



1290000378



TCC/UNICAMP F477d

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS**  
**INSTITUTO DE ECONOMIA**

**CE – 851: Monografia II**

**Dívida Pública no Brasil pós-Real:**  
**Uma Análise dos Determinantes**  
**do Crescimento**

*Aluno* : Francisco Carneiro De Filippo

RA: 981211

*Orientador* : Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

TCC/UNICAMP  
F477d  
IE/378

**CEDOC/IE**

Campinas, 11 de dezembro de 2002

**Dívida Pública no Brasil pós-Real:  
Uma Análise dos Determinantes  
do Crescimento**

**Monografia apresentada  
ao Instituto de Economia da  
Universidade de Economia da  
Unicamp, como pré-requisito  
para a conclusão do curso de  
graduação.**

*Aluno* : Francisco Carneiro De Filippo

RA: 981211

*Orientador* : Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro

## ***Resumo***

As políticas liberais impostas no Brasil ao longo da década de 90 resultaram, dentre outros aspectos importantes, na estabilização da inflação. No entanto, tal estabilidade foi conseguida com custos bastantes elevados em diversas outras variáveis da economia nacional, com destaque para o baixo crescimento e o elevado desemprego.

Dentro das contas do setor público, o discurso oficial enfatiza sempre o crescimento do ajuste fiscal e a maior transparência das contas públicas. No entanto, acreditamos ser o crescimento da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) de 31% do PIB em junho de 94 para 59% do PIB em junho de 2002 o dado mais relevante do período. Para justificar tal crescimento, a visão ortodoxa defendida pelo Governo enfatiza as recorrentes crises fiscais da década de 90, o reconhecimento de passivos do passado e o processo de ajuste fiscal das entidades subnacionais.

Este trabalho busca, contrariamente ao discurso oficial, mostrar que o crescimento da DLSP é conseqüência das políticas liberais impostas, que privilegiaram a ótica financeira da economia ante a ótica produtiva, aumentando, com isto, a vulnerabilidade do país a crises no Sistema Financeiro Internacional e impedindo uma política de crescimento sustentável. Como proposição final, entende-se a necessidade de uma mudança estrutural na política econômica a fim de evitar que uma situação de *default* seja o único recurso para impedir o crescimento da relação DLSP/PIB.

## ***Agradecimento***

Dedico este trabalho final de graduação a todos aqueles que lutam e doam suas vidas para a construção de um mundo mais justo e humano, no qual novos valores emergirão e o respeito à vida será o fim último de todo e qualquer ato pessoal e política pública existente.

Agradeço primeiramente à minha mãe e a toda minha família pelo apoio, compreensão e paciência em todos estes cinco anos de graduação.

Agradeço a todos os colegas e pessoas que passaram ao longo de toda vida, dentro ou fora da Universidade, pessoas as quais foram deixando suas marcas e lembranças, contribuindo, de uma forma ou de outra, para minha formação como ser humano. Nestes cinco anos, vale a lembrança para os colegas de república, os amigos do Cecon, da turma 98, do Movimento Estudantil, da Pastoral Universitária (e todos os demais que conheci em função da Igreja) e da Extensão Comunitária (especialmente o MAP, tanto alunos quanto professores). Agradeço-vos por toda a vivência e companheirismo neste período, extremamente marcante para minha vida.

Agradeço ao professor Márcio Wohlers, meu primeiro orientador, mas de forma especial, serei sempre grato ao professor Ricardo Carneiro pelos dois anos e meio de orientação, constante aprendizado e boa amizade.

Por fim, agradeço a Deus, fonte de todo amor e misericórdia.

## Sumário

Introdução	3
Capítulo 1 – Formas de apuração do Resultado Fiscal.	5
1.1 – Conceitos básicos e breve histórico de apuração do Resultado Fiscal.	5
1.2 – Metodologia para apuração do resultado fiscal para o governo central.	7
1.3 – Possíveis origens da discrepância entre os métodos “abaixo e acima da linha”.	15
Capítulo 2 – As duas visões do processo de estabilização e a repercussão nas contas públicas.	18
2.1 – A visão oficial	20
2.2 – A visão alternativa	22
Capítulo 3 - Os determinante da Evolução da Dívida.	26
3.1 – A evolução das principais contas no estoque da Dívida	26
3.2 – A importância do Superávit Primário para a redução da dívida.	33
3.3 - Taxa de juros	35
Capítulo 4 - O predomínio da ótica financeira no crescimento da dívida pública.	39
4.1 Determinantes financeiros.	42
4.2 Determinantes fiscais.	42
4.3 Determinantes patrimoniais.	45
4.4 – Descasamento entre ativos e passivos.	49
Capítulo 5 – A evolução da dívida mobiliária ao longo dos anos do Plano Real e seu impacto na DLSP.	51
3.1 - 1994 a 1998	51
3.2 - 1999 a 2002	57
3.3 - Conclusão	63
Capítulo 6 – Sugestões para uma gerência sustentável da dívida pública brasileira.	64
6.1 – O discurso oficial versus a vulnerabilidade externa brasileira.	64
6.2 – As condições para a sustentabilidade da dívida.	68
6.3 – As consequências de um default na dívida pública.	69
Conclusão	71
Bibliografia.	73

## Introdução

O objetivo desta monografia é analisar criticamente a evolução da dívida pública brasileira. À luz do debate teórico existente, buscou-se comprovar que os determinantes financeiros do crescimento foram os principais responsáveis pela dinâmica de crescimento. Parte-se da hipótese que a dependência financeira brasileira é o principal responsável pelo crescimento da DLSP.

A visão tradicional contida na análise de autores como Franco (1996), Bruno (1990) e do próprio Governo brasileiro (Ministério da Fazenda, 2001; BCB, 1999) é de que o principal determinante do crescimento da Dívida Pública Brasileira é o déficit público primário. Este, além de contribuir para o crescimento do estoque da Dívida, teria uma consequência direta e de importância maior ao indicar a “pouca responsabilidade fiscal” do país, fazendo com que a taxa de juros para o refinanciamento da dívida cresça tornando esta insustentável. Desta forma, a redução do déficit primário, dentre outras medidas tais como a privatização das empresas estatais seria condição necessária para a diminuição das taxas de juros e estabilização da Dívida.

Todavia, as soluções sugeridas por este tipo de visão não estão surtindo no efeito na redução da relação Dívida/PIB, o que implica a necessidade de questionar a eficácia

desta teoria e a construção de um modelo alternativo. Este modelo seria baseado na interpretação de autores como Braga (1993 e 1997), Carneiro (2000), Aglietta (1995) segundo os quais a dinâmica atual do capitalismo, na qual há uma predominância da parte financeira sobre a produtiva, impede o crescimento sustentável da economia e seria o principal motivo do aumento contínuo do estoque de dívida.

De acordo com esta interpretação, o país encontra-se num processo de inserção periférica no capitalismo global, perdendo graus de liberdades na conduta da política econômica. Tal inserção também gera uma restrição externa que impede o crescimento sustentável da economia brasileira e a instabilidade de câmbio e juros perante variações no mercado financeiro internacional. Tal instabilidade seria, a nosso ver, o principal motivo do aumento contínuo do estoque da dívida pública brasileira no período em vigência do Plano Real.

Para completar a análise do tema, este trabalho está dividido em seis capítulos. Iniciamos, portanto, com a análise metodológica dos conceitos abaixo e acima da linha, bem como um aprofundamento nos indicadores Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP - abaixo da linha) e Resultado Primário do Governo Central (acima da linha).

No segundo capítulo faz-se uma revisão histórica do Plano Real, mostrando duas análises da evolução histórica recente. Tais análises se concentram nas hipóteses sugeridas anteriormente. No capítulo posterior, analisamos a evolução dos principais determinantes da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), a saber: o ajuste patrimonial, o superávit primário e a taxa de juros da Dívida.

Os dois capítulos seguintes fazem uma complementação ao capítulo terceiro, nos quais confirma-se a hipótese sugerida. Para tal, o quarto capítulo contra-argumenta, com a análise dos grandes determinantes, as afirmações da Secretaria do Tesouro Nacional (STN, 2002b) de que os principais determinantes do crescimento da dívida são patrimoniais. Já o quinto intenta mostrar a evolução da DLSP e da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) associando tal evolução ao desenvolvimento da política macroeconômica adotada no Plano Real, que agravou a vulnerabilidade da economia brasileira ao longo dos anos.

Como capítulo final, pretende-se esboçar propostas de redução da dívida pública. Parte-se do trabalho de Goldfajn (2002) que argumenta ser sustentável a dinâmica atual da dívida. Desta maneira contrapô-lo-emos, criticando suas hipóteses e conclusões. Uma breve conclusão encerra este trabalho.

## ***Capítulo 1 – Formas de apuração do Resultado Fiscal.***

Este capítulo está baseado nos trabalhos de Távora (2001), Myer (1997), Biasoto Jr (1998) e Banco Central (1999). Assim como feito por Távora, está dividido em 3 seções: i) conceitos básicos e breve históricos de apuração do Resultado Fiscal; ii) Metodologia de apuração do Resultado Fiscal e iii) análise das principais fontes de discrepância.

### ***1.1 – Conceitos básicos e breve histórico de apuração do Resultado Fiscal.***

O resultado fiscal de um governo pode ser apurado por dois caminhos. Primeiro, confrontando-se as receitas e as despesas e segundo, calculando a variação da dívida líquida.

A divisão teórica que separa as “causas do déficit” do seu financiamento determina um importante conceito: a linha. O cálculo “abaixo da linha” diz respeito às apurações com base na variação da dívida pública no período de cálculo, com dados obtidos no Sistema Financeiro Nacional. O cálculo “acima da linha” refere-se aos itens que geram os déficits e são obtidos diretamente da execução orçamentária e financeira das instituições abrangidas pelo cálculo do resultado fiscal. Sob essas duas óticas, são calculados os três principais conceitos de déficit utilizados na economia: o nominal, o operacional e o primário, que se interrelacionam conforme mostrado na Figura 1.

**Figura 1**

<b>Déficit Nominal</b>		
<b>Juros Nominais</b>		<b>Déficit Primário</b>
<b>Correção Monetária</b>	<b>Juros Reais</b>	<b>Receitas - Despesas</b>
<b>Déficit Operacional</b>		

O déficit nominal é definido como a diferença entre as despesas e as receitas totais do governo. Esse conceito é de interesse para a verificação da forma de financiamento do governo. Em um ambiente inflacionário e com alto estoque da dívida pública, a apuração do déficit nominal pode não retratar adequadamente o desempenho fiscal do governo, uma vez que parte dos juros pagos diz respeito apenas à sua correção monetária, correção esta que obviamente termina quando a inflação se estabiliza. Uma alternativa é a adoção do déficit operacional, que consiste no déficit nominal menos a correção monetária, levando-se em consideração apenas os juros reais.

Na década de 1980, pela primeira vez na história da economia brasileira houve um tratamento mais sistemático do déficit público, pois de outro modo seria impossível se enfrentar a crise então existente: estudos contemporâneos indicavam que o déficit tinha uma relação direta com a inflação, prejudicava o crescimento do país e causava fortes problemas para o fechamento do Balança de Pagamentos.

Dessa forma, o déficit público ganhava grande importância pelo fato de ter se tornado expressivo. Assim, a necessidade de monitoramento do déficit, até mesmo em

decorrência do acordo com o FMI, em 83, fez surgir a demanda pela estruturação das metodologias, assim como pelo aperfeiçoamento dos cálculos.

a) o critério abaixo da linha:

Basicamente, duas metodologias foram utilizadas no Brasil ao longo desses quase vinte anos para a apuração das NFSP no conceito de déficit nominal abaixo da linha. A primeira, durante o período entre 83 e 90. A segunda de 91 aos dias atuais. Ocorre que em razão das questões de abordagem, coleta e apuração as séries não são diretamente comparáveis quanto ao seu critério de formação.

A primeira metodologia adotada sofreu alterações ao longo dos anos (Távora, 2001). A segunda metodologia se manteve constante desde sua publicação, ocorrendo tão somente alterações operacionais no tratamento de algumas contas. Nesse ano de 91, de posse das novas metodologias introduzidas, foi possível o tratamento analítico para apuração dos juros nominais. Como consequência disto, ocorreu pela primeira vez o cálculo do resultado primário no país pelo critério abaixo da linha.

Merece destaque nessa nova metodologia, o tratamento dado à correção cambial, a ser apurada dentro de uma sistemática própria, com o cálculo do déficit operacional sobre a dívida externa medida em US\$, obtendo o déficit pela conversão do resultado obtido mediante aplicação da taxa média de câmbio no período. Anteriormente a dedução da variação cambial sobre o déficit era feita tal como o é a dedução da inflação.

b) O critério acima da linha:

Em 1985, dada a necessidade de se agir de forma mais precisa em relação à situação econômica então vivenciada, e não se dispondo das informações acerca dos promotores do déficit, em um contexto de busca de aperfeiçoamento de ações de planejamento, iniciou-se a formulação da primeira metodologia para apuração do “acima da linha” da União.

Em 1986 foi realizado o primeiro cálculo para o Governo Central. Essas primeiras estimativas, com dados anuais, basearam-se no Orçamento Geral da União, aprovado pelo Congresso Nacional, mais os créditos suplementares e extraordinários, menos os cancelamentos de dotações ao longo do ano.

Essa metodologia em desenvolvimento levava em consideração a classificação dos itens estabelecidos pelo FMI e como parâmetro de comparação as estatísticas do BC. Dado que essa apuração era um processo em evolução e, ainda, por ser o resultado calculado pelo critério abaixo da linha o oficial para fim de negociação com o FMI, houve pouco interesse em divulgar os resultados acima da linha.

Em 1991, com a introdução de uma nova forma de cálculo do resultado, que consistia em se coletar os componentes do resultado fiscal mais próximos dos órgãos que o geravam, houve um significativo aprimoramento na estrutura da metodologia, o que possibilitou a apuração do resultado fiscal mensal da União.

Para alcance desta evolução, foram utilizadas como fontes de dados: i) a Execução Financeira do Tesouro Nacional; ii) os dados de arrecadação total da Receita Federal, na versão líquida; iii) o resultado da Previdência Social; iv) a execução financeira do FAT, fornecida pelo Ministério do Trabalho; v) a diferença entre as Transferências Constitucionais e vi) e as estimativas das receitas e despesas que não transitavam pelo Tesouro.

Desde as primeiras apurações, usava-se para as despesas o chamado critério de liberação, que consistia no fato de que, a partir do momento em que ocorresse a liberação de recursos do Tesouro Nacional para os órgãos, tais valores eram considerados como despesa. Esse critério foi utilizado até 1997, e a partir de 98, ele foi alterado para o de efetivo pagamento, que contou com adequação de várias rotinas operacionais, aí incluídos os aprimoramentos no Sistema de Administração Financeira (SIAFI). Outra inovação deste período foi a inclusão do resultado primário do BC, que tornou uniforme a abrangência de ambas as estatísticas primárias.

## ***1.2 – Metodologia para apuração do resultado fiscal para o governo central.***

### **1.2.1 – Abaixo da linha**

Para cálculo do déficit público, faz-se necessário escolher uma determinada cobertura do setor público e um período de apuração. No Brasil, a abrangência para a apuração do resultado fiscal abaixo da linha leva em consideração o setor público não financeiro e o Banco Central. Isso implica os cálculos englobarem as administrações públicas diretas e as empresas estatais não financeiras nos três níveis. No caso brasileiro, destaca-se o fato de os fundos públicos, tais como o FAT, não possuírem características de intermediários financeiros (sendo, portanto, incluídos no cálculo) e ainda a previdência social ser considerada para fins de apuração do setor público não financeiro.

#### **1.2.1.1 – Dívida Líquida do Setor Público – DLSP**

A DLSP representa o saldo líquido do endividamento do setor público não financeiro e do BC com o sistema financeiro – público e privado – com o setor privado não financeiro e com o resto do mundo, sendo, portanto, uma medida de estoque.

Os saldos da dívida líquida são apurados normalmente pelo critério de competência, ou seja, a apropriação de encargos é contabilizada à medida que eles são devidos, de forma proporcional e independente da efetivação do fluxo de caixa<sup>1</sup>. No caso da dívida externa, a conversão é realizada pela taxa de câmbio de compra do final do período de referência de apropriação do saldo. Operacionalmente, a DLSP é apurada a partir da soma das dívidas líquida interna e externa.

**a) Dívida Interna Líquida:** subdividida em:

**i) Governo Federal e Banco Central:**

Os *Títulos públicos federais* representam o volume de títulos públicos federais emitidos e em poder do público (fora da carteira do BC).

A *Dívida Bancária Líquida* corresponde ao endividamento do setor público com o FGTS e ao endividamento líquido das aplicações do setor público com o sistema financeiro.

---

<sup>1</sup> Desta maneira, o regime de competência se diferencia do regime de caixa. Por exemplo, no caso de uma desvalorização cambial que aumente o estoque da dívida, o regime de competência, aufere este aumento no exato momento da desvalorização. Já o regime de caixa aguardaria o vencimento do título para computar o fluxo nominal realizado, portanto, o próprio aumento.

A *Arrecadação a Recolher* refere-se ao total de tributos arrecadados nos últimos dias do mês que serão creditados ao cofre dos tesouros públicos nos primeiros dias do mês seguinte.

O *Aviso MF-30* representa o mecanismo pelo qual o Banco do Brasil cobria endividamento externo vencido – juros e principal – de responsabilidade do setor público ou avalizado pelo Tesouro Nacional. Desse modo, essa conta, cujo saldo líquido do setor público consolidado é zero, registra os créditos da União perante estados, municípios e empresas estatais e vice versa.

As *Moedas de Privatização* corresponde ao total de dívidas emitidas pelo governo federal utilizáveis nos processos de privatização. Incluem, entre outros, os Certificados de Privatização (CP), os créditos securitizados e os Títulos da Dívida Agrária.

Os *Recursos do FAT* compreendem as disponibilidades e as aplicações compulsórias do mesmo, tanto no BNDES quanto no Fundo Extramercado (FAE). As disponibilidades do FAT, que é de fato e de direito um fundo público com finalidade específica, devem ser deduzidas do estoque total da dívida existente com o objetivo de se apurar a Dívida Interna Líquida.

A *Base Monetária* corresponde ao somatório do papel-moeda emitido e das reservas bancárias. Os *outros Depósitos no BC* correspondem aos depósitos compulsórios em espécies depositadas no BC, incidentes sobre depósitos de poupança, depósitos a prazo, fundos de aplicação financeira e outros.

Os *Créditos do BCB às Instituições Financeiras* compreendem o total dos créditos do BC com o sistema financeiro decorrente de empréstimos de liquidez, créditos com instituições em regime de liquidação extrajudicial e créditos do PROER.

Os *Créditos do BC* incluem o crédito do BC com os bancos estaduais decorrente da venda a termo de títulos de emissão do BC para aquelas instituições financeiras para atender à troca de dívidas estaduais ao amparo das diretrizes de reescalonamento das dívidas internas das administrações diretas das entidades subnacionais.

A *Carteira de Fundos* compreende o total de disponibilidades de fundos públicos que se encontram aplicados tanto no FAE do BB quanto nos setores público e privado, *Demais Contas do BC* correspondem à soma líquida de diversas contas ativas e passivas do BC, tais como créditos a receber. A *Previdência Social* representa o total líquido dos créditos e débitos dos sistemas público e de previdência social com o SFN.

Por fim, a *Renegociação com os Estados, tanto de 97 quanto de 2000* são rubricas que são registrados os créditos da União com os Estados de acordo com as respectivas leis e acordos.

## ii) **Governos estaduais, municipais e empresas estatais.**

Incluem todos os itens de responsabilidades dos estados, municípios e das empresas estatais. Os conceitos são análogos aos apresentados para o Governo Central, fazendo-se a ressalva que naquelas relações com a União, o que era crédito se torna débito.

No caso de *Dívida com Empreiteiros e Fornecedores* o item compreende o total de endividamento em atraso das empresas estatais federais com os seus fornecedores e empreiteiros de obras. Para *debêntures*, tem-se registrado o saldo remanescente de debêntures emitidas por empresas estatais federais. Já o item *Carteira de títulos públicos das Empresas Estatais* corresponde ao total das disponibilidades das empresas

estatais aplicado em títulos públicos, no FAE do BB (empresas estatais federais) ou em fundos de aplicação financeira.

Quadro 1 - itens da DLSP							
Discriminação	Crédito	Débito	Resultado Consolidado	Discriminação	Crédito	Débito	Resultado Consolidado
Dívida fiscal líquida (F=D-E)			x	Governos municipais			x
Ajuste metodológico s/dívida interna (E)		x		Dívida mobiliária líquida		x	
Dívida fiscal líquida com câmbio (E=A-B-C-D)			x	Renegociação (MP 2.118/2000)		x	
Ajuste metodológico s/dívida externa (D)		x		Renegociação (Lei 8.727/1993)		x	
Ajuste patrimonial (C)		x		Dívidas reestruturadas		x	
Ajuste de privatização (B)	x			Dívida bancária municipal		x	
<b>Dívida líquida total (A)</b>			<b>x</b>	Arrecadação a recolher	x		
				Depósitos à vista	x		
Governo federal			x	Empresas estatais			x
Banco Central do Brasil			x	Federais			x
Governos estaduais			x	Dívidas reestruturadas		x	
Governos municipais			x	Dívida bancária		x	
Empresas estatais			x	Outros débitos		x	
Federais			x	Renegociação (Lei 8.727/1993)	x		
Estaduais			x	Carteira de tit. púb. das emp. estatais	x		
Municipais			x	Depósitos à vista	x		
Dívida interna líquida			x	Outros créditos	x		
Governo federal			x				
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional		x		Estaduais			x
Dívidas securitizadas		x		Dívidas reestruturadas		x	
Dívida bancária federal		x		Dívida bancária		x	
Arrecadação a recolher	x			Debêntures		x	
Depósitos a vista	x			Renegociação (Lei 8.727/1993)		x	
Carteira de fundos	x			Carteira de tit. púb. das emp. estatais	x		
Recursos do FAT	x			Depósitos à vista	x		
Previdência social			x				x
Renegociação (Lei 9.496/1997 e Proes)	x			Municipais			
Renegociação (Lei 8.727/1993)	x			Dívidas reestruturadas		x	
Dívidas reestruturadas	x			Dívida bancária		x	
Outros créditos do Governo Federal	x			Renegociação (Lei 8.727/1993)		x	
Relacionamento com Banco Central			x	Depósitos à vista	x		
Banco Central do Brasil			x				
Base monetária		x		Dívida externa líquida			x
Dívida mobiliária do Bacen		x		Governo federal			x
Operações compromissadas		x		Banco Central do Brasil			x
Outros depósitos no Bacen		x		Governos estaduais			x
Créditos do Bacen às inst. financeiras	x			Governos municipais			x
Demais contas do Bacen			x	Empresas estatais			x
Relacionamento com Governo Federal			x	Federais			x
Governos estaduais				Estaduais			x
Dívida mobiliária líquida		x		Municipais			x
Renegociação (Lei 9.496/1997 e Proes)		x					
Renegociação (Lei 8.727/1993)		x					
Dívidas reestruturadas		x					
Dívida bancária estadual		x					
Outros débitos		x					
Arrecadação a recolher	x						
Depósitos à vista	x						

**b) Dívida Externa Líquida:** engloba a dívida externa bruta do setor público não financeiro e do BC, deduzidas suas aplicações em moeda estrangeira. Como o BC está incluído, as Reservas Internacionais devem ser deduzidas do total.

