acima da linha, não na rolagem de juros da dívida.

<sup>22</sup> Por exemplo, foi contemplada pela Lei 8.388/91 e pela Lei 8727/93, mas não foi logrado estabelecer consenso em torno das condições de seu refinanciamento, como assinalado no item 1.2.2. acima.

No segundo semestre de 1995 iniciaram-se as conversações entre a União e os Estados que resultaram na aprovação, em novembro, dos Votos CMN 162/95 e 175/95. O Conselho Monetário Nacional autorizava, desta forma, a Caixa Econômica Federal a abrir uma linha de crédito de cerca de R\$ 2 bilhões para financiar o ajuste fiscal dos Estados.

A partir de missões enviadas pela Secretaria do Tesouro Nacional aos governos estaduais foram diagnosticados como foco das dificuldades fiscais da maioria dos estados excessivos gastos como pessoal e outros custeios, a renúncia fiscal na forma de incentivos e a desorganização administrativa.

A linha de crédito implementada pelos Votos CMN 162/95 e 175/95 visava, portanto, viabilizar o ajuste fiscal sustentável dos estados, destinando-se a financiar a liquidação de débitos vencidos, a transformação de dívidas ARO em dívida fundada e programas de desligamento voluntário de servidores. Exigiram-se, pela primeira vez, pesadas contrapartidas em termos do ajuste e reestruturação dos estados, pois a linha de crédito estava condicionada à obtenção de superávit primário mínimo, modernização administrativa, corte de despesas de custeio, adequação dos gastos com pessoal aos limites estabelecidos pela Lei Complementar nº 82 (60% da Receita Corrente Líquida), elevação da arrecadação, privatizações e outras medidas negociadas individualmente com cada estado, a partir de um diagnóstico inicial.

A linha de crédito da CEF tinha prazo de 34 meses (até o final do atual governo, portanto) e carência opcional de 6 meses. Seus encargos eram adicionais ao limite de comprometimento de receita de 11% estabelecido pela Resolução 69/95.

A partir das ações do Tesouro Nacional, transparece o diagnóstico de que o restabelecimento do equilíbrio federativo e a consolidação da estabilização dependeriam de uma transição satisfatória dos estados para uma economia de preços estáveis. Paradoxalmente, a “intervenção” do governo federal seria necessária à consecução desta transição, o que guarda paralelo ao apoio federal à solvência do sistema bancário (PROER). Por outro lado, a sustentabilidade do ajuste não prescindiria da construção de mecanismos institucionais que impedissem que os estados se endividassem além de sua capacidade de pagamento, gerando nova crise.

A Secretaria do Tesouro Nacional vem procurando aprimorar os critérios de cálculo de capacidade de pagamento dos estados, com a finalidade de introduzir o conceito de risco na tomada de decisão de pleitos de endividamento de governos estaduais e municipais e na concessão de garantias da União para operações de crédito.

A Portaria n.º 289/95 da STN desenvolveu critérios para construir um sistema de classificação dos estados de acordo com sua capacidade de pagamento, constituindo importante avanço neste sentido. O primeiro passo consiste em uma avaliação quantitativa que toma por base a evolução do resultado primário e sua relação com o serviço da dívida nos últimos 4 anos. Este resultado, projetado pelo período de 9 anos, é complementado por uma análise qualitativa que procura “descontaminar” as projeções do peso excessivo de resultados negativos no passado e introduzir na análise perspectivas quanto ao desempenho dos programas e medidas em andamento que possam alterar o perfil das receitas e despesas.

A Portaria 289/95 mostrou-se complemento essencial do programa de apoio ao ajuste fiscal dos estados. Isto porque o ajuste fiscal sustentável dos estados depende não apenas da capacidade destes construírem um novo padrão de financiamento e readequarem suas estruturas fiscais e patrimoniais, como da criação de um arcabouço institucional que efetivamente introduza o conceito de risco nas operações de crédito com os estados.

Os Votos CMN 162/95 e 175/95 constituíram um importante passo no sentido de atacar um foco de pressão sobre o endividamento estadual que se explicitou a partir da implementação do Plano Real: o déficit primário. Ficaram em aberto, contudo, as condições do refinanciamento da dívida mobiliária estadual, assim como de outras dívidas estaduais não renegociadas. Estas renegociações, que se iniciaram no ano seguinte, mantiveram o espírito dos Votos CMN 162/95 e 175/95 no sentido de enfatizar a necessidade de um ajuste fiscal e patrimonial amplo dos estados como base de um equacionamento sustentável da crise financeira estadual.

A avaliação dos avanços e limitações das medidas de alongamento do perfil da dívida e de ajuste fiscal propostos no âmbito do Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados deve ser precedida, contudo, de uma análise mais cuidadosa

do comportamento do resultado primário dos governos estaduais. Vale dizer, a compreensão global dos determinantes da evolução da dívida na primeira metade dos anos 90, assim como da importância do desajuste de natureza fiscal, *vis a vis* os desequilíbrios financeiros decorrentes das condições de rolagem do estoque da dívida, não prescinde de um diagnóstico dos resultados alcançados pelas contas primárias neste período. Esta discussão será desenvolvida no próximo capítulo.

#### **1.4. CONCLUSÕES**

Neste capítulo, foram analisadas as condições de rolagem da dívida estadual na tentativa de aprofundar a discussão da relação entre a evolução da taxa de juros real e a trajetória do estoque de dívida estadual.

A análise desenvolvida permitiu qualificar esta relação. A dívida estadual não é homogênea no que se refere às condições de contratação de operações de crédito e de rolagem do estoque da dívida. A heterogeneidade da composição da dívida se traduz em impactos diferenciados das mudanças na política econômica - tanto através de medidas *strictu sensu* de política econômica como indiretamente através de seus efeitos sobre as variáveis macroeconômicas - sobre o custo do endividamento, o que torna a *estrutura* do endividamento importante indicador da vulnerabilidade do estoque da dívida estadual ao comportamento da política monetária.

A discussão das condições de rolagem das diferentes categorias de dívida mostrou que a dívida mobiliária estadual teve sua evolução determinada predominantemente pela evolução da taxa de juros, e que as dívidas que haviam sido passíveis dos reescalamentos negociados nos anos 80 e início dos anos 90 mantiveram-se estáveis no período analisado.

Não foi possível explicitar, contudo, os determinantes da trajetória da categoria de dívida que, depois da dívida mobiliária, apresentou as mais elevadas taxas de crescimento no período: a dívida bancária. A hipótese de que sua evolução esteve condicionada ao financiamento de déficits primários se torna mais forte à medida que, com a implementação do Plano Real, evidenciou-se um quadro de acentuado desajuste fiscal no âmbito das administrações diretas estaduais.

A deterioração do resultado primário em ambiente de elevadas taxas de juros reais levou os estados a buscarem mecanismos precários de financiamento das despesas correntes, implicando o crescimento de dívidas forçadas (atrasos de pagamento) e de antecipação de receita orçamentária. Esta questão aponta a necessidade de uma discussão mais aprofundada do comportamento do resultado primário dos governos estaduais na primeira metade dos anos 90.

A complexidade da crise tornou premente cercar o problema em suas várias frentes para evitar que ele se recoloque no futuro, na forma de um amplo programa de Apoio à Reestruturação Ajuste Fiscal dos Estados.

Em primeiro lugar, é preciso atacar as causas dos desequilíbrios acima da linha dos estados pois, caso contrário, estes continuarão a se endividar para financiar despesas correntes, e os desajustes recorrentes entre receitas e despesas tendem a se desdobrar em desequilíbrios patrimoniais e insolvência financeira.

Em segundo lugar, é preciso definir objetivamente as condições de rolagem do estoque total de dívida acumulada, incluindo a dívida mobiliária. É impossível pensar em mudanças institucionais e na criação de mecanismos de controle de longo prazo do endividamento sem antes desativar os condicionantes do crescimento descontrolado da dívida mobiliária. Enquanto a federalização da dívida funcionar como canal de transferência dos desequilíbrios financeiros dos estados para o governo federal, o controle do déficit e do endividamento dos estados será excessivamente tênue e desigual.

Em terceiro lugar, é imprescindível a criação de mecanismos que garantam a sustentabilidade do ajuste estadual. Esta questão diz respeito à regulamentação das relações fiscais e financeiras intergovernamentais e entre setor público e setor privado, notadamente: 1) de reformas que garantam maior flexibilidade do gasto estadual; 2) da sinalização, a partir da renegociação do estoque de dívida mobiliária, de que os canais de federalização estão efetivamente cortados, o que implica a introdução do conceito de risco nas operações de crédito com os estados; e 3) da reformulação dos controles institucionais, que devem abarcar de forma completa a heterogeneidade das categorias de dívida e dos tomadores e ofertantes de crédito.

### ***1.5. NOTA METODOLÓGICA***

Os dados mais completos sobre a dívida estadual são os da dívida mobiliária, de periodicidade mensal, publicados no Boletim das Dívidas Estaduais e Municipais do Banco Central.

A dívida contratual interna fundada pode ser dividida, basicamente, em dois grandes componentes. O primeiro consiste nas dívidas renegociadas dos estados junto ao Tesouro Nacional, ao amparo da Lei 7.976/89, da Lei 8.727/93 e os Bônus de Renegociação da Dívida Externa. As fontes destes dados são a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), posto que o Tesouro é o credor destas dívidas, e eventualmente os próprios estados. Trata-se de um dado “confiável”, no sentido de que estas dívidas estão muito bem definidas, mas de difícil obtenção.

Excetuando-se as dívidas renegociadas, o universo da dívida contratual estadual é extremamente nebuloso.

O Banco Central publica, no mesmo Boletim da Dívidas Estaduais e Municipais, dados da dívida contratual interna, mas estes têm dois problemas sérios. Em primeiro lugar, não está definido o que esta dívida inclui. Por exemplo, para alguns estados, os Bônus de Renegociação da Dívida Externa constam como dívida interna, e para outros, como externa. Isto não fica explícito nos dados do Banco Central. O segundo problema está na periodicidade com que os estados atualizam seus dados junto ao Banco Central, às vezes de vários meses, o que dificulta o acompanhamento da série histórica e a efetuação de comparações entre os estados.

Uma outra fonte de dados sobre a dívida estadual está nos elementos do balanço patrimonial dos estados, contidos na Execução Orçamentária dos Estados e Municípios, publicada pelo STN. Esta publicação apresenta também alguns problemas. Assim como na categoria “dívida contratual interna fundada” do Banco Central, a abrangência da dívida está pouco explicitada: a dívida não está decomposta em seus componentes, e não se sabe mesmo se os dados relativos a diferentes estados são comparáveis entre si, ou no tempo. Por fim, cabe notar que esta publicação tem apresentado alguns erros, como é o caso dos dados referentes à dívida mobiliária paulista nos últimos anos.

Os dados sobre a dívida flutuante estadual são certamente os mais difíceis de se obter e trabalhar. A série do Boletim do Banco Central é ainda mais incompleta que as demais séries de dívida contratual daquela publicação. Além do problema da periodicidade existe, mais uma vez, o problema da abrangência. Por exemplo, não se sabe se os dados incluem, e em que medida, atrasos de pagamentos a pessoal e fornecedores, etc.

Os balanços do STN também contêm dados anuais da dívida flutuante estadual, os quais não guardam relação com os números do Banco Central.

Entre os dados de dívida enviados por alguns estados, o valor da dívida flutuante esteve, na maioria das vezes, ausente. O volume da dívida flutuante e sua relação com a dívida fundada constituem importantes indicadores de (in)adimplência de um estado, o que pode explicar a dificuldade de obtenção do dado, assim como ressalta sua importância.

As fontes de dados sobre a dívida externa dos estados são também o Banco Central e a STN. A discrepância, na maioria das vezes, entre os dados destas duas fontes pode ser explicada, em parte, pela alocação não explicitada de certas dívidas (notadamente os Bônus de Renegociação da Dívida Externa) ora à dívida contratual interna, ora à externa, conforme mencionado acima. Cabe notar que, mesmo considerando-se este problema, os dados do STN e do Banco Central raramente coincidem entre si, assim como com os dados enviados pelos estados.

Para se trabalhar conjuntamente os dados fornecidos pelo Banco Central e pela STN, foram adotados, basicamente, dois procedimentos.

O primeiro foi a utilização de dados complementares, como os que foram enviados por alguns estados (Bahia, Ceará, Santa Catarina, São Paulo, Maranhão, Rio Grande do Norte, Paraíba e Paraná) e os obtidos a partir de relatórios sobre as finanças públicas dos estados do Rio Grande do Sul, Paraná, São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Goiás, Bahia, Pernambuco e Ceará, encomendados a consultores independentes pelo BID e pelo BIRD. Entre estas fontes complementares de dados, destaca-se a quase total ausência de informações de estados das regiões Centro-Oeste e Norte, o que dificulta uma avaliação mais realista da situação de endividamento destes estados.

O segundo procedimento adotado foi a complementação da base de dados através de estimativas. Tomando-se por base os estados sobre os quais havia informação suficiente, verificou-se que as taxas de crescimento de diferentes tipos de dívida eram bastante similares entre os estados. Este resultado não apenas permitiu o cálculo de uma taxa média de crescimento de cada dívida, projetada para os demais estados, como reforça a necessidade de se conceder mais importância à *composição* da dívida estadual.

Estes procedimentos permitiram a construção de um quadro razoavelmente acurado do volume e composição (com a exceção da dívida flutuante não contratual) do endividamento estadual.

**ANEXO 1.1**  
**LIMITES AO ENDIVIDAMENTO ESTADUAL: PRINCIPAIS RESOLUÇÕES DO SENADO FEDERAL**  
**(1975/1995)**

VARIÁVEL DE CONTROLE	RESOLUÇÃO 62/75 e 93/76	RESOLUÇÃO 94/89	RESOLUÇÃO 58/90	RESOLUÇÃO 11/94	RESOLUÇÃO 69/95
<b>A. Dívida Total</b>					
1. Estoque da Dívida Interna	70% da Receita Líquida <sup>1</sup>	-	-	-	-
2. Crescimento Real da Dívida Interna	20% do Crescimento da Receita Líquida	-	-	-	-
3. Serviços da Dívida	15% da Receita Líquida	Margem de Poupança Real <sup>2</sup>	Margem de Poupança Real <sup>3</sup>	Margem de Poupança Real (b) ou 15% da Receita Líquida Real <sup>4</sup> (o menor)	Margem de Poupança Real (b) ou 16% da Receita Líquida Real (o menor)
4. Volume de Operações de Crédito	-	Despesas de Capital	Despesas de Capital	Despesas de Capital	Despesas de Capital
	-	Serviço da Dívida + 10% da Receita Líquida	Serviço da Dívida	Serviços da Dívida ou 27% da Receita Líquida Real (o maior)	Serviços da Dívida ou 27% da Receita Líquida Real (o maior)
<b>B. Antecipação de Receita Orçamentária</b>					
1. Volume de operações	25% da Receita Orçamentária	25% da Receita Orçamentária	15% da Receita Orçamentária.	15% da Receita Líquida Estimada (e)	12% da Receita Líquida Real
2. Serviços	5 % da Receita Orçamentária	7 % da Receita Orçamentária	7 % da Receita Orçamentária	7 % da Receita Líquida Real	7% da Receita Líquida Real
<b>C. TÍTULOS PÚBLICOS</b>	35% da Receita Líquida	-	-	-	-

Elaboração Própria.

<sup>1</sup> Receita Líquida de Operações de Crédito

<sup>2</sup> Receita Líquida menos (Despesas Correntes Líquidas de Serviço da Dívida)

<sup>3</sup> Receita Líquida menos Despesas Correntes

<sup>4</sup> Receita Líquida de Receitas de Capital e Transferências a Municípios

## CAPÍTULO 2- A FORMAÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO

### 2.1. INTRODUÇÃO

No capítulo anterior, discutiu-se o comportamento de um componente específico do resultado operacional dos governos subnacionais, o fluxo de juros reais, determinado, de um lado, pelo quadro macroeconômico refletido na gestão da política monetária, e de outro, pelas condições institucionais de rolagem da dívida. Procurou-se mostrar o efeito da política monetária restritiva sobre a situação financeira dos governos estaduais independentemente de sua política de gasto corrente, isto é, dada apenas pela relação entre a elevação da taxa de juros e o financiamento de desequilíbrios incorridos em momentos anteriores. Em outras palavras, a discussão centrou-se nas condições de rolagem do estoque da dívida estadual.

A análise das condições de rolagem das diferentes categorias de dívida mostrou que, dada a heterogeneidade da dívida estadual em termos de prazos e juros, os efeitos da elevação da taxa de juros sobre o custo de rolagem da dívida tendem a se concentrar nas dívidas não renegociadas, ou seja, na dívida mobiliária e bancária estadual. Mostrou-se também que as elevadas taxas de crescimento atingidas pela dívida mobiliária nos anos 90 estiveram associadas à rolagem dos juros da dívida.

No entanto, não foi possível determinar, a partir da análise das condições de rolagem da dívida, as causas do crescimento da dívida bancária estadual. Não é possível eliminar, a priori, a hipótese de que o crescimento desta dívida tenha sido associado ao financiamento de déficits primários. A compreensão da crise de endividamento estadual não prescinde, portanto, da análise dos fluxos que determinam as necessidades de financiamento dos estados independentemente do comportamento dos juros reais. Vale dizer, é preciso atentar para o comportamento do resultado primário.

Da mesma forma como o exame da composição do estoque da dívida permitiu relativizar o diagnóstico de que foram as elevadas taxas de juros reais as responsáveis pela crise financeira dos governos estaduais em geral, procurar-se-á demonstrar, por meio da análise do resultado primário, que independentemente do comportamento do gasto estadual após a implementação do Plano Real, as condições para uma crise fiscal já vinham sendo gestadas nos anos

imediatamente anteriores. A compreensão da evolução do resultado primário no período pós-estabilização não prescinde da discussão dos mecanismos de financiamento utilizados pelos governos estaduais no período inflacionário.