#### **c) Dívida Fiscal Líquida - DFL**

Uma vez apurada a DLSP, é necessário ajustar essa medida ao período fiscal, excluindo as despesas que são originárias de reconhecimento de dívidas passadas, as receitas extraordinárias *once and for all* e, ainda, aquelas distorções provocadas pelos critérios de contabilização. Assim a DFL corresponde à DLSP menos o ajuste patrimonial.

#### **d) Ajuste Patrimonial:**

As exclusões devidas ao Ajuste Patrimonial são apuradas tendo por referência a consideração dos seguintes itens: passivos contingentes, privatização e contabilidade da dívida externa.

Os passivos contingentes são dívidas, em geral não explicitadas, geradas no passado que estão em processo de reconhecimento pelo governo federal. Como são responsabilidades assumidas pelo governo, essas dívidas potenciais são obrigações que terão de ser pagas no momento ou em algum ponto do futuro. Os principais passivos contingentes estão elencados no capítulo posterior.

A privatização representa o processo de venda de empresas públicas, e sua consideração no Ajuste Patrimonial é feita com sinal contrário em relação aos passivos contingentes. Uma outra razão para não incluir as receitas de privatização na apuração do resultado fiscal é uma recomendação do FMI. A consideração dessas receitas, segundo o entendimento daquela instituição, poderia dar uma falsa impressão de que o governo teria se ajustado, quando na verdade só representaria uma ilusão por causa de uma receita esporádica.

A contabilização da dívida externa e da dívida interna indexada ao dólar envolvem problemas concernentes a consideração da variação do estoque e da taxa de câmbio. Nesse sentido, o modelo de registro contábil tenta reproduzir a pressão do governo sobre o mercado de capitais levando em consideração esses fatores.

Se em janeiro, por exemplo, a dívida externa registrada fosse US\$ 1000,00 e a taxa de câmbio para apuração fosse 1 R\$/US\$ teríamos uma dívida em reais de R\$ 1000,00. Se em fevereiro o estoque de dívida não se altera, entretanto a taxa de câmbio passasse a 1,50 R\$/US\$, teríamos uma dívida de R\$ 1500,00.

Caso tomássemos para fins de apuração do déficit a variação dos dois estoques em moeda nacional, apuráramos R\$ 500,00. No entanto, esta variação de estoque não é motivo de déficit, pois não ocorreu fluxo, e sim uma mudança no valor do estoque pela variação do indexador deste. O fato de ter havido uma desvalorização cambial não interfere nas medidas de cunho fiscal no período corrente. Daí a importância de se separar tal variação cambial (variação de estoque) da dívida fiscal líquida (que mede o fluxo nominal).

Uma outra questão quanto a apuração dos R\$ 500,00 dado no exemplo é que considerou-se a taxa de câmbio do fim do mês, mas como a dívida varia ao longo do mês, seria mais correto, adotando uma hipótese de variação uniforme dos saldos, que se apurasse a variação mensal com base em uma taxa de câmbio média. Para se corrigir os

problemas detectados, a metodologia se apropria, para fins de cálculo fiscal, apenas da variação líquida da dívida em moeda estrangeira, e para corrigir o fato de que a contabilização da dívida é feita pela taxa de fim de período, quando deveria ter sido pela taxa média, é necessário retirar a diferença apropriada a maior por um ajuste na dívida.

Feito a análise metodológica da DLSP, partiremos agora para a análise das NFSP, que é a principal medida de fluxo abaixo da linha existente:

### 1.2.1.2 – Necessidade de Financiamento do Setor Público – NFSP

É a primeira estatística apurada e representa a variação nominal dos saldos da dívida interna líquida, mais a variação dos saldos das dívidas externas efetivas, convertida para moeda nacional pela taxa média de câmbio de compra. Representa, grosso modo, o déficit nominal fiscal total. Assim, operacionalmente, para obtenção das NFSP mensais, no conceito nominal, basta apurar diretamente a variação da DFL.

#### a) Resultado operacional

Em um país com alta inflação e com grande dívida pública, as NFSP, no contexto nominal, não são um bom indicador do desempenho fiscal, dado que esta medida de déficit superestima os recursos demandados pelo setor público e ainda é muito vulnerável a mudanças no nível da inflação, por conta dos juros nominais.

Ainda assim, na tentativa de se esterilizar os efeitos inflacionários, calcula-se o resultado operacional, que seria uma medida mais precisa para descrever a postura fiscal. Isso é feito retirando-se das NFSP a componente nominal dessa correção monetária. A fórmula usada pelo Banco Central do Brasil para retirar a correção monetária é a seguinte:

$$CM = \frac{p D_t + [(1+p)^{0,5} - 1] * [D_{t+1} - D_t(1+i)]}{(1+i)^{0,5}}$$

onde: CM = fluxo de correção monetária;  $D_t$  = saldo da dívida no mês  $t$ ;  $p$  = taxa de inflação;  $i$  = *proxi* da taxa de juros nominal mensal incidente sobre a dívida.

O que essa fórmula de correção faz é apurar a componente nominal do saldo da dívida do início do período passado, bem como da média real da variação do estoque da dívida com base no meio do período. O índice utilizado como medida da inflação ( $p$ ) corresponde ao IGP-DI centrado, que é a média geométrica do IGP-DI do mês corrente e do mês seguinte.

Dessa forma, as NFSP, no conceito operacional, são apuradas do fluxo das NFSP mensais, na forma do item anterior, excluída a atualização monetária incidente sobre a DLSP, calculada com base na fórmula de correção monetária apresentada.

#### b) Resultado primário

Porém, existe ainda uma questão intertemporal na medida anterior, dado que os juros incidentes sobre a dívida líquida dependem do nível de taxa de juros nominal e do

estoque da dívida, que é determinado pelo acúmulo de déficits nominais passados. Portanto, faz-se importante medir o esforço fiscal realizado no período corrente.

A apuração do resultado primário tenta traduzir esse efeito, estimando o esforço fiscal atual do governo em se ajustar macroeconomicamente para se tentar um equilíbrio da relação dívida/PIB. Ao se calcular os juros sobre a dívida interna, de modo similar à hipótese adotada para a estimativa da correção monetária, supõe-se que as variações (acréscimos ou decréscimos) da dívida que tem origem diversa da simples apropriação de juros se distribuem uniformemente durante o período. De Távora (2001):

$$J = (D_{t+1} - D_t) - \frac{[D_{t+1} - D_t(1+i)]}{(1+i)^{0,5}}$$

onde J = fluxo de juros nominais;  $D_t$  = saldo da dívida no mês t; p = taxa de inflação; i = *proxi* da taxa de juros nominal mensal incidente sobre a dívida.

A *proxi* da taxa de juros, revista periodicamente, segundo o BC, é uma estimativa para se calcular os juros nominais incidentes em cada tipo de dívida. Nos casos nos quais não são possíveis as identificações das taxas de juros, apura-se a taxa de juros implícita efetiva.

Entende-se por taxa implícita o resultado do quociente entre as receitas (despesas) de juros nominais e os saldos de dívidas ou dos ativos, acrescido dos fluxos primários ocorridos no mês de referência. O BC utiliza a fórmula de juros para obtenção da taxa implícita. Isolando da fórmula de juros nominais  $(1+i)^{0,5}$  e denotando por x, chegamos à seguinte equação:

$$x^2 D_t + x (D_{t+1} - D_t - JN) - D_{t+1} = 0$$

Resolvendo esta equação quadrática para x, obtemos:

$$x = \frac{[-p \pm \sqrt{p^2 + 4 * D_t * D_{t+1}}]}{2 D_t}$$

Concluindo, como  $(1+i)^{0,5} = x$ , temos que  $i = x^2 - 1$ , dessa fórmula obtém-se a taxa implícita mensal.

Para obtenção desse resultado fiscal, no conceito primário, basta deduzir do déficit nominal (NFSP) os juros nominais incidentes sobre a dívida interna, medida pela fórmula anterior, e retirar os juros externos sobre as reservas internacionais e sobre outros ativos do setor público em dólares, convertidos pela taxa média de câmbio de compra do período de apuração. Por fim, para se concluir os procedimentos metodológicos envolvidos na apuração do déficit no Brasil, após a apuração do

resultado nos vários conceitos (nominal, operacional, primário), são realizadas comparações com Produto Interno Bruto (PIB) valorizado e a preços constantes.

Finda a descrição dos indicadores abaixo da linha, descreveremos agora a medição acima da linha dos dados primários da União:

### **1.2.2 – Acima da linha – Resultado Primário do Governo Central.**

As principais rubricas do Resultado Primário do Governo Central, divulgado mensalmente pela Secretaria do Tesouro Nacional, são:

#### **a) Receita total.**

Corresponde ao total da receita primária arrecada pela administração federal (exclusão das receitas de ganhos financeiros, bem como das receitas advindas de vendas de ações nas quais o governo é detentor da maioria do capital). Está dividida em dois grandes grupos: as receitas do Tesouro Nacional e a Receitas da Previdência Social.

As *Receitas do Tesouro Nacional* consistem na receita bruta do Tesouro Nacional, deduzidas dos incentivos fiscais. Abrange os recolhimentos efetuados pela administração direta, pelos fundos públicos, autarquias e fundações ingressantes do Orçamento Geral da União (OGU); inclui, ainda, as receitas de concessões de serviços ou de utilização do patrimônio público.

Como *Receita Bruta* entende-se todo o recolhimento bruto de tributos e demais receitas parafiscais – como concessões, tarifas, aluguéis e receitas de participação acionária – da administração pública federal. Este engloba:

As *Receitas Administrativas da SRF*, que correspondem ao somatório de todas as receitas de impostos e contribuições administradas pela Secretaria da Receita Federal arrecadadas pelo DARF (Documento de Arrecadação da Receita Federal) por intermédio da rede bancária. São considerados também os depósitos judiciais e extrajudiciais. Os impostos considerados são: II, IE, IR, IOF, IPI, ITR. As contribuições abarcam: COFINS, CPMF, CSLL E CSSP.

O item *Outras Receitas* representa as demais receitas não classificadas na rubrica anterior subdivide-se em: outras da SRF (são as demais receitas contabilizadas pela SRF e não incluídas no item anterior); Receita de Concessão (concessão de serviço público e arrendamento de patrimônio); Participação e dividendos e demais (demais receitas recolhidas por DARF, tais como honorários advocatícios; rendas da secretaria de patrimônio da União; royalties de recursos hídricos, minerais e pela produção de petróleo, gás, etc)

O *Salário-Educação* corresponde à contribuição efetuada por empresas comerciais, industriais e agrícolas, com o objetivo de manter o ensino primário gratuito de seus empregados e dos filhos destes.

Por fim, a *Conta Petróleo* que tem por finalidade cobrir a diferença entre a taxa de câmbio de liquidação da compra de petróleo e a taxa vigente na estrutura de preço deste produto. Para fins de apuração primária, considera-se o resultado entre a receita (Parcela Específica de Preço) e despesas (subsídio do álcool, fretes, etc) presentes na estrutura de preço dos derivados de petróleo. Quando essa diferença é positiva, ela amortiza a Conta-Petróleo, isto é, a dívida do Tesouro com a Petrobrás.

As *restituições e incentivos fiscais* representam as devoluções aos contribuintes do imposto pago a maior. Os incentivos fiscais decorrem da opção pelo contribuinte pessoa jurídica por aplicação de até 40% do Imposto de Renda devido em fundos de investimento do Nordeste (Finor), da Amazônia (Finam) e do Espírito Santo (Funres).

O outro grupo, de *Receitas da Previdência Social*, corresponde à arrecadação de contribuições pelos trabalhadores da iniciativa privada ao Regime Geral da Previdência Social (INSS). O pagamento é efetuado por meio de guias de Recolhimento da Previdência Social (GRPS) à rede bancária. Também inclui o recolhimento à previdência por meio do sistema “Simples” e as demais receitas do INSS, como de aluguéis de imóveis.

#### **b) Transferências a Estados e Municípios.**

Este item é composto das transferências constitucionais, das referentes à Lei Complementar 87/96 e, ainda, das demais transferências. As transferências constitucionais compreendem as parcelas de recursos do IR e do IPI arrecadados pelo governo federal, que são transferidas para os estados e municípios, num total de 44% destes impostos (21,5% para estados e 22,5% para municípios).

#### **c) Receita líquida total.**

Corresponde ao total da receita primária arrecada pela administração federal disponível para o custeio da máquina administrativa, alocação em atividades de governo e execução da política fiscal. É a receita bruta do governo central, deduzido as restituições, os incentivos fiscais e as transferências a Estados e municípios.

#### **d) Despesa total.**

É o total da despesa primária (excluem-se as despesas com juros nominiais, empréstimos e aplicações de ordem financeira) realizada pela administração federal, sob a ótica do critério de caixa. Corresponde ao valor total das Ordens Bancárias (OBs) emitidas pelos órgão do governo federal para a realização de suas despesas, como pagamento de pessoal, custeio e investimento.

O item *Pessoal e Encargos Sociais* corresponde ao valor total das OBs emitidas para pagamento de pessoal e encargos sociais da administração direta, fundos autarquias e fundações, assim como parte do pessoal do Governo do Distrito Federal e dos ex-territórios, inclusive inativos.

Os *Benefícios Previdenciários* são os pagamentos de benefícios aos aposentados, aos pensionistas e aos demais beneficiários do RGPS pelo Tesouro Nacional, por meio de reserva bancária e de ordens bancárias emitidas em favor dos Correios e Telégrafos onde não há rede bancária.

*Custeios e Capital* representam as despesas primárias da administração pública com custeio da máquina estatal e realização das políticas do governo. Subdivide-se em Despesa do FAT (transferência de recursos do FAT aos bancos oficiais para o pagamento de abono salarial e seguro-desemprego aos trabalhadores da iniciativa privada. Inclui também despesas com serviços bancários, treinamento de trabalhadores e com o SINE); Subsídios e subvenções (incluem vários tipos de subsídios e subvenções. As principais são equalização de taxas, as despesas com a securitização, as equalizações ao setor exportador e as despesas com o setor agrícola. Há ainda, a inclusão, nesta rubrica, dos subsídios implícitos destinados aos setores agrícola e industrial, além de

despesas administrativas, pagos pelos Fundos Regionais. Os subsídios implícitos são calculados como o custo de oportunidade desses fundos pela utilização de seus recursos nesses financiamentos) e Outras Despesas (que representam o conjunto das demais despesas primárias efetuadas pela administração pública federal (pagamento das despesas de custeio da máquina administrativa e de investimentos públicos diversos); inclui também aquelas previstas no Orçamento Geral da União e as referente ao exercício anterior, denominadas restos a pagar).

**e) Resultado Primário do Governo Federal.**

Corresponde ao somatório da diferença entre as receitas e as despesas primárias do Tesouro Nacional com a diferença entre as Receita da Previdência Social e as despesas com benefícios previdenciários do setor primário, este corresponde ao resultado do RGPS.

**f) Resultado Primário do Banco Central.**

Esse resultado corresponde às despesas administrativas líquidas de receitas próprias daquela autarquia. Destaca-se que as demais operações do BC estão incluídas nas despesas líquidas com juros nominais do governo central, representando uma despesa financeira, enquadrando-se como um item da apuração nominal, calculado, portanto, pelo critério “abaixo da linha” com base no estoque da dívida líquida.

**g) Resultado Primário do governo Central.**

Corresponde ao somatório dos resultados primários do governo central e BC. Por fim, divide-se esse resultado pelo PIB corrente do período de cálculo.

***1.3 – Possíveis origens da discrepância entre os métodos “abaixo e acima da linha”.***

Não há consenso entre os técnicos sobre onde estão exatamente os componentes responsáveis pelas divergências presentes nas estatísticas primárias. Em razão das variações verificadas, dificilmente haveria uma componente significativa, parecendo, em verdade, existir um conjunto de fatores que, agindo conjuntamente, produz as discrepâncias. Seria pouco favorável supor que as origens dessa discrepância são devidas a elementos apenas de um lado da “linha” porque se as grandes desconfiças recaem em estimativas, aproximações e abrangência contábil, ambos os lados, de alguma forma, apresentam, pelo menos, um desses tipos de situação. Pode-se indicar, portanto como possíveis fontes de imprecisão os seguintes fatores:

**a) Apuração de juros.**

Como vimos, a seqüência do resultado primário, no caso do “abaixo da linha”, é a seguinte: primeiro, apuram-se as dívidas líquidas em dois períodos consecutivos; a variação desse endividamento representa a quantidade de recursos que deve ser financiada, ou seja, as NFSP. Como essa apuração é com base nos valores correntes, têm-se as NFSP na versão nominal. Segundo, apuram-se os juros nominais de acordo com a fórmula apresentada, que considera a hipótese segundo a qual as variações da dívida que têm origem diversa da simples apropriação de juros se distribuem uniformemente durante o período de cálculo. Para apuração desses juros, há estimativas de algumas taxas em certos itens e uso da taxa implícita em outros.

Em relação às taxas utilizadas, tanto o processo de determinação da taxa de juros implícita quanto da determinação das *proxies* são aproximações para o comportamento das taxas de juros dos itens para os quais são estimados. Qualquer pequena imprecisão na determinação desses índices pode induzir discrepâncias nos juros nominais, ainda mais se o volume do saldo da dívida que teve problema na determinação for alto.

A despeito dessas observações, os juros calculados pelo BC no critério abaixo da linha são aqueles apropriados pelo Tesouro quando da apuração dos resultados fiscais nos conceitos operacional e nominal, no critério acima da linha. Como já observado, os juros são apurados pelo critério de competência, ao passo que os outros itens da apuração fiscal são pelo critério de caixa, o que implica serem ambos os critérios utilizados. Esse fato faz muitos afirmarem que os resultados nominais são mistos.

#### **b) Resultado do BC.**

Na apuração fiscal “acima da linha”, a rubrica Resultado Primário do BC corresponde às despesas administrativas líquidas de receitas próprias. Ocorre que o BC, em suas atividades de política monetária, faz outras operações que não as anteriores, cujo resultado é registrado no Patrimônio Líquido como Resultado do BC. No período recente, em razão dos prejuízos incorridos, o registro deu-se no ativo daquela autarquia com o título de “Resultado a Compensar”.

O Resultado Primário do BC e o Resultado do BC que aparecem, respectivamente, na apuração fiscal “acima da linha” e no balanço do banco são, portanto, de essência distinta. As despesas e as receitas desse primeiro resultado constam do OGU não sendo, em tese, fonte de discrepância.

O segundo Resultado do BC que inclui certas despesas que não transitam pelo OGU (administração das reservas internacionais; supervisão bancária e as operações de assistência financeira; a gestão da dívida mobiliária federal e a emissão de títulos de responsabilidade própria do BC) pode gerar discrepâncias. Quando o BC tem lucro, a transferência deste para o Tesouro Nacional possibilita o cálculo “acima da linha” considerar essas despesas. Entretanto, quando o BC apresenta prejuízo, esses valores são/foram registrados no item “Resultado a Compensar”, no ativo do BC, o que impossibilita o critério “acima da linha” captar as despesas feitas com essas finalidades ligadas à função do BC. Essas despesas não orçamentárias são submetidas, oportunamente, à aprovação do Congresso Nacional.

#### **c) Passivos Contingentes.**

Os passivos contingentes são dívidas do passado que passam por processo de reconhecimento e pagamento pelo governo. Casos possíveis de terem sido fonte de discrepância são as debêntures da Siderbrás e os créditos securitizados. Havia uma desconfiança de que parte do que o Resultado Primário do Tesouro Nacional considerava era captado como dívida pelo BC. Isso em função de questões de contabilização das operações realizadas no Tesouro Nacional e das baixas nas respectivas empresas, como é o caso da Siderbrás. Havia um montante de passivos contingentes que precisava ser renegociado, tanto o valor quanto a taxa de remuneração.

Nesse processo negocial, quando do fechamento da operação, realizavam-se os registros, por critérios de competência, da dívida negociada, o que era percebido pelo cálculo “abaixo da linha”, mas por outro lado, apenas o pagamento de um valor menor que era captado pelo “acima da linha”. Desse modo, o BC reconheceria a variação da dívida e a metodologia “acima da linha” só reconheceria o pagamento realizado. Até a

realização do ajuste patrimonial pelo BC, quando tal fato foi solucionado ao se separar as variações de estoque da Dívida Fiscal Líquida, esse problema pode ter gerado discrepância, em função de possíveis retardamentos da prestação de informações.

No caso das receitas do processo de privatização, as receitas de venda das empresas e as transferências de dívidas do governo para o setor privado são consideradas para apuração da DLSP. O tratamento dado a esses itens é ligeiramente diferente. Enquanto no primeiro caso o BC transforma os dados recebidos do SFN retirando o impacto dessas receitas eventuais no resultado fiscal, no segundo, os valores da transferência de dívidas impactam a DLSP melhorando o resultado primário. A aparente contradição, na realidade, existe para compatibilizar os fluxos financeiros e para evitar a consideração da despesa duas vezes.

#### **d) Créditos Securitizados.**

Os créditos securitizados são títulos que foram emitidos para regularizar dívidas vencidas e não honradas pelo governo. Os títulos que estão sendo emitidos para regularização das dívidas passadas são as NTN-C. Nesse processo, quando da emissão de novos títulos, são canceladas dívidas antigas e registradas as novas. Ocorre que, nominalmente, as antigas podem apresentar um valor de face maior que as que estão sendo registrados em substituição, o que pode gerar uma redução da DLSP. Mas, por outro lado, não há fluxo financeiro, o que inviabiliza o lançamento de qualquer valor pelo critério “acima da linha”.

#### **e) Dívida externa e sua contabilização.**

Quando a variação da dívida não é uniforme, isto é, quando há uma grande dedução ou aumento do estoque no início ou no fim do mês, ou uma brusca variação da taxa de câmbio no fim do período considerado, pode haver uma introdução de discrepâncias na apuração da DLSP. Possíveis falhas que podem introduzir discrepâncias são devidas à forma de cálculo em si.