No próximo item, far-se-á uma discussão das diferentes formas de apuração do resultado primário. No item 2.3, será analisado o financiamento do déficit primário na primeira metade dos anos 90. O item 2.4 discute algumas implicações do ajuste fiscal no contexto de estabilidade de preços. O item 2.5 apresenta as conclusões.

## 2.2. A APURAÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO DOS ESTADOS

A existência de diversos conceitos de déficit público reflete os distintos aspectos sob os quais é possível analisar o desempenho econômico-financeiro de uma entidade ou conjunto de entidades públicas. No que se refere aos governos subnacionais, três medidas de déficit se destacam<sup>1</sup>.

O déficit nominal ou convencional se caracteriza pela abrangência integral das despesas com juros da dívida pública, isto é, pela inclusão dos juros nominais no cômputo do déficit. Neste caso, o termo *nominal* não tem o significado usual de “mensuração a preços correntes” e sim de incorporação do componente de correção monetária da dívida às despesas com juros.

O déficit operacional é obtido da subtração da correção monetária da dívida pública do déficit nominal. Em outras palavras, computa-se na despesa com a remuneração da dívida apenas aquela referente ao pagamento de juros reais. A justificativa para este procedimento é que o processo inflacionário eleva as necessidades de financiamento em termos nominais, já que é preciso compensar os detentores da dívida pública pela corrosão do valor real do estoque da dívida, por meio da correção monetária. Isto significa que, em quadros de aceleração

---

<sup>1</sup> Os conceitos de déficit nominal, operacional e primário são igualmente importantes para a avaliação do desempenho econômico e financeiro do governo central. No entanto, existe uma variedade muito mais ampla de indicadores de déficit do setor público, referentes à inclusão, no cálculo, do setor produtivo estatal ou das Autoridades Monetárias, e que fogem ao escopo deste trabalho.

inflacionária e na presença de mecanismos de indexação da dívida<sup>2</sup>, um mesmo déficit operacional se reflete em diferentes níveis de déficit nominal ao longo do tempo. O déficit operacional seria, portanto, um indicador mais adequado para fins de controle e acompanhamento do déficit público<sup>3</sup>.

O resultado primário é um conceito de déficit (ou superávit) público associado ao comportamento de receitas e despesas não-financeiras<sup>4</sup>.

Na apuração do resultado primário, exclui-se toda despesa referente à remuneração da dívida. Ao excluir do déficit importante componente da despesa cujo montante é determinado, a cada momento, de forma exógena à entidade em questão (simultaneamente pelo estoque da dívida pública e pela taxa real de juros)<sup>5</sup> tem-se um indicador do caráter expansivo ou contracionista do gasto fiscal em determinado momento. Por outro lado, o resultado primário, na medida em

---

<sup>2</sup> Um outro conceito de déficit que procura incorporar os efeitos da inflação sobre o déficit público é o chamado "déficit ajustado por conta da inflação". Neste conceito, procura-se avaliar o efeito da erosão inflacionária sobre todo o passivo do governo, indexado ou não. Como a principal diferença entre este e o resultado operacional é a contabilização do imposto inflacionário, no que se refere aos governos subnacionais o conceito de déficit ajustado por conta da inflação é pouco relevante.

<sup>3</sup> Historicamente, a introdução do conceito operacional como indicador oficial das necessidades de financiamento do setor público foi produto do jogo de forças travado entre o governo brasileiro e o Fundo Monetário Internacional, em torno da implementação de metas restritivas de política fiscal e monetária, no âmbito da crise da dívida externa. Zini Jr. (1991) lembra que, ao se descontar a correção monetária, ignora-se que não está automaticamente garantido o refinanciamento das posições passivas. Isto é, embora o déficit nominal não reflita o desequilíbrio financeiro real do setor público, este tem que ser financiado em termos *nominais*.

<sup>4</sup> A exclusão de receitas financeiras, mais especificamente das operações de crédito, da apuração do resultado primário, não decorre apenas destas não refletirem o desempenho fiscal da entidade em questão, mas de que representam antes o financiamento do déficit do que um dos fatores que determinam sua magnitude. Por este motivo, o déficit no conceito nominal e operacional também são líquidos de operações de crédito.

<sup>5</sup> Tanto o estoque da dívida pública como o *spread* embutido na taxa de juros paga sobre ela são condicionados pelo resultado primário obtido em exercícios financeiros anteriores. Não obstante, para determinado exercício financeiro, estes dois fatores podem ser considerados *dados*.

que reflete a capacidade de geração de recursos para pagamento de encargos da dívida, constitui um indicador da trajetória futura do endividamento público.

A importância do conceito de resultado primário está em distinguir, no interior do resultado operacional, o comportamento da gestão de fluxos de receitas e despesas não-financeira, *vis a vis* os fluxos de juros determinados pela interação entre o estoque da dívida pública e a evolução da política monetária. Como coloca Biasoto Jr.(1997),

“[a exclusão de contas vinculadas a juros da dívida] altera de forma importante as contas públicas, na medida em que os efeitos da estrutura patrimonial de haveres e obrigações ficam isolados das contas correntes” (p.14).

Esta distinção é fundamental para precisar a natureza dos desequilíbrios financeiros que atingem o setor público, à medida que parte do déficit a ser financiado em determinado momento se refere ao custo da rolagem de desequilíbrios fiscais incorridos em exercícios financeiros anteriores, cristalizados em estoques de dívida. Em outras palavras, para se avaliar os resultados da gestão de receitas e despesas fiscais em determinado momento, é preciso “descontaminar” o déficit operacional do custo de rolagem da dívida pública.

Os *conceitos de déficit* diferem entre si, portanto, na contabilização da despesa com a remuneração da dívida pública, sendo o resultado primário caracterizado pela exclusão de despesas não-financeiras.

Já a existência de diferentes *formas de medição* do déficit (ou superávit) do setor público decorre da propriedade de que, *por definição, o montante do déficit é igual ao volume de financiamento do déficit*. Isto é, necessariamente,

$$\text{Despesa} - \text{Receita} = \text{Financiamento}$$

onde receita se refere às receitas próprias da(s) entidade(s) em questão, posto que por financiamento compreende-se recursos de terceiros. Esta igualdade sugere duas formas, *teoricamente equivalentes*, de mensuração do déficit. A primeira, conhecida por apuração “acima da linha”, consiste no levantamento dos montantes de receita e de despesa e no cálculo de sua diferença; a segunda, a apuração “abaixo da linha”, na determinação do volume de financiamento concedido à(s) entidade(s) no período em questão.

Apesar da equivalência teórica entre os resultados calculados acima e abaixo da linha, as diferentes formas de medição do déficit levam à obtenção de resultados significativamente diferentes entre si, como se verá adiante. A diferença entre os resultados acima e abaixo da linha não decorre apenas de erros ou omissões nas estatísticas. Se não, vejamos.

Em primeiro lugar, é preciso ter claro que o *cálculo do déficit acima e abaixo da linha privilegiam aspectos distintos do desempenho fiscal e financeiro do setor público: a formação do déficit e as condições de financiamento do déficit*. Em termos concretos, isto significa que cada um dos métodos de cálculo parte de um conjunto distinto de rubricas referentes à evolução das contas públicas- o primeiro relativo às receitas e despesas, o segundo, ao endividamento.

Esta qualificação, *per se*, é insuficiente para justificar a obtenção de resultados distintos entre si, mas permite introduzir uma questão de extrema relevância para a análise do significado dos resultados apurados acima e abaixo da linha: a escrituração contábil. A existência de diferentes regimes contábeis advém de que um mesmo fato econômico pode ser registrado de várias maneiras. Para citar um exemplo simples, uma despesa pode ser registrada no momento em que se contrai uma obrigação de pagamento futuro, ou na data do desembolso que salda a obrigação. No primeiro caso, tem-se o regime contábil conhecido por “regime de competência”, no segundo, “regime de caixa”. Para Ramalho (sem data, mimeo.), o regime de competência pode ser considerado tecnicamente superior ao regime de caixa, dada a

“enorme importância da criação e repasse de crédito para o funcionamento do sistema econômico, [o que torna] a criação e extinção de obrigações a pagar tão dignas de nota quanto a entrega ou o recebimento de dinheiro”(p.9-10).

Para fins deste trabalho, contudo, o importante a notar é que a questão do registro contábil pode explicar a obtenção de resultados desiguais pelos métodos acima e abaixo da linha, não apenas como problema contábil mas como indicador de determinados comportamentos da despesa e do financiamento e de seu impacto sobre o déficit primário.

A seguir, serão discutidas as duas formas de medição do resultado dos governos estaduais no Brasil. Mostrar-se-á como estas dualidades conceituais (acima e abaixo da linha, caixa e competência) podem ser utilizadas para a compreensão da evolução do resultado primário, antes e depois da estabilização.

### 2.2.1. O Cálculo Abaixo da Linha

As Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), calculadas pelo Banco Central, são o indicador oficial de déficit público no Brasil, constituindo referência para a orientação e formulação de política econômica. A metodologia do Banco Central centra-se no cálculo abaixo da linha, tendo como base a variação da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP).

#### QUADRO 2.1 APURAÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO ABAIXO DA LINHA

$$\text{NFSP nominal}_t = \text{DLSP}_t - \text{DLSP}_{t-1}$$

$$\text{NFSP operacional}_t = \text{NFSP nominal}_t - \text{correção monetária da dívida}_t$$

$$\text{NFSP primário}_t = \text{NFSP operacional}_t - \text{juros reais}_t$$

Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

O cálculo das necessidades de financiamento a partir da variação do estoque da dívida, apesar de bastante intuitivo, apresenta algumas limitações enquanto medida global das necessidades de financiamento do setor público. A primeira decorre de que o saldo da dívida apurado pelo Banco Central se restringe a dívidas contratadas, ou seja, financiamento contraído na forma de dívida, por meio da emissão de títulos ou contratação de empréstimos junto ao sistema financeiro. Este conceito implica a exclusão, no cálculo do déficit, da captação de financiamentos “forçados”, como se verá adiante. A segunda limitação resulta de sua definição como *variação da dívida líquida* do setor público, o que implica a consolidação de determinados passivos entre si ou com ativos, o que afeta a variação da dívida e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento. Senão, vejamos.

Em primeiro lugar, as NFSP não apreendem a rolagem de amortizações. A justificativa para tal é que, quando as amortizações são financiadas com recursos de terceiros (ou roladas), representam apenas uma troca de passivo, o que não implica variação da dívida líquida. Por outro lado, a não captação da rolagem de amortizações compromete a representatividade das

NFSP enquanto medida da solvência e de capacidade de pagamento do setor público<sup>6</sup>. Esta limitação do conceito de NFSP decorre de sua própria definição como variação da DLSP.

Em segundo lugar, o saldo do total de empréstimos a pagar é diminuído de diversos haveres classificados como disponíveis ou realizáveis a curto prazo, para fins de cálculo da DLSP<sup>7</sup>. O cálculo das NFSP a partir da variação da *dívida líquida* do setor público significa que o volume das necessidades de financiamento pode se originar tanto de uma variação da dívida propriamente dita como dos ativos mantidos em carteira pela entidade pública. Em outras palavras, uma das principais limitações das NFSP está em que

“o conceito de NFSP é estritamente financeiro, o que o leva a não tomar em conta a destinação dos gastos que levam ao déficit [o que implica] a impossibilidade de identificação da relação entre a variação de dívidas e a variação patrimonial”(Biasoto: 1997, pp. 10 -12).

Por exemplo, a troca de ativos fixos ou de longo prazo por disponibilidades de curto prazo junto ao sistema financeiro se refletirá numa redução da dívida líquida, embora o passivo do setor público não tenha se alterado.

O resultado imediato dessas características das NFSP é que estas constituem, *no conceito primário*, um indicador de déficit que se aproxima do regime de *caixa*<sup>8</sup>. O déficit só é captado no momento em que o setor público contrata dívidas junto ao sistema financeiro (interno ou

---

<sup>6</sup> A mensuração do déficit público a partir da variação da dívida líquida e conseqüente exclusão das amortizações do cômputo das necessidades de financiamento se insere no contexto do início dos anos 80 quando, no âmbito da crise da dívida externa e negociações junto ao FMI, as preocupações se voltaram à capacidade honrar os serviços da dívida, diante da suposição de que as amortizações seriam roladas pelos credores externos.

<sup>7</sup> No caso do Governo Federal e Banco Central, são abatidos da dívida externa um montante referente ao volume de reservas internacionais e operações de crédito com o setor privado, além de outros haveres de curto prazo. No caso dos governos estaduais, destacam-se as disponibilidades junto ao sistema financeiro.

<sup>8</sup> É importante ressaltar que esta afirmação é tão somente válida para o resultado primário, pelo fato deste ser líquido de despesas com juros. Os juros da dívida, mesmo quando não pagos, são captados pelo resultado abaixo da linha como uma capitalização ao principal da dívida. No cálculo abaixo da linha, portanto, os juros da dívida são apropriados por critério de competência, e não é possível afirmar que o déficit operacional se aproxime do regime de caixa.

externo) para saldar suas despesas, ou seja, no momento do *desembolso* referente a despesas incorridas<sup>9</sup>. Assim, as NFSP no conceito primário, tal como definidas, captam a movimentação de fundos, em detrimento da criação de obrigações, e um financiamento só é contabilizado na medida em que representar variações no caixa.

Para melhor compreender esta questão, é preciso atentar para a formação do déficit acima da linha, ou a gestão de receitas e despesas pelo setor público. Na execução orçamentária do setor público, a despesa é registrada em regime de competência, isto é, registra-se a criação de uma obrigação de pagamento, não o pagamento em si. Portanto, quando se registra uma despesa (que passa a ser tratada, um tanto enganosamente, por despesa *liquidada*), cria-se uma obrigação de pagamento, que pode ou não ser saldada imediatamente.

*A diferença entre a despesa em regime de competência e em regime de caixa, acima da linha, representa um determinado tipo de financiamento concedido ao setor público que não é captado pela variação da dívida líquida. O financiamento de uma despesa só se reflete na variação da dívida líquida no momento em que ocorre o desembolso efetivo, ou seja, quando, para liquidar uma obrigação, amplia-se o endividamento junto ao sistema financeiro. Neste sentido, as necessidades de financiamento não refletem o total de obrigações mantidas em determinado momento pelo setor público, mas tão somente obrigações de natureza financeira originadas da contratação de dívida (dívida registrada).*

Em suma, *o indicador de NFSP não capta uma importante fonte de financiamento concedido ao setor público por meio da diferença entre a despesa em regime de caixa e em regime de competência. Do ponto de vista do financiamento, este diferencial é conhecido por float ou dívida flutuante não-contratada*<sup>10</sup>. Como o déficit abaixo da linha é calculado justamente da ótica do financiamento, *pode ocorrer uma distorção no cálculo do déficit na*

---

<sup>9</sup> A fato de se abater da dívida líquida as disponibilidades junto ao sistema financeiro significa que, enquanto uma dívida contratada não for utilizada para efetuar pagamentos, isto é, for mantida em conta corrente, não aparecerá como variação da DLSP.

<sup>10</sup> O termo "dívida flutuante" refere-se a qualquer dívida de prazo inferior a um ano. A discussão se refere apenas à dívida flutuante não contratada porque a dívida flutuante contratada junto ao sistema financeiro, conhecida por antecipação de receita orçamentária (dívida ARO), é captada pela variação da DLSP.

*medida em que este só é reconhecido como tal no momento em que um determinado tipo de financiamento (a dívida registrada) é captado pelo Banco Central. Vale dizer, a variação da dívida líquida tal como é definida pode não abranger todo o universo de fontes de financiamento do setor público, ou fazê-lo com alguma defasagem*<sup>11</sup>.

A não captação dessas obrigações no período em que são contraídas e seu registro em momento posterior implicam distorções tanto de abrangência como de temporalidade na apuração do resultado primário. Como bem coloca Afonso (1996) para o caso dos governos estaduais:

“quando os governos estaduais “fundam” boa parte das dívidas flutuantes<sup>12</sup> - assumindo dívidas contraídas por suas empresas estatais, cobrindo com títulos estaduais os saques a descoberto contra seus bancos estaduais ou contraindo empréstimos de curtíssimo prazo relativos à antecipação de receita - só então o Banco Central as identifica oficialmente como dívida, fazendo com que a troca de posições apare[ça] como incremento das necessidades de financiamento em momento posterior”(p. 10).

Esta distorção no indicador de déficit abaixo da linha é agravado no contexto de processos inflacionários acentuados como o que caracterizou a economia brasileira na maior parte do período anterior à implementação do Plano Real. Neste caso, o atraso na liquidação de uma obrigação se reflete nas NFSP em valores reais inferiores aos inicialmente contraídos. Ou seja, mesmo quando registrada, a variação da dívida não reflete a magnitude do financiamento concedido no período. Como a magnitude do déficit é mensurada justamente por meio do volume do financiamento concedido, subestima-se também o déficit.

O indicador de NFSP, da forma como é calculado pelo Banco Central, está sujeito portanto a uma série de distorções. No caso dos governos subnacionais, estas distorções são mais

---

<sup>11</sup> Existe um segundo problema, também de difícil contabilização, referente à não incorporação, na série temporal da DLSP, de dívidas de montantes substanciais, que subitamente passam a ser incluídas no cálculo a partir de determinado momento. Este processo, conhecido por “explicitação de esqueletos”, tem ocorrido predominantemente no âmbito federal. No entanto, com o processo de saneamento e busca de transparência nas contas do setor público estadual, parece bastante provável que este processo atinja a DLSP dos governos subnacionais, no futuro próximo.

<sup>12</sup> O termo *funding* é utilizado aqui, e ao longo deste capítulo, como referência à natureza *contratual* de uma dívida, sem necessariamente implicar alongamento do perfil da dívida.

graves, e isto por dois motivos. Em primeiro lugar, é preciso enfatizar o caráter extremamente agregado do indicador NFSP para Estados e Municípios, que reduz a um mesmo número resultados fiscais de esferas de governos subnacionais e de unidades da federação absolutamente heterogêneas entre si, reduzindo a representatividade deste resultado<sup>13</sup>.