No caso das dívidas brasileiras, parece não existir problemas que introduzam falhas na apuração fiscal da DLSP. Entretanto, quando há um perdão de dívida externa de um país do qual o Brasil é credor, há um aumento da DLSP, que será captado pela metodologia do “abaixo da linha”, mas para o acima da linha não houve despesa *stricto sensu*, não sendo possível considerar tal fato.

## ***Capítulo 2 – As duas visões do processo de estabilização e a repercussão nas contas públicas.***

Podemos distinguir, na história econômica, duas análises antagônicas sobre a evolução da economia brasileira na década de 90. Ambas também se contrapõem nos critérios de avaliação dos determinantes do crescimento da dívida pública. Desta maneira, subentende-se a importância de mapear como se dá, para ambas as visões predominantes neste debate, não somente a dinâmica da dívida, mas toda a política implantada a partir do Plano Real.

A visão tradicional contida na análise de autores como Franco (1995 e 1996), Bruno (1990), Bacha (1994 e 1998) e do próprio Governo brasileiro é de que o principal determinante do crescimento da Dívida Pública Brasileira é o déficit público primário. Este, além de contribuir para o crescimento do estoque da dívida, teria uma consequência direta e de importância maior ao indicar a “pouca responsabilidade fiscal” do país, fazendo com que a taxa de juros para o refinanciamento da dívida cresça tornando-a insustentável. Desta forma, a redução do déficit primário, dentre outras medidas tais como a privatização das empresas estatais e as “reformas” do Estado, seria condição necessária para a diminuição das taxas de juros e estabilização da dívida.

Todavia, a visão alternativa, baseada na interpretação de autores como Braga (1993 e 1997), Carneiro (2000), Aglietta (1995), segundo os quais a dinâmica atual do capitalismo, na qual há uma predominância da esfera financeira sobre a produtiva, permite uma outra análise da realidade econômica do país. Para esta interpretação, o país encontra-se num processo de inserção periférica no capitalismo global, perdendo graus de liberdades na conduta da política econômica. Tal inserção também gera uma restrição externa (pelo surgimento dos déficits gêmeos) que impede o crescimento sustentável da economia brasileira e seria o principal motivo do aumento contínuo do estoque de dívida.

Outro ponto de muito debate diz respeito ao ajuste patrimonial do Estado. Durante a década de 90, houveram reconhecidas e elevadas mudanças no patrimônio da União, com destaque para o reconhecimento de esqueletos fiscais (dívidas auferidas no passado e não computadas no orçamento) e as privatizações. A evolução dos ativos e passivos do setor público segue na tabela 1, que ilustra bem o debate mapeado neste capítulo, sendo, no entanto, essencial para a análise do próximo.

Tabela 1 - Dívida Líquida do Setor Público - Principais contas

Discriminação	em % do PIB <sup>a</sup>																	
	1994		1995		1996		1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	jun	dez	jun	dez	jun	dez	jun	dez	jun	dez	jun	dez	jun	dez	jun	dez	jun	
Dívida Fiscal Líquida sem Privatização <sup>b</sup>	31,2	29,2	28,2	30,5	31,0	31,4	31,5	34,4	37,4	41,2	41,3	37,8	37,1	41,4	39,8	41,5	41,6	
Ajuste Patrimonial Privatização <sup>c</sup>	-	-	-	-	-0,1	-0,1	-0,7	-2,0	-2,4	-3,4	-3,6	-3,6	-3,5	-5,3	-5,0	-4,9	-5,0	
Dívida Fiscal Líquida com Privatização	-	-	-	-	30,9	31,3	30,8	32,4	34,9	38,3	42,1	39,7	38,8	36,1	34,8	36,6	36,6	
Ajuste Metodológico sobre Dívida Interna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,4	4,4	5,3	5,1	4,7	6,2	5,9	8,6	
Ajuste Patrimonial - Outros <sup>d</sup>	-	-	-	-	1,5	2,0	1,4	2,1	3,2	4,3	7,7	7,3	7,8	8,6	10,4	10,8	13,4	
<b>Dívida Líquida Total</b>	<b>31,2</b>	<b>29,2</b>	<b>28,2</b>	<b>30,5</b>	<b>32,4</b>	<b>33,3</b>	<b>32,3</b>	<b>34,5</b>	<b>38,1</b>	<b>42,6</b>	<b>49,8</b>	<b>47,0</b>	<b>46,5</b>	<b>49,3</b>	<b>51,3</b>	<b>53,4</b>	<b>58,6</b>	
Governo Federal e Banco Central	12,1	12,6	12,1	13,2	15,0	15,9	15,2	18,8	21,5	25,3	30,6	28,7	28,7	30,9	31,4	33,2	37,6	
Governos Estaduais e Municipais	9,3	9,7	9,7	10,6	11,3	11,5	12,4	13,0	13,5	14,3	15,5	15,5	15,3	16,2	17,7	18,5	18,8	
Empresas Estatais	9,9	6,9	6,5	6,7	6,1	5,9	4,7	2,8	3,0	2,9	3,7	2,7	2,6	2,2	2,3	1,6	2,2	
<b>Dívida Interna Líquida</b>	<b>21,2</b>	<b>20,8</b>	<b>19,4</b>	<b>24,9</b>	<b>28,5</b>	<b>29,4</b>	<b>28,2</b>	<b>30,2</b>	<b>35,9</b>	<b>36,0</b>	<b>38,7</b>	<b>37,1</b>	<b>37,0</b>	<b>39,5</b>	<b>41,6</b>	<b>42,8</b>	<b>46,2</b>	
Governo Federal e Banco Central	4,9	6,4	5,4	9,8	13,3	14,3	13,3	16,8	21,7	21,1	22,7	21,2	21,4	23,4	24,0	24,9	27,5	
Títulos Públicos Federais <sup>e</sup>	12,6	11,5	10,8	15,6	20,3	21,4	22,3	28,2	32,5	35,4	38,8	37,7	40,4	42,3	45,7	50,4	51,1	
Dívida Bancária Líquida <sup>f</sup>	-1,7	-2,0	-1,6	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,1	-2,8	-2,8	0,1	0,1	0,1	0,1	
Arrecadação a Recolher	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	
Depósitos a vista	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	
Aviso MF-30	-4,6	-2,2	-1,8	-1,6	-1,2	-1,1	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-	-	-	-	
Moedas de Privatização <sup>g</sup>	0,4	0,7	0,7	1,0	1,2	1,5	1,5	1,9	2,7	3,0	3,1	3,0	3,0	2,5	2,4	-	-	
Fundos de Amparo ao Trabalhador - FAT	-2,1	-2,4	-2,4	-2,6	-2,6	-2,5	-2,7	-2,6	-2,8	-3,1	-3,2	-3,0	-3,2	-4,5	-4,7	-4,9	-5,3	
Dívidas Reestruturadas <sup>h</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,7	-2,3	-2,2	-2,5	
Outros Créditos do Governo Federal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,1	-2,2	-2,4	-2,0	
Base Monetária	0,7	3,4	2,2	3,2	2,2	2,4	2,9	3,6	4,1	4,3	3,4	4,4	2,8	4,2	3,5	4,3	4,0	
Outros depósitos no BCB	1,3	2,7	3,0	2,7	2,4	3,5	3,3	3,8	4,1	2,1	1,9	1,4	1,3	1,3	1,3	1,5	1,4	
Operações compromissadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	-0,1	-0,7	2,5	
Créditos do BCB a Instituições Financeiras <sup>i</sup>	-0,6	-3,9	-3,6	-5,1	-6,1	-8,4	-9,4	-7,7	-6,7	-5,3	-5,1	-3,7	-3,2	-3,3	-1,7	-1,7	-1,8	
Crédito do BCB (Lei n 8727/93) <sup>j</sup>	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6	-1,5	
Carteiras de Fundos <sup>k</sup>	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,4	-0,3	-1,1	-1,1	-1,2	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-3,0	-3,1	-3,0	-3,5	
Demais Contas no BCB	0,1	0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-0,4	-0,6	-0,7	-0,5	-0,8	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	
Previdência Social	-0,3	-0,4	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	
Outras Contas <sup>l</sup>	0,3	0,3	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Renegociação com Estados (Lei n 9496/97) e Proes	-	-	-	-	-	-	-	-5,5	-7,5	-9,5	-10,1	-12,0	-12,9	-13,6	-13,4	-14,1	-14,1	
Governos Estaduais e Municipais	8,9	9,4	9,3	10,3	11,0	11,2	11,9	12,5	13,0	13,7	14,6	14,7	14,5	15,3	16,7	17,5	17,6	
Dívida Mobiliária Líquida <sup>m</sup>	3,8	4,6	4,7	5,5	5,8	6,2	6,4	4,3	3,3	2,4	2,5	1,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Dívida Bancária <sup>n</sup>	3,2	3,4	3,3	3,7	3,9	3,9	4,5	1,5	2,3	1,8	1,9	1,1	-1,1	0,6	0,5	0,5	0,5	
Depósitos a vista <sup>o</sup>	-0,1	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
Aviso MF-30	0,9	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	-	-	-	-	
Dívida Renegociada (Lei n 8727/93)	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1	1,1	-	-	-	-	2,4	2,5	2,4	2,3	2,3	
Renegociação com a União (Lei n 9496/97)	-	-	-	-	-	-	-	5,5	7,5	9,5	10,1	11,6	12,9	12,0	11,9	12,5	12,5	
Renegociação (MP 2.118/2000)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,6	1,6	1,6	1,7	
Dívidas Reestruturadas <sup>p</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,3	1,0	0,7	1,2	
Outros Débitos <sup>q</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,1	1,5	-	1,5	
Outros Créditos <sup>r</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,7	-2,0	-	-1,8	
Empresas Estatais <sup>s</sup>	7,4	6,0	4,7	4,9	4,2	3,9	2,9	0,9	1,2	1,3	1,5	1,2	1,2	0,9	0,9	0,4	1,1	
Dívida Bancária	3,1	3,0	3,2	3,6	3,5	3,4	2,8	1,7	2,2	2,3	2,3	2,2	1,3	1,3	0,6	0,3	0,2	
Depósitos a vista	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	
Empreiteiros e Fornecedores	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-	
Debêntures	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	
Carteira de Títulos Públicos	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,9	-1,4	-1,3	-1,2	-1,5	-1,6	-1,6	-2,1	-2,0	-2,2	-1,4	
Aviso MF-30	3,7	1,6	1,3	1,1	0,8	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	-	-	-	-	
Dívida Renegociada (Lei n 8727/93)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-	-	-	-	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
Dívidas Reestruturadas <sup>t</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,6	1,3	1,4	1,2	
<b>Dívida Externa Líquida<sup>u</sup></b>	<b>10,0</b>	<b>8,5</b>	<b>8,8</b>	<b>5,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>2,2</b>	<b>6,6</b>	<b>11,1</b>	<b>9,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,7</b>	<b>9,7</b>	<b>10,6</b>	<b>12,4</b>	
Governo Federal e Banco Central <sup>v</sup>	7,2	6,2	6,7	3,5	1,7	1,6	1,9	2,0	-0,2	4,3	8,0	7,6	7,3	7,5	7,4	8,3	10,1	
Governos Estaduais e Municipais	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0	1,1	1,2	
Empresas Estatais	2,4	1,9	1,8	1,8	1,9	2,0	1,8	1,9	1,9	1,6	2,2	1,5	1,4	1,3	1,4	1,2	1,0	
<b>Memo: PIB<sup>w</sup></b>	<b>471,6</b>	<b>524,2</b>	<b>628,7</b>	<b>683,3</b>	<b>747,1</b>	<b>809,3</b>	<b>860,8</b>	<b>894,6</b>	<b>908,3</b>	<b>912,5</b>	<b>986,5</b>	<b>1.100,2</b>	<b>1.165,6</b>	<b>1.142,5</b>	<b>1.206,5</b>	<b>1.238,6</b>	<b>1.280,0</b>	

Fonte: até 1996 BCB, Depec apud Carvalho (2000); após: BCB. Nota para a Imprensa - Política Fiscal

- a) PIB dos últimos 12 meses a preços do mês indicado, em R\$ bilhões. Deflator: IGP - DI centrado
- b) Dívida fiscal líquida sem privatizações: dívida líquida total menos ajustes patrimoniais
- c) Recebimento dos valores referente às privatizações
- d) Segundo o Boletim do BCB, o ajuste patrimonial (base dez/95) computa: emissão de título relativa ao aporte de capital do Banco do Brasil; redução das aplicações do fundo de reserva monetária devido à decisão judicial na liquidação dos bancos Comind e Auxillar; securitização de dívidas; renegociação de dívidas de Itaipu e Eletrobrás junto ao SFN; fundos constitucionais; diferença na dívida externa resultante da conversão dos saldos pela taxa de câmbio de final de período e dos fluxos pela taxa de câmbio média do mês.
- e) Inclui dívida mobiliária e securitizada do Governo Federal e do Banco Central.
- f) Inclui entidades autônomas
- g) Certificados de privatização (CP), títulos de dívida agrária (TDA), dívidas vencidas reconhecidas (DVR) (créditos securitizados)
- h) A partir de dezembro de 2000, inclui aviso MF-30, BIE, Clube de Paris, dívidas de médio e longo prazo e PMSS (Programa de Modernização do Setor de Saneamento - empréstimos externos).
- i) Créditos do BCB às instituições financeiras: inclui trocas de títulos estaduais por federais e, provavelmente, empréstimos de liquidez e financiamento do PROER
- j) Dívidas assumidas pela União menos créditos da União e estados, municípios e empresas estatais (Lei n 8727/93)
- k) Inclui despesas autônomas e, a partir de junho de 1997, fundos constitucionais
- l) Inclui depósitos em NCZ\$ no BCB (Lei n 8024, Plano Collor), recolhimentos especiais remunerados (RER) e títulos estaduais e municipais.
- m) Dívida Mobiliária emitida, colocada no BCB ou no mercado, menos títulos em tesouraria
- n) Inclui entidades autônomas e dívidas renegociadas (Lei n 8727/93)
- o) Inclui royalties, Fundief e outros.
- p) Inclui créditos securitizados, CFTs, LFTs, contas A e B, aplicações financeiras e outros.
- q) Federais, Estaduais e Municipais.
- r) Líquidas de Reservas Internacionais.

## *2.1 – A visão oficial*

O Plano Real começou a ser formulado a partir de maio de 1993, quando o então senador Fernando Henrique Cardoso foi nomeado Ministro da Fazenda do governo Itamar Franco (1992-1994). A equipe econômica montada tinha como diagnóstico para a inflação brasileira o estudo realizado por Bacha (1994), no qual se constata o que ele chama de efeito Oliveira-Tanzi às avessas.

De acordo com Bacha, em regime de altas inflações, as despesas costumam ser indexadas enquanto as receitas não. Desta forma, a inflação provoca um rombo nas contas públicas que realimentariam a própria inflação, gerando um círculo vicioso. Todavia, para o caso brasileiro, Bacha comprova ocorrer o contrário. As receitas estavam quase todas indexadas à inflação enquanto as despesas sofriam de um duplo revés: primeiro por já não estarem totalmente indexadas à inflação e segundo devido aos constantes atrasos do Poder Executivo na liberação. Desta forma, o país conseguia superávit operacional apenas em virtude do constante aumento de preços. Conforme descrito por Gustavo Franco:

“Sobre a proposição de que o ajuste fiscal deve preceder a estabilização, basta [...] imaginar que o governo perpetra algum ‘truque de ancoragem’ e consegue reduzir a inflação a zero ... Imediatamente aparece um enorme rombo nas contas públicas, pois a receita pouco se modifica e a despesa não sofre mais o ‘efeito sorvete’. O governo desanda a emitir moeda e títulos, a economia se superaquece e, diante da falta de credibilidade inevitavelmente associada a esta tentativa de embuste, a inflação se acelera rapidamente enfunada por aposta (justificativas) na insustentabilidade do mecanismo de ancoragem. Claramente, se não houver ajuste fiscal antes da estabilização, ela fracassará de forma rápida e retumbante. Não vejo, em conclusão, condições econômicas objetivas para qualquer truque antes de um completo e contundente esforço de ajuste fiscal” (Franco, citado por Andrei, 2000)

Com este diagnóstico em vista, ainda em 1993 o governo lança o Programa de Ação Imediata (PAI) que contém várias medidas de ajuste das contas públicas, com destaque para corte de gastos de custeio e investimentos do orçamento em 1993, renegociação de dívidas dos estados e municípios, criação do IPMF (futura CPMF) e incentivos ao programa de privatização. Iniciado os esforços fiscais, começa a segunda parte do programa de estabilização, que seria o projeto de reforma monetária a ser introduzido com a URV. Em 1994, foi aprovado o Fundo Social de Emergência (FSE) que posteriormente seria substituído pelo Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) e pela Desvinculações de Receitas da União (DRU), cujos objetivos eram desvincular 20% dos gastos do orçamento fiscal do Governo para quitação de dívida, tornando-se esta uma das principais medidas do ajuste.

A formulação teórica da URV foi primeiramente sugerida por Arida e Lara Resende (1985) onde eles propõem a criação de um indexador pleno para a economia, imitando a situação de uma hiperinflação. A idéia era criar um mesmo indexador para todos os preços, indexador este que ainda conseguisse alinhar os diversos períodos de correções. As maiores dificuldades se dariam nos contratos (aluguéis, mensalidades e salários), pois estes possuíam estrutura própria de correção.

A partir da introdução da URV, o governo força a indexação de tais contratos e das então tarifas públicas a URV, deixando com que os demais preços aderissem aos poucos. O mérito da URV, segundo Bacha (1998), estaria no seu caráter de acompanhar diariamente a inflação pela média de três indicadores, baseando-se, portanto, sempre na

inflação passada. Maiores detalhes do período de indexação pela URV se encontram no artigo de Bacha acima citado.

Após quatro meses de indexação dos contratos pela URV, o Governo começa a emitir o Real, sendo que R\$ 1,00 equivaleria a 1 URV e US\$ 1,00. O câmbio era flutuante, mas com o Banco Central se comprometendo a vender dólares toda vez que a cotação ultrapasse este teto máximo de paridade (R\$ 1,00 = US\$ 1,00). A partir da introdução do Real, iniciava-se uma nova fase do Plano, na qual a estabilidade monetária seria garantida em quatro frentes: âncora fiscal, política monetária rígida, com fortes limites a concessão de crédito, política de preços e renda e a âncora Cambial (Andrei, 2000)

Com estas quatro frentes, o Governo acreditava ser capaz de manter a estabilidade do Real. Todavia, o câmbio valorizado trouxe sérios problemas na balança comercial e, na conta corrente em geral. Para evitar pressões pela desvalorização do câmbio, o país foi obrigado a elevar as taxas de juros, forçando a entrada de capitais e a elevação das reservas internacionais. A esterilização das reservas era feita através da emissão de títulos públicos, evitando a monetização da economia e possíveis pressões inflacionárias. Paralelo a isto, iniciava-se medidas de aumento de receitas (tabela 2) e propostas de crescimento e modernização dos mercados financeiros brasileiros, bem como fortes medidas de liberalização da Conta de Capitais (Freitas, 2000).

A justificativa dada para o crescimento da dívida mobiliária (refletindo na Dívida Líquida) se baseava em duas hipóteses:

a) seria um ajuste temporário até que se finalizassem as reformas necessárias à modernização do país. Enquanto isto, o impacto na Dívida Líquida deveria ser financiado com as privatizações e com o crescimento do superávit primário. (Bacha, 1994)

b) o crescimento da dívida mobiliária seria contrabalançado pelo aumento das reservas internacionais. Desta maneira além de se dar garantias de que o Real suportaria um ataque especulativo, haveria apenas uma troca entre dívida externa por dívida interna. (Franco, 1996)

Esfera	Em % do PIB						
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Total</b>	29,46	29,76	28,97	29,04	29,75	32,15	33,18
<b>União</b>	20,46	20,01	19,35	19,65	20,42	22,47	22,97
<b>Estados</b>	7,98	8,32	8,2	7,92	7,79	8,17	8,69
<b>Municípios</b>	1,02	1,43	1,42	1,47	1,54	1,51	1,52

Fonte: Secretaria da Receita Federal

De acordo com Nakano e Bresser-Pereira (2002) os primeiros quatro anos de Real serviram para consolidar a estabilização e avançar nas reformas que permitiram o ajuste permanente. Com a desvalorização do câmbio em 1999, inaugurava-se uma nova fase, na qual o ajuste fiscal seria mais rigoroso (evidenciado na tabela 5, da página 35), liberando a política monetária para fins internos e fazendo com que o câmbio equilibrasse a Balança de Pagamentos.

Estes objetivos internos citados por Nakano e Bresser-Pereira dizem respeito a política de metas de inflação. A taxa de juros seria estabelecida a partir das previsões

para a taxa de inflação no final do ano, como pode ser comprovado no acordo firmado com o FMI (Ministério da Fazenda, 1998) e nas notas das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central.

No entanto, os autores supracitados decompõem em cinco as funções da taxa de juros. Na verdade todas elas contribuem para reduzir a inflação, mantendo-a no nível determinado pelas metas do governo. São elas:

- reduzir os investimentos e a demanda agregada quando aquecidas;
- limitar a desvalorização da taxa de câmbio, evitando inflação de custos;
- atrair capital externo, fechando a balança de pagamentos;
- financiar o déficit público, permitindo o alongamento da dívida;
- reduzir o déficit comercial.

Analisando os impactos desta nova política na dívida líquida percebe-se que o aumento, em termos de proporção do PIB, foi quase tão elevado quanto no período anterior. Todavia, a justificativa, confirmada pelos dados, é de que tal crescimento se dá mais pelo crescimento da dívida dos estados e municípios e do ajuste patrimonial (via reconhecimento dos déficits quasi-fiscais e, principalmente, da desvalorização do câmbio). Além disto, ao longo de todo o ano de 2001, não houve grandes privatizações, limitando a capacidade desta rubrica de reduzir o estoque da dívida líquida.

A expectativa do governo, evidenciada em diversas notícias da imprensa, é de que o país entre numa nova rota de crescimento. Passado os maiores problemas da crise da Argentina (pois, a partir de agora, o mercado saberia diferenciar o Brasil de seu vizinho), o país poderá entrar processo de redução da taxa de juros que, associados com o vigoroso superávit primário e do recrudescimento da balança comercial, reduzirão a dívida pública brasileira, permitindo um crescimento sustentado.

## ***2.2 – A visão alternativa***

Conforme citado, a visão chamada alternativa baseia-se numa interpretação de que o Plano Real, mais que um plano de estabilização, faz parte de um processo maior de introdução nos países de uma série de medidas e política liberais, com destaques para a abertura comercial e a liberalização financeira. Todavia, tais políticas colocam os países chamados subdesenvolvidos numa condição de perda de autonomia na condução da política econômica, denominada vulnerabilidade externa. Nas palavras de Prates (2000):

“... um país é vulnerável externamente quando a estratégia de política econômica adotada pode ser colocada em xeque, a qualquer momento, por uma reversão nas condições econômicas internacionais. Nesse sentido, pode-se afirmar que a vulnerabilidade externa é um elemento estrutural das economias periféricas e dependentes, como a brasileira, com déficits estruturais em conta corrente. A principal forma de manifestação dessa vulnerabilidade – que pode manter-se latente por vários anos – foram as recorrentes crises cambiais, que atingiram esses países em vários momentos da história.” (pág 19)

Tendo em vistas estas observações, Andrei (2000) procura mostrar que a implantação da URV, mais afastou do que aproximou o país de uma hiperinflação. O argumento principal do autor se concentra no aspecto central de que as aberturas comercial e financeira iniciadas em 1991-92 no Governo Collor foram responsáveis por uma mudança na formação de preços pelo empresariado brasileiro, que passaram a utilizar mais a taxa de câmbio que a taxa de juros como principal indexador.

Em seu texto, Andrei primeiramente faz uma rápida análise da economia brasileira na década de 80, mostrando que a taxa de juros era o principal indicador na formação de preço da economia. Isto ocorria não só porque influenciava o índice de inflação e tinha variação diária, mas também porque era o parâmetro de lucratividade das atividades comerciais e industriais, uma vez que as indústrias buscavam cada vez mais tornarem líquidos seus ativos, a fim de ganharem proteção contra a inflação nas taxas de juros do overnight.

Com o início da abertura financeira e da valorização da taxa real de câmbio pela entrada de capitais especulativos, os juros deixam de ser uma referência para a formação de preços (pois começam a ser utilizados como forma de fechar a Balança de Pagamentos, e não de garantir a indexação dos preços) e a indústria brasileira passa a sofrer mais diretamente o peso da concorrência internacional. Além disso, a abertura comercial, associada com a internacionalização da produção das principais multinacionais, iniciou um processo, que iria se consolidar ao longo da década de 90,

Todavia, é no câmbio estabilizado e artificialmente valorizado que se concentrava os problemas estruturais da economia brasileira no período 94-98. Como pode ser visto pela tabela abaixo, durante todo o período citado, o país foi obrigado a conviver com déficits gigantescos na balança comercial, e por conseguintes na conta corrente. A saída para se evitar uma pressão pela desvalorização do Real era a elevação da taxa de juros para atrair capitais especulativos em títulos públicos (tabela 3).

Tabela 3 - Balanço de pagamentos

Discriminação	US\$ milhões														
	1995		1996		1997		1998		1999*		2000*		2001*		2002*
	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jun	Dez	Jan
Balança comercial (fob)	- 777	- 57	- 328	- 1.845	- 362	- 764	182	- 512	- 148	223	255	- 210	276	857	175
Exportações	4 120	3 875	3 840	3 789	4 844	4 534	4 886	3 944	4 313	4 673	4 861	4 659	5 042	4 346	3 972
Importações	4 897	3 932	4 168	5 635	5 206	5 299	4 704	4 456	4 461	4 450	4 606	4 868	4 766	3 489	3 797
Serviços e rendas	- 1 905	- 1 332	- 1 428	- 2 614	- 2 214	- 3 185	- 2 772	- 3 297	- 2 933	- 3 392	- 2 827	- 2 906	- 2 511	- 2 786	- 1 448
Transferências unilaterais correntes (líquido)	388	247	166	163	146	153	121	142	154	144	124	144	121	145	129
Transações correntes	- 2 293	- 1 143	- 1 590	- 4 297	- 2 431	- 3 797	- 2 468	- 3 666	- 2 927	- 3 024	- 2 448	- 2 971	- 2 115	- 1 783	- 1 144
Conta capital e financeira	2 137	2 146	2 286	3 534	1 519	3 821	1 838	6 071	775	- 2 539	1 900	2 305	3 784	388	1 710
Conta capital <sup>1/</sup>	30	31	30	38	31	31	26	30	21	18	23	21	22	- 300	25
Conta financeira	2 107	2 114	2 236	3 496	1 488	3 790	1 813	6 041	754	- 2 558	1 876	2 284	3 762	688	1 685
Investimento direto (líquido)	252	681	1 329	1 681	1 066	1 904	2 701	2 625	2 075	2 229	3 070	2 041	3 572	4 655	1 468
Investimentos em carteira	2 134	874	1 765	3 497	2 055	- 899	756	- 1 728	- 491	2 835	818	839	- 1 298	- 926	1 499
Ativos	32	- 32	- 9	- 29	615	1 560	- 39	- 26	102	101	- 88	109	40	- 26	- 60
Ações	- 19	- 28	- 3	- 28	2	- 36	1	- 6	- 12	- 22	- 66	98	- 72	- 96	- 61
Títulos de renda fixa	51	- 3	- 5	- 1	613	1 596	- 41	- 20	114	123	- 22	11	112	70	1
Passivos	2 102	906	1 774	3 526	1 440	- 2 459	795	- 1 702	- 593	2 734	905	730	- 1 337	- 900	1 559
Ações	- 62	340	- 219	654	1 231	- 1 159	- 297	- 992	128	243	1 435	118	710	- 64	159
Títulos de renda fixa	2 165	566	1 993	2 872	209	- 2 300	1 092	- 710	- 720	2 491	- 530	612	- 2 047	- 836	1 400
Derivativos	- 10	- 6	- 8	- 6	- 30	- 102	- 31	3	- 18	- 56	- 6	- 67	- 27	- 74	- 53
Outros investimentos <sup>2/</sup>	- 269	565	- 850	- 1 677	- 1 633	2 888	- 1 613	5 141	- 813	- 7 565	- 2 006	- 528	1 515	- 2 957	- 1 230
Resultado do balanço	- 265	427	635	- 160	- 1 621	157	- 1 874	3 240	- 2 931	- 6 010	- 479	65	1 849	- 1 088	506

Fonte: Banco Central do Brasil

<sup>1/</sup> Inclui transferências de patrimônio.

<sup>2/</sup> Registra créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização.

\* Dados preliminares

Desta maneira, estava então caracterizada o sistema de fragilidade da economia nacional. A fim de se evitar algum ataque especulativo contra o Real, o governo aumentava a taxa de juros, fazendo com que o câmbio se valorizasse. A valorização do câmbio agravava o déficit de conta corrente. Contudo, o superávit na Balança de Pagamentos era conseguido pela conta de capital, aumentando o nível de reservas do país com a contrapartida da expansão da dívida mobiliária, uma vez que a monetização da economia poderia provocar aumento da inflação. As altas taxas de juros faziam com que o próprio estoque da dívida (sempre bastante indexado aos juros) crescesse já por si só, aumentando o pagamento de juros e piorando o déficit nominal.

Esta situação de restrição externa, pois era primeiramente causada pelos problemas na balança de serviços, foi recorrente durante todo o período de câmbio fixo do Plano Real e provocou o ataque especulativo sofrido no início de 1999 e a conseqüente desvalorização do câmbio, introduzindo o sistema de metas de inflação.

O regime econômico anterior tinha pelo menos três defeitos: o viés contra o crescimento, o aumento não sustentável da dívida pública e a vulnerabilidade a ataques especulativos (Pastore e Pinotti, 1999). Com o fim da âncora cambial e a introdução do regime de metas de inflação, o Brasil adotou uma nova forma de manter a estabilidade dos preços. A partir deste momento, o Banco Central passou a utilizar-se da taxa de juros para diminuir o nível de atividade ou para evitar uma desvalorização do dólar somente quando estes dois fatores estivessem pressionando a taxa de inflação.

Mas a desvalorização não atacou o entrave principal ao crescimento do país, isto é, sua inserção periférica na economia brasileira. De acordo com Carneiro (2000), esta inserção periférica ocorre por causa da nova fase do capitalismo, chamada de globalização, na qual há o predomínio da dinâmica financeira sobre a produtiva (Braga, 1987 e Prates, 2000). As características da globalização seriam: a centralidade do dólar; o regime de taxas de câmbio flutuante e a livre mobilidade de capitais.

Do parágrafo anterior deduz-se que o sistema financeiro internacional é hierarquizado, no qual o dólar é o núcleo do sistema. Existem três categorias de moedas: a moeda reserva (dólar), as moedas conversíveis (países centrais) e as moedas não conversíveis (países periféricos) que se hierarquizam de forma que os países periféricos, além de possuírem uma taxa de juros mais elevada, não possuem autonomia monetária, uma vez que, caso resolvam reduzir suas taxas de juros, colocam-se a margem do sistema, não sendo financiados pelos capitais flutuantes.

Desta maneira, a troca do regime de câmbio fixo pelo regime de câmbio flutuante pouco adiantaria na tentativa de reduzir as taxas de juros brasileiras. Além disto, ao contrário do que preconizou o governo brasileiro no início do processo de desvalorização (BCB, 1999) o problema na conta corrente também persistira, com a balança comercial atingindo um pequeno superávit apenas no ano de 2001, o que evidenciava outra restrição externa.

Esta outra restrição externa está contida na análise de que a abertura comercial provocou a internacionalização e especialização do parque industrial brasileiro. Com isto, qualquer tentativa de proporcionar um crescimento mais elevado, impactará sensivelmente no aumento de importações, fazendo com que o saldo da balança comercial se deteriore. A piora no saldo comercial obrigará o governo a buscar financiamento externo para evitar uma maior desvalorização que poderia causar impactos inflacionários. Desta forma a taxa de juros é elevada, abortando o processo de crescimento. Todavia, este aumento do juros e ou do câmbio impacta na dívida fazendo aumentar seu estoque bem como o fluxo de pagamento de juros.

Para a visão alternativa, sem uma política que fuja da lógica financeira do capitalismo, o país estará eternamente nesta rota de baixo crescimento com juros altos e crescimento da dívida pública. O regime de metas de inflação também se mostra incompatível com a indexação de tarifas ao IGP-DI, fazendo com que a taxa de juros controle os demais preços da economia, limitando o crédito e forçando a recessão no país.

### ***Capítulo 3 - Os determinante da Evolução da Dívida.***

A razão dívida/PIB, na teoria, é uma medida simples que envolve poucas variáveis:

$$d = - (s + b) + d_{-1} * \frac{(1 + i)}{(1 + y)}$$

Onde:

d = Razão Dívida/PIB

s = Razão Superávit Primário/PIB

y = taxa de crescimento do PIB

i = taxa de juros da Dívida.

b = receita de seignorage (dívida paga com emissão monetária) como proporção do PIB

Ao se buscar analisar os motivos do crescimento da razão dívida/PIB, devemos analisar, portanto, estas cinco variáveis. Todavia, para o caso brasileiro e para os objetivos deste trabalho duas delas não farão parte do escopo da análise:

- A receita de seignorage: uma vez que envolve valores muito pequenos e bem controlados ao longo do período analisado.

- A taxa de crescimento do PIB: pois tornaria bastante complexo e fugiria totalmente do âmbito deste projeto analisar os motivos da evolução do PIB ao longo do período.

Feita esta consideração, passaremos a analisar as outras três variáveis. Tal análise se concentrará, neste capítulo, em mapear primeiramente a contribuição direta de cada uma delas. Para o capítulo posterior, a análise será feita de maneira a abranger as relações entre as três, isto é, como uma evolução de uma variável impacta no resultado da outra e vice-versa, procurando testar as hipóteses sugeridas pelas duas visões citadas anteriormente.

#### ***3.1 – A evolução das principais contas no estoque da Dívida***

Se analisarmos a tabela 1 exposta no segundo capítulo, percebemos que muitas de suas contas sofreram grandes variações ao longo do Plano Real. Dentre estas, as duas de caráter mais estrutural, e que serão analisadas com maiores detalhes, são o ajuste patrimonial e as privatizações. Todavia, outras contas, tanto do ativo quanto do passivo do setor público tiveram alterações pontuais, impactando em determinados momentos o estoque da dívida.

##### ***3.1.1 – Ajuste Patrimonial***

Observando-se os dados do ajuste patrimonial, percebe ser esta, uma das rubricas que mais variou no período, chegando a 13,4% do PIB em junho de 2002. Tal fato é usado como defesa pelo governo, quando afirma ser necessário este crescimento. Todavia, as variações no ajuste patrimonial não seriam causadas pela política

econômica sendo, portanto, exógenas a dinâmica estrutural do crescimento da dívida, reduzindo sua taxa de crescimento e fazendo supor que, quando se acabar as grandes variações de tal ajuste, tornar-se-á menos crescente (ou até mesmo em declínio) o estoque de dívida pública.

A rubrica de ajuste patrimonial engloba, conforme descrito nas observações da tabela 1, os aportes de recurso ao Banco do Brasil, a securitização de dívidas vencida e não assumidas em governos anteriores (esqueletos fiscais) e o ajuste metodológico da dívida do setor externo, devido à conversão dos saldos pela taxa de câmbio de final do período e dos fluxos pela taxa de câmbio média do mês, dentro outras de menor expressão.

Este último item, ajuste metodológico do setor externo, diz respeito a mudança na forma de medição da dívida pública (externa e interna) indexada ao câmbio a partir de 1999. Tal fato ocorreu pois, com a flutuação do câmbio, variações muito bruscas ao longo de um mês geram um impacto muito elevado de mudança no estoque de tal dívida. Todavia, este impacto pode ser revertido por variações em sentido contrário no mês seguinte. Desta forma, a dívida pode aumentar num mês e diminuir no outro sem haver nenhum fluxo de pagamento, sendo portanto necessário separar esta variação da dívida total.

Exemplificando com números fictícios, se possuímos um estoque de R\$ 100 bilhões de dívida externa a vencer em 3 meses. No primeiro mês o câmbio se desvaloriza em 20%, a dívida chega a R\$ 120 bilhões. No segundo mês, o câmbio se aprecia em 10% e a dívida recua para 108 bilhões. No terceiro mês o câmbio se aprecia mais 10%, fazendo a dívida recuar para R\$ 97,2 bilhões, montante que será pago. Desta forma, a apresentação contábil seria a seguinte:

	<b>Mês 1</b>	<b>Mês 2</b>	<b>mês 3</b>
<b>estoque de dívida pública indexada ao câmbio</b>	R\$ 100 bi	R\$ 120 bi	R\$ 108 bi
<b>variação no ajuste patrimonial</b>	R\$ 20 bi	(R\$ 12 bi)	(R\$ 10,8 bi)
<b>fluxo de pagamento</b>	-	-	R\$ 97,2 bi

Tal forma de apresentação permite um melhor entendimento da variação da dívida e é em grande parte responsável pelo crescimento da conta de ajuste patrimonial no primeiro semestre de 1999 e com um impacto relevante em junho de 2001e, de sobremaneira neste último ano de 2002. Nestes períodos podemos considerar que a taxa de câmbio sofreu um deslocamento estrutural, isto é, mudou de patamar. Nos demais períodos, as variações são menores e mais conjunturais, como mostrado pela tabela 4.

Quantos aos demais itens no ajuste patrimonial, é costume encontrar na literatura e na imprensa especializada, as justificativas de que, como dívidas assumidas por governos passados, é um grande passo reconhecê-las e computá-las na rubrica da Dívida Líquida do Setor Público, dado que um dia deverão ser quitadas. Todavia, este primeiro argumento favorável esconde algumas críticas que devem ser feitas, e que foram elencadas anteriormente por Nunes (1998). De acordo com a autora, o constante

reconhecimento de dívidas antigas evidencia que ainda existem graves problemas para a mensuração do endividamento público e o controle da execução orçamentária, podendo afetar significativamente o resultado fiscal inter-períodos. Desta forma, a decisão de introduzir um ajuste patrimonial acrescenta três preocupações:

**Tabela 4 - Taxa de Câmbio - final de período**

mês	dez-98	jun-99	dez-99	jun-00	dez-00	jun-01	dez-01	mar-02	jun-02
<b>câmbio oficial</b>	1,21	1,77	1,79	1,82	1,95	2,30	2,32	2,32	2,84
<b>Varição sobre período anterior</b>	-	46,46%	1,10%	1,58%	7,61%	17,88%	0,69%	0,00%	22,41%

Fonte: Banco Central do Brasil

-quanto à integridade da série histórica, que deveria ser reconstituída por questões metodológicas, permitindo a análise dos dados ao longo do tempo;

-quanto ao fato de que a dívida, com ou sem ajuste patrimonial, existe e deverá ser paga no futuro;

-quanto a possibilidade de “oficializar” janelas no orçamento, pois a inclusão ou exclusão de dívidas do ajuste patrimonial, além de não possuir critério bem definidos, é realizada a posteriori, sem consonância com o orçamento e, portanto, extrapolando as tentativas de planejar os gastos fiscais.

Nunes ainda relaciona quatro itens relevantes do ajuste patrimonial que são recorrentes e que podem afetar o resultado fiscal do governo inter-períodos:

a) Empréstimos líquidos via programas de crédito.

Uma parte significativa dos empréstimos do governo ao setor privado é composta por programas de crédito que tem por objetivo a implementação de políticas setoriais. Tal caráter de subsídio e a probabilidade de que alguns destes empréstimos sejam pagos, faz com que, ao menos, parte desse valor devesse ser classificada como despesa do governo e, portanto, acima da linha. Contudo, se a contabilização é feita abaixo da linha, como dívida a ser recebida e, mais tarde, tal não se verifica, o governo passará a ter que assumir novas dívidas posteriores para financiar o que seria financiado com tal dívida.

O principal exemplo deste tipo de situação é a assunção da dívida do Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS, que atingiu cerca de R\$ 65 bilhões em dezembro de 2000. Por razões de políticas sociais, o governo concedeu sucessivos e cumulativos subsídios habitacionais, reduzindo as obrigações dos mutuários do Sistema Financeiro de Habitação e imputando ao FCVS o custeio destes benefícios.

Há de se evidenciar aqui que a crítica não se faz ao programa em si, mas sim a metodologia da sua contabilidade. Embora haja dificuldades envolvidas numa mudança de critérios, seria conveniente tentar separar os elementos de empréstimo puro e de doação, pois é bastante interessante determinar, a priori, o que seria análise de crédito e o que seria subsídio. Por fim, a autora lembra também a necessidade de se evidenciar esforços para o pró-rateamento destas despesas em um “Orçamento Plurianual”, uma vez que elas extrapolam um período orçamentário.

b) Garantias e dívidas assumidas por força da lei.

É usual e aceitável o fato de a União avalizar e/ou assumir com dívidas de governos estaduais, estatais e alguns fundos (dívidas securitizadas), sem, no entanto, captar suas garantias. Além disto, e ao contrário do setor privado, o setor público não acumula reservas para perdas com empréstimos e os custos de inadimplência de credores ocorrem de uma só vez, quando estes oficialmente são decretados inadimplentes.

Como muitas destas dívidas em potencial não tem impacto sobre o orçamento corrente, que abrange apenas um exercício, torna-se fácil abrir janelas quasi-fiscais e “empenhar” despesas para o futuro, surpreendendo o equilíbrio planejado das contas públicas com gastos não previstos, que não passaram no Orçamento, que são oriundos de outro período e que possuem um efeito multiplicador, pois são financiados pela dívida mobiliária federal, ou através do sistema de securitização. Além das dívidas reconhecidas das estatais, como explicado no item anterior, e da assunção de outras dívidas, o endividamento do governo também pode ocorrer através do aporte direto de capital a instituições como o Banco do Brasil, antes mesmos que a dívida se configure.

Mais uma vez, vale ressaltar que não é criticada a atitude de se reconhecer dívidas ou assumir as mesmas de outras esferas do setor público, mas sim, a não capacidade de se prever tais gastos, fazendo surgir as janelas *quasi-fiscais*.

c) Receitas que criam obrigações para o futuro: o caso da Previdência Social

No Brasil, assim como em outros países, adota-se o regime de repartição para a Previdência Social, ou seja, a contribuição dos ativos sustenta o recebimento dos inativos. Este sistema enseja a crise que é constantemente debatida devido ao aumento do desemprego ou ao envelhecimento da população. De acordo com a Constituição Federal, o financiamento da seguridade é garantido pela contribuição social e pelos recursos fiscais das três entidades administrativas (União, Estado e Municípios), facultada a criação de novas fontes para assegurar o financiamento de eventuais déficits. Além disto, segundo Nunes, outra limitação orçamentária intertemporal enfrentada pelo governo se refere ao fato das contribuições englobarem dois conceitos:

-o de assistência social, que corresponde ao pagamento da aposentadoria e pensões e assistência à saúde a indivíduos que não contribuíram;

-o de seguridade social, que é o recebimento de um seguro pago ao longo do tempo.

Para a autora citada, a importância da distinção ocorre pois, como caridade, a assistência deveria ser financiadas por impostos e a seguridade social, por ser operação financeira, deveria ter como receita a contribuição dos assegurados. Para ela, o atual caráter assistencialista resulta na diluição do vínculo contributivo e inviabiliza o auto-financiamento do sistema.

Ressaltamos que o debate sobre o regime da Previdência Social não se encerra nestas poucas linhas. Quis-se evidenciar somente o porque do cálculo da previdência normalmente superestimar a capacidade de pagamento do governo, transferindo obrigações para o futuro, futuro no qual o déficit não estimado aparecerá.

d) Despesas que extrapolam o exercício financeiro

Dentro da mesma ótica das críticas anteriores, Nunes afirma que é freqüente surgir no Orçamento despesas que extrapolam um exercício financeiro, seja pela natureza dos investimentos, efetivados ao longo de períodos mais extensos, seja pelo fato de que

muitas despesas de capital dão origem a despesas correntes em exercícios futuros. A existência de um fluxo de despesas futuro não previsto no primeiro exercício, em que a despesa é orçada, ocasiona paralisação de obras e/ou a assunção de déficits quasi-fiscais.

### ***3.1.2 - Privatizações, Moedas de Privatização e empresas estatais.***

A outra conta de variação patrimonial que tem importância grande ao longo do Plano Real é o ajuste patrimonial de privatização. O total de ativos privatizados que foram utilizados para pagamento quitação direta de título público atingiu R\$ 61 bilhões em janeiro de 2002, o que corresponde a 4,9% do PIB.

Este dado já é bastante relevante, principalmente pelo fato que é apenas parte de todo o processo de desestatização que vem ocorrendo desde 1990, quando foi editada a Lei n. 8031 que criou o Plano Nacional de Desestatização, e que, segundos dados do BNDES já atinge a cifra US\$ 103.3 bilhões<sup>2</sup>

Abstraindo-se do debate mais ideológico sobre o caráter, a importância e as conseqüências do processo de privatização, devemos analisar a capacidade de tal processo de contribuir para a diminuição da dívida pública brasileira, além dos 5% do PIB já conseguidos com a venda e a quitação direta.