Em segundo lugar, porque as estatísticas referentes à execução orçamentária, ou ao déficit acima da linha, são mais frágeis no caso dos governos subnacionais, inclusive devido ao seu maior número e heterogeneidade, *vis a vis* as contas do governo federal. Do ponto de vista da elaboração e implementação de medidas de política econômica contemplando governos subnacionais, esta fragilidade constitui um problema sério à medida que, desconhecendo-se o comportamento dos itens de receita e despesa que compõem o déficit, não se tem as informações necessárias para orientar políticas de ajuste.

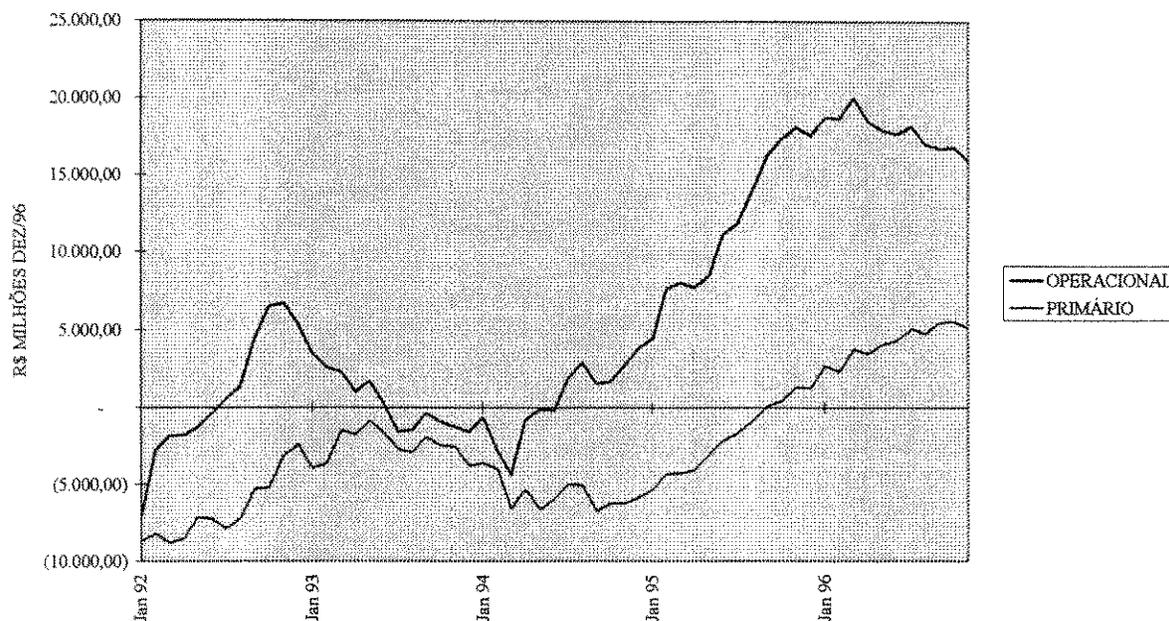
Em suma, além das limitações intrínsecas à definição de NFSP como variação da DLSP apontados acima, existem problemas adicionais no que se refere ao indicador oficial de déficit para governos subnacionais: seu caráter extremamente agregado e a ausência de informações que sustentem políticas de ajuste. Grosso modo, pode-se dizer que as NFSP não permitem identificar com precisão nem a magnitude nem os focos de desequilíbrio nas contas dos governos estaduais. Outrossim, constituem importante subsídio para a análise do comportamento do endividamento dos governos subnacionais junto ao sistema financeiro.

O Gráfico 2.1 mostra o comportamento das NFSP operacionais e primárias dos governos estaduais e municipais no período entre e 1996.

---

<sup>13</sup> Por exemplo, um déficit significativo da parte de um estado grande, como São Paulo, pode elevar as NFSP dos governos subnacionais mesmo que a tendência dos demais governos seja de apresentar melhoras em suas contas.

GRÁFICO 2.1  
NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DE GOVERNOS ESTADUAIS E MUNICIPAIS  
FLUXO ACUMULADO EM 12 MESES



Fonte: Banco Central. Elaboração Própria.

Neste período é possível distinguir três fases distintas no comportamento conjunto dos dois indicadores<sup>14</sup>:

- deterioração no período 1991/92;
- recuperação entre o início de 1993 e meados de 1994, liderada pela melhora do resultado primário;
- forte deterioração a partir de meados de 1994.

É importante notar que a deterioração do resultado operacional em 1994 antecede a piora do resultado primário, e que esta reversão foi determinada pelo comportamento das taxas de juros reais. Não obstante, o superávit primário começou a se reduzir sensivelmente a partir do segundo semestre daquele ano, transformando-se em déficit em meados de 1995.

<sup>14</sup> Lembrando que o resultado primário é um dos componentes do resultado operacional e que a diferença entre os dois equivale aos juros reais.

*Em suma, o indicador de necessidades de financiamento dos governos estaduais calculado pelo Banco Central endossa o diagnóstico de que a deterioração dos resultados operacional e primário dos governos estaduais ocorreu com a implementação do Plano Real.*

### **2.2.2. O Cálculo Acima da Linha**

O segundo método de cálculo do déficit público é conhecido por apuração “acima da linha”. Este procedimento consiste no cálculo do déficit a partir dos dados da execução orçamentária dos governos estaduais, isto é, da diferença entre receitas e despesas desta esfera de governo apuradas em determinado período.

Os dados da execução orçamentária dos governos estaduais são consolidados e publicados anualmente pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), a partir de balanços elaborados pelos próprios<sup>15</sup>. Para fins da discussão do cálculo do resultado primário a partir dos dados da STN, dois comentários são pertinentes.

O primeiro diz respeito ao regime de apuração. Enquanto as receitas são registradas em regime de caixa, as despesas são contabilizadas em regime de competência. Isto é, enquanto na contabilização da receita privilegia-se o embolso de fundos em detrimento da criação de créditos, no registro da despesa consta a criação da obrigação, não o relativo desembolso<sup>16</sup>.

Em regimes de aceleração inflacionária, isto significa que existe uma tendência, na elaboração do orçamento, a subestimar as receitas nominais. Isto é, se existem mecanismos desenvolvidos de indexação de receitas, como ocorreu no Brasil no período anterior à implementação do Plano Real, a cada mês os fluxos de receita nominal são mais elevados do

---

<sup>15</sup> Os dados de balanço se referem aos fluxos acumulados ao longo do ano, a preços correntes. A conversão destes montantes em valores a preços constantes fica prejudicada por não se conhecerem os fluxos de receitas e despesas ao longo do ano. Em períodos de aceleração inflacionária a concentração de fluxos no início ou no final do exercício tende a ser subestimada ou superestimada, respectivamente, pela utilização de índices de preços médios.

<sup>16</sup> Mais uma vez, é preciso notar que esta afirmação não se aplica para o registro dos juros da dívida que, na execução orçamentária, são registrados em regime de caixa. Esta questão não invalida o tratamento da despesa como competência, para fins da discussão do resultado primário.

que o previsto na elaboração do orçamento. Por outro lado, as despesas nominais relativas a cada mês são também subestimadas. É preciso lembrar, contudo, que o regime de competência significa que a cada mês são registradas as obrigações relativas ao pagamento de despesas incorridas no mês. Como o desembolso ocorre em momento posterior, e a maior parte das despesas do setor público não é indexada, o desembolso referente à despesa nominal incorrida no mês de competência está sujeito a uma compressão em termos reais, devido aos efeitos da corrosão inflacionária.

O importante a ressaltar, portanto, é que o processo inflacionário oferece margem à compatibilização dos fluxos de receita e despesa real, mesmo que os fluxos nominais sejam incompatíveis. Vale dizer, a subestimação das receitas nominais na elaboração do orçamento, conjugada a atrasos nos desembolsos de despesas, confere aos governos uma determinada margem de manobra que não é captado pelo registro acima da linha, já que as despesas são registradas em regime de competência.

O segundo comentário diz respeito não propriamente aos dados da STN, mas aos procedimentos adotados para torná-los comparáveis aos dados do Banco Central. Isto porque os últimos, como se colocou acima, agregam num mesmo indicador os resultados de estados e municípios. Os dados referentes à execução orçamentária dos governos municipais são compilados anualmente pela STN na publicação Finanças do Brasil - Receita e Despesa dos Municípios. No entanto, não é possível calcular seu resultado primário através desta publicação, posto que as rubricas de despesas necessárias para isolar o resultado primário (encargos e amortizações da dívida municipal) não estão discriminadas na execução orçamentária.

No entanto, é possível calcular o resultado primário dos municípios das capitais, cuja execução orçamentária consta na mesma publicação e tem a mesma abertura que a dos estados. Uma rápida comparação entre o dado agregado dos municípios (inclusive capitais de estado) e o dado agregado das capitais mostra que, apesar destes últimos responderem por cerca de um terço das receitas e despesas dos municípios, participam com cerca de 90% das operações de crédito desta esfera de governo. Portanto, os municípios das capitais podem ser considerados representativos do universo dos tomadores de crédito dentre os governos

municipais, ou seja, daquelas entidades cujas necessidades de financiamento se refletem no indicador de déficit calculado pelo Banco Central.

O cálculo do resultado primário acima da linha segue o método descrito no Quadro 2.2, abaixo. Conforme a necessidade de manter a igualdade entre a apuração acima e abaixo da linha, são excluídas da primeira as mesmas contas de despesa que da segunda (amortizações e encargos da dívida). As receitas de operações de crédito também são excluídas, na medida em que o resultado primário mede justamente a capacidade de geração de recursos próprios ou, do contrário, a necessidade de recursos de terceiros, para cobrir despesas financeiras<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Segundo a metodologia da STN, não se exclui da apuração do resultado primário as outras receitas de capital, decorrentes de receitas patrimoniais e operações financeiras. Estas últimas consistem basicamente da correção monetária das aplicações financeiras, à medida que os juros são contabilizados nas receitas correntes. Estas receitas atingiram valores elevados no ano de 1993, mas no restante do período as operações de crédito responderam pela parcela mais significativa das receitas de capital (ver anexo 2.1).

**QUADRO 2.2**  
**APURAÇÃO DO RESULTADO PRIMÁRIO ACIMA DA LINHA**

<b>1. RECEITAS CORRENTES</b>
1.1. Receitas Tributárias
1.2. Transferências Correntes
<b>2. RECEITAS DE CAPITAL</b>
2.1 Operações de Crédito
2.2 Transferências de Capital
<b>3. DESPESAS CORRENTES</b>
3.1 Despesas de Custeio
3.2 Transferências Correntes
3.3 Encargos da Dívida
<b>4. DESPESAS DE CAPITAL</b>
4.1 Investimentos
4.2 Transferências de Capital
4.3 Amortização da Dívida
<b>5. RESULTADO ORÇAMENTÁRIO (1+2) - (3+4)</b>
<b>6. RESULTADO PRIMÁRIO (1 +2 - (2.1)) - (3 + 4-(3.3 + 4.3))</b>

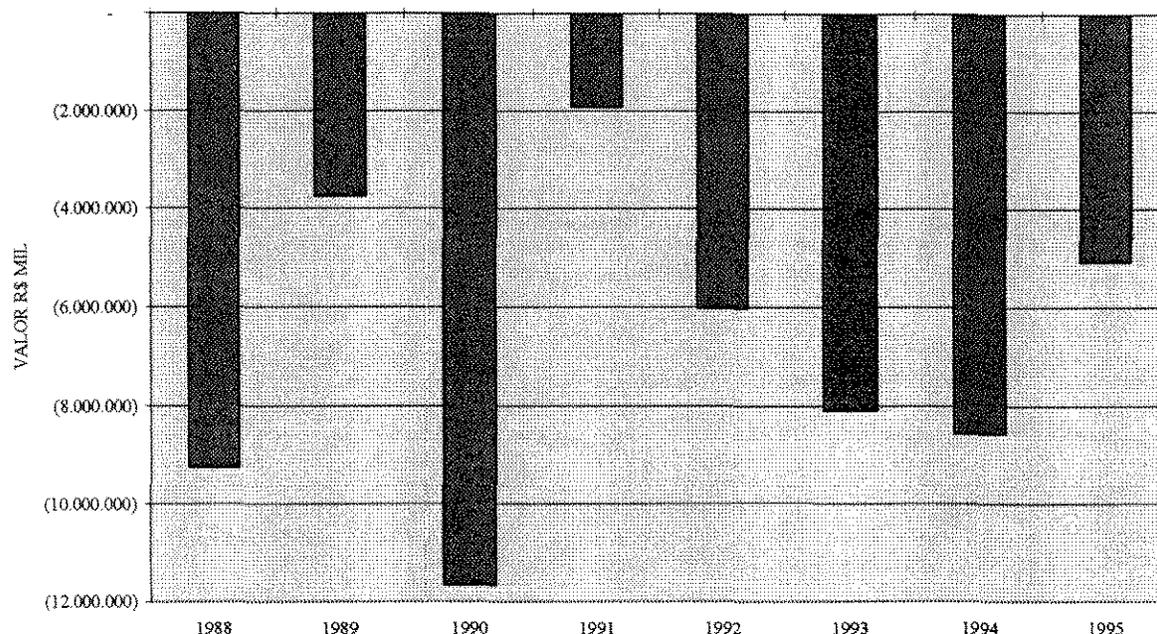
FONTE: STN (PORTARIA 289/95). Elaboração Própria.

O resultado primário agregado para estados e municípios de capitais no período 1988/95, calculado de acordo com o método acima da linha, acusa a ocorrência de déficits primários em todos os anos da série (Gráfico 2.2). Seu comportamento apresenta os seguintes movimentos:

- período 1988/91: considerando-se que 1990 foi um ano atípico em função das eleições estaduais e da implementação do Plano Collor, pode-se dizer que houve uma tendência de redução do déficit, provavelmente associada à redistribuição de receitas promovida pela Constituição de 1988;
- período 1992/94: manifesta-se uma forte ampliação do déficit ao longo do período, refletindo a deterioração do quadro macroeconômico;

- em 1995: recuperação relativamente aos anos imediatamente anteriores, provavelmente refletindo os ganhos de receita auferidos com o Real e alguma tentativa de contenção de despesas.

GRÁFICO 2.2  
ESTADOS E CAPITAIS: RESULTADO PRIMÁRIO AGREGADO

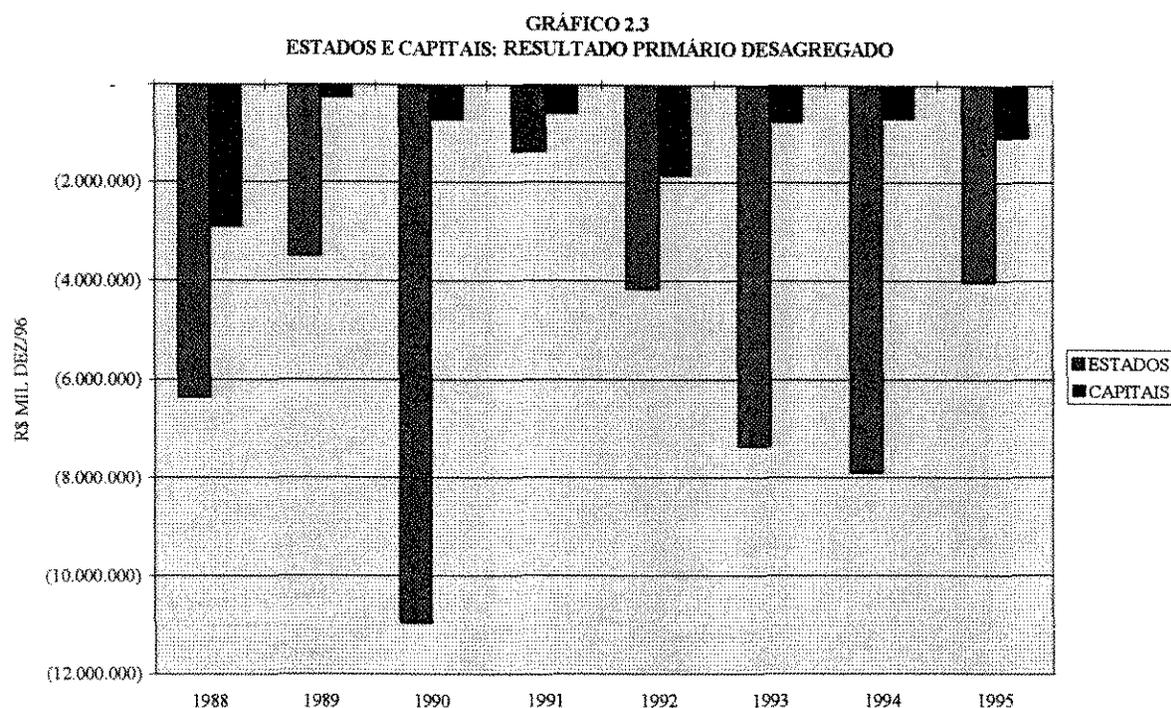


Fonte: STN. Elaboração Própria.

O Gráfico 2.3. apresenta o resultado primário desagregado entre estados e municípios de capitais e permite verificar que:

- o déficit das capitais se reduziu sensivelmente a partir de 1988, provavelmente refletindo o ganho de receita dos municípios com a nova Constituição, e atingiu maior amplitude nos anos de 1992 e 1995;
- o ciclo político - eleitoral se reflete na ampliação do déficit dos municípios nos anos de 1988 e 1992 e no dos estados em 1990 e 1994;
- o resultado das capitais é pouco significativo perto do déficit dos estados, sendo o último o determinante do movimento do déficit agregado. Isto permite que se desconsidere o resultado dos municípios das capitais para fins de comparação dos resultados acima e abaixo da linha. Em outras palavras, o indicador do Banco Central, que representa a

variação do endividamento dos governos subnacionais, pode ser considerado como determinado predominantemente pelos governos estaduais.

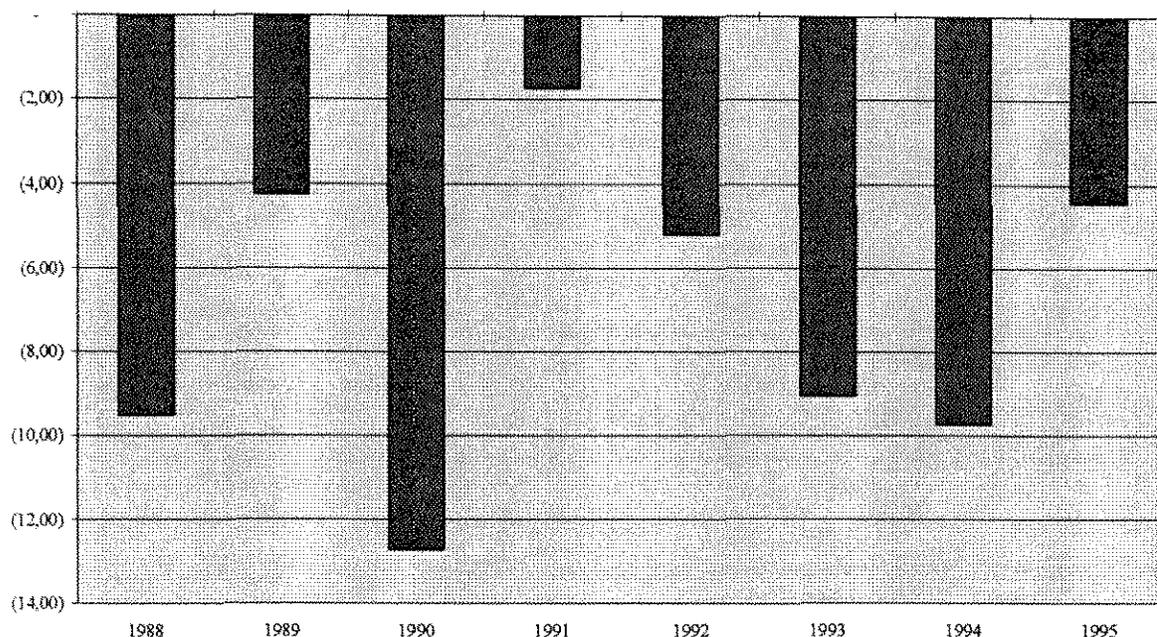


Fonte: STN. Elaboração Própria

Em suma, o cálculo acima da linha apresenta um panorama do comportamento do resultado primário dos governos estaduais significativamente diferente do indicado pelo método do Banco Central. De acordo com este resultado, *o desequilíbrio das contas dos governos estaduais é anterior à implementação do Plano Real*. A gravidade deste desequilíbrio pode ser constatada a partir da relação entre o déficit primário e a receita orçamentária dos estados (Gráfico 2.4), que indica uma relação média de déficit/ receita de 6,5% no período entre a promulgação da Constituição de 1988 e a implementação do Plano Real. Este resultado indica que no período os estados foram incapazes de gerar recursos suficientes mesmo para cobrir as suas despesas não-financeiras, o que indica uma posição de *Ponzi finance*<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Na terminologia de Minsky, a situação de *Ponzi finance* é caracterizada pela incapacidade de gerar recursos para saldar os encargos da dívida, indicando que o endividamento se encontra numa trajetória explosiva.

GRÁFICO 2.4  
DÉFICIT PRIMÁRIO DOS ESTADOS: % DA RECEITA ORÇAMENTÁRIA



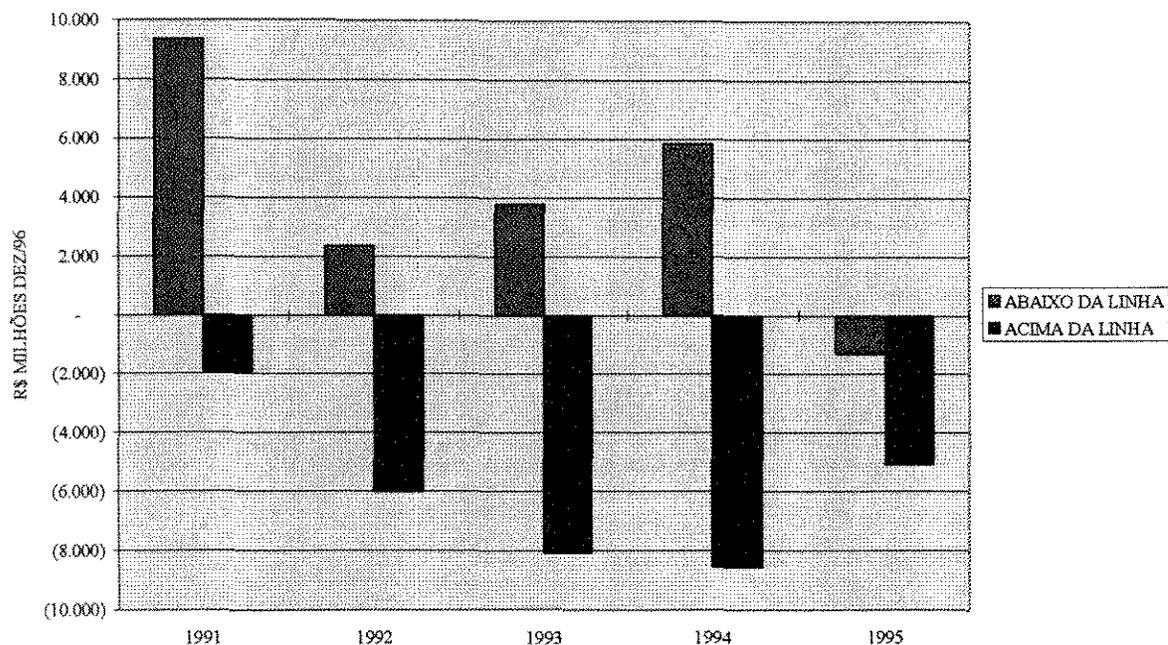
Fonte: STN. Elaboração Própria

No item seguinte serão discutidos os resultados obtidos a partir das duas metodologias de cálculo apresentadas. *Estes resultados são compatíveis entre si e denotam a utilização de um determinado mecanismo de financiamento das despesas no período inflacionário, assim como as implicações do esgotamento deste financiamento com a estabilização.*

### 2.3. O FINANCIAMENTO DO DÉFICIT PRIMÁRIO

A comparação dos resultados obtidos pelo cálculo acima e abaixo da linha para o período comum às duas séries (ou seja, de 1991 a 1995) indica um comportamento quase diametralmente oposto dos dois (Gráfico 2.5). Enquanto o primeiro acusa um déficit primário em todo período, agravado progressivamente entre 1992 e 1994, e apresenta melhoria em 1995, o segundo registra superávits no período de 1991 a 1994 e uma deterioração sensível em 1995.

GRÁFICO 2.5  
RESULTADO PRIMÁRIO ACIMA E ABAIXO DA LINHA



Fonte: Banco Central e STN. Elaboração Própria.

Obs: os fluxos mensais do Bacen foram anualizados para dezembro de cada ano.

A compreensão da relação entre os distintos resultados de déficit apurados pelos métodos acima e abaixo da linha deve partir de uma dupla constatação, a qual decorre diretamente da discussão desenvolvida no item anterior. Primeiro, de que no período anterior ao Plano Real os estados já estavam incorrendo em déficits primários, já que suas receitas não - financeiras eram insuficientes para cobrir suas despesas não - financeiras, em termos nominais. Segundo, de que o financiamento deste déficit não se refletiu na variação da DLSP, posto que o indicador de NFSP acusa um superávit primário para todo o período.

Afora o lado da medição, que não deveria afetar o resultado<sup>19</sup>, *os cálculos acima e abaixo da linha diferem fundamentalmente pelo regime de contabilização*. É neste sentido, portanto, que se deve interpretar a diferença entre os resultados.

<sup>19</sup> A preservação da igualdade entre apuração acima e abaixo da linha depende de que todas as receitas e despesas, assim como o total dos recursos de terceiros, sejam registrados e incorporados ao cálculo, sendo a exclusão de determinada categoria de despesa (no caso do resultado primário, com os juros) acompanhada da exclusão do referente financiamento. No entanto, neste trabalho parte-se do princípio de que qualquer

No período anterior à implementação do Plano Real, constata-se que, enquanto o resultado apurado abaixo da linha registrou superávit, o resultado acima da linha registrou déficit. A discussão acima mostrou que, no caso do descolamento temporal entre a criação e a extinção de uma obrigação de pagamento de despesa concede-se um financiamento ao setor público que não é captado pelo indicador abaixo da linha por não ser uma dívida contratada. Ou seja, o descasamento entre o volume de obrigações e de desembolsos implica a existência, a cada período, de significativo volume de dívida flutuante não-contratada. *A diferença entre o déficit acima da linha e o déficit abaixo da linha é justamente uma forma de estimar a importância deste financiamento, na medida em que se trata da parcela do déficit que não foi coberto pela variação da dívida líquida, tal como definida.*

Num contexto de elevadas taxas de inflação como as que se verificaram no período anterior ao Plano Real, a existência de dívidas por atraso de pagamentos, não-indexadas, implica uma compressão de seu valor em termos reais equivalente às taxas de inflação observadas entre a criação de uma obrigação e o referente desembolso. Isto é, o valor do desembolso, em termos reais, é menor que o da obrigação assumida, embora ambas tenham o mesmo valor nominal.

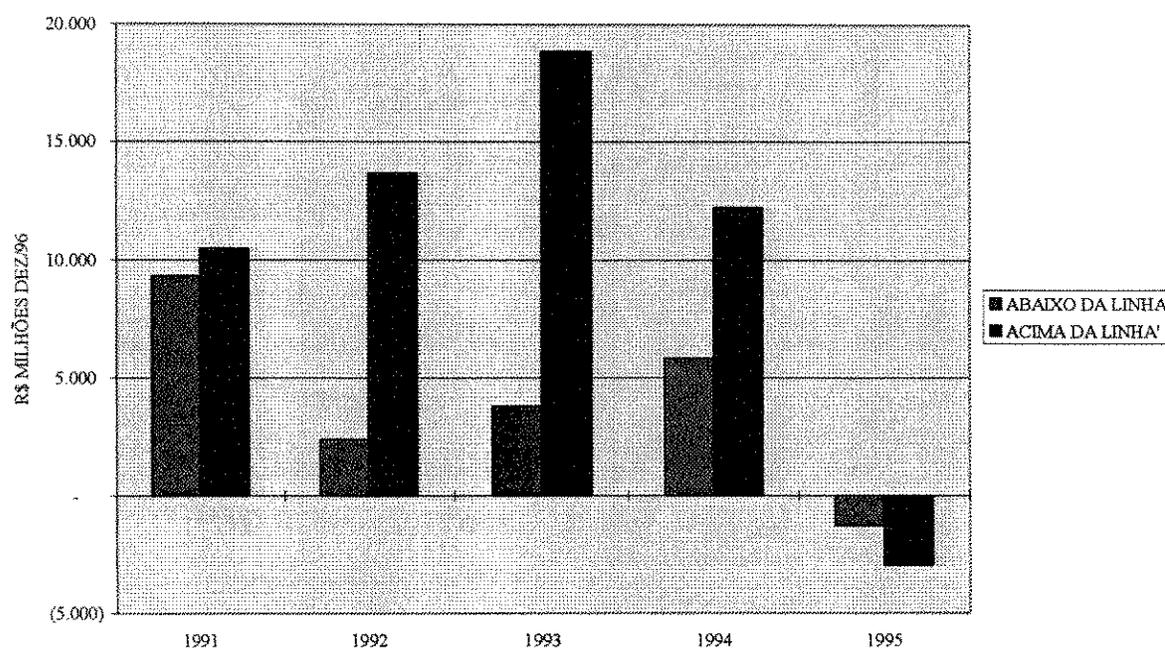
Um exercício simples é ilustrativo da importância deste fenômeno. Como *proxy* da despesa estadual anual em termos de *caixa*, utiliza-se a despesa registrada por competência, descontado o efeito da corrosão real deste valor na mesma proporção da inflação mensal média anual<sup>20</sup>, e recalcula-se o resultado primário pelo método acima da linha. Os resultados encontram-se no Gráfico 2.6, abaixo.

---

eventual insuficiência das *estatísticas* sobre as contas estaduais não explica uma diferença de tamanha magnitude entre os resultados acima e abaixo da linha.

<sup>20</sup> Isto é, supõe-se que o descasamento temporal entre obrigações e desembolsos seja, em média, de um mês. Trata-se de uma hipótese forte cuja única finalidade é ilustrar o efeito de atrasos de pagamentos em economias de alta inflação (frequentemente denominada “gestão na boca do caixa”) sobre os indicadores de déficit.

GRÁFICO 2.6  
ESTIMATIVA DO DÉFICIT "CAIXA" ACIMA DA LINHA



Fonte: Banco Central e STN. Elaboração própria.

O Gráfico 2.6. mostra como uma hipótese simples a respeito do comportamento das despesas em termos de caixa, *vis a vis* seu registro em termos de competência, é suficiente para reverter o quadro de déficit numa economia de alta inflação. A importância deste resultado é reforçada pela sua aproximação ao dado do Banco Central. Aliás, os resultados obtidos sugerem que hipóteses menos fortes a respeito do descasamento entre obrigações e desembolsos seriam suficientes para registrar-se superávit primário acima da linha, no regime de caixa.

Cabe aqui um breve comentário a respeito dos financiadores da dívida flutuante não contratada ou forçada dos governos estaduais ou, em outras palavras, os credores destes governos por atrasos de pagamento. Esta questão é colocada por Guardia (1996):

“O atraso de despesas financeiras possui um custo bastante elevado, uma vez que passam a incidir multas, juros de mora e correção monetária. No que se refere às despesas de pessoal, seu atraso não só resultaria num comprometimento da imagem do governo, como provavelmente resultaria na paralisação dos serviços públicos, implicando portanto um elevado custo político. Por estes motivos, parece-nos bastante razoável supor que o recorrente déficit orçamentário do conjunto dos governos

estaduais deve ser basicamente entendido como atrasados de despesas de custeio e investimento.” (p.78)<sup>21</sup>

Ou seja, da ótica do custo econômico e político para os governos estaduais do financiamento por atrasos de despesas, os atrasos tendem a se concentrar nas categorias de custeios (exceto pessoal) e investimentos<sup>22</sup>. Existe, contudo, uma segunda questão e que diz respeito à sustentabilidade deste financiamento do ponto de vista dos credores, já que o carregamento de dívidas não - indexadas contra os governos estaduais implica perdas em termos reais no contexto inflacionário. Estes credores são justamente aqueles com maior capacidade de amortecer as perdas incorridas com a depreciação de seus haveres junto aos governos estaduais, devido à sua posição de formadores de preços e/ou de sua capacidade de auferir ganhos por meio do descasamento de prazos e remunerações de ativos e passivos<sup>23</sup>.

Em suma, em períodos caracterizados por elevadas taxas de inflação como o que antecedeu à implementação do Plano Real<sup>24</sup>, o descasamento temporal entre o ato de criação de uma obrigação e o ato de desembolso implica o descolamento entre o valor real da obrigação assumida e do referente desembolso. *Do ponto de vista do resultado acima da linha, trata-se*

---

<sup>21</sup> O déficit orçamentário é definido como a diferença entre receitas e despesas orçamentárias (conforme o Quadro 2.2), sendo as primeiras definidas como a soma de receitas próprias e operações de crédito. Como as receitas orçamentárias incluem o financiamento por meio de operações de crédito, déficit orçamentário mede, portanto, a parcela do déficit não coberta por operações de crédito, o que é justamente o tema desta discussão.

<sup>22</sup> Cabe notar que, apesar da capacidade de comprimir despesas por meio do gasto com pessoal ser inferior à relativa a investimentos e outros custeios, a magnitude da despesa com pessoal e de sua participação no gasto (acima de 80% em muitos estados) tornavam pequenos atrasos suficientes para auferir elevados ganhos em termos absolutos, no contexto inflacionários.

<sup>23</sup> Além do atraso no pagamento de despesas, existe um outro mecanismo pelo qual o processo inflacionário é funcional à compatibilização de fluxos de receita e despesa real: a sub-correção dos valores nominais de despesas recorrentes, como os pagamentos ao funcionalismo público. Este procedimento, largamente utilizado no período inflacionário, é captado pelo indicador de déficit acima da linha. Ou seja, poder-se-ia supor que, não fosse este segundo mecanismo de compressão da despesa real, a magnitude do déficit acima da linha teria sido ainda maior no período inflacionário.

<sup>24</sup> O IGP-DI médio para o período entre 1988 e 1994 foi de aproximadamente 25% ao mês.

*de uma compressão da despesa real que não é captada devido ao registro em regime de competência, isto é, do registro da obrigação e não do desembolso. Do ponto de vista abaixo da linha, trata-se de um financiamento do déficit primário que não é captado pela variação da dívida líquida, constituindo um estoque de dívida flutuante não-contratada.*

Quanto ao financiamento do déficit, é importante notar que a rolagem deste estoque de dívida flutuante é viabilizada pelo fato de que os credores dos governos estaduais (particularmente instituições financeiras estaduais, empreiteiras, fornecedores, etc) encontram também na economia inflacionária formas de amortecer suas perdas junto aos governos estaduais.