Uma segunda maneira de redução da dívida pública através da privatização está ligado às chamadas “moedas podres”. A existência da rubrica moedas de privatização no passivo do Governo Federal indica o estoque de reconhecimento de dívidas passadas e aceita como moeda na venda das empresas. O pequeno crescimento desta rubrica até 1994 e 1997 e as reduções ocorridas após 1998, não obstante o contínuo reconhecimento destas moedas e a continuação do processo de privatização, indicam que também parte da receita conseguida com as privatizações não estão demonstradas na conta do ajuste patrimonial, pois são reduções líquidas do estoque desta conta, porém de difícil mensuração.

Ainda sobre estas moedas de privatização, existe um debate que foi bastante realizado no início do processo de privatização quanto ao seu uso no processo, isto é a possibilidade de usar títulos públicos negociados a valores bem a baixo do valor de face como moeda para compra e usando seu valor integral. A principal crítica advinda era de que o governo perderia receita com isto, uma vez que poderia exigir o pagamento em moeda corrente e, com isto, utiliza-la para recuperar os títulos, pagando apenas o valor negociado em mercado. Todavia, Silva (1998) constata que a utilização das moedas de privatização possibilitou um ganho para o governo, concorrendo para a redução do déficit da União e, por seguinte na dívida pública. Isto ocorre, não pelo resgate puro e simplesmente, mas pela melhoria possibilitada no perfil da dívida pública na época em que tais títulos foram emitidos, uma vez que as “moedas podres” eram emitidas a um custo bem inferior aos demais títulos da dívida mobiliária, que seriam seus substitutos na época.

Outra rubrica também influenciada pelas privatizações é o saldo da dívida líquida das empresas estatais. Mas não se sabe, pela análise da tabela, qual o tratamento dado às dívidas das empresas privatizadas que foram assumidas pelo Governo. Também não

---

<sup>2</sup> Envolve tanto as privatizações estaduais quanto as federais.

se sabe em que medidas os ativos das empresas privatizadas eram previamente lançados como abatimento da dívida líquida e quanto foi repassado diretamente para as compradoras. Como mostrado por Carvalho (2000), nos dois casos, o tratamento adotado afeta diretamente o impacto da privatização sobre a dívida líquida. Todavia, a dívida líquida das empresas estatais também é reduzida pela transferência dos Avisos MF-30<sup>3</sup> para a União, item que responde por mais de 50% da redução.

Estas duas rubricas analisadas (ajuste patrimonial e privatizações) são de grande relevância para se entender a evolução da dívida pública no período pós-Real e devem ser levadas em conta em qualquer proposta de contensão da dívida. Como visto, liquidamente, tais ajustes contribuíram para o crescimento do estoque da dívida em 7% do PIB. De acordo com notícias da imprensa especializada, o governo calculava em 10% os esqueletos ainda não absorvidos<sup>4</sup> enquanto que boa parte do Programa Nacional de Desestatização já fora cumprido.

Como dito anteriormente, o governo federal coloca o reconhecimento dos esqueletos, juntamente com o superávit primário, como principais determinantes para o crescimento da dívida. Além disto, o processo de privatização muitas vezes é enaltecido através da sua capacidade de se reduzir o estoque da dívida, enquanto o país busca consolidar o processo de estabilização monetária e redução da taxa de juros.

Realmente não há como negar os impactos de tais contas. Todavia, não se pode mascarar o crescimento da dívida com a justificativa dos esqueletos, pois o crescimento dívida fiscal líquida (que exclui os ajuste patrimonial e de privatização) também é relevante. Além disto, como mostrado, boa parte da dívida assumida é financiada com títulos públicos negociáveis, impactando a dívida mobiliária e agravando as condições de renegociação da dívida interna.

Quanto ao processo de privatização, a argumentação fiscal dita acima deve ser bastante criticada, uma vez que se passaram sete anos de Plano Real e ainda não se conseguiu atingir a taxa de juros que permita a dívida se estabilizar, colocando em xeque a retórica oficial. Além disto, seria mais sensato supor que a reforma tributária, há tanto defendida por tributaristas e empresários, pudesse gerar fluxos de renda capazes de estabilizar tal estoque de maneira permanente, sem a necessidade de se recorrer a venda de ativos que possuem funções sociais e econômicas pré-estabelecidas para tentar conter avanço da dívida ou, pelo menos, minimizar o crescimento dos esqueletos fiscais.

Além destas, existem outras rubricas de menor magnitude que sofreram variações importante ao longo do Plano Real. As duas mais relevantes destas são os créditos do Banco Central às Instituições Financeiras e a Evolução da dívida das entidades sub-nacionais, resumidas a seguir:

---

<sup>3</sup> Segundo Carvalho (2000): “Os Avisos MF-30 foram criados na fase inicial de renegociação da dívida externa, nos anos 80. Por meio deles, entidades do setor público que se encontravam em dificuldades para cobrir seus compromissos externos obtinham financiamento da União, em moeda brasileira, até que conseguissem cobrir seus débitos por meio de *relendings* junto aos credores. Quando essas operações foram suspensas, em meados da década, os saldos dos Avisos MF-30 permaneceram pendentes, como parte destacada do endividamento cruzado dentro do setor público.” (pág 225)

<sup>4</sup> PINTO, Celso: *Razões para desconfiar do Brasil*. In Valor Econômico. 14 de fevereiro de 2002.

### ***3.1.3 – Crédito do Banco Central às Instituições Financeiras***

Esta foi outra conta que sofreu sensível variação desde 1994. Tal conta saiu de 0,6% do PIB em junho de 1994 e chegou a 9,4% do PIB em junho de 1997, reduzindo depois para 1,7% do PIB em dezembro de 2001 e janeiro de 2002. Este grande crescimento até 97 indica um sensível fator de redução da dívida no período, exercendo papel contrário nos anos seguintes.

Todavia, não existem informações detalhadas sobre quais são os ativos da União lançados ali, nem sobre suas condições de solvência e liquidez. Mas, no estudo realizado por Carvalho (2000), supõe-se estarem lá as principais operações de natureza quasi-fiscal do período. Comparando com outras contas do BCB, Carvalho afirma estar incluída nesta rubrica três sub-contas: títulos mobiliários estaduais recebidos pelo BCB em troca de papéis federais (melhor explicado no item seguinte); créditos concedidos pelo BCB a instituições financeiras no Proer (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, criado pela Lei n. 2208/95 e que regulamenta a concessão de créditos do governo a bancos em dificuldades, ampliando o poder do BCB sobre tais instituições); e os empréstimos de liquidez aos bancos.

Destas três contas citadas, 20% do total corresponde realmente aos empréstimos e os 80% restantes se dividem entre as outras duas contas. Com isto, Carvalho chega a conclusão que 60% da conta de crédito às instituições financeiras em 97, ou 6% do PIB, lançado como ativos da União, tem como lastros ativos dados como garantias pelos bancos beneficiados. A provável não realização destes ativos nos anos posteriores condiz com a redução da rubrica e com parte do crescimento do estoque de títulos mobiliários (que passam a ser emitidos para suprir o financiamento que estava lastreado no ativo dos bancos).

### ***3.1.4 – A Evolução da Dívida das Entidades Sub-Nacionais***

De junho 1994 até janeiro 2002, a dívida líquida das entidades sub-nacionais foi sempre crescente (excetuando-se a ligeira queda entre dezembro de 1999 e junho de 2000), atingindo o nível de 18,6% em janeiro de 2002. A dívida interna é a de crescimento mais relevante em termos absolutos, uma vez que a dívida externa teve um crescimento relativo grande, ao passar de 0,4% do PIB para 1,1% devido, principalmente, à desvalorização do Real a partir de 1999, mas muito pequeno em termos absolutos. Existem vários fatores responsáveis pelo crescimento da dívida interna, muitos deles inerentes ao próprio Plano Real, porém de difícil mensuração. Todavia, algumas hipóteses sobre este crescimento podem ser feitas.

A grande alteração nas contas patrimoniais das entidades sub-nacionais ocorre com a Lei 9496 de 1997 que força todos os estados e os principais municípios devedores a renegociar suas dívidas com a União. Na verdade, conforme detalhado por Santos (1998) e Santos (1999), esta renegociação envolve todas as grandes dívidas estaduais e dos principais municípios. Desta forma, a União torna-se credora das entidades federativas assumindo suas dívidas. O objetivo federal com isto era garantir a evolução fiscal dos estados. Os principais mecanismos adotados, dentro e fora do âmbito da Lei citada, foram:

-Servir de avalistas para que os estados conseguissem financiamento a fim de melhorar a arrecadação bruta;

-Abertura de linha de crédito para Adiantamento de Receitas Orçamentárias (ARO), permitindo um financiamento mais favorável do que caso os estados se recorressem ao mercado;

-Lei Rita Camata, que estimula um teto de 60% para gasto em pessoal. Associado a ela, linhas de crédito na Caixa Econômica Federal para programas de PDV;

-Incentivo (muitas vezes forçado) para a privatização dos bancos estaduais, fonte de recursos extra-orçamentários aos estados em períodos de maior dificuldade.

-Os termos de renegociação da dívida no âmbito da lei 9496/97, com 6% de juros a.a. mais o IGP-DI do período. De acordo com os autores supra-citados, o benefício para os estados estavam que estas taxas eram inferiores ao cobrado pelo mercado. Em contrapartida, a União eleva o seu estoque de títulos privados no mercado.

Todavia, o contínuo crescimento da rubrica de renegociação indica a dificuldade que os estados estão tendo em pagar suas dívidas, uma vez que mesmos as taxas de juros da renegociação continuam altas<sup>5</sup>.

Para forçar mais ainda um superávit primário que tente garantir a estabilização das dívidas das esferas sub-nacionais, foi criada em 2000 a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que estabelece vários limites ao endividamento, com fortes punições aos governadores/prefeitos que descumprirem.

Não cabe, neste relatório, entrar no mérito da Lei de Responsabilidade Fiscal, mas apenas averiguar, conforme exposto no próximo item, que tal Lei vem tendo êxito em seu objetivo de garantir forte superávit primário por parte das esferas sub-nacionais. No entanto, a dívida dos Estados continua a subir, evidenciando as dificuldades destes de se adequarem a Lei e a não realidade da taxas de juros das dívidas renegociadas perante o crescimento dos PIBs estaduais.

### ***3.2 – A importância do Superávit Primário para a redução da dívida.***

O superávit primário é, historicamente, a grande variável de ajuste do setor público de forma a conter o crescimento da dívida. Na década de 80 e início de 90, quando o Brasil estava ausente do Sistema Financeiro Internacional e não tinha como rolar sua dívida externa, a forma de conter as despesas determinadas pelo orçamento era através da retenção e erosão pela inflação das mesmas.

Com a volta dos fluxos internacionais e a conseqüente rolagem da dívida, o país pode realizar a estabilidade inflacionária. Todavia, conforme exposto no capítulo primeiro, a preocupação com o ajustamento das contas públicas continuou existindo, com a novidade de que os cortes teriam que ser feitos agora no próprio orçamento, uma vez que a hiperinflação deixara de existir.

Como mostrado no Projeto e evidenciado na tabela seguinte, percebe-se a real diminuição do superávit primário com a introdução do Plano Real, saindo de 5,90% do PIB em dezembro de 1994 para apenas 0,36% no final do ano seguinte.

---

<sup>5</sup> Vale lembrar que o IGP-DI é, desde 1999, bem superior ao IPC, índice que mede a inflação oficial brasileira. Desta forma, pode-se dizer que a taxa real de juros no endividamento dos Estados e municípios é 6%a.a. mais a diferença entre o IGP e IPC.

Durante todo o período de câmbio fixo, o resultado primário ficou sempre estabilizado perto de 0% do PIB. Porém, as dificuldades políticas para se conseguir tal resultado não foram poucas, pois o governo foi obrigado a criar diversas medidas de redução de gastos (como o Fundo de Estabilização Fiscal) e elevação de receitas (como a CPMF).

No início de 1999, o Brasil não conseguira conter a excessiva fuga de capitais e foi obrigado a desvalorizar o câmbio, adotando o regime flutuante e de metas de inflação. Para o governo, um dos principais motivos de ter ocorrido a desvalorização foi o fato do país não ter conseguido elevar o superávit primário, fazendo com que a dívida pública crescesse e gerasse desconfiança nos investidores quanto a capacidade de financiamento. De fato, como mostrado por Garcia e Bevilaqua (1999), o superávit público federal contribui com apenas 5,8% para reduzir o crescimento total da Dívida Pública Federal Mobiliária (que cresceu pouco mais de 5 vezes no período, passando de aproximadamente R\$ 60 bilhões para R\$ 320 bilhões).

<b>Tabela 5 - Necessidade Financeira do Setor Público</b>									
Fluxo de 12 meses - % do PIB									
Período	Nominal	Primário	Juros Nominais	Período	Nominal	Primário	Juros Nominais	Período	Juros Nominais
1994	Jun	82,62	-3,81	86,43	1999	Mar	12,40	-0,69	13,09
	Set	68,87	-5,32	74,19		Jun	12,32	-1,60	13,92
	Dez	47,31	-5,50	52,82		Set	12,18	-2,90	15,08
1995	Mar	29,66	-4,87	34,53		Dez	10,53	-3,29	13,82
	Jun	5,38	-4,13	9,51	2000	Mar	4,96	-3,52	8,47
	Set	5,85	-2,14	7,99		Jun	4,18	-3,84	8,03
	Dez	7,26	-0,36	7,62		Set	3,82	-3,34	7,16
1996	Mar	6,56	-0,20	6,76		Dez	4,48	-3,54	8,02
	Jun	6,69	0,74	5,95	2001	Mar	5,28	-3,52	8,80
	Set	6,57	0,77	5,80		Jun	2,82	-3,91	6,73
	Dez	5,87	0,09	5,78		Set	3,03	-3,8	6,83
1997	Mar	5,90	0,27	5,63		Dez	3,62	-3,69	7,31
	Jun	4,76	-0,67	5,44	2002	Mar	4,29	-3,32	7,61
	Set	4,47	-0,66	5,13		Jun	4,22	-3,42	7,64
	Dez	6,07	0,97	5,10					
1998	Mar	6,42	0,86	5,56					
	Jun	7,62	1,49	6,13					
	Set	8,18	1,26	6,93					
	Dez	7,93	-0,01	7,95					

Desta forma, no acordo firmado com o FMI em 1998 (Ministério da Fazenda, 1998), o governo se comprometeu a elevar o superávit primário para valores próximo a 3,5% do PIB a fim de conter a possível explosão da dívida com a desvalorização do câmbio. Para atingir esta meta estabelecida (e que foi realmente atingida, conforme os dados da tabela 5 e as revisões do acordo, contidas no *site* do ministério da Fazenda), o governo aprovou novas medidas de contenção de gastos e elevação de tarifas. No caso destas, destacam-se a continuação da CPMF, a elevação do COFINS e as políticas de indexação dos preços dos serviços privatizados e de petróleo. No entanto, a principal medida realizada foi a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Tal lei obriga as três entidades sub-nacionais a limitar seus gastos correntes e com pessoal, permitindo a destinação de parte do orçamento para a quitação de dívida. Assim, e juntamente com a renegociação das dívidas estaduais iniciada em 1997, o governo conseguiria limitar os gastos dos estados e municípios, que haviam gerado déficits primários no passado. Para conter o déficit das empresas estatais, a grande

contribuição foi o processo de privatização e a elevação dos preços do petróleo, fazendo com que a Petrobrás elevasse suas receitas.

Porém, tais mudanças na forma de gestão da máquina estatal, procurando buscar o crescimento do superávit primário público não conseguiram conter a dinâmica da dívida crescente da dívida pública. É fato que, caso se mantivesse os níveis anteriores à flutuação do câmbio, a dívida cresceria a uma taxa totalmente insustentável, mas não foram capazes de conter uma elevação que continua preocupando, o que evidencia a necessidade de se buscar outras formas de contenção do estoque e de questionar a importância de um alto superávit primário para a “saúde” das finanças públicas.

Por ser uma medida de fluxo, é difícil de se medir como uma variação nas Necessidades de Financiamento do Setor Público afetaria a evolução da Dívida Líquida do Setor Público. O mais usual é que um superávit evite a emissão e/ou renegociação da Dívida Mobiliária, mas deve-se determinar de qual esfera vem o superávit antes. Por exemplo, suponha-se que o superávit primário do setor público seja todo conseguido pelas esferas sub-nacionais. Com certeza, a conta de Renegociação da dívida estadual pela lei 9496/97 sofreria uma redução de igual valor, mas em sentido contrário nas contas dos Estados e da União, para somente em seguida, a União poder reduzir o estoque de títulos públicos que financiam tal dívida. No caso de um superávit das empresas estatais, a conta a ser reduzida seria as suas dívidas bancárias.

### ***3.3 - Taxa de juros***

Por fim, a última grande variável que impactou o crescimento da dívida líquida foi a taxa de juros brasileira. A taxa de juros brasileira foi sempre bastante elevada durante o Plano Real (Gráfico 1). Este trabalho parte da hipótese de que tal elevação se deu devido à liberalização financeira ocorrida no país. O impacto de tal elevação pode ser encontrado na evolução da dívida mobiliária (mostrado na Tabela 1), que passou de 12,6% do PIB para 49,5% ao longo de todo o período analisado. De Bevilaqua e Garcia (1999), podemos tirar uma metodologia de decomposição do crescimento da dívida mobiliária, procurando suas causas macroeconômicas:

$$(1) \text{ Dívida Líquida} = \text{Passivos} - \text{Ativos}$$

$$(2) \text{ Dívida Líquida} = \text{Déficit Primário} + \text{Pagamentos de Juros} + \text{Ajustamentos}$$

$$(3) \text{ Passivos} = \text{títulos domésticos} + \text{outros débitos domésticos} + \text{dívida externa}$$

$$(4) \text{ Ativos} = \text{ativos domésticos} + \text{ativos externos}$$

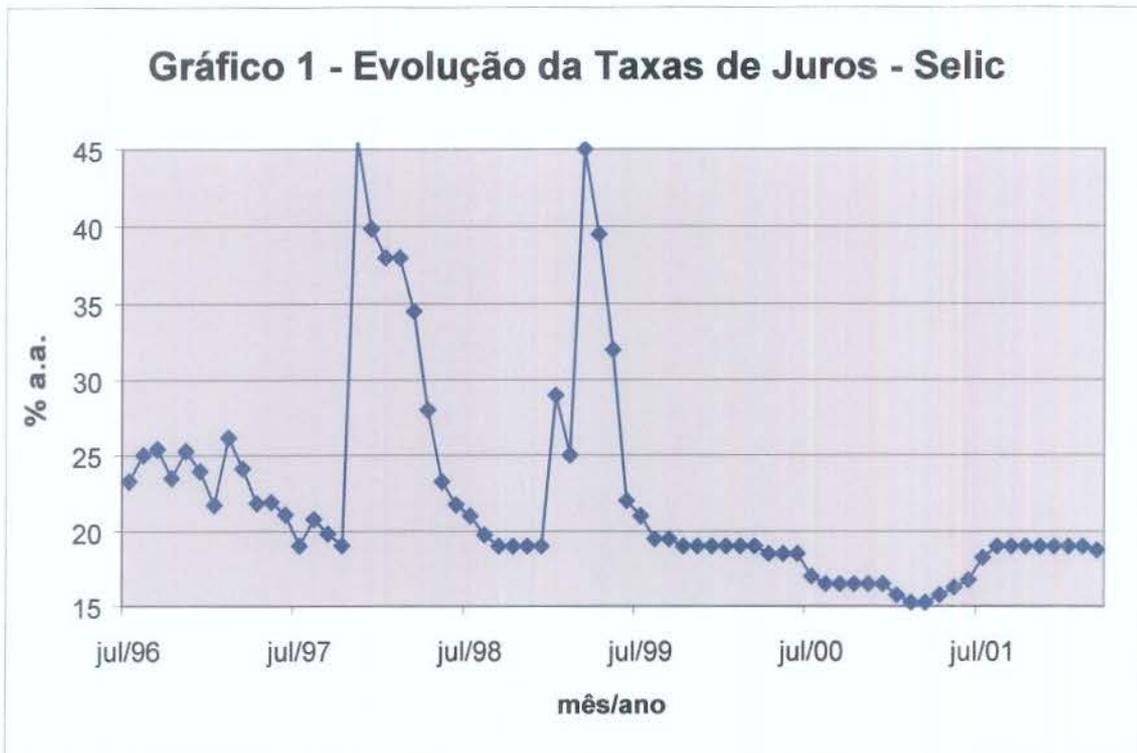
Substituindo (2), (3), (4) em (1) e resolvendo para títulos domésticos

$$(5) \text{ Títulos Públicos} = \text{déficit primário} + \text{pagamento de juros} + \text{ajustamentos} + \text{ativos domésticos} + \text{ativos externos} - \text{outros débitos domésticos} - \text{dívida externa.}$$

Temos, portanto, que o crescimento de títulos públicos (dívida mobiliária) será tanto maior quanto maior for o déficit primário, o pagamento de juros, o crescimento de outros ativos domésticos e externos e quanto menor for a variação de outros débitos domésticos e de dívida externa.

A variação da dívida externa e dos outros débitos domésticos (cujo principal item é a expansão da base monetária) foi sempre pequena, indicando que o principal financiador da variação dos ativos é mesmo a dívida mobiliária.

Por outro lado, o superávit primário contribuiu, de forma mais consistente, para a redução de tal dívida apenas a partir de 1999. O reconhecimento dos ativos internos foi analisado anteriormente (cujos principais itens são o reconhecimento dos esqueletos), é de grande valor para explicar o crescimento da dívida em momentos pontuais, como explicado anteriormente da variação da dívida. Mas, mesmo se excluirmos os esqueletos, veremos que a dinâmica de crescimento da dívida mobiliária continua positiva.



Conforme pode ser visto pelos dados abaixo (tabela 6), a variação nos ativos externos (reservas internacionais) e no fluxo de juros nominais são, juntamente com o reconhecimento de ativos, as duas variáveis responsáveis pelo crescimento da dívida mobiliária, mas tendo influências em períodos diferentes:

a) **Variação nos ativos externos:** Durante o período de câmbio fixo, as reservas internacionais cresceram bastante. Isto era visto pelo governo brasileiro como um ponto positivo pois garantia segurança contra possíveis ataques especulativos. Todavia, a aquisição de divisas – resultante da política de juros altos para atração de capital - era financiada com a emissão de títulos públicos (política de esterilização) gerando um diferencial de taxas de juros que fazia com que a dívida crescesse além da própria expansão de reservas. Maiores detalhes sobre os primeiros três anos do Plano Real, no qual este processo de expansão de divisas foi exarcebado, pode ser encontrado em Llussá (1997).

b) **Fluxo de Juros Nominais:** Os juros nominais, conforme mostrado pela tabela 5, são uma constante fonte de pressão para a elevação da dívida pública. Tal fluxo reflete diretamente a variação da taxa de juros e, a partir de 1999, da flutuação cambial no estoque da dívida pública. Isto pode ser comprovado pelas abaixo, o percentual de

títulos públicos indexados (tanto pós quanto prefixado) à taxa de juros, durante o plano Real, sempre foi bastante elevado, variando de um mínimo de 56,2% em dezembro de 1994 a um teto de 79,6% em dezembro de 1996, enquanto a dívida interna indexada ao câmbio se eleva de 20 para 30% do total a partir de 1999 (tabela 12 e 14 do capítulo 5).