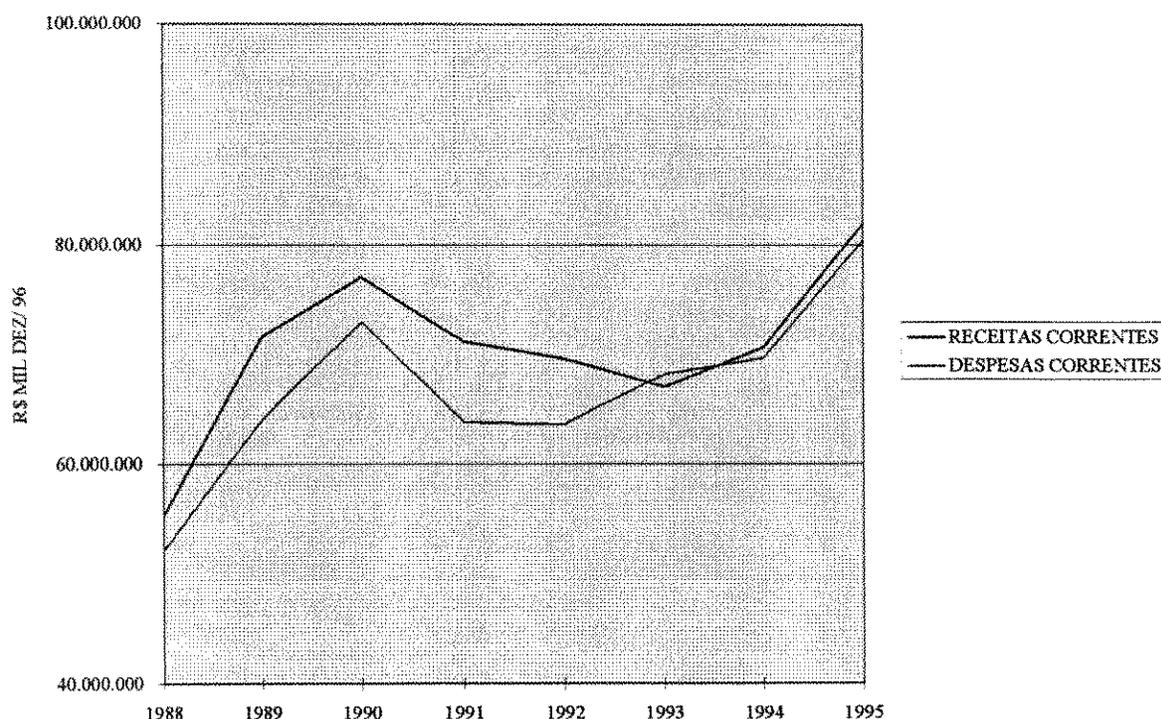
Isto posto, cabe discutir o efeito da súbita redução da taxa de inflação, de uma média mensal de 25% no período anterior à implementação do Plano Real para uma média de cerca de 1% nos anos de 1995 e 1996, sobre o financiamento do déficit primário dos governos estaduais.

O efeito imediato da queda da taxa de inflação sobre as finanças estaduais foi uma elevação das receitas correntes, devido essencialmente à recuperação do nível de atividades no segundo semestre de 1994<sup>25</sup>. Por outro lado, já em meados de 1994 começa a se manifestar a deterioração do resultado primário dos governos estaduais, tal qual captado pelas Necessidades de Financiamento do Setor Público (Gráfico 2.1). Constatada uma recuperação das receitas e uma deterioração do resultado primário, o diagnóstico corrente era de que este último decorria de um aumento das despesas superior ao das receitas. No entanto, pode-se observar que o aumento das despesas correntes não foi maior que o das receitas correntes (Gráfico 2.7), e que o resultado primário melhorou em 1995 relativamente a 1994, pelo cálculo acima da linha (Gráfico 2.5).

---

<sup>25</sup> A redução da corrosão inflacionária sobre as receitas certamente foi inferior à das despesas, dado o maior grau de indexação das primeiras.

GRÁFICO 2.7  
RECEITAS E DESPESAS CORRENTES DOS ESTADOS



Fonte: STN. Elaboração Própria.

*Os resultados apresentados pelo cálculo do Banco Central devem ser interpretados, portanto, como manifestação do esgotamento dos mecanismos de financiamento utilizados pelos estados no período inflacionário, isto é, da compressão da despesa real por meio do atraso e subcorreção de despesas. A súbita redução das taxas de inflação teria então repercutido sobre o déficit primário de duas maneiras.*

A primeira diz respeito ao *financiamento dos déficits correntes*. Com a queda das taxas de inflação, o descolamento entre obrigações e desembolsos deixa de representar uma corrosão da despesa real. Assim, a despesa em termos reais se aproxima cada vez mais da despesa em termos nominais e o déficit latente, já presente no conceito de competência, assume as feições de um déficit efetivo. Por outro lado, a súbita perda de margem de manobra na gestão da despesa real não foi compensada pelo incremento das receitas reais, posto que o maior grau de indexação das últimas implicou um impacto relativamente menor da estabilização sobre as receitas que sobre as despesas.

Do ponto de vista do financiamento, a incapacidade de comprimir o valor real das despesas significa que a despesa em regime de caixa guarda relação próxima com a despesa em regime de competência. Em outras palavras, mesmo sem que haja um aumento da despesa em termos de competência, a despesa em caixa se eleva em termos reais, o que é captado pelo indicador de necessidades de financiamento do setor público como uma deterioração do déficit primário. A tendência de aproximação dos valores da despesa em termos de caixa e competência, reais e nominais, tende a aproximar também os resultados de déficit acima e abaixo da linha (ver Gráfico 2.5). Em suma, como o déficit primário mensurado abaixo da linha é basicamente um déficit em regime de caixa, a elevação da despesa em termos reais é captada como uma deterioração do déficit, mesmo que as receitas e despesas nominais (as últimas registradas em regime de competência) tenham se mantido inalteradas.

Existe, contudo, um segundo efeito, e que diz respeito ao *financiamento de déficits passados*. Mostrou-se, acima, como o financiamento do déficit no período inflacionário tomou a forma de financiamentos de curtíssimo prazo por meio de atrasos de pagamentos. A cada momento, portanto, existia um volume de obrigações referentes a despesas incorridas em momentos anteriores, passíveis de compressão por meio do efeito da inflação sobre valores não indexados. Com a estabilização, a dívida flutuante cristalizou-se subitamente num passivo “real”. Esta mudança implica, da ótica dos estados, a existência de um volume substancialmente maior de passivo, a cada instante, em termos *reais*. Do ponto de vista dos agentes financiadores, além de sentirem os efeitos da elevação das taxas de juros reais, estes também perderam grande parte de sua capacidade de arbitragem de custos e prazos com a estabilização. Reduziu-se assim a capacidade de acomodar a rolagem da dívida flutuante.

O esgotamento dos mecanismos de rolagem desta dívida flutuante não-contratada, relativa a déficits incorridos em momentos anteriores, implicou o incremento do endividamento dos governos estaduais junto ao sistema financeiro. Esta transformação de dívida flutuante não-contratada em dívida junto ao sistema financeiro é captada pelo indicador abaixo da linha como ampliação das necessidades de financiamento do setor público, apesar de refletir antes uma mudança nas condições de financiamento do déficit primário que uma ampliação do déficit propriamente dito.

É importante notar que não há uma relação automática entre a incapacidade de financiar dívidas por atrasos de pagamento e a transformação da dívida flutuante em passivos de natureza contratual junto ao sistema financeiro. Apesar do processo de *funding* das dívidas flutuantes estaduais superestimar a deterioração do déficit num determinado momento, pelo indicador abaixo da linha, é provável que ainda esteja subestimado o volume de dívidas flutuantes relativas ao financiamento de déficits anteriores. Vale dizer, não se pretende afirmar que todo o estoque de dívida flutuante tenha, com a estabilização, se transformado em dívida contratual, ou que, atualmente, o indicador do Banco Central seja capaz de captar as dívidas estaduais em sua total magnitude.

O caso do Estado de Alagoas é um bom exemplo da incapacidade de transformar grande volume de dívida flutuante em dívida contratual (daí o colapso do governo estadual, incapaz de cobrir suas despesas correntes). Esta dívida, portanto, não foi captada pelo indicador oficial do déficit, apesar da situação de insolvência daquele Estado. A capacidade de “fundar” dívidas flutuantes certamente foi condicionada pelas condições diferenciadas de crédito dos estados junto ao sistema financeiro. O que se está afirmando é que houve um movimento de fundar dívidas flutuantes, e que esse processo tende a superestimar a deterioração do déficit estadual no período pós-Real.

Vale dizer, *se o primeiro efeito tende a aproximar os resultados acima e abaixo da linha, o segundo faz com que o repentino registro de um estoque de dívida flutuante, relativo a déficits incorridos no passado, nos passivos dos governos estaduais junto ao sistema financeiro, superestime a deterioração das contas públicas naquele momento.* Este efeito, junto com o primeiro, explica porque o resultado abaixo da linha se deteriorou com a estabilização.

Em suma, a discussão anterior mostra que *a deterioração do resultado primário com a estabilização é, essencialmente, uma explicitação de um desequilíbrio primário preexistente.* No período anterior ao Plano Real, o processo inflacionário conferiu aos estados a capacidade de comprimir despesas por meio de atrasos de pagamentos ou, do ponto de vista do financiamento, da acumulação de estoque considerável de dívida flutuante. Este processo não foi captado no período devido a características intrínsecas aos indicadores acima e abaixo

da linha: o primeiro por registrar despesas em regime de competência; o segundo por captar apenas dívidas junto ao sistema financeiro.

#### 2.4. DÉFICIT, AJUSTE E REFORMA

Nos itens anteriores, mostrou-se como a crise financeira dos governos estaduais, refletida em resultados primários deficitários, é na verdade anterior ao Plano Real. O déficit latente ficou encoberto, no período inflacionário, pela capacidade dos governos estaduais (assim como de outros agentes da economia, inclusive os credores destes governos) descolarem suas despesas reais de suas obrigações em valores nominais. Do ponto de vista das estatísticas referentes ao desempenho das contas públicas, o déficit ficou velado devido a características intrínsecas ao indicador oficial de necessidades de financiamento do setor público, calculado abaixo da linha.

Na verdade, não é surpreendente o fato do déficit ser anterior à estabilização. Afinal, assim como uma elevação da taxa de juros, *per se*, só afeta a situação financeira de um agente na medida da importância e das condições de rolagem de seu estoque preexistente de dívida, também a estabilização não pode criar uma situação de insolvência, apenas explicitá-la. Isto porque o efeito da estabilização é única e exclusivamente de aproximar os valores reais dos respectivos valores nominais, de conferir a um valor nominal um significado em termos reais. Desta maneira, estabilização só gera insolvência se, *a priori*, os valores nominais de receita e despesa forem incompatíveis entre si.

A partir da implementação do Plano Real, contudo, tanto os indicadores calculados acima como abaixo da linha são inequívocos em apontar como explosiva a situação financeira dos governos estaduais. O déficit primário significa que os governos estaduais não estão sequer gerando os recursos necessários para cobrir suas despesas não-financeiras, quanto menos os juros de suas dívidas, implicando que a dívida cresce pela sua própria rolagem. Na terminologia consagrada por Minsky, os estados se encontram numa situação de *Ponzi finance*.

O reequilíbrio da situação financeira dos governos estaduais depende, portanto, do ajuste entre receitas não-financeiras e despesas não-financeiras, criando um superávit primário suficiente para conter o crescimento explosivo da dívida. No período inflacionário, o ajuste entre receitas e despesas em termos reais se dava por meio do descolamento entre valores reais dos nominais. A diferença colocada pela estabilização é que *agora ajustes reais representam ajustes nominais, e vice-versa*.

Muito se tem falado a respeito de uma suposta “rigidez” da despesa estadual, decorrente da vinculação de receitas, de obrigações financeiras, dos benefícios concedidos constitucionalmente ao funcionalismo público, dentre outros. Sem entrar no mérito da rigidez das diferentes categorias de despesa, dois comentários são pertinentes.

Em primeiro lugar, qualquer política de corte de gastos nos estados deve ser precedida por uma avaliação clara do comportamento das receitas e despesas estaduais. Em outras palavras, as políticas de ajuste devem ser orientadas por um diagnóstico claro da *formação do déficit primário* acima da linha, tanto por natureza das despesas como por sua distribuição por unidades da federação. Isto porque as despesas do setor público estadual são apenas a representação, em termos monetários, dos custos diretos e indiretos e da gestão dos serviços que os governos estaduais prestam para a sociedade. É fundamental neste sentido conceber o ajuste não apenas do ponto de vista financeiro, mas do ponto de vista do papel a ser desempenhado pelo setor público estadual no processo de desenvolvimento econômico e social do país. Isto remete ao segundo comentário em relação à rigidez do gasto estadual.

O instrumento institucional por excelência de controle da sociedade sobre o gasto público e, por conseguinte, das formas de intervenção do estado na economia, é o orçamento. Tem-se apontado que, apesar da importância conferida ao orçamento enquanto *locus* de decisão quanto à magnitude e alocação do gasto público, pouca atenção tem sido dedicada à etapa de execução do orçamento. A distorção do orçamento ao longo de sua execução esteve associada, no período inflacionário, à deterioração do valor real das dotações orçamentárias e à modificação da composição do orçamento, em termos reais, em função da sistemática de liberação de recursos (Guardia: 1993).

No caso dos governos estaduais, mostrou-se como a despesa real foi a variável de ajuste no período inflacionário, sem que no entanto fosse necessário interferir na alocação do gasto

nominal. A grande diferença com a estabilização é que se perdeu a capacidade de ajustar a despesa real à receita real sem afetar a despesa nominal, ou seja, sem passar pelo orçamento.

Independentemente do grau de rigidez que venham a ter as distintas categorias de gastos estaduais, a rigidez do gasto nominal é intrínseca aos interesses e às demandas que se cristalizam em torno do gasto estadual, porque sua determinação, em última instância, é política, não financeira. Ou seja, o corte e/ou realocação da despesa nominal do setor público coloca em pauta as funções desempenhadas pelo setor público, sua forma de intervenção e, em última instância, seu papel enquanto regulador e gestor da esfera econômica e social. É por isso que as políticas de ajuste devem ser orientadas claramente não apenas pelo conhecimento da atual configuração das formas de intervenção dos governos estaduais, em nível regional e nacional, mas principalmente do que se pretende seja esta forma de intervenção no futuro. É à medida que esta última diverge das primeiras que o ajuste fiscal, no contexto da estabilização dos preços, se confunde com o processo mais amplo de reforma do Estado.

## **2.5. CONCLUSÕES**

Neste capítulo, procurou-se complementar a análise dos condicionantes da evolução da dívida estadual, desenvolvida no capítulo anterior, com a discussão do comportamento do resultado primário dos governos estaduais na primeira metade dos anos 90. A análise do resultado primário não apenas constitui complemento essencial da discussão dos determinantes da evolução da dívida como adquire importância crescente diante do quadro de desequilíbrio fiscal dos estados que se explicitou a partir da estabilização, conferindo ao ajuste fiscal papel central no debate em torno da crise estadual e das condições de renegociação da dívida.

A metodologia adotada para a análise do resultado primário estadual foi a discussão dos indicadores de déficit acima e abaixo da linha. Procurou-se mostrar que estes dois indicadores, por captarem aspectos distintos do desempenho fiscal e financeiro das administrações diretas estaduais, fornecem importante subsídio para a compreensão da deterioração do resultado primário a partir da implementação do Plano Real. A discussão centrou-se na evolução do resultado primário em termos agregados, em decorrência da

impossibilidade de se desagregar o indicador de necessidades de financiamento abaixo da linha, calculado pelo Banco Central.

Ao longo do capítulo, mostrou-se que o desequilíbrio das contas primárias estaduais é anterior à implementação do Plano Real. No entanto, durante o período inflacionário os estados encontraram mecanismos de financiamento do déficit primário que não implicavam a variação da Dívida Líquida do Setor Público, o que se refletiu em Necessidades de Financiamento primárias superavitárias durante todo o período. Este mecanismo consistiam no atraso de pagamentos que, diante das elevadas taxas de inflação verificadas no período, implicavam uma compressão da despesa real e, portanto, possibilitavam a compatibilização das receitas e despesas nominais.

Em outras palavras, no período inflacionário, o atraso de pagamentos consistiu, simultaneamente, em uma fonte de financiamento e uma forma de apropriação de renda. É preciso não perder de vista que os atrasos de pagamentos implicavam perdas reais para os credores de dívidas não-contratuais, e que foi essa apropriação forçada de renda que permitiu o fechamento das contas estaduais no contexto inflacionário. Neste sentido, o financiamento por atrasos de pagamento é de natureza significativamente distinta do endividamento junto ao sistema financeiro, que implica contrapartidas futuras em termos reais.

Com a estabilização, esgotaram-se estes mecanismos de financiamento, e o déficit primário passou a se refletir na variação da dívida estadual junto ao sistema financeiro. A deterioração do resultado primário, captada pelo indicador abaixo da linha a partir de 1994, tem portanto uma dupla dimensão: 1) houve uma deterioração do resultado primário, à medida que a perda de capacidade de corrosão inflacionária da despesa implicou uma elevação da despesa, em termos reais e 2) houve uma mudança no padrão de financiamento do déficit primário, que passou a se refletir crescentemente numa variação do endividamento estadual junto ao sistema financeiro.

A simultânea deterioração dos fluxos de caixa dos estados e contratualização de dívidas flutuantes que antes passavam à margem do sistema financeiro foi captada pelo indicador oficial de necessidades de financiamento como uma expansão do déficit primário. No entanto, embora em termos dos fluxos de caixa dos estados a situação tenha se agravado, com a estabilização, diante da incapacidade de comprimir as despesas reais, a deterioração do déficit

captada pelo Banco Central é antes uma explicitação de um desequilíbrio preexistente do que de uma variação na estrutura e volume de receitas e despesas nominais.

A análise desenvolvida torna inequívoco o diagnóstico de que a situação fiscal dos estados é insustentável, posto que a incorrência de déficits primários significa a ampliação do endividamento para cobrir despesas não-financeiras, sem a criação de contrapartidas em termos de capacidade de pagamento futura. Em outras palavras, independentemente das condições de rolagem do estoque de dívida estadual acumulado no período anterior, a incorrência de déficits primários abaixo da linha indica que a dívida estadual encontra-se numa trajetória explosiva.

Este diagnóstico indica que o equacionamento da crise estadual não prescindirá de um severo ajuste fiscal por parte dos estados, suficiente para lograr a reversão do déficit primário. Enquanto no período inflacionário, a compatibilização entre fluxos de receita e despesa real ocorria por meio da compressão da despesa real, num contexto de estabilização o ajuste fiscal implica mudanças na estrutura e volume das receitas e despesas nominais.

A estabilização, além de explicitar a real magnitude do desequilíbrio nas contas estaduais, confere maior transparência aos processos de elaboração e execução do orçamento. Esta maior visibilidade das estruturas de receita e despesa pública, conjugada à magnitude do ajuste fiscal necessário para reverter o déficit primário, introduz um elemento de elevado custo político para a reestruturação das administrações estaduais, à medida que esta envolverá tanto a elevação de receitas como o corte e realocação do gasto público estadual.