No estudo de Bevilaqua e Garcia (1999), os autores chegam a conclusão de que os fluxos de juros nominais são responsáveis por mais de 40% do crescimento da dívida mobiliária até 1998. Junto à aquisição de reservas internacionais e ao reconhecimento de ativos, os autores conseguem explicar o crescimento da dívida. Todavia, a conclusão a que chegam de o porque da taxa de juros ter sido alta e ter gerado a expansão das reservas e do fluxo de juros está relacionado ao baixo superávit fiscal.

No entanto, a tese dos autores citados pode ser questionada se analisarmos as sucessivas crises de confiança pelas quais passaram diversos países emergentes ao longo do período de câmbio fixo (México/94, Argentina/95, Ásia/97 e Rússia/98). Desta forma, o Brasil via-se sempre obrigado a manter um alto diferencial de juros perante a taxa básica americana, com a finalidade de garantir o financiamento da Balança de Pagamentos e a manutenção do câmbio fixo.

A partir de 1999, com a desvalorização, a implantação do regime de metas de inflação e o aumento do superávit primário, percebe-se mais claramente a dependência da economia brasileira em relação ao Sistema Financeiro Internacional. Isto é verificado pois, a taxa de juros não cede tanto e o fluxo de juros em porcentagem do PIB se agrava no período, tornando-se já uma variável extremamente preocupante para a evolução da dívida.

<b>Tabela 6 - Dados Seleccionados</b>				
<b>mês/ano</b>	<b>Títulos Públicos Federais</b>	<b>juros nominais</b>	<b>Reservas Internacionais</b>	
	<b>% do PIB</b>	<b>fluxo 12 meses - % do PIB</b>	<b>milhões de dólares</b>	<b>variação sobre período anterior</b>
jun-94	12,6	86,43	-	-
dez-94	11,5	52,82	36.471,0	-
jun-95	10,8	9,51	31.492,0	-13,65%
dez-95	15,6	7,62	50.449,0	60,20%
jun-96	20,3	5,95	58.639,0	16,23%
dez-96	21,4	5,78	59.039,0	0,68%
jun-97	22,3	5,44	58.700,0	-0,57%
dez-97	28,2	5,10	51.358,8	-12,51%
jun-98	32,5	6,13	70.059,9	36,41%
dez-98	35,4	7,95	43.617,4	-37,74%
jun-99	38,8	13,92	40.417,4	-7,34%
dez-99	37,7	13,82	35.554,2	-12,03%
jun-00	40,4	8,03	27.581,5	-22,42%
dez-00	42,3	8,02	32.949,2	19,46%
jun-01	45,7	6,73	37.308,0	13,23%
dez-01	48,8	7,31	35.866,0	-3,87%
jan-02	49,5	7,23	35.910,0	0,12%

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração Própria

Tal fluxo cresce não obstante o alongamento dos prazos da dívida interna, conseguida graças ao aperfeiçoamento do mercado secundário da dívida pública e, principalmente, a busca dos investidores institucionais por títulos de prazos mais diversos, buscando conciliar sua carteira de ativos de acordo com as demandas de seus clientes.

O crescimento da dívida pública ao longo de todo período pós-Real, e evidenciada a partir da desvalorização de 1999, reforça a teoria de que a estabilização só está sendo conseguida a custo de um financiamento altamente duvidoso, capaz de inibir o investimento privado e reduzir gastos públicos correntes, fazendo o país entrar em recessão. De fato, para se atingir a meta de inflação estabelecida, o governo não pode permitir elevadas desvalorizações cambiais. Desta forma, sempre que houver uma crise de confiança no país (fruto principalmente da deterioração das condições de liquidez no sistema financeiro internacional) o país será obrigado a elevar a taxa de juros, gerando novos impactos deletérios na dívida pública.

#### ***Capítulo 4 - O predomínio da ótica financeira no crescimento da dívida pública.***

Até agora, procurou-se analisar a contribuição direta de três variáveis da razão dívida/PIB: o estoque, a taxa de juros e o superávit primário. Segue agora uma continuação a esta análise, continuação esta que se concentra numa dinâmica que interrelacione estes três fatores. Pretendemos mostrar que, ao contrário do que evidenciado pelo Governo Federal (STN, 2002b), a contribuição dos fatores financeiros ao crescimento foi maior e mais determinantes do que os fatores fiscais e os fatores patrimoniais. A divergência está no fato de que se deve avaliar o crescimento da dívida líquida, e não da dívida bruta, como faz a Secretaria do Tesouro Nacional.

A análise oficial, veiculada na imprensa e em textos do Governo (STN, 2001a; 2002b), procura enfatizar que o crescimento da dívida pública ao longo do período do Plano Real ocorreu principalmente devido ao reconhecimento de passivos contingentes (os chamados esqueletos fiscais) e ao programas de ajuste fiscal feitos pelo Governo Federal (renegociação da dívida de Estados e Municípios e programa de apoio aos Bancos, dentre outros). Mais recentemente, contribui a desvalorização cambial. Porém, todos estes fatores são ditos como não recorrentes, isto é, frutos de um período específico que não ocorrerá mais, daí o caráter de sustentabilidade da dívida. (Goldfajn, 2002)

Estas análises divergem com relação aos dados apresentados no estudo realizado por Garcia e Bevilaqua (1999), que enfatizam a importância do fluxo de juros reais e do baixo superávit primário até 1998. Neste capítulo, cabe-nos entender a lógica do raciocínio oficial, e propor uma outra forma de análise da mesma estrutura de dívida. Análise esta que acreditamos ser mais coerente com a real situação das finanças públicas brasileira.

Vale destacar que, assim com Garcia e Bevilaqua (1999), as análises oficiais se concentram sobre a evolução da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi). Isto faz muito sentido, pois foi esta a rubrica determinante do crescimento da tabela da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Porém, é importante destacar como as outras rubricas evoluem de acordo a DPMFi, em especial as que consideram variações no ativo público em decorrência de aumento no passivo público.

O trabalho anual elaborado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN, 2002b) que comenta o crescimento da dívida mobiliária pública interna, procurando elencar os fatores determinantes de sua variação, entre julho de 1994 (quando da entrada em vigor do Plano Real) e dezembro de 2001. Os valores encontrados estão mostrados na tabela 1 a seguir:

Com estes dados, a STN chega a conclusão de que cerca 75,6% do crescimento da dívida pública mobiliária federal se deve ao reconhecimento de dívidas anteriores (passivo contingentes) e à implementação dos programas especiais do Governo. Por outro lado, câmbio e juros seriam responsáveis por “apenas” 32,3% do crescimento verificado.

Vale, portanto, fazermos uma análise mais detalhada desta afirmação e de cada uma destas variáveis a fim de testar sua veracidade. Sugerimos, para tal, sua divisão em três grupos de determinantes, divisão esta que obedece a natureza de cada um destes determinantes. Acreditamos ser interessante esta metodologia porque, por serem de

mesma origem, estes determinantes acabam se inter-relacionando. O exemplo mais prático ocorre entre os que chamamos determinantes financeiros. Se o governo brasileiro tivesse optado pela flutuação cambial antes de 1999, provavelmente os valores referente aos juros nominais seriam menores e enquanto que maior seria a contribuição referentes ao câmbio.

<b>Tabela 7 - Dinâmica da Dívida Interna: fatores de variação 1994-2001 (versão oficial)</b>		
<b>Fatores de Variação</b>	<b>R\$ bilhões</b>	<b>(% do total)</b>
Ajuste Fiscal <sup>1</sup>	337,6	59,9
Gerenciamento da dívida	44,9	8,0
Desvalorização cambial	72,8	12,9
Programas de Governo <sup>2</sup>	45,2	8,0
Passivos Contingentes <sup>3</sup>	88,3	15,7
Juros Nominais	109,4	19,4
Superávit primário	-76,1	-13,5
Privatizações	-58,9	-10,5
<b>Total</b>	<b>563,2</b>	<b>100,0</b>
<i>Memo:</i>		
Dívida em Dez 2001	624,1	
Dívida em Jul 94	60,7	
1 - Renegociação das Dívidas de estados e Municípios e Bancos Estaduais		
2 - Subsídios fiscais e creditícios		
3 - Reconhecimento de esqueletos		
Fonte:STN (2002): Dívida Pública: Conceitos Básicos e fatores determinantes		

Por outro lado, os dados utilizados pela STN estão referentes à Dívida Mobiliária, que não incorporam alguns ativos existentes na DLSP. Todavia, uma das características de todo este processo de crescimento da dívida, principalmente no que concerne ao programas de ajuste fiscal e reconhecimento de passivos contingentes (que estamos chamando de fatores patrimoniais) é que, juntamente com a assunção de dívidas, a União também conseguia a posse de ativos dados como garantia. Bem verdade que muitos destes ativos não possuem liquidez e alguns ainda estão em situações de pendências. Porém, buscando os dados na tabela 1, da página 20 da Dívida Líquida do Setor Público abaixo, podemos descobrir as seguintes rubricas relacionadas à incorporação dos ativos por parte da União relacionada ao reconhecimento das dívidas e dos programas de saneamentos das entidades subnacionais:

- a) Haveres relativos às renegociações das dívidas das entidades subnacionais e privatizações de bancos estaduais - R\$ 193,75 bilhões ou 15,64% do PIB, divididos em:

Crédito do BCB (Lei 8727/93): R\$ 19,25 bilhões ou 1,6% do PIB.

Renegociação com Estados (Lei 9496/97): R\$ 174,50 bilhões ou 14,1% do PIB.

- b) Haveres resultantes do reconhecimento de esqueletos fiscais – R\$ 55,93 bilhões ou 4,6% do PIB, divididos em:

Dívidas reestruturadas: R\$ 26,64 bilhões ou 2,2% do PIB.

Outros Créditos do Governo Federal: R\$ 29,29 bilhões ou 2,4% do PIB.

Portanto, é justo que, do total da dívida incorporada pelas variações patrimoniais, seja debitado, assim como as privatizações, o valor dos ativos auferidos com estas operações, dado que além de estarem presentes na própria tabela da DLSP somente pelo fato de que houve o reconhecimento do passivo, podem realmente ser considerados como uma possível fonte de resgate futuro da dívida.

Desta maneira, se considerarmos a variação líquida da dívida (descontados a auferição de ativos), e mantivermos a subdivisão sugerida, temos a seguinte tabela:

<b>Tabela 8 - Dinâmica da Dívida Interna Líquida: fatores de variação 1994-2001 (subdivisão por grupos determinantes e incorporação de haveres)</b>		
<b>Fatores de Variação</b>	<b>R\$ bilhões</b>	<b>(% do total)</b>
<b>Fatores Patrimoniais</b>	<b>117,3</b>	<b>37,4</b>
Ajuste Fiscal (Líquido)	143,8	45,9
Ajuste Fiscal (Bruto)	337,6	107,7
Ajuste Fiscal (Haveres) <sup>1</sup>	-193,8	-61,8
Passivo Contingente (líquido)	32,4	10,3
Passivos Contingentes (Bruto)	88,3	28,2
Passivos Contingentes (Haveres) <sup>2</sup>	-55,9	-17,8
Privatizações	-58,9	-18,8
<b>Fatores Financeiros</b>	<b>182,2</b>	<b>58,1</b>
Desvalorização cambial	72,8	23,2
Juros Nominais	109,4	34,9
<b>Subtotal - fatores fiscais</b>	<b>14</b>	<b>4,5</b>
Gerenciamento da dívida	44,9	14,3
Programas de Governo	45,2	14,4
Superávit primário	-76,1	-24,3
<b>Total</b>	<b>313,5</b>	<b>100,0</b>

1 - Haveres relativos as renegociação das dívidas e privatização dos bancos estaduais.

2 - Haveres resultantes do reconhecimento de esqueletos (Dívidas Reestruturadas e Outros Créditos).

Por esta nova forma de avaliação, temos que os fatores ditos financeiros correspondem a 58,1% do crescimento da dívida, contra 37,4% dos fatores patrimoniais e apenas 4,5% dos fatores fiscais. Vale ressaltar, que, mesmo o crescimento líquido da dívida mobiliária mostra ser uma quantidade muito grande para apenas 7 anos e meio resultando um crescimento de 516% neste período (saltando de R\$ 60,7 bi em 1994 para R\$ 374,2 bilhões em 2001).

Dado as divergentes análises, convém que observemos cada um destes grupos a fim de verificar mais de perto a contribuição de cada determinante para o crescimento da dívida pública:

#### ***4.1 Determinantes financeiros.***

Àqueles fatores que poderemos chamar de determinantes financeiros da dívida são a desvalorização cambial e o fluxo nominal de juros. Tais recebem este nome porque se originaram principalmente da política econômica adotada pelo governo que prioriza a ótica financeira ante a ótica produtiva na economia.

O montante determinado pela desvalorização cambial é definido a mês a mês, desde julho de 1994, isto é, a porcentagem de desvalorização/apreciação do dólar pelo atual estoque da dívida indexada ao mesmo. Tais valores, portanto, só se realizam quando efetivamente ocorre a quitação ou uma renegociação da dívida (da maneira indicada no capítulo 1). Até dezembro de 2001, a contribuição da desvalorização cambial para o crescimento do estoque da dívida foi de R\$ 72,8 milhões.

A importância da desvalorização cambial para o crescimento da dívida se faz após a maxi-desvalorização do Real, com o fim do regime de metas cambiais. Para o ano de 2002, espera-se uma contribuição ainda maior, pois como será mostrado no próximo capítulo, além de estarmos passando pelo terceiro grande ajuste na taxa de câmbio, a porcentagem de títulos indexados ao câmbio vem aumentando, o que gera também crescimento do impacto cambial sobre a dívida.

A medição do fluxo de juros nominal, que corresponder a R\$ 109,4 bilhões, se dá pela total já pago até hoje em consequência do vencimento de títulos públicos não renegociados. O valor corresponde ao fluxo de juros nominais medidos pelas Necessidades de Financiamento do Setor Público, tal como explicado no primeiro capítulo. Dos dados mensais auferidos faz-se a conversão pelo valor presente. O pagamento de juros é o grande entrave ao equilíbrio do setor público e teve forte contribuição para o crescimento da dívida ao longo de todos os anos do Plano Real (tabela 5 da página 35).

No período 94-98 o fluxo de juros era alto devido as enormes taxas. A partir de 99, o valor nominal das taxas de juros continuou elevado, mas recuou um pouco em relação ao período anterior. Contudo, com um estoque maior o fluxo de juros nominais não se reduziu. Vale destacar a baixa correlação entre o superávit primário e o fluxo de juros nominais.

No próximo capítulo, analisaremos com mais detalhes a evolução da DLSP ao longo dos semestres, mostrando como a política econômica (através da instabilidade constante de câmbio e dos juros) levou a este crescimento exorbitante.

#### ***4.2 Determinantes fiscais.***

Podemos chamar de determinantes fiscais do crescimento da dívida as três variáveis definidas diretamente pelo governo através do Orçamento Geral da União, isto é, o superávit fiscal, o “colchão” para gerenciamento da dívida e os programas de governo realizados e financiados com dívida pública.

O superávit fiscal, conforme explicado no capítulo 3 contribui para a redução da dívida (no caso, a contribuição foi de R\$ 76,1 bilhões), ao ser usado como forma de resgatar títulos públicos, abatendo parcelas significativas da dívida mobiliária. Além disto, pela visão ortodoxa, o ajuste fiscal contribui para a redução do risco Brasil e,

portanto, da taxa de juros cobrada nos títulos da dívida, ao mostrar a disposição do governo em honrar seus compromissos financeiros e com a estabilidade monetária.

A relação do superávit primário com a estabilidade monetária, dentro da linha de pensamento econômico vigente no Governo, merece ser mais bem explicada.

A identidade fundamental do setor público é a seguinte:

$$G + R + rB_p + Er^*F_g + I_g = T + \Delta B_p + \Delta B_c + \Delta EF_g \quad (1)$$

Onde:

G = Gastos Correntes; R = transferências para agentes privados; r = taxa de juros da dívida interna;  $B_p$  = estoque da dívida interna E = taxa de câmbio  $r^*$  = taxa de juros incidente sobre a dívida externa;  $F_g$  = estoque da dívida externa;  $I_g$  = investimento público; T = Tributos e;  $\Delta B_c$  = variação da base monetária.

O déficit primário ( $D_p$ ) é medido como sendo:

$$D_p = G + R + I_g - T \quad (2)$$

Donde, substituindo (2) em (1), temos:

$$D_p + rB_p + Er^*F_g = \Delta B_p + \Delta B_c + \Delta EF_g$$

Portanto, o déficit primário, juntamente com os fluxos de juros das dívidas interna e externa (déficit nominal) devem ser financiados com expansão da base monetária ou aumento das próprias dívidas.

Se considerarmos a base monetária como fixa, o superávit primário (poupança pública) indica que será necessário um fluxo menor de financiamento do que o pago no período, resultando em redução da dívida pública.

Todavia, no caso de um déficit nominal crescente, seja por aumento (redução) do déficit (superávit) primário ou aumento do fluxo de juros pagos nas duas dívidas (interna e externa), caso não se queira aumentar o financiamento, o governo será obrigado a emitir moeda, expandindo a base monetária.

Porém, pela equação  $P * Y = Q * V$ , onde:

P = nível geral de preços; Y = *Quantum* produzidos no país; Q = quantidade de moeda disponível na economia e V = a velocidade renda da moeda (dado por constante).

Temos que qualquer aumento da base monetária implica num aumento ou do quantum produzido na economia ou do nível geral de preços. Como, pela visão monetarista a moeda é neutra, isto é, mesmo associada à decisão de gastos pelos agentes, ela não impactará nesta decisão, a expansão da base levará apenas ao aumento do nível de preços.

Desta maneira, como a meta principal e decisiva da política econômica brasileira é a manutenção do nível de inflação, tem-se que a base monetária deve ser controlada. Portanto, para se evitar o crescimento da dívida<sup>6</sup>, somente reduzindo o déficit nominal

---

<sup>6</sup> Considera-se, pela teoria, que as taxas de juros bem como o prazo das dívidas interna e externa são justa e eficazmente definidas pelo mercado, de acordo com os níveis de risco dos diversos títulos do país e que, portanto, não podem ser alteradas pelo governo, a não ser indiretamente, com melhoria da percepção, pelo

via aumento do superávit primário, isto é, aumento dos tributos e ou redução de investimento/gasto corrente e transferências a agentes privados.

Quanto aos dois itens restantes, gerenciamento da dívida e programas de governo realizados, pode-se perceber que contribuem pouco para o crescimento da dívida mobiliária.

O gerenciamento da dívida, que pelos dados do Tesouro corresponde a R\$ 44,9 bilhões, foi, provavelmente, alguma colocação de título público pelo Tesouro Nacional numa hora propícia com baixa taxa de juros e longo prazo de maturação que rendeu um fluxo monetário para o governo quitar alguma eventual perda de receita e/ou aumento de gasto futuro. Um bom exemplo disto foram as dificuldades encontradas pelo governo para se aprovar a CPMF, que, por pouco, não resultaram numa perda de receita do Setor Público. Caso isto ocorresse, a União seria obrigada a emitir títulos para financiar gastos já vinculados no orçamento num momento que poderia não tão propício em termo de colocação de títulos.

Os programas de Governo financiados com títulos da dívida mobiliária, num montante de R\$ 45,2 bilhões e de acordo com STN(2002c) são:

i) Reforma Agrária: De forma a viabilizar o pagamento de indenizações devidas àqueles que sofreram ação desapropriatória da União Federal, por interesse social, no caso de imóveis rurais, para fins de reforma agrária, foram criados os TDAs – Títulos da Dívida Agrária – nos termos do Estatuto da Terra – Lei n.º 4.504, de 30 de novembro de 1964.

ii) PROEX: Programa de Financiamento às Exportações. Programa amparado pela Medida Provisória n.º 1994-40, de 8 de junho de 2000. Para captação de recursos para o pagamento de equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços nacionais amparados pelo PROEX são emitidas Notas do Tesouro Nacional, série I - NTN-I.

iii) Lei Kandir: A Lei Kandir - Lei Complementar n.º 87, de 13 de setembro de 1996 - desonerou as exportações, os bens de capital, energia elétrica e bens de uso e consumo de empresas da incidência do imposto sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação (ICMS).

iv) INSS: Por intermédio da Lei n.º 9.639, de 25 de maio de 1998, a União foi autorizada a contratar operação de crédito com o INSS até o limite de R\$ 6 bilhões de reais (hoje os valores já superaram este limite). Os recursos destinaram-se a financiar déficit financeiro do INSS por meio de Letras Financeiras do Tesouro – LFT, emitidas para esse fim.

v) BNDES: Operação financeira entre a União e o BNDES com base na Medida Provisória n.º 1682-7, de 26/10/98. Com o objetivo de antecipar o ingresso de divisas e elevar o volume de reservas internacionais, o Governo Federal e três empresas participantes do leilão fecharam acordo de antecipação das parcelas vincendas em 1999 e 2000. Para viabilizar a entrada dos recursos no Brasil, o BNDES emitiu títulos que foram adquiridos pelas empresas estrangeiras com base na variação cambial acrescida de juros de 11,875% e assumiu a dívida dessas empresas junto ao Tesouro Nacional.

---

mercado, dos indicadores macroeconômicos do país, dentro os quais, o superávit primário é um dos principais.

Juntos pelas contas da Secretaria do Tesouro, os determinantes fiscais contribuíram com R\$ 14 bilhões para o total do crescimento da dívida mobiliária. Isto graças ao volume de superávit primário já conseguido. Todavia, é interessante ressaltar que este superávit, com todas as suas conseqüências já causadas ainda não foi capaz sequer de suprir os demais determinantes fiscais, isto é, do próprio orçamento. É um fator importante que mostra a pouca capacidade deste esforço realizado pelo governo no sentido de reduzir a dívida. Tal superávit então só pode ser entendido dentro da lógica de controle da inflação antes mostrada.

### ***4.3 Determinantes patrimoniais.***

Por fim, a argumentação da STN afirma que os principais determinantes do crescimento da dívida são aqueles por nós chamados de patrimoniais, sejam eles os programas de ajustes fiscais realizados pelo governo ou o reconhecimento de dívidas do passado (os ativos contingentes ou esqueletos fiscais). Deduz-se deste valor o montante recebido pelas privatizações das empresas estatais. Tais determinantes são chamados patrimoniais, porque ocorreram devido a uma mudança de percepção na conduta do Estado, isto é, reduzindo sua participação na atividade econômica (privatização), alterando e interferindo na gerência das entidades subnacionais (programa de ajuste fiscal) e gerando maior transparência nas contas públicas através do reconhecimento de esqueletos fiscais e de melhoria nas estatísticas.