A avaliação das medidas de ajuste negociadas entre estados e governo federal não pode, portanto, ignorar a dimensão política do ajuste, e de suas implicações para a forma de intervenção do setor público estadual. Esta discussão será desenvolvida no próximo capítulo.

**ANEXO 2.1**  
**CÁLCULO DO RESULTADO PRIMÁRIO ACIMA DA LINHA**  
**ESTADOS E CAPITAIS**

R\$ Mil Dez/96

DISCRIMINAÇÃO	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1.RECEITAS CORRENTES	58.938.896	77.801.900	83.978.377	79.865.180	76.891.602	73.573.999	78.978.570	95.114.920
2.RECEITAS DE CAPITAL	13.860.353	12.003.769	10.036.812	8.750.670	12.276.168	16.372.232	11.576.925	11.612.758
3.DESPESAS CORRENTES	56.965.278	69.163.894	78.422.237	70.346.810	70.505.759	74.425.694	76.867.605	91.593.732
4.DESPESAS DE CAPITAL	25.044.606	26.281.592	28.295.863	22.698.359	26.939.454	25.948.802	26.728.523	23.050.282
5.RESULTADO CORRENTE (1-3)	1.973.618	8.638.006	5.556.140	9.518.371	6.385.843	(851.696)	2.110.965	3.521.188
6.RESULTADO DE CAPITAL (2-4)	(11.184.252)	(14.277.823)	(18.259.051)	(13.947.689)	(14.663.286)	(9.576.570)	(15.151.597)	(11.437.525)
<b>7.RESULTADO ORÇAMENTÁRIO (5+6)</b>	<b>(9.210.634)</b>	<b>(5.639.818)</b>	<b>(12.702.911)</b>	<b>(4.429.319)</b>	<b>(8.277.444)</b>	<b>(10.428.266)</b>	<b>(13.040.632)</b>	<b>(7.916.337)</b>
8.OPERAÇÕES DE CRÉDITO	9.145.092	7.608.652	7.962.604	6.444.953	9.140.588	7.963.554	7.876.958	10.515.488
9.ENCARGOS DA DÍVIDA INTERNA	3.577.730	2.568.096	3.694.468	3.282.837	4.057.122	4.084.535	4.074.193	3.664.589
10.ENCARGOS DA DÍVIDA EXTERNA	687.300	576.757	280.313	401.498	356.807	460.979	375.846	326.250
11.AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA	3.655.419	5.192.656	4.721.028	5.130.350	6.849.367	5.559.518	7.660.107	9.003.795
12.AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA	1.188.547	1.168.142	303.719	136.807	132.271	186.637	241.073	341.681
<b>13. RESULTADO PRIMÁRIO (7-8+9+10+11+12)</b>	<b>(9.246.730)</b>	<b>(3.742.818)</b>	<b>(11.665.987)</b>	<b>(1.922.779)</b>	<b>(6.022.466)</b>	<b>(8.100.151)</b>	<b>(8.566.372)</b>	<b>(5.095.511)</b>

Fonte: STN. Elaboração Própria.

Valores inflacionados pelo IGP-DI.

**ANEXO 2.2**  
**CÁLCULO DO RESULTADO PRIMÁRIO ACIMA DA LINHA**  
**ESTADOS**

R\$ Mil Dez/96

<b>DISCRIMINAÇÃO</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
1.RECEITAS CORRENTES	55.307.086	71.618.430	77.080.363	71.142.741	69.569.458	67.002.485	70.646.806	81.972.038
2.RECEITAS DE CAPITAL	11.470.360	11.093.865	9.190.716	7.259.941	10.797.930	14.415.794	10.418.118	8.967.060
3.DESPESAS CORRENTES	52.183.315	64.067.499	72.982.553	63.834.723	63.644.501	68.241.885	69.647.054	80.472.335
4.DESPESAS DE CAPITAL	21.601.944	23.700.156	24.851.700	18.412.951	22.862.924	23.057.062	23.133.960	17.937.826
5.RESULTADO CORRENTE (1-3)	3.123.771	7.550.931	4.097.810	7.308.018	5.924.958	(1.239.400)	999.752	1.499.702
6.RESULTADO DE CAPITAL (2-4)	(10.131.585)	(12.606.291)	(15.660.984)	(11.153.010)	(12.064.994)	(8.641.268)	(12.715.842)	(8.970.766)
<b>7.RESULTADO ORÇAMENTÁRIO (5+6)</b>	<b>(7.007.814)</b>	<b>(5.055.360)</b>	<b>(11.563.174)</b>	<b>(3.844.992)</b>	<b>(6.140.036)</b>	<b>(9.880.668)</b>	<b>(11.716.091)</b>	<b>(7.471.064)</b>
8.OPERAÇÕES DE CRÉDITO	7.298.013	6.898.128	7.463.447	5.431.099	8.593.869	7.048.919	7.026.548	8.066.236
9.ENCARGOS DA DÍVIDA INTERNA	2.873.026	2.285.760	3.360.609	2.916.891	3.735.761	3.891.713	3.614.258	3.314.351
10.ENCARGOS DA DÍVIDA EXTERNA	644.711	554.408	202.557	319.359	310.296	431.764	312.217	270.844
11.AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA	3.415.385	4.670.099	4.278.104	4.541.916	6.387.444	5.062.995	6.729.458	7.629.116
12.AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA	1.019.461	943.850	209.983	134.135	132.271	177.942	189.112	299.831
<b>13. RESULTADO PRIMÁRIO (7-8+9+10+11+12)</b>	<b>(6.353.245)</b>	<b>(3.499.371)</b>	<b>(10.975.368)</b>	<b>(1.363.791)</b>	<b>(4.168.132)</b>	<b>(7.365.171)</b>	<b>(7.897.593)</b>	<b>(4.023.158)</b>

Fonte: STN. Elaboração Própria.

Valores inflacionados pelo IGP-DI.

**ANEXO 2.3**  
**CÁLCULO DO RESULTADO PRIMÁRIO ACIMA DA LINHA**  
**CAPITAIS**

R\$ Mil Dez/96

<b>DISCRIMINAÇÃO</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
1.RECEITAS CORRENTES	5.606.722	9.169.078	10.636.949	12.325.859	10.519.201	9.424.754	10.716.372	13.142.882
2.RECEITAS DE CAPITAL	2.389.994	909.903	846.097	1.490.729	1.478.238	1.956.438	1.158.805	2.645.698
3.DESPESAS CORRENTES	6.756.875	8.082.004	9.178.619	10.115.506	10.058.316	9.037.050	9.605.159	11.121.396
4.DESPESAS DE CAPITAL	3.442.661	2.581.435	3.444.164	4.285.409	4.076.530	2.891.741	3.594.560	5.112.456
5.RESULTADO CORRENTE (1-3)	(1.150.152)	1.087.074	1.458.330	2.210.353	460.885	387.704	1.111.213	2.021.486
6.RESULTADO DE CAPITAL (2-4)	(1.052.668)	(1.671.532)	(2.598.067)	(2.794.680)	(2.598.293)	(935.302)	(2.435.755)	(2.466.758)
<b>7.RESULTADO ORÇAMENTÁRIO (5+6)</b>	<b>(2.202.820)</b>	<b>(584.458)</b>	<b>(1.139.737)</b>	<b>(584.327)</b>	<b>(2.137.408)</b>	<b>(547.598)</b>	<b>(1.324.542)</b>	<b>(445.271)</b>
8.OPERAÇÕES DE CRÉDITO	1.847.079	710.524	499.157	1.013.854	546.719	914.636	850.408	2.449.250
9.ENCARGOS DA DÍVIDA INTERNA	704.704	282.335	333.859	365.947	321.360	192.822	459.933	350.237
10.ENCARGOS DA DÍVIDA EXTERNA	42.589	22.349	77.756	82.139	46.511	29.215	63.629	55.405
11.AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA	240.035	522.557	442.924	588.434	461.922	496.523	930.648	1.374.679
12.AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA	169.086	224.292	93.735	2.673	-	8.695	51.960	41.850
<b>13. RESULTADO PRIMÁRIO (7-8+9+10+11+12)</b>	<b>(2.893.485)</b>	<b>(243.449)</b>	<b>(690.619)</b>	<b>(558.988)</b>	<b>(1.854.333)</b>	<b>(734.979)</b>	<b>(668.780)</b>	<b>(1.072.351)</b>

Fonte: STN. Elaboração Própria.  
Valores inflacionados pelo IGP-DI.

**ANEXO 2.4.**  
**ESTIMATIVA DO DÉFICIT PRIMÁRIO ACIMA DA LINHA PELO CRITÉRIO DE CAIXA**  
**ESTADOS**

	R\$ Mil Dez/96							
DISCRIMINAÇÃO	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
1.RECEITAS CORRENTES	55.307.086	71.618.430	77.080.363	71.142.741	69.569.458	67.002.485	70.646.806	81.972.038
2.RECEITAS DE CAPITAL	11.470.360	11.093.865	9.190.716	7.259.941	10.797.930	14.415.794	10.418.118	8.967.060
3.1. DESPESAS CORRENTES	52.183.315	64.067.499	72.982.553	63.834.723	63.644.501	68.241.885	69.647.054	80.472.335
3.2. DESPESAS CORRENTES "CAIXA" (3.1-(3.1*14))	40.285.519	45.680.127	52.328.490	53.621.168	48.688.043	46.336.240	52.513.879	79.506.667
4.1. DESPESAS DE CAPITAL	21.601.944	23.700.156	24.851.700	18.412.951	22.862.924	23.057.062	23.133.960	17.937.826
4.2. DESPESAS DE CAPITAL "CAIXA" (4.1-(4.1*14))	16.676.701	16.898.211	17.818.669	15.466.879	17.490.137	15.655.745	17.443.006	17.722.572
5.RESULTADO CORRENTE "CAIXA"(1-3.2)	15.021.567	25.938.303	24.751.872	17.521.573	20.881.415	20.666.245	18.132.927	2.465.370
6.RESULTADO DE CAPITAL "CAIXA" (2-4.2)	(5.206.341)	(5.804.347)	(8.627.953)	(8.206.938)	(6.692.207)	(1.239.951)	(7.024.888)	(8.755.512)
<b>7.RESULTADO ORÇAMENTÁRIO "CAIXA"(5+6)</b>	<b>9.815.225</b>	<b>20.133.957</b>	<b>16.123.919</b>	<b>9.314.636</b>	<b>14.189.208</b>	<b>19.426.294</b>	<b>11.108.039</b>	<b>(6.290.142)</b>
8. OPERAÇÕES DE CRÉDITO	7.298.013	6.898.128	7.463.447	5.431.099	8.593.869	7.048.919	7.026.548	8.066.236
9.1. ENCARGOS DA DÍVIDA INTERNA	2.873.026	2.285.760	3.360.609	2.916.891	3.735.761	3.891.713	3.614.258	3.314.351
9.2. ENCARGOS DA DÍVIDA INTERNA "CAIXA"(9.1-(9.1*14))	2.217.976	1.629.747	2.409.557	2.450.188	2.857.857	2.642.473	2.725.150	3.274.579
10.1. ENCARGOS DA DÍVIDA EXTERNA	644.711	554.408	202.557	319.359	310.296	431.764	312.217	270.844
10.2. ENCARGOS DA DÍVIDA EXTERNA "CAIXA" (10.1-(10.1*14))	497.717	395.293	145.233	268.261	237.377	293.168	235.412	267.594
11.1. AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA	3.415.385	4.670.099	4.278.104	4.541.916	6.387.444	5.062.995	6.729.458	7.629.116
11.2. AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA INTERNA "CAIXA" (11.1-(11.1*14))	2.636.677	3.329.781	3.067.401	3.815.209	4.886.395	3.437.774	5.074.011	7.537.567
12.1. AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA	1.019.461	943.850	209.983	134.135	132.271	177.942	189.112	299.831
12.2. AMORTIZAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA "CAIXA" (12.1-(12.1*14))	787.024	672.965	150.558	112.673	101.187	120.823	142.591	296.233
<b>13. RESULTADO PRIMÁRIO "CAIXA" (7-8+9.2+10.2+11.2+12.2)</b>	<b>8.656.606</b>	<b>19.263.614</b>	<b>14.433.221</b>	<b>10.529.869</b>	<b>13.678.156</b>	<b>18.871.613</b>	<b>12.258.655</b>	<b>(2.980.406)</b>
<b>14. TAXAS DE INFLAÇÃO MENSAL MÉDIA ANUAL (IGP-DI)</b>	<b>22,80%</b>	<b>28,70%</b>	<b>28,30%</b>	<b>16,00%</b>	<b>23,50%</b>	<b>32,10%</b>	<b>24,60%</b>	<b>1,20%</b>

Fonte: STN. Elaboração Própria.

Valores inflacionados pelo IGP-DI.

## **CAPÍTULO 3- O PROCESSO DE RENEGOCIAÇÃO E AJUSTE FISCAL**

### ***3.1. INTRODUÇÃO***

Nos capítulos anteriores, foi analisada a evolução do déficit e do endividamento dos governos estaduais na primeira metade dos anos 90. O objetivo deste capítulo é tecer algumas considerações sobre o alcance e limites das medidas propostas no âmbito do programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, tendo em vista os resultados obtidos nos capítulos anteriores.

No próximo item serão recuperadas conclusões alcançadas nos dois primeiros capítulos, na tentativa de consolidar um diagnóstico da evolução e principais determinantes da dívida e déficit primário estadual no período. Em seguida, serão descritas as principais medidas que estão sendo atualmente negociadas entre os governos estaduais e a Secretaria do Tesouro Nacional com vistas a promover um ajuste fiscal sustentável na esfera estadual. Por fim, serão aventadas as perspectivas e implicações do programa de ajuste, com base nas questões levantadas nos dois primeiros capítulos.

### ***3.2. CONSOLIDAÇÃO DO DIAGNÓSTICO SOBRE A CRISE ESTADUAL***

O aprofundamento da discussão do déficit e endividamento estadual, iniciada nos capítulos anteriores, deve ser precedido de uma importante qualificação: dado o caráter agregado da análise desenvolvida, os resultados relativos ao comportamento das finanças estaduais como um todo podem não ser válidos para cada caso tomado isoladamente.

Esta observação não diminui a importância dos resultados obtidos. Em primeiro lugar, a análise desenvolvida só foi possível devido justamente ao seu enfoque sobre resultados agregados, dadas as características de certos indicadores como os dados de Necessidades de Financiamento e Dívida Líquida de Estados e Municípios, publicados pelo Banco Central. Em segundo lugar, a análise agregada, embora implique a perda de condicionantes relevantes para os casos individuais, tem a vantagem de conferir

uma visão mais ampla da problemática estadual, sem correr o risco de se perder nas especificidades de cada caso.

No Capítulo 1, mostrou-se que a dívida estadual não é uma dívida homogênea em termos de condições de rolagem, e que a compreensão de sua evolução no período deve partir de uma análise desagregada de seus principais componentes.

A categoria de dívida estadual que apresentou as maiores taxas de crescimento, sendo a principal responsável pela trajetória da dívida estadual como um todo, foi a dívida mobiliária. A discussão das condições de rolagem da dívida mobiliária apontou como principal determinante da evolução do estoque da dívida as taxas de juros reais, à medida que as condições de rolagem desta dívida implicaram uma extrema vulnerabilidade ao comportamento da política monetária. Isto posto, pode-se concluir que o principal determinante da evolução da categoria de dívida estadual que apresentou as maiores taxas de crescimento no período foi a interação entre elevadas taxas de juros reais e a capacidade de capitalizar os juros ao principal da dívida, e não o financiamento de déficits primários<sup>1</sup>.

A segunda categoria de dívida analisada foi a relativa a dívidas estaduais refinanciadas pelo Tesouro Nacional em condições bastante favoráveis aos estados. O comportamento estável desta categoria de dívida mostrou que as condições da renegociação, ao impor um alongamento do perfil da dívida e certo patamar de comprometimento de receitas fiscais com encargos da dívida (11% da Receita Líquida Real), lograram evitar que estas dívidas se tornassem um foco de desequilíbrio patrimonial para os estados que a detinham. Mostrou-se também que esta categoria de dívida, equivalente, em média, a 65% do estoque de dívida fundada dos estados “menores”, não foi utilizada no financiamento de déficits primários no período analisado, devido justamente a seu caráter de dívida renegociada.

---

<sup>1</sup> É importante relembrar que em alguns estados a emissão de títulos para pagamento de precatórios pode ter se constituído numa importante fonte de financiamento de déficits primários. No entanto, em termos de uma análise agregada, esta qualificação não invalida a afirmação acima. Basta observar que, em 1994, único ano da série em que o estoque de dívida estadual cresceu a uma taxa superior à taxa de juros - o que tem sua origem na emissão de dívida para pagamento de precatórios- a diferença entre as duas taxas foi pouco significativa.

Por fim, identificou-se um terceiro componente de dívida estadual, a dívida contratual não-renegociada, ou dívida bancária, que apresentou no período analisado taxas de crescimento bastante elevadas. Não foi possível analisar, a partir dos dados disponíveis, se a evolução desta categoria de dívida, cuja relevância é acentuada pelo fato de incluir a dívida dos governos estaduais para com seus agentes financeiros, foi determinada fundamentalmente pelas condições de rolagem ou pelo financiamento de déficits primários.

Esta limitação apontou a necessidade de um aprofundamento da discussão do resultado primário dos governos estaduais. A análise desenvolvida no Capítulo 2 apresentou um resultado muito interessante: embora os estados tenham incorrido em déficits primários durante toda a primeira metade dos anos 90, estes déficits não se refletiram nas Necessidades de Financiamento apuradas pelo Banco Central, ou seja, não se materializaram numa variação da Dívida Líquida do Setor Público, no período anterior à estabilização.

Este resultado é importante porque mostra que, *no período anterior à estabilização, os estados encontraram outras fontes de financiamento do déficit primário que não a variação da dívida registrada junto ao sistema financeiro*. Estas fontes de financiamento consistiram em “dívidas forçadas” por meio do atraso no pagamento das despesas estaduais. No contexto de aceleração inflacionária, o atraso de pagamentos implicava uma compressão da despesa real, que se refletia no resultado abaixo da linha como um superávit primário.

Este resultado também confirma que, em termos agregados, *o crescimento da dívida estadual não teve sua origem no financiamento de déficits primários, no período anterior à estabilização. A implementação do Plano Real implicou, portanto, uma mudança no padrão de financiamento do déficit primário dos governos estaduais*.

Com a acentuada queda das taxas de inflação, os atrasos de pagamento deixaram de constituir uma fonte de financiamento do déficit primário, uma vez que não mais implicavam uma compressão da despesa em termos reais. A perda dessa fonte de financiamento levou os estados a ampliarem seu endividamento junto ao sistema financeiro, principalmente por meio de operações de antecipação de receita

orçamentária a elevadas taxas de juros reais, e o déficit primário se materializou numa variação da Dívida Líquida do Setor Público.

Em termos do endividamento, a mudança observada no padrão de financiamento do déficit primário significou um foco adicional de pressão sobre o estoque da dívida. Isto é, mesmo no período inflacionário, determinadas categorias de dívida - mobiliária e bancária - já vinham apresentando elevadas taxas de crescimento. A este crescimento “inercial” da dívida, associado à interação entre as taxas de juros e as condições de rolagem do estoque da dívida, soma-se, com a estabilização, o crescimento decorrente do financiamento de déficits primários. Neste momento o grau de fragilidade financeira dos governos estaduais é explicitado em toda sua magnitude.

Este diagnóstico sobre o comportamento do déficit e endividamento estadual nos anos 90 tem importantes implicações para se avaliar a eficácia das políticas de ajuste ora em implementação. Em primeiro lugar, um ajuste fiscal sustentável deve atacar o aspecto patrimonial da crise estadual, isto é, as causas do crescimento do estoque da dívida que independem de desajustes fiscais correntes. O desajuste patrimonial estadual é caracterizado não apenas pelas condições de rolagem do estoque da dívida, responsáveis pelo crescimento acelerado da dívida independentemente do financiamento de déficits primários, como pela própria magnitude deste estoque de dívida. O volume alcançado pelo estoque da dívida estadual significa que, mesmo com um alongamento considerável do perfil da dívida, o ajuste fiscal necessário para cobrir os encargos da dívida seja excessivamente severo sem alguma forma de abatimento do estoque da dívida. Ou seja, o ajuste patrimonial teria uma dupla dimensão: envolve não apenas o alongamento do perfil da dívida como uma redução de seu estoque por meio da venda de ativos do setor público estadual (privatizações).

Em segundo lugar, independentemente do desequilíbrio patrimonial representado pelo estoque da dívida mobiliária e bancária estadual, a análise demonstrou que os estados se encontram numa situação fiscal insustentável. O déficit primário, que foi explicitado pela estabilização, significa que os estados estão se endividando para cobrir despesas não-financeiras, o que, na terminologia de Minsky, denota uma posição de *Ponzi finance* ou endividamento explosivo.

Este resultado significa que as medidas de alongamento do perfil da dívida devem ser acompanhadas, necessariamente, de algum grau de ajuste fiscal por parte dos estados. Enquanto o alongamento do perfil e a redução do estoque da dívida têm a função de adequar os encargos da dívida à capacidade de pagamento dos estados, a estabilização da trajetória do endividamento implica, por outro lado, a geração de superávits suficientes para cobrir os encargos da dívida. As condições obtidas na renegociação e o grau de alongamento do perfil da dívida apenas determinam a magnitude do ajuste, mas o equacionamento sustentável da crise financeira estadual certamente torna imprescindível uma reversão do déficit primário estadual.

Por fim, o equacionamento sustentável da crise não prescinde da redefinição dos mecanismos institucionais de controle, o que envolve tanto as instâncias diretamente responsáveis pela regulamentação do endividamento estadual como o desenho das relações inter e intragovernamentais, que têm desempenhado o papel de sancionar os desequilíbrios financeiros estaduais, apesar dos controles institucionais.

No item seguinte serão esboçadas as principais medidas contidas na proposta de alongamento da dívida estadual, recentemente negociadas entre Estados e União.

### ***3.3 AS CONDIÇÕES DA RENEGOCIAÇÃO***

As condições da reestruturação e do ajuste fiscal dos estados, assim como de sua contrapartida na forma da assunção e reescalonamento de suas dívidas pelo Tesouro Nacional, vêm sendo regulamentadas com base nas Medidas Provisórias 1560/97 e 1556/97. As condições são negociadas individualmente com cada estado, na tentativa de abarcar a extrema heterogeneidade das Unidades da Federação, e implementadas por meio da assinatura de protocolos. Apesar das especificidades de cada caso, a partir da análise das Medidas Provisórias e dos protocolos assinados, é possível apontar as diretrizes gerais da renegociação.

O refinanciamento se concentra nas dívidas ainda não renegociadas, sendo portanto incremental aos implementados com base na Lei 7976/89 e Lei 8727/93. O prazo acordado para o reescalonamento varia entre 20 e 30 anos, com amortizações obedecendo à Tabela Price. A taxa de juros é fixada, em cada caso, num valor entre 6% e 7,5% ao ano. O determinante do valor da taxa de juros é a capacidade de cada

estado abater 20% à vista do estoque da dívida, por meio de privatização de ativos do estado<sup>2</sup>: mediante o pagamento de 20% à vista, a taxa de juros anual é de 6%; caso contrário, 7,5% ao ano.

Assim como nas renegociações anteriores, estabeleceu-se um limite de comprometimento de receitas no intervalo de 13% a 15% da Receita Líquida Real. Neste teto, estão inclusos os desembolsos referentes às Leis 7976/89 e 8727/93, assim como de dívida externa contratada até 30/09/91. No entanto, aparece como ingrediente novo na renegociação uma “cláusula de meta fiscal”: enquanto a relação estoque de dívida/Receita Líquida Real for superior a 1, o comprometimento de receitas com encargos deve atingir o limite de comprometimento, mesmo que as prestações devidas sejam inferiores àquele limite. Em outras palavras enquanto a relação Dívida/Receita Líquida Real for superior a 1, os estados não apenas devem comprometer de 13% a 15% de suas receitas com o pagamento de encargos da dívida como não terão acesso a novas operações de crédito.

A renegociação atual, por seu caráter incremental em relação às anteriores, beneficiará principalmente os estados maiores que, como se mostrou, tiveram participação menor nas duas grandes renegociações já empreendidas. Cabe notar que, pelo próprio volume do estoque da dívida destes estados, a dívida a ser renegociada envolve uma magnitude de recursos sem precedentes, devendo girar em torno de R\$ 80 bilhões. Cerca de 90% da dívida a ser renegociada concentra-se nos grandes estados (São Paulo, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e Rio de Janeiro).

É importante ressaltar a participação do Estado de São Paulo na renegociação atual. São Paulo seria contemplado com R\$ 45 bilhões, ou cerca de 60% do refinanciamento total, referentes à sua dívida mobiliária e junto a agentes financeiros estaduais. Esta última, isoladamente, deve atingir cerca de R\$ 25 bilhões. Excluída a dívida paulista para com o sistema financeiro estadual, cerca de 90% da dívida renegociada dos 4 grandes estados se refere à dívida mobiliária (Couto e Silva: 1997).

---

<sup>2</sup> Quando especificados nos protocolos os ativos a serem privatizados, estes se referiam predominantemente às empresas estaduais de energia elétrica. No caso do estado do Mato Grosso, excepcionalmente, foi prevista como forma de pagamento dos 20% a transferência de créditos provenientes do Programa de Desenvolvimento Industrial do Estado do Mato Grosso (PRODEI).

O financiamento das dívidas assumidas pela União deve ocorrer por meio da emissão de dívida mobiliária federal no valor de R\$ 103,3 bilhões só no ano de 1997, de acordo com o Projeto de Lei 05/97-CN que solicita abertura de crédito especial no orçamento de 1997 para este fim. Segundo informações contidas na Nota STN 1080/97 (*apud*. Tavares:1997), este montante corresponderia a

**QUADRO 3.1**

Valor da Dívida Estadual Assumida (31/01/97)	R\$ 85.900 milhões
Correção pela Taxa Média Selic (projetada em 18,33% até dez/97)	R\$ 15.000 milhões
Serviço das Dívidas Assumidas em 1997	
Amortizações	R\$ 1.500 milhões
Juros	R\$ 200 milhões
<b>Total do Crédito Especial</b>	<b>R\$ 103.340 milhões</b>

Em decorrência do diferencial de juros entre a dívida mobiliária federal e a dívida estadual refinanciada, será concedido importante subsídio aos governos estaduais. Como a taxa de juros da dívida renegociada é fixa (entre 6% e 7,5% ao ano), a magnitude do subsídio dependerá das taxas de juros sobre a dívida mobiliária federal. Apesar de ser impossível estimar a evolução da taxa de juros federal por um prazo tão longo, mesmo projeções otimistas baseadas numa taxa de juros de 8% ao ano apontam um subsídio da ordem de 17% do PIB nos próximos 30 anos, concentrado nos estados maiores (Couto e Silva:1997).

Além de envolver implicitamente um severo ajuste fiscal por parte dos estados, suficiente para comprometer entre 13% e 15% da Receita Líquida com os encargos de dívidas renegociadas, os acordos ainda envolvem metas específicas relativas a superávits primários mínimos, comprometimento de despesas com funcionalismo<sup>3</sup>, arrecadação própria, privatização e concessão de serviços públicos, dentre outros. Como garantia do cumprimento das condições dos acordos, os estados ofereceram os recursos relativos a receitas próprias (ICMS) e transferências constitucionais (FPE).

As renegociações com base na MP 1560/97 e MP 1556/97 foram ainda complementadas pelas disposições contidas na MP 1514/96, que “estabelece mecanismos objetivando incentivar a redução da presença do setor público estadual na

<sup>3</sup> As despesas com pessoal não devem ultrapassar, a partir de 1998, 60% da Receita Corrente Líquida, de acordo com a Lei Complementar 82 (Lei Camata).

atividade financeira bancária”. A medida provisória abre quatro tipos de solução para os bancos estaduais com desequilíbrios patrimoniais: 1) aquisição do controle acionário ou desapropriação de suas ações pela União, com privatização imediata; 2) privatização feita em comum acordo entre a União e o Estado; 3) transformação dos bancos em agências de fomento e 4) aporte de capital pelo acionista controlador com a obtenção de uma linha de empréstimo do Tesouro Nacional de até 50% deste valor.

A medida provisória dispõe que “a adoção das medidas adequadas a cada caso dar-se-á a exclusivo critério da União, *mediante solicitação do respectivo controlador*” (grifos meus), mas a análise das condições da MP deixam claro o incentivo a reduzir a presença do setor público estadual na atividade bancária, conforme o *caput* do artigo 1º. Enquanto os processos de privatização, extinção, ou transformação em agência de fomento das instituições financeiras sob controle acionário da Unidade da Federação podem contar com financiamento integral do governo federal, a decisão de manter e capitalizar um banco estadual implica a contrapartida, da parte do governo estadual, de 50% do financiamento necessário ao saneamento da respectiva instituição financeira.

A capacidade de manter o controle acionário de um banco por parte de um estado dependeria ainda da quitação antecipada de dívidas do controlador e de entidades por este controladas junto à instituição financeira, da assunção de dívidas da instituição financeira junto a terceiros, incluindo passivos de natureza atuarial e trabalhista e da capitalização da instituição financeira. A adoção destas medidas pelos governos estaduais e a obtenção de contrapartida por parte do governo federal dependeria ainda da aprovação, pelo Banco Central, de projeto de saneamento da instituição financeira que incluía necessariamente sua capitalização e mudanças no seu sistema de gestão, e de parecer favorável, por parte da Secretaria do Tesouro Nacional, quanto à compatibilidade da situação fiscal do Estado controlador com o esforço exigido pelo projeto de saneamento da instituição financeira.

A MP 1514/97 mostra o endurecimento da posição do governo federal quanto à relação que os governos estaduais historicamente têm mantido com suas instituições financeiras. Deve ficar claro que, dados o quadro fiscal e financeiro dos estados e as metas negociadas no âmbito do programa de reestruturação e ajuste fiscal, a medida

provisória torna bastante proibitiva a manutenção dos bancos com graves desequilíbrios patrimoniais por parte dos governos estaduais.

Neste item foram descritas as principais medidas tomadas nos dois últimos anos com vistas ao ajuste fiscal e patrimonial dos governos estaduais. No item seguinte serão tecidas algumas considerações sobre o alcance e limitações destas medidas.

### ***3.4. ALCANCE E LIMITES DA RENEGOCIAÇÃO***

O item anterior mostrou as principais medidas propostas pelo governo federal no sentido de promover o ajuste fiscal e financeiro do governos estaduais, a partir da implementação do Plano Real.

A confrontação com o diagnóstico da situação fiscal e financeira dos governos estaduais, delineado nos dois primeiros capítulos, mostra que as medidas propostas atacam os dois grandes focos de desequilíbrio: o desajuste fiscal e as condições de rolagem da dívida estadual. As condições da renegociação envolvem tanto um ajuste patrimonial, na forma de um abatimento do estoque da dívida e significativo alongamento de seu perfil, como a reversão do déficit primário dos governos estaduais. Neste item, procurar-se-á aprofundar a discussão das implicações da renegociação, em termos de seus avanços e limites. De um modo geral, pode-se afirmar que o diagnóstico que orientou o programa negociado é essencialmente correto. É preciso avaliar, contudo, se o programa *tal como foi proposto*, tem condições de atingir seus objetivos.

Em primeiro lugar, é importante notar que, ao contrário das renegociações anteriores da dívida estadual, o programa em curso transcende em muito um mero alongamento do perfil da dívida. Como contrapartida do reescalonamento da dívida pelo governo federal, foram exigidos dos estados não apenas um ajuste fiscal suficiente para gerar elevados superávits primários, como também o cumprimento de metas pontuais relativas a arrecadação e despesas com pessoal, dentre outros. Do ponto de vista do ajuste patrimonial, a mudança no teor da renegociação se refletiu no condicionamento

do reescalamento à efetuação de um *downpayment* equivalente a 20% do estoque da dívida<sup>4</sup>.

Esta mudança no padrão da renegociação implica custos políticos e econômicos sensivelmente mais elevados para os estados que os decorrentes das renegociações anteriores, à medida que condiciona o alongamento do perfil da dívida não apenas a um severo ajuste fiscal como à privatização de empresas e bancos estaduais. A preocupação com a capacidade dos estados de arcar com as condições acordadas é explicitada em nota apresentada pela deputada Maria da Conceição Tavares a respeito da proposta de consolidação das dívidas estaduais:

“Do ponto de vista fiscal, está sendo imposto aos Estados [um comprometimento de suas receitas correntes] independentemente de sua capacidade efetiva de arcar com tais encargos. O esquema simplesmente desconsidera fatores essenciais à capacidade de pagamento dos Estados como a elasticidade das receitas correntes diante da queda do crescimento econômico e das perdas [...] com a arrecadação do FEF e com a guerra fiscal para atrair novos investimentos; a virtual impossibilidade de cortes posteriores nos gastos correntes dos programas de arrecadação e saúde - devidamente “descentralizados” - e finalmente o financiamento das obras tradicionalmente concluídas no último ano de mandato. Com o que os Estados, em sua maioria quebrados, estão sendo premidos a realizar um *ajuste fiscal impossível*” (grifos meus).

Esta última questão levanta um ponto importante para a discussão das implicações do programa de ajuste. É inegável que, do ponto de vista dos *fluxos*, as condições do programa representam um severo ajuste fiscal para os estados. Por outro lado, não se deve perder de vista que as medidas em questão visam não apenas a viabilização financeira dos governos estaduais como, em última instância, do setor público como um todo. A União, por seu papel de articuladora da federação e por sua maior capacidade de absorver os desequilíbrios de outras esferas de governo, cumpre o papel de refinar as dívidas estaduais, mas este processo torna apenas mais evidente a necessidade de mudanças nas relações intra e intergovernamentais, e o compartilhamento do ônus do ajuste com os governos estaduais.

Deste ponto de vista, parece claro que, dada a magnitude da dívida estadual sendo renegociada, o equacionamento da questão financeira estadual envolve necessariamente algum grau de ajuste patrimonial por parte dos estados. As alternativas seriam um alongamento do perfil da dívida por um prazo superior a 30

---

<sup>4</sup> A alternativa seria o pagamento de juros mais elevados sobre a dívida refinanciada, como se mostrou acima.

anos, com maior subsídio implícito por parte da União, ou um ajuste fiscal ainda mais severo por parte dos estados. Vale dizer, da perspectiva do ajuste global do setor público e da distribuição do ônus deste ajuste pelo sistema federativo, a privatização de ativos do setor público estadual e o abatimento do passivo das administrações diretas tem como alternativa 1) um custo mais elevado para a União, na forma do crescimento da dívida federal ou de um ajuste fiscal na esfera federal ou 2) um ajuste fiscal ainda mais severo na esfera estadual.

A magnitude do ajuste fiscal exigido na renegociação parece ser, de fato, o ponto mais vulnerável do acordo. Dada a situação de extrema fragilidade fiscal em que os estados se encontram, e que os empurrou à renegociação com o governo federal<sup>5</sup>, a pergunta realmente relevante do ponto de vista do êxito da renegociação é se os estados serão realmente capazes de cumprir as metas acordadas.

Neste sentido, é importante recuperar uma questão levantada por Lopreato (1997) em relação às implicações do ajuste: se for efetivamente implementado um programa abrangente de privatizações, e dada a cláusula de meta fiscal embutida no acordo, impondo um comportamento decrescente da relação dívida/receita estadual, *os estados dependerão crescentemente de receitas de natureza fiscal*. Em suas palavras:

“A proposta, no plano das relações internas dos estados, contribui para repor o Tesouro como *locus* fundamental de atuação estadual. A venda de ativos, com a privatização das principais empresas públicas e dos bancos estaduais, à medida que for efetivada, alterará a composição dos gastos e das condições de financiamento dos governos estaduais [...]. O corte na presença das estatais recoloca o Tesouro como núcleo central das decisões e responsável direto pela realização dos gastos. Por outro lado, a complexa teia de articulações financeiras entre a administração central e as empresas públicas se perderia, com o fim dos repasses para as empresas e uso de recursos captados por elas [...]. Assim, a venda dos ativos públicos tanto implicará mudanças na composição e no volume dos gastos estaduais como em cortes no acesso das administrações centrais a novos financiamentos” (pp. 15-16).