Os programas de ajustes fiscais referidos foram os seguintes, extraídos de STN (2002c):

i) Lei 9496/97: Refinanciamento dos Estados e Municípios. A União, ao assumir as dívidas estaduais, ao amparo Lei nº 9.496/97 e da MP nº 1.900-43, contraiu obrigação de quitá-las perante os credores originais dos estados. Para tal, emitiu títulos de perfil alongado, na maioria dos casos, cujo prazo de vencimento médio é de 15 anos. Em 30.6.99, o saldo devedor dos mencionados ativos montava, aproximadamente, a R\$ 120 bilhões, sendo R\$ 15 bilhões referentes ao saneamento financeiros dos bancos, R\$ 41,8 bilhões à dívida contratual e R\$ 63,2 bilhões à dívida mobiliária. Somente os ativos utilizados para quitação das obrigações assumidas de Alagoas encontram-se totalmente resgatados; com relação aos demais, os resgates se darão ao longo do tempo, até o ano de 2014.

ii) PROES: Empréstimos realizados pela União aos Estados, com o objetivo maior de incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária. Os recursos são destinados a: (i) aquisição do controle da instituição financeira para privatização ou liquidação; (ii) financiamento para extinção ou transformação da instituição financeira em não financeira; (iii) financiamento dos ajustes prévios para privatização de instituição financeira; (iv) aquisição de créditos que a instituição financeira detenha contra seu Controlador ou entidades por estes controladas; e (v) financiamento parcial para saneamento de instituição financeira. Os Estados pagarão os empréstimos em 360 prestações mensais, atualizadas pela variação positiva do IGP-DI, com juros de 6% a.a.. Os saldos devedores desses financiamentos podem se integrar ao saldo devedor do contrato de refinanciamento de que trata a Lei n.º 9.496/97. O Programa contou com a adesão de 21 Estados e alcançou 36 instituições financeiras, aí incluída a criação de agência de fomento.

iii) PROEF (Bancos Federais): Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais. Criado pela MP nº 2.155, de 22/06/01, juntamente com a Empresa Gestora de Ativos – EMGEA., o objetivo foi a adequação patrimonial dos bancos federais, em face das regulamentações bancárias estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) nas Resoluções 2.099/94 e 2.682/99. Essas Resoluções baseiam-se nos padrões internacionais consagrados no Acordo de Basiléia para prover solidez ao sistema financeiro e buscam a implementação de coeficientes mínimos entre ativos e passivos, além de um novo sistema de provisionamento de risco de créditos. Dentre as medidas para a regulação prudencial das instituições financeiras estão: (i) a elevação de 8% para 11% do índice mínimo de adequação do capital, (ii) o aumento do percentual de ponderação de risco sobre créditos tributários de 20% para 30% e (iii) a definição de novos critérios de classificação de risco de crédito e de novos níveis de provisão para assegurar solidez às instituições. Em Inspeção Geral Consolidada- IGC, realizada pelo Banco Central do Brasil, nos quatro bancos federais, a saber: Banco do Brasil S.A - BB, Caixa Econômica Federal - CAIXA, Banco da Amazônia S.A – BASA e Banco do Nordeste do Brasil – BNB, constatou-se a urgência quanto à elaboração de medidas saneadoras, com vistas a assegurar liquidez e a adequada estrutura patrimonial desses bancos.

Para adaptar o patrimônio das instituições financeiras estabeleceram-se na MP três instrumentos: transferência do risco de créditos para o Tesouro Nacional ou para empresa não financeira denominada EMGEA; troca de ativos de pouca liquidez por outros líquidos e remunerados à taxa de mercado; aumento de capital da CAIXA, do BNB e do BASA. Essas ações permitiram que as instituições federais ficassem desobrigadas de assumir o risco de operações de crédito efetuadas no âmbito dos programas de governo. O risco de crédito de tais operações passa a ser de responsabilidade do Tesouro Nacional.

Outro fator de variação patrimonial é o reconhecimento dos passivos contingentes (esqueletos fiscais). Os principais são:

i) EMBRAER: Nos termos da Lei nº 9.025, de 10.4.95, ficou a União autorizada a assumir as seguintes dívidas da Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A.: (a) junto à agência Export Development Corporation (EDC), decorrente de empréstimo externo; e (b) referente a debêntures conversíveis emitidas em 1.7.89. Ficou ainda determinado que o crédito, decorrente da sub-rogação dos direitos relativos à assunção das dívidas mencionadas, seria utilizado, pela União, para aumento de capital social da Embraer. Além disso, foi a União autorizada a receber em pagamento do crédito decorrente da assunção das obrigações da Embraer, referente ao saldo de operação de empréstimo externo entre a Embraer e o Banco do Brasil S.A., assumido pela União, em 15.4.94, no âmbito do Acordo de Reestruturação da Dívida Externa Brasileira, bens imóveis e outros bens e direitos de propriedade da Embraer, inclusive do Projeto CBA-123 VECTOR, uma aeronave turboélice pressurizada para dezenove passageiros.

ii) IAA: O Programa Política de Preço Nacional Equalizado – Açúcar e Alcool foi inicialmente gerido pelo extinto Instituto do Açúcar e do Alcool – IAA e tinha como um de seus objetivos a unificação do preço nacional para a cana-de-açúcar e o álcool, ficando as diferenças de preço entre as regiões Norte/Nordeste e Centro-Sul cobertas por um subsídio repassado pelas indústrias aos produtores de cana com recursos provenientes do Fundo de Exportação. Com a extinção do IAA, autorizada por meio da Lei n.º 8.029, de 12.4.90, as indústrias continuaram repassando o subsídio aos

produtores sem a respectiva contrapartida da União, que, a partir de 1992, começou a efetuar o ressarcimento desses débitos, mediante a securitização das obrigações.

iii) LLOYDBRAS: Por intermédio da Lei n.º 9.617, de 2.4.98, a Companhia de Navegação Lloyd Brasileiro - Lloydbras foi extinta, tornando-se a União sucessora em todos os seus direitos e obrigações nos termos da Lei n.º 8.029/90.

iv) RFFSA: Passivo contingente referente à assunção pela União das dívidas da RFFSA quando de sua inclusão no PND em março de 1992. O contrato decorrente das obrigações previdenciárias devidas foi firmado com o INSS em 1996, resultando na emissão de 948.328 ativos INSS961116, dos quais 100% foram utilizados no PND. O contrato celebrado com a REFER em 1999 resultou na emissão 157.895 ativos JSTN\_A005 e 456.706 ativos REDE991115.

v) SIDERBRAS: O Poder Executivo, por intermédio da Lei n.º 8.029, de 12.4.90, foi autorizado a extinguir e dissolver diversas entidades da Administração Pública Federal, ficando a União, mediante o artigo 23, responsável por seus direitos e obrigações, decorrentes de norma legal, ato administrativo, contrato e demais obrigações pecuniárias.

vi) SUNAMAN: Débitos resultantes de financiamentos concedidos por instituições financeiras, com a garantia da extinta SUNAMAM, a estaleiros, com vistas à ampliação e recuperação da frota mercante nacional. Tendo em vista a extinção da SUNAMAM, a União sucedeu a entidade em seus direitos e obrigações por força do decreto-lei n.º 2.035/83.

vii) Conta-Petróleo: Utilizada para contabilizar alguns subsídios ainda existentes para os derivados e evitar oscilações freqüentes nos preços domésticos resultantes de oscilações de preços internacionais. Possui três componentes básicos: (a) Preço de realização; (b) Preço de faturamento; e (c) Parcela de Preços Específica (PPE).

viii) FCVS: Fundo de Compensação das Variações Salariais. Subsídios aos mutuários do SFH, implementado com a edição do Decreto-Lei n.º 2.065, de 26.10.83, e criado com o objetivo de liquidar eventuais saldos devedores residuais dos adquirentes de moradia própria. Origem da obrigação do FCVS, assumida, mediante novação, pela União por meio da Lei n.º 10.150, de 21.12.00: A responsabilidade do FCVS sobre saldos residuais de financiamentos habitacionais, concedidos no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação - SFH, decorre de uma série de dispositivos legais, entre eles a Resolução n.º 25, de 16.6.67, do Conselho de Administração do Banco Nacional da Habitação - BNH, os Decretos-lei n.º 2.164, de 19.9.84 e n.º 2.406, de 5.1.88, os quais atribuem ao FCVS competência para garantir: a) o limite de prazo para a amortização das dívidas contraídas pelos adquirentes de unidades habitacionais, no âmbito do SFH; b) a liquidação dos saldos devedores residuais de tais operações de crédito aos agentes financeiros; e c) o ressarcimento dos descontos concedidos pelos agentes financeiros do SFH aos mutuários finais de contratos firmados no âmbito desse Sistema, nas proporções fixadas pelas normas específicas.

ix) Capitalização do Banco do Brasil: Trata-se de subscrição de aumento de capital do Banco do Brasil S.A – conforme Medida Provisória n.º 2.072-66, de 22 de março de 2001 - até o limite de R\$ 8 bilhões, mediante a emissão de Notas do Tesouro Nacional – NTN, nas modalidades nominativa e negociável, com prazo máximo de quinze anos e prazo mínimo de resgate de três anos e taxas de juros calculadas na forma do parágrafo

3º do art. 2º da Lei n.º 8.249, de 24 de outubro de 1991, ou mediante a utilização de outras fontes, a critério do poder executivo.

x) CRC: Conta de Resultados a Compensar – CRC. Por intermédio da Lei n.º 5.655/71, foi assegurada, às concessionárias, remuneração mínima de 10% a.a. e máxima de 12% a.a., equivalente aos custos do capital na formação dos ativos operacionais, obtida mediante a cobrança de tarifas. As variações decorrentes do planejamento tarifário e o efetivamente praticado eram registrados, contabilmente, na chamada Conta de Resultados a Compensar - CRC. Diante de insuficiência de remuneração, inadimplência intra-setorial e descapitalização das empresas de energia elétrica, o Governo Federal, com o intuito de viabilizar o equilíbrio econômico-financeiro do setor elétrico, promoveu, por meio da Lei n.º 8.631, de 4.3.93, alterada pela Lei n.º 8.724, de 28.10.93, a desqualificação tarifária das empresas, a celebração de contratos de suprimento, a fixação de novas tarifas para cobrir os custos reais e encontro de contas, mediante a compensação de créditos de CRC com ativos da União, com a anuência prévia do extinto Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica - DNAEE, atual Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL. A Lei n.º 8.631/93 autorizou a securitização, pela União, dos saldos remanescentes da CRC de empresas estaduais e municipais concessionárias de energia elétrica.

O total de dívida emitida para abarcar estes dois processos, considerados essenciais para a gerência, transparência e modernização do Estado foi de R\$ 425,9 bilhões, o que realmente corresponde a 76,4% do crescimento da dívida pública mobiliária federal. Porém eles não completam os fatores patrimoniais. Além do reconhecimento de esqueletos e de programas de saneamento, também foi importante fator de mudança patrimonial do Estado, as receitas de privatizações usadas para abatimento da dívida mobiliária e que devem, portanto, ser deduzidas deste total.

Assim podemos dizer que, dentro do processo de reforma do Estado, o dinheiro arrecadado com a venda de estatais ajudou a financiar parte dos gastos com o reconhecimento de passivos e os programas de ajuste fiscal. O montante líquido fica, portanto em R\$ 367 bilhões, que corresponde a 65,14% do total do crescimento.

Todavia, se considerarmos o reconhecimento de ativos como também parte destas mesmas medidas, temos que o total dos fatores patrimoniais se reduz a R\$ 117,3 bilhões ou 37,4% do total. Mais uma vez, vale persistir na explicação do porque se considerar este reconhecimento de ativos como parte dos fatores patrimoniais:

Tal ocorre, porque a União só reconheceu esqueletos fiscais e fez acordos de reestruturação bancária e das entidades subnacionais, por entender que o estado brasileiro deveria se pautar por uma nova forma de agir e gerir para com a sociedade como um todo. Dentro deste princípio, alguns processos de mudanças e reestruturação patrimonial ocorreram, tais como venda de ativos (privatização), interferências nas entidades subnacionais de formas a garantir a adequação destas a visão federal (processo este que incorreu, para a União, em aquisição créditos e débitos de estados e municípios) e reconhecimento de dívidas judiciais de governos anteriores e empresas estatais (que também gerou o crescimento da dívida federal, mas que trouxe ativos das estatais para a posse da União).

Feito estas considerações, acreditamos estar fazendo uma análise mais justa e correta do crescimento da dívida pública brasileira. Tal análise confirma a hipótese de que os fatores financeiros foram os principais responsáveis. Como conclusão a este

capítulo, partiremos para uma análise de como estão indexados ativos e passivos do governo federal.

#### 4.4 – Descasamento entre ativos e passivos.

Atualmente, mesmo a própria STN vem reconhecendo a importância de avaliar a relação entre ativos e passivos na gerência da dívida. Pelo último Plano Anual de Financiamento (STN, 2002a) a tentativa de conciliar, ou pelo menos aproximar, o percentual dos indexadores de ativos e passivos passou a ser uma das objetivos principais a serem cumpridas ao longo deste ano, com relação ao manejo da dívida pública:

Tabela 9 - Descasamento entre ativos e passivos Financeiros do Governo Central						
R\$ bilhões						
Indexador	2001			2002		
	Ativo	Passivo	Diferença	Ativo	Passivo	Diferença
Índice de Preço	222,9	45,65	(177,25)	234,79	49,81	(184,98)
Câmbio	258,5	505,86	247,36	274,79	568,68	293,89
Juros	81,2	473,13	391,93	114,67	535,29	420,62
Préfixado	0	48,79	48,79	0	56,33	56,33
Renda Variada	18,5	0	(18,50)	16,46	0	(16,46)
Não indexado <sup>3</sup>	12,5	51,8	(0,76)	12,5	51,8	(0,76)
<b>Total</b>	<b>593,6</b>	<b>1125,23</b>	<b>491,57</b>	<b>653,21</b>	<b>1261,91</b>	<b>568,64</b>

Fonte: Tesouro Nacional (2002a)

<sup>1</sup> Ativos líquidos entre parênteses.

<sup>2</sup> Para maiores detalhes, ver tabela de descasamentos em 2001.

<sup>3</sup> No passivo inclui base monetária e recursos próprios.

\* Não inclui INSS

“O gerenciamento de ativos e passivos – GAP (do inglês *Assets and Liabilities Management* – ALM), visa a estabelecer parâmetros para a estrutura ótima (*benchmarks*), em termos, por exemplo, de composição por indexador e de fluxos de receitas e despesas que afetam a dívida pública. Busca-se ainda por intermédio do GAP, monitorar e minimizar de forma dinâmica riscos derivados de fatores de mercado, tais como aqueles associados a variações nas taxas de juros e de câmbio.” (STN, 2002a, pág 21)

Porém, no próprio texto, a STN considera sobre as dificuldades de se reduzir a variação ser muito grande. Isto ocorre pelas difíceis condições de rolagem da dívida brasileira que exigem prêmios elevados e, portanto, aumentam o diferencial de retorno para os itens indexados a câmbio e juros, bem como existe a resistência do mercado em aceitar a indexação a índice de preço (principal indexador dos ativos).

Um bom exemplo desta dificuldade é encontrado quando a STN analisa a atualização monetária dos fatores de variação da dívida. Como pode ser visto pela tabela abaixo, os valores atualizados do ajuste fiscal e dos passivos contingentes são bem superiores aos das privatizações e dos programas de governo pelo fato de que a dívida emitida para financiar a assunção destes passivos possui como indexadores o câmbio e os juros, contrariamente das privatizações, cujo reajuste é por índice de preço e dos programas de governo que são financiados com títulos de emissão forçada, com custo bem menor.

Estes dados reforçam a força dos aspectos financeiros do crescimento da dívida, pois apesar dos 88 bilhões de dívidas atualmente de passivo e dos 337 bilhões de dívidas pelo ajuste fiscal, parte deste valor só cresceu pela dificuldade de se colocar a dívida mobiliária do país em um nível capaz de ser sustentável, isto é, para aceitar títulos atrelados a estes programas, o mercado exigia um alto prêmio.

Portanto, mesmo que seja louvável a atitude de se reconhecer dívidas antigas e que seja essencial o ajuste com os estados (o que pode ser questionado, como o faz Dain (2001)), ao se financiar tais programas com a dívida mobiliária, este passivo passa a ser alvo da dinâmica financeira da dívida e refém da política macroeconômica do governo.

Feitas estas considerações, passemos agora para o próximo capítulo, que tratará de examinar, como a DLSP e a Dívida mobiliária evoluíram ao longo dos anos no Plano Real, procurando mostrar sua total interdependência com a conduta da política macroeconômica, confirmando as conclusões iniciais que chegamos neste capítulo.

**Tabela 10 - Atualização monetária (R\$ bilhões)**

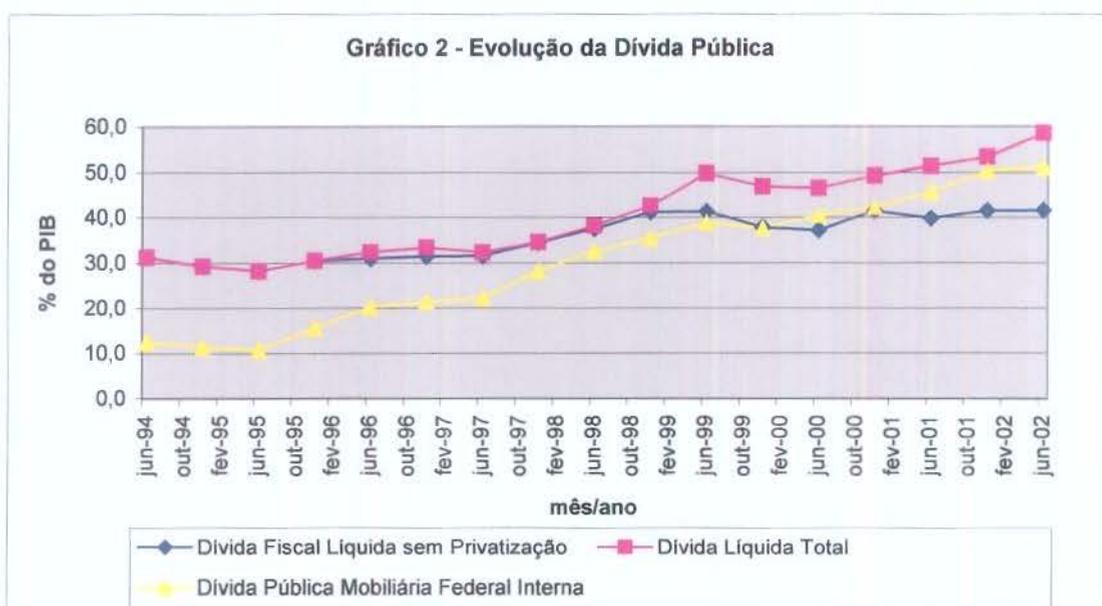
Fatores de Variação	Valores atualizados	Valores correntes	Variação (%)
Ajuste Fiscal (Bruto)	337,6	194,2	73,8
Passivos Contingentes (Bruto)	88,3	41,1	114,8
Privatizações	-58,9	-40,2	46,5
Desvalorização cambial	72,8	****	
Juros Nominais	109,4	****	
Gerenciamento da dívida	44,9	****	
Programas de Governo	45,2	28,4	59,2
Superávit primário	-76,1	****	

Fonte: STN (2002)

## Capítulo 5 – A evolução da dívida mobiliária ao longo dos anos do Plano Real e seu impacto na DLSP.

No capítulo anterior, procuramos mostrar que os fatores financeiros foram os principais determinantes do crescimento da dívida mobiliária. Porém, tal contribuição não foi linear ao longo dos anos, alternando o ritmo com diversos outros fatores ao longo do período analisado. A maioria destes fatores e já se encontra mapeado ao longo do capítulo terceiro, que tratou da evolução das principais rubricas da DLSP.

Neste capítulo procuramos, portanto, evidenciar como evoluiu a dívida mobiliária ao longo dos anos e seu impacto na DLSP. A relação de crescimento entre a DPMFi e a DLSP pode ser vista pelo gráfico abaixo. Subdividimos o Plano Real em dois períodos, marcados pelo fim do regime de metas cambiais em 1999.



### 5.1 - 1994 a 1998

No período 94-98 podemos afirmar que a alta taxa de juros e o processo de esterilização dos saldos positivos na Balança de Pagamentos foram os dois grandes determinantes do crescimento ao longo do período.

Com relação à taxa de juros, podemos ver, pelo gráfico abaixo que ao longo do tempo, houve uma maior aproximação do custo da dívida em relação à taxa de juros. Isto ocorre porque os principais títulos utilizados para fins de política monetária foram a LFT, título cuja característica é ser atrelado à variação da taxa Selic e a LTN, prefixado, mas de curta duração e com rentabilidade atrelada a taxa de juros futura (para o mês de vencimento). O processo de convergência mostra a crescente sensibilidade da dívida a evolução nos juros neste período.

Sobre as políticas de esterilização, elas se concentraram em um momento bastante específico da conjuntura econômica brasileira e mundial, no biênio 95-96, único de todo

o período analisado que houve relativa abundância de liquidez internacional, sem crises cambiais mais graves.

Podemos, todavia, subdividir o período analisado em outros quatro, que se caracterizam por condicionantes internos e externos relativamente distintos:



i) segundo semestre de 1994 e primeiro semestre de 1995: início do plano Real sob influência da crise mexicana.

ii) segundo semestre de 1995 até primeiro semestre de 1997: alta liquidez internacional associada a grande restrição de crédito interna e a crise no sistema bancário (criação do PROER). Início do processo de privatização.

iii) segundo semestre de 1997 e primeiro semestre de 1998: forte efeito contágio da crise asiática. Avanço no processo privatizações (Vale do Rio Doce, bancos estaduais e empresas de energia) e renegociação das dívidas estaduais.

iv) segundo semestre de 1998: crise russa e primeiros ataques especulativos ao Real resultando no acordo com o FMI em novembro. Privatização da Telebrás.