Esta crescente restrição do financiamento estadual à órbita fiscal constitui um dos objetivos implícitos nas medidas propostas pelo governo federal. A redefinição das relações intragovernamentais e o corte do acesso irregular a financiamentos por meio da utilização de empresas públicas é essencial ao maior controle institucional sobre o

---

<sup>5</sup> É interessante notar que, em última instância, foi o *desajuste fiscal* que explicitou a necessidade de um programa amplo de reestruturação fiscal e financeira estadual, posto que a questão do crescimento descontrolado do estoque da dívida já vinha sendo apontado desde o início da década, sem, no entanto, suscitar a implementação de medidas de maior fôlego.

endividamento estadual e à subordinação da gestão das finanças estaduais aos objetivos da política macroeconômica. Por outro lado, a restrição à esfera fiscal constitui, simultaneamente, um limite ao êxito do atual processo de renegociação. Senão, vejamos.

A capacidade de ajuste fiscal dos estados, necessária à geração de resultados primários suficientes para cobrir os encargos da dívida, é dada, de um lado, pela capacidade de elevar receitas; de outro, pela de cortar despesas. A elevação das receitas, uma vez atingidos os limites impostos pela capacidade de ampliar a carga tributária e modernizar a arrecadação, é condicionada pelas taxas de crescimento econômico, principalmente considerando-se o comportamento cíclico do principal imposto estadual, o ICMS.

A importância das taxas de crescimento econômico é levantada por Baer (1994), na discussão do enfoque heterodoxo que orientou as estratégias de ajuste fiscal e financeiro do setor público implementadas na segunda metade da década de 80. Segundo a autora,

“para alcançar um ajuste fiscal efetivo, parecia necessário *simultaneamente* sustentar o crescimento, alterar a estrutura de tributação e rever não só o volume, mas também a qualidade do gasto do governo [...] a condição de sustentação do crescimento era necessária dada a natureza pró-cíclica da arrecadação. Por outro lado, sempre existem resistências não desprezíveis a mudanças na estrutura tributária, quando seu objetivo é aumentar a carga progressivamente. Num contexto recessivo, não só tendem a incrementar-se essas resistências, como também aumentam as pressões por transferências e isenções fiscais, além do problema da sonegação propriamente dita, que também pode ver-se reforçada. Ou seja, levando em consideração estes problemas, *o crescimento econômico parecia uma condição necessária, ainda que não suficiente, para tentar alcançar mudanças estruturais na base tributária. Por isso, desde este enfoque analítico, o ajuste fiscal não podia ser tratado separadamente e tinha como condição prévia o equacionamento de um patamar mínimo de crescimento econômico*” (p.122)

Por outro lado, a taxa de crescimento das receitas constitui importante determinante do custo econômico e político do corte nas despesas. A rigidez da despesa pública, além de decorrer de condicionantes institucionais<sup>6</sup>, é resultado, em última instância, da natureza política da decisão de alocação do gasto público, conforme apontado no Capítulo 2. Dada esta instância política de determinação do volume e natureza da

---

<sup>6</sup> Dentre estes, tem se destacado na discussão em relação à capacidade de ajuste fiscal os benefícios ao funcionalismo concedidos pela Constituição de 1988, tais como a estabilidade e a paridade da remuneração a ativos e inativos.

despesa pública, parece claro que as resistências a mudanças na despesa serão tanto maiores quanto mais essas realocações forem de caráter absoluto.

Em outras palavras, as taxas de crescimento econômico condicionam a capacidade de ajuste fiscal não apenas a partir de seu impacto direto sobre as receitas como da capacidade de acomodar as demandas que se cristalizam em torno do gasto público. Elevadas taxas de crescimento das receitas conferem maior flexibilidade a mudanças no volume e qualidade do gasto público, sem a necessidade de impor perdas em termos absolutos às categorias preteridas pelo ajuste<sup>7</sup>.

Cabe ressaltar a importância deste ponto, à medida que é o custo político do ajuste que tende a determinar o êxito dos acordos negociados. Esta questão torna claro que, apesar das medidas implementadas partirem, de um modo geral, de um diagnóstico correto a respeito do quadro fiscal e financeiro dos governos estaduais, seus limites são colocados, em última instância, por variáveis exógenas ao controle dos governos estaduais. A viabilidade do acordo deve ser discutida, portanto, no âmbito da questão mais ampla do ajuste do setor público e das restrições macroeconômicas à retomada do crescimento.

A capacidade dos estados realizarem um ajuste fiscal de magnitude suficiente para a “digestão dos estoques de passivo” nas condições acordadas seria, por sua vez, o principal condicionante das mudanças nas relações intergovernamentais, apontadas pelo teor da renegociação. O acordo, ao definir condições globais de rolagem e lograr um alongamento do perfil da dívida e exigir, por outro lado, o cumprimento de metas pontualmente negociadas, confere maior transparência às relações intergovernamentais (Couto e Silva: 1997). Vale dizer, ao institucionalizar relações que ocorriam de maneira discricionária, o acordo permite que os conflitos inerentes à barganha federativa (Fiori: 1995) sejam circunscritos a um espaço institucional pré-definido.

---

<sup>7</sup> É importante notar que o comprometimento de receitas com encargos da dívida introduz um elemento adicional de rigidez no gasto estadual. Como as despesas são, de um modo geral, muito menos flexíveis que as receitas, uma queda nas receitas geralmente não é acompanhada, *pari passu*, pelo comportamento das despesas. O comprometimento de receitas com encargos da dívida, mesmo sendo definido como percentagem da Receita Líquida, implica que uma queda das receitas será acompanhada por uma queda proporcional nas despesas com encargos da dívida. No entanto, em termos absolutos, a queda das despesas será inferior à queda das receitas.

Por outro lado, a transformação da União em credor das dívidas estaduais, e o Tesouro Nacional em monitorador das finanças estaduais (o que já tem rendido comparações com o papel do FMI nos anos 80) tende a canalizar os custos do ajuste fiscal nos estados para um acirramento das tensões entre o governo federal e estados. A dificuldade de realizar um ajuste fiscal nos termos acordados, num processo em que a União é simultaneamente credor e fiscalizador dos estados, significa que, quanto maior o custo do ajuste em termos econômicos e políticos no nível estadual, mais intensos serão as tentativas de se rever as condições dos acordos e os conflitos em torno distribuição de recursos fiscais. Ou seja, o ajuste estadual, institucionalizado na forma de acordos entre a União e os estados, assume mais do que nunca o caráter de relação intergovernamental, e as restrições ao êxito do ajuste tendem a se manifestar como acirramento de conflitos verticais e horizontais entre unidades da federação.

Neste sentido, parecem insuficientes e de natureza equivocada as garantias oferecidas pelos estados, na forma de receitas próprias e transferências constitucionais. É altamente discutível que, no caso de um *défaul* generalizado dos estados decorrente da incapacidade de cumprir com as metas de ajuste fiscal e arcar com os encargos da dívida renegociada, a União execute estas garantias, posto que isto significaria um decreto de falência para os estados.

*É questionável, portanto, se o alongamento do perfil da dívida e as metas de ajuste fiscal, embora necessários, constituam condição suficiente para a redefinição do pacto federativo. O acordo assume um caráter fiscal e financeiro que encontra seus limites na indefinição de um projeto mais amplo de desenvolvimento regional e nacional que viabilize economicamente o ajuste dos estados.*

A inserção do acordo num contexto de definição de um projeto de desenvolvimento nacional, que incorporasse a extrema heterogeneidade das unidades da federação, permitiria não só um maior consenso em torno da distribuição do ônus do ajuste pelo sistema federativo, como uma diluição deste custo econômico e político por meio da elevação das taxas de crescimento econômico. Na ausência de uma redefinição do papel do Estado e de um novo projeto de desenvolvimento que viabilizem a superação dos limites sistêmicos ao êxito do acordo, o custo do ajuste estadual tende a assumir a

forma do questionamento das condições negociadas e a crescente disputa por recursos fiscais e financeiros entre as esferas da federação.

## CONCLUSÕES

Na primeira metade dos anos 90, o comportamento do déficit e do endividamento das administrações diretas estaduais constituiu uma das mais evidentes manifestações de desajuste fiscal e patrimonial do setor público nacional. Apesar do processo de descentralização de receitas fiscais em favor dos governos subnacionais, promovida pela Constituição de 1988, os anos 90 foram marcados pela crescente participação da dívida estadual na Dívida Líquida do Setor Público e pela expansão das Necessidades de Financiamento desta esfera de governo.

O objetivo desta dissertação foi aprofundar a discussão em torno das causas do comportamento explosivo da dívida e da deterioração do resultado primário dos governos estaduais. A análise desenvolvida mostrou que, no período anterior à estabilização, a trajetória da dívida estadual foi determinada, predominantemente, por variáveis de natureza financeira, isto é, pela interação entre as condições de rolagem do estoque da dívida e as elevadas taxas de juros reais. Neste período, embora os governos estaduais tenham incorrido em déficits primários, estes puderam ser financiados por meio do atraso no pagamento de despesas, num contexto de elevadas taxas de inflação.

O período que se seguiu à implementação do Plano Real, que logrou impor significativa redução das taxas de inflação, foi marcado por uma mudança no padrão de financiamento dos déficits primários. Com a perda da capacidade de corrosão inflacionária das despesas, o financiamento dos déficits primários passou a se refletir numa variação do endividamento junto ao sistema financeiro. Assim, ao crescimento de natureza financeira da dívida somou-se um foco de pressão adicional: o financiamento de déficits fiscais.

O diagnóstico de que o equacionamento da crise estadual implicaria não apenas o alongamento do perfil da dívida como um amplo programa de reestruturação fiscal e patrimonial na esfera estadual orientou as negociações entre estados e governo federal a partir de 1995. O acordo resultante desta renegociação envolve o alongamento do perfil da dívida para um prazo de 20 a 30 anos e um abatimento de 20% à vista do estoque da dívida por meio da privatização de ativos do setor público estadual. O

elevado patamar de comprometimento de receitas estaduais com pagamento de encargos da dívida implica a realização de um severo ajuste fiscal por parte dos estados, negociado pontualmente na forma de metas relativas a resultados primários, arrecadação e despesas com pessoal.

A análise desenvolvida neste trabalho sugere que o diagnóstico que orientou a atual renegociação da dívida estadual é essencialmente correto e que o alongamento do perfil da dívida, *per se*, não seria suficiente para um equacionamento sustentável da questão estadual, dada a magnitude do desajuste fiscal e patrimonial no qual os estados se encontram. Adicionalmente, as condições da renegociação, envolvendo a privatização de empresas e agentes financeiros estaduais, implicam a redefinição das relações intragovernamentais, de forma a reduzir a capacidade das administrações estaduais se financiarem por meio de operações irregulares. A maior transparência conferida pelas condições do acordo às relações intragovernamentais atua no sentido do fortalecimento do controle institucional sobre o endividamento e da desativação dos mecanismos que sancionavam os desequilíbrios dos governos estaduais.

Se as medidas implementadas são adequadas para atacar os focos de desequilíbrio, os limites que se colocam para o êxito do acordo são variáveis que transcendem a dimensão fiscal e financeira da crise estadual.

É importante ressaltar que, apesar de suas especificidades, a crise estadual é um desdobramento da crise mais ampla do setor público nacional. Esta problemática, que está associada de forma intrínseca à indefinição em torno das formas de intervenção do Estado no Brasil e da formulação de um projeto de desenvolvimento nacional, coloca, em última instância, as restrições para um ajustamento sustentável na esfera estadual.

A restrição financeira que perpassa todo o setor público nacional impede que o Estado retome sua função de planejamento e de articulação em torno de um projeto de desenvolvimento. Para as unidades da federação, a incapacidade de retomar taxas mais elevadas de crescimento tende a elevar sobremaneira o custo político do ajuste fiscal. Do ponto de vista do sistema federativo, o custo do ajuste tende a se refletir num acirramento das tensões em torno da distribuição de recursos fiscais e das condições de rolagem dos passivos acumulados.

Ao colocar as bases para uma mudança nos padrões de financiamento e de intervenção desta esfera de governo, o acordo aponta questões que transcendem a órbita fiscal e financeira estadual mas que são, em última instância os condicionantes do ajuste estadual e da redefinição do pacto federativo: a necessidade do Estado retomar sua função de planejamento e articular um projeto de desenvolvimento voltado para a extrema heterogeneidade das unidades da federação. A capacidade de impor o ajustamento e a disciplina fiscal é apenas o primeiro passo nesta trajetória.

## BIBLIOGRAFIA

- Afonso, J.R.R. (1995) "A Questão Tributária e o Financiamento dos Diferentes Níveis de Governo". mimeo.
- \_\_\_\_\_ (1996) "Descentralização Fiscal, Efeitos Macroeconômicos e Função de Estabilização: O Caso (Peculiar) do Brasil". mimeo.
- Baer, M. (1994) O Rumo Perdido- A Crise Fiscal e Financeira do Estado Brasileiro. Paz e Terra, São Paulo.
- Biasoto Jr., G. (1997) "Déficit Público; Análise dos Principais Indicadores e Dificuldades Conceituais". Relatório Parcial de Pesquisa, Convênio IPEA nº3.
- Couto e Silva, M.M.A (1997) O Processo de Endividamento Estadual: Problemas e Limites à Descentralização e à Autonomia. Dissertação de Mestrado, UFRJ.
- Dillinger, W. (1995) "Brazil State Debt: Crisis and Reform". World Bank Report.
- Fiori, J.L. (1995) "O Federalismo Diante do Desafio da Globalização" in Afonso, R.B.A. (org.) A Federação em Perspectiva: Ensaio Selecionados. FUNDAP, São Paulo.
- Fontenele e Silva, P. (1995) Análise das Finanças Públicas do Estado de Minas Gerais. Relatório preparado para o Banco Mundial.
- Furugem, Pessoa e Abe (1996) "Dívida Pública Líquida- Evolução (1982-1995) e Perspectivas de Curto Prazo". Banco de Investimentos Garantia.
- Guardia, E.R. (1993) "O Processo Orçamentário do Governo Federal: Considerações sobre o Novo Arcabouço Institucional e a Experiência Recente". São Paulo, TD IESP/12.
- \_\_\_\_\_ (1996) "A Crise Fiscal dos Estados" in Déficit e Dívida Pública, Cadernos PUC Economia, nº3, São Paulo.
- Guimarães, R.F. (1994) Estado da Bahia: Análise das Finanças Públicas e Tendências Sócio-Econômicas. Relatório preparado para o Banco Interamericano de Desenvolvimento.
- \_\_\_\_\_ (1995) Estado de Pernambuco: Análise das Finanças Públicas e Tendências Sócio-Econômicas. Relatório preparado para o Banco Interamericano de Desenvolvimento

- Haddad,P.L. e Henriques,M.O.G. (1994) Piauí: Finanças Públicas e Perfil Sócio Econômico.
- Haddad,P.R., Magalhães,A.R. e Silva,P.F. (1994) Estado do Ceará: Análise das Finanças Públicas e Tendências Sócio-Econômicas. Relatório preparado para o Banco Interamericano de Desenvolvimento
- Lopreato,F.C.(1992) Crise de Financiamento dos Governos Estaduais (1980/1988) Tese de Doutorado, IE/ Unicamp.
- (1993) “Crise de Financiamento dos Governos Estaduais (1980/1988)”. Texto para Discussão nº 32- IE, Unicamp, Campinas.
- \_\_\_\_\_(1994) “Dificuldades e Perspectivas dos Bancos Estaduais” Texto para Discussão nº 43, IE/Unicamp.
- \_\_\_\_\_(1997) “Um Novo Caminho do Federalismo no Brasil?” mimeo.
- Oliveira,F.A. (1988) Déficit e Endividamento do Setor Público. Relatório de Pesquisa nº 5 IESP/ FUNDAP, São Paulo.
- Paula,T.B.(1992) et alli Estudo Sobre o Controle dos Limites de Endividamento da União, Estados e Municípios. Projeto IPEA-PNUD/ FUNDAP.
- Ramalho,V. “Reverendo a Variedade de Conceitos de Déficit Público”. s.d., mimeo.
- Roarelli,M.L.M. (1993) “O Controle do Endividamento dos Estados e Municípios” *in* Reforma Fiscal- Coletânea de Estudos Técnicos. DBA, São Paulo.
- Rezende,F. (1982) “Autonomia Política e Dependência Financeira: uma Análise das Transformações Recentes nas Relações Intergovernamentais e seus Reflexos sobre a Situação Financeira dos Estados”. Texto para Discussão Interna nº 47- IPEA.
- Rezende,F.e Afonso,J.R.R. (1988) “O (Des)Controle do Endividamento de Estados e Municípios- Análise Crítica das Normas Vigentes e Propostas de Reforma”. Texto para Discussão Interna nº 132- IPEA.
- Rezende et alli (1992) “Finanças Públicas”. Texto para Discussão nº 2- IESP.
- Silva,M.C. (1976) A Dívida do Setor Público Brasileiro- seu Papel no Financiamento dos Investimentos Públicos. Coleção de Relatório de Pesquisa nº32- IPEA.
- Tavares,M. (1994) Estado do Paraná: Análise das Finanças Públicas e Tendências Sócio-Econômicas . Relatório Elaborado para o Banco Interamericano de Desenvolvimento.

- Tavares, M.C. (1997) "A Proposta de Consolidação das Dívidas Estaduais pelo Tesouro Nacional". Mimeo.
- Zini Jr., A.A. (1991) "A Metodologia Enganosa do Déficit Operacional". Revista de Economia Política, Volume 11, nº3.