Com este panorama em mente, retornemos, pois, às origens do Plano Real, a fim de melhor entender todo o período e podermos analisar a evolução da DPMFi e DLSP semestre a semestre:

Os dois anos que antecederam ao início do Plano Real foram de profundas mudanças no cenário internacional, mudanças estas que impactaram a política monetária brasileira. A partir de 1992, os ativos financeiros bloqueados com o Plano Collor começaram a ser devolvidos por decisões judiciais. Arelado a isto, houve uma sensível entrada de capitais estrangeiros, o que causou larga expansão da base monetária. Tal elevação no ingresso de capitais, ao mesmo tempo em que elevava o nível das reservas internacionais, forçava o Banco Central a fazer mega-leilões de dívida pública, na tentativa de conter a expansão da base monetária. Para conseguir a eficácia destes leilões, o BC era obrigado a elevar a taxa de juros, aumentando o incentivo pela entrada de capitais, completando um ciclo. (Llussá, 1998)

No segundo semestre de 1994, a pressão pela esterilização se reverte. Porém, o motivo principal não foi porque o setor externo gerou efeitos contracionistas com a crise mexicana e a conseqüente redução de reservas, mas sim, e conforme demonstrado pela teoria econômica (Blanchard, 1999), porque a estabilização conseguida com a entrada em vigor da nova moeda gerava maior demanda por liquidez, ou pelo menos, um desincentivo a manutenção de ativos que, muitas vezes, serviam apenas como proteção ante a inflação.

Esta demanda por liquidez explica, portanto, a forte pressão expansionista causada pela retirada de títulos públicos num total de quase R\$ 24 bilhões no segundo semestre. Não obstante esta saída, a dívida pública pouco se reduziu, efeito causado pelo impacto das elevadas taxas de juros vigentes devido ao início da crise mexicana.

Neste período, a DLSP reduziu-se 2 p.p., puxada por esta pequena redução da dívida mobiliária, pela redução da dívida das empresas estatais (processo de saneamento e requalização de receitas para a futura privatização) e pela redução da Dívida externa (via valorização cambial). Tais itens mais que compensaram o aumento de 2,7 p.p. causados pela elevada expansão da base monetária, indicando sensível melhora no estoque da dívida (já que a base monetária é um passivo de custo zero).

**Tabela 11: Dados Selecionados**

Período	Títulos públicos federais Fora do Bacen)		Reservas internacionais	Taxa de juros (Over Selic)	Fatores Condicionantes da Base Monetária						
	R\$ milhões	% de crescimento		% a. a.	Tesouro Nacional	Operações com títulos públicos	Operações do Setor Externo	Assistência Financeira de liquidez	Outros	Total	
			US\$ milhões		R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	
1994	III Tri	62.503		40.873	57,06	(2.390)	14.294	172	251	(2.715)	9.611
	IV Tri	61.782	-1,15%	36.471	53,25	(3.342)	9.520	(3.052)	4.365	(2.595)	4.896
1995	I Tri	65.346	5,77%	31.530	57,98	9	5.542	(4.158)	(2.094)	(1.402)	(2.102)
	II Tri	69.503	6,36%	31.492	60,84	(3.807)	3.484	786	(2.369)	267	(1.639)
	III Tri	98.478	41,69%	46.614	51,00	774	(21.336)	13.622	1.117	5.334	(489)
	IV Tri	108.486	10,16%	50.449	41,22	(957)	(2.294)	4.650	5.618	1.210	8.228
1996	I Tri	133.585	23,14%	54.331	30,16	3.321	(14.035)	4.425	968	(175)	(5.496)
	II Tri	154.263	15,48%	58.639	29,65	3.487	(12.800)	3.446	4.983	1.505	621
	III Tri	162.507	5,34%	57.381	25,40	(1.193)	1.839	(207)	3.553	(161)	3.832
	IV Tri	176.211	8,43%	59.039	23,94	(101)	(4.674)	2.324	1.290	319	(843)
1997	I Tri	187.064	6,16%	58.120	24,11	1.289	(965)	(1.991)	(1.501)	5.696	2.529
	II Tri	194.948	4,21%	56.795	21,08	(4.748)	1.767	(307)	6.931	(1.279)	2.364
	III Tri	210.048	7,75%	61.161	19,81	134	806	3.600	(3.306)	(1.222)	12
	IV Tri	255.509	21,64%	51.359	39,79	(1.750)	20.551	(10.352)	1.067	(2.388)	7.128
1998	I Tri	287.814	12,64%	67.772	28,32	(216)	(15.720)	16.860	(3.123)	356	(1.843)
	II Tri	297.002	3,19%	70.060	21,02	(5.800)	9.814	3.111	(60)	171	7.236
	III Tri	292.729	-1,44%	44.986	34,29	(10.280)	27.911	(30.187)	(156)	7.493	(5.219)
	IV Tri	323.860	10,63%	43.617	31,24	1.190	5.850	(11.213)	(272)	11.627	7.182

Fonte: Banco Central Do Brasil

No primeiro semestre de 1995, vários fatos ocorreram, o que provocou mudanças divergentes nos saldos finais da DPMFi e DLSP. A persistência da crise mexicana foi o principal elemento conjuntural. Sua conseqüência para o país foi a sensível elevação da taxa de juros Selic. Todavia, o impacto desta elevação para conter a fuga de capitais foi pequeno, gerando forte redução das reservas e aperto de liquidez, principalmente no primeiro trimestre. Para reduzir tal aperto, o governo levou a política monetária no

sentido de gerar liquidez com retirada de títulos no mercado. Porém, esta retirada não foi capaz de evitar o crescimento da dívida mobiliária causada pela taxa de juros<sup>7</sup>.

Não obstante a retração econômica com o aumento da taxa de juros, o PIB brasileiro no primeiro semestre de 1995 cresceu substancialmente devido ao efeito-riqueza temporário causado pela estabilização monetária e pela valorização cambial do final de 1994. Desta maneira, a relação DPMFi/PIB conseguiu reduzir-se um pouco, fato semelhante ocorreu com a DLSP/PIB.

Apesar da crise mexicana ter diminuído seu impacto na economia brasileira no final do primeiro semestre, a taxa de juros teve que se manter alta. O motivo principal era o diagnóstico feito pelo governo que estava havendo pressão de demanda na economia, o que poderia levar a aumento no nível de preços. Desta maneira, já no final do primeiro semestre o governo também começa a aumentar as restrições ao crédito.

Os juros altos associados à restrição ao crédito não demoraram a fazer efeito. Além da estagnação econômica no segundo semestre de 1995, começaram a ocorrer falências de pequenos e médios bancos, levando o governo a criar o PROER, programa de recuperação e assistência de liquidez aos bancos. Ademais, a elevada taxa de juros permitiu com que o país fosse rapidamente inundado por capitais estrangeiros, recompondo rapidamente o nível de reservas de antes da crise mexicana. O auxílio de liquidez aos bancos e a forte entrada de capitais obrigou o governo a fazer mega-leilões de títulos. A grande maioria destes sendo LFT e LTN. A consequência direta é o gigantesco crescimento da dívida mobiliária no período.

O primeiro semestre de 1996 seguiu a mesma tendência do período anterior, com juros altos, aumento de reserva, expansão da liquidez por assistência aos bancos e entrada de capitais externos (além da alta de juros, também contribuiu neste período o início do Programa Nacional de Desestatização - PND -, com a venda da Light). E as consequências foram as mesmas com recessão econômica, retração do crédito e aumento da DPMFi de quase 50%.

Durante todo este ano (entre julho de 1995 e junho de 1996), a DLSP também sofreu forte revés ascendente com a dívida interna subindo mais de 50% (de 19,4% para 29,4% do PIB)<sup>8</sup>. Todavia, devido ao forte acúmulo de reservas, a dívida externa líquida atinge valor quase insignificante, representando apenas 3,9% do PIB (ante 8,8% em junho de 95).

Vale lembrar que os dois anos que se encerram no segundo semestre de 1997 foi o único período em que o Plano Real pode conviver com relativa estabilidade nos mercados financeiros internacionais. O não aproveitamento deste período para criar realmente mecanismo que permitissem o equilíbrio da conta corrente a fim de se reduzir a vulnerabilidade externa e propiciar períodos de crescimento sustentável foi realmente crucial para a deterioração das contas brasileiras, em especial do endividamento público

---

<sup>7</sup> Os títulos pré-fixados, que eram a maior parte no período, sempre tiveram por características serem os maiores carregadores do custo de *default* da dívida. Desta forma, tendem a ter maior cupom que os demais. Também são bastante ofertados em tempos nos quais há a confiança de uma queda da taxa de juros. Graças a estas duas características, sempre tiveram prazo de maturação menor que os demais, o que justifica, portanto sua grande volatilidade ao longo dos anos (tabela 6), sendo interessante sinal do nível de confiança na manutenção da política econômica.

<sup>8</sup> É importante observar o início do processo de reconhecimento de ativos contingentes, com o acúmulo, já em junho de 1996 de 1,5% do PIB (devido a incorporação de ativos dos bancos liquidados pelo PROER).

nos anos que se seguiram. Infelizmente, neste período, o governo centrou-se única e exclusivamente na tentativa de conter a demanda interna, na crença de que a liquidez internacional fosse se perpetuar e que o acúmulo de reservas seria uma blindagem para as poucas prováveis futuras crises. (Franco, 1995; BCB, 1997)

No segundo semestre de 1996, o crescimento da dívida no período anterior começou a preocupar a equipe econômica. Assim, como a retração do crédito e da demanda já fizera boa parte do efeito necessário de conter o nível de preços, iniciou-se uma tentativa de redução das taxas de juros. Porém, ainda houve, em especial no quarto trimestre, importante pressão por esterilização, causada pelo fluxo de capital e reconhecimento de ativos dos bancos saneados. O crescimento da dívida mobiliária voltou a um patamar sustentável, bem como a DLSP, que cresceu apenas 0,9% do PIB.

**Tabela 12 - Títulos Públicos Federais - Participação por indexador**

Ano	Mês	Saldo (R\$ milhões) <sup>1/</sup>	Índice de correção								Total
			Câmbio	TR	IGP-M	Over/Selic	Prefixado	TJLP	IGP-DI	Outros	
1994	Jul	59 523	10,4	10,0	34,6	20,0	25,0	-	-	-	100,0
	Set	62 503	6,4	13,7	22,3	27,5	30,1	-	-	-	100,0
	Dez	61 782	8,3	23,0	12,5	16,0	40,2	-	-	-	100,0
1995	Mar	65 346	9,2	17,6	12,0	24,4	36,8	-	-	-	100,0
	Jun	69 503	9,2	27,8	11,6	24,4	27,0	-	-	-	100,0
	Set	98 478	5,9	12,2	8,8	40,6	32,5	-	-	-	100,0
	Dez	108 486	5,3	9,0	5,3	37,8	42,7	-	-	-	100,0
1996	Mar	133 585	7,9	10,8	2,9	26,1	51,3	1,0	-	-	100,0
	Jun	154 263	8,0	10,0	2,4	18,9	60,0	0,9	-	-	100,0
	Set	162 507	7,9	8,6	2,0	17,9	62,4	1,4	-	-	100,0
	Dez	176 211	9,4	7,9	1,8	18,6	61,0	1,4	-	-	100,0
1997	Mar	187 064	12,5	7,7	1,5	19,1	58,0	1,2	-	-	100,0
	Jun	194 948	9,3	7,9	2,3	19,4	60,0	1,0	-	-	100,0
	Set	210 048	9,7	11,3	1,0	18,8	58,4	0,8	-	-	100,0
	Dez	255 509	15,4	8,0	0,3	34,8	40,9	0,6	-	-	100,0
1998	Mar	287 814	15,1	5,7	0,3	27,8	50,7	0,4	-	-	100,0
	Jun	297 002	16,5	4,9	0,4	42,7	35,1	0,3	-	-	100,0
	Set	292 729	21,4	4,9	0,6	65,7	7,0	0,3	-	-	100,0
	Dez	323 860	21,0	5,4	0,3	69,1	3,5	0,2	0,1	0,5	100,0

1/ Posição de carteira a partir de janeiro de 2000. A partir de abril/2000, inclui Créditos Securitizados, Dívida Agrícola, TDA e CDP.

Esta situação de relativa estabilidade também prevaleceu no primeiro semestre de 1997, sem dúvida, o melhor período do Plano Real no que diz respeito à estabilidade e estrutura da dívida. As taxas de juros se reduziram ainda mais (21% a.a. em junho) fazendo com que a dívida mobiliária pudesse também diminuir sua taxa de crescimento no período e conseguisse expandir o prazo de seu vencimento, mantendo o mesmo percentual de títulos pré-fixados sobre o total (60%) que o ano anterior. A forte expansão monetária causada pela assistência de liquidez foi esterilizada não com títulos públicos, mas via Tesouro Nacional. A DLSP como porcentagem do PIB no período teve uma ligeira redução ajudada pela estabilidade da dívida mobiliária e pelo processo de privatização no período.

Porém, os indicadores de que o governo estava conseguindo controlar a dívida pública (alongamento do prazo e alto grau de prefixação) bem como entrar numa rota de crescimento sustentável, mostraram-se totalmente vulneráveis a partir do segundo semestre de 1997, com a crise asiática. Após um influxo de capital ainda em setembro

que permitiu as reservas internacionais atingirem o montante de 61 bilhões, mesmo com uma redução da taxa de juros (19,8% a.a.), a crise causa um grande revés nas contas públicas brasileiras.

A fuga de capitais especulativos para mercados mais seguros, com medo do efeito contágio gerou uma contração da base monetária e das reservas internacionais em mais de R\$ 10 bilhões, não obstante a tentativa do BC de novamente elevar a taxa de juros, mais que dobrando seu patamar, para 39,8% a.a.

A conseqüência direta deste processo foi o forte crescimento da dívida mobiliária, em torno de 21% sobre o trimestre anterior. Vale destacar a queda do percentual de títulos prefixados em percentagem do total (de 58,4% para 41%) e o conseqüente aumento de títulos pós-fixados à SELIC (de 18,8% do total para 34,4%) que mostram a fragilidade da prefixação brasileira. Todavia, boa parte deste impacto na dívida mobiliária também foi causada pelo programa de reestruturação dos governos estaduais (PROES), fazendo com que a DLSP não tenha crescido tanto – de 32,3% para 34,5% do PIB – no qual também fora ajudado pela privatização da Companhia Vale do Rio Doce.

O crescimento da dívida mobiliária no primeiro semestre de 1998 é ainda conseqüência da crise asiática. Mesmo com a sensível redução da taxa de juros, destaca-se a forte entrada de capitais, mostrando, mesmo em períodos de maior estabilidade internacional, o alto grau de retorno financeiro permitido pela política macroeconômica brasileira. Assim, o nível de reservas aumenta em 16 bilhões apenas neste trimestre. Para evitar a expansão da liquidez, o governo brasileiro emite títulos públicos (principalmente pré-fixados, na tentativa de recompor o percentual anterior) em valor semelhante, gerando um impacto no crescimento da dívida de 12,6%.

No segundo trimestre deste ano, o BC diminui mais ainda a taxa de juros, retornando aos níveis pré-crise asiática. Assim, mesmo com elevação das reservas permite-se uma forte monetização da economia via recompra dos títulos prefixados que foram emitidos no semestre anterior. Neste primeiro semestre de 1998, a DLSP cresceu 3,6% do PIB com crescimento de 5,7 p.p. da dívida interna e redução de 2,2 p.p. da dívida externa (aumento de reservas). E, portanto neste semestre que aparecem as conseqüências maiores da crise asiática.

O governo entra no segundo semestre de 1998 já sofrendo pressão pela crise da moratória russa. A liquidez no mercado financeiro para os países subdesenvolvidos torna-se extremamente baixa. A conseqüência direta é a gigantesca perda de reservas por parte do Brasil, com a fuga de R\$ 25 bilhões somente no terceiro trimestre do ano, não obstante mais uma tentativa de subida de juros. Atordoados pela primeira moratória da década de 90, os investidores financeiros buscavam, acima de tudo, segurança para suas aplicações.

Outro fator que demonstra a verdadeira situação estrutural das contas no país foi a conseqüente compra de títulos públicos por parte do BC na tentativa de evitar um aperto monetário na economia em detrimento do saldo negativo na Balança de Pagamentos. Foram retirados R\$ 27 bilhões em títulos, todos praticamente prefixados, e a dívida mobiliária reduziu-se apenas 1,44%.

O interessante é a troca de títulos pré-fixados, que saíram de 35% do total para apenas 7%, por pós-fixados e especialmente cambiais, que já indicavam o risco de desvalorização (os títulos cambiais saíram de 9% para 15% do total na época da crise

asiática e agora saltam para 21%). Isto mostra a total fragilidade da prefixação da dívida.

No último trimestre de 98, o Brasil já era a “bola da vez” dos ataques especulativos, devido à total falta de confiança no país<sup>9</sup>. Mesmo com a privatização da Telebrás e com um acordo feito com o FMI, que resultou no Programa de Reestruturação fiscal (MF, 1998b), as operações do setor externo causaram um impacto contracionista na base monetária em R\$ 11 bilhões. Apesar de resgate da ordem de R\$ 5 bilhões em títulos públicos, a DPMFi cresce mais 10% devido à elevação dos juros.

As conseqüências para a DLSP deste período no qual o Brasil estava prestes a desvalorizar a moeda, mas tentou ao máximo segurar a paridade, foi de um crescimento de 3,1% em relação ao PIB, gerados principalmente pela elevação da dívida externa líquida, uma vez que houve redução do nível de reservas.

Como saldo desta primeira fase do Plano Real temos que a Dívida Mobiliária saltou de R\$ 62 bilhões para R\$ 324 bilhões, um crescimento de 420%. A DLSP em relação ao PIB cresceu 11,4 p.p., sendo que apenas 0,9 p.p. foi por variações patrimoniais. Vale destacar que a retórica oficial (Franco 1995) de que o acúmulo de reservas serviria de lastro para o crescimento da dívida não se concretizou. O Brasil terminou 1998 com apenas US\$ 3 bilhões de reservas a mais que em setembro de 1994, não obstante a dívida cresceu na quantidade verificada.

Acusar as finanças públicas também seria incorrer em erro. Durante todo este período, o Brasil viveu perto do equilíbrio fiscal em termos primários. O déficit operacional só crescia devido a alta carga de juros gerada pela política cambial e monetária do período, política esta que evidenciou, acima de tudo que, ao longo da primeira fase do Real, vivemos numa constante e crescente vulnerabilidade externa, que impedia o crescimento sustentável e agravava as finanças públicas e a instabilidade econômica a cada pequena crise de liquidez e/ou confiança nos mercados financeiros.

Em especial, a política adotada no período de julho/95 a setembro/97, quando a situação externa era tranqüila, com abundância de capitais passíveis de vir a uma baixa taxa de juros, o governo federal tinha espaço tanto político quanto econômico para adotar medidas que garantissem a justiça tributária e resolvessem os problemas da conta corrente. Não obstante, a passividade e a obsessão pela estabilidade econômica a todo e qualquer custo de desenvolvimento levaram ao agravamento das contas brasileiras e ao crescimento da vulnerabilidade externa.

## **5.2 - 1999 a 2002**

O país entra no ano de 1999 protegido por um acordo com o FMI que garantia reservas adicionais (Ministério da Fazenda, 1998). Porém, sob forte ataque especulativo foi obrigado a desvalorizar o real, abandonando o sistema de âncora cambial e adotando o regime de metas de inflação.

Para as finanças públicas, estava claro que, por mais que o BC e o governo se esforçassem em demonstrar a “responsabilidade fiscal” com o aumento de receita, corte de gastos, controle das finanças estaduais através da Renegociação de 1997, dentre

---

<sup>9</sup> o risco país, medido pelo “Emerging Market Bond Index – Plus,” EMBI + do banco J.P. Morgan saltou de uma média de 500 pp. em junho para 1300 pp. no final do ano.

outros, o Brasil havia piorado e, para tentar manter a estabilidade da DLSP era necessário novas medidas de controle do endividamento público.

A crença do governo no período (BCB, MF) era que as mudanças que ocorreriam pelo acordo com o FMI e com a desvalorização, por si só já garantiriam o crescimento e a melhoria dos indicadores. Tais medidas seriam:

- O aumento do superávit primário, como fator de redução da dívida;
- A continuação do processo de privatização, aumentando a competitividade e eficiência da indústria nacional;
- A livre flutuação do dólar, que atingiria o valor necessário a garantir o equilíbrio na conta corrente, deixando o país sem a necessidade de recorrer a capitais de curto prazo para fechar a Balança de Pagamentos;
- Com a flutuação do dólar, a taxa de juros poderia ser reduzida para fins de política interna, voltando a incentivar o investimento e propiciando o crescimento sustentável.

Para a DLSP, o governo sabia que a flutuação cambial impactaria 20% dos títulos, porém a redução dos juros (que, na época, atingia 60% dos títulos, portanto três vezes mais que os títulos indexados ao câmbio), o aumento do superávit primário, a maior transparência e responsabilidade nas contas públicas, o crescimento do PIB e a maior confiança do mercado financeiro manteriam a relação estável, com tendência à queda.

Porém, infelizmente não foi isto o que ocorreu nestes quatro anos de câmbio flutuante. Estudos feitos dentro do Projeto Fapesp 99/02003-8, de responsabilidade do Centro de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp, chegaram a conclusão que o período 1999/2002 foi assaz desestabilizador da economia brasileira, gerando problemas estruturais difíceis de serem solucionados, tais como:

- Cerca de 30% dos itens que compõem o IPC-A (Índice de Preços ao Consumidor – Amplo) são regulados por contratos de reajustes que têm vínculo maior com a variação cambial. Como a desvalorização sempre ocorreu a uma taxa superior a meta da inflação, qualquer pressão na inflação faz com que o governo aumente os juros na tentativa de: i) diminuir o ritmo de desvalorização moeda; ii) conter o preço dos demais produtos a uma média inferior dos regulados por contrato. As conseqüências são juros altos, recessão e uma alocação não ótima nos preços relativos da economia. (Yano, 2002)
- A necessidade de gerar superávits primários incompatíveis com a distribuição temporal de receita e despesas da União levou a adoção de medidas que aumento de receita e redução de gastos. Porém as conseqüências, pelo lado das receitas, foram a criação de tributos regressivos e onerosos ao setor produtivo enquanto que a contenção de despesas afetou a qualidade e a expansão dos áreas sociais do governo (Saúde, Educação, Previdência, etc) bem como alterou bastante, e de uma maneira não eficiente, a lógica federativa do país (Sciamanna, 2002; Dain, 2001).
- A desvalorização do real, a queda do crescimento nas economias mundial e brasileira, a falta de uma política industrial condizente e a não existência de

investimento nos setores de infra-estrutura fizeram com que o acerto na balança comercial (uma vez que a conta corrente não conseguiu ficar superavitária no período) ocorresse apenas com a queda das importações, tornando o país mais refém ainda da recessão econômica, pois qualquer taxa de investimento maior eleva o déficit comercial. Pelo lado das exportações, observa-se uma maior concentração de setores exportadores e sem perspectiva de aumento do valor agregado, uma vez que os principais produtos exportados (exceto aviões) estão ligados ao setor primário da economia. (Souza, 2002; IEDI 2002).

- O novo regime de metas de inflação, ao introduzir o câmbio flutuante trouxe um novo fator de análise nas decisões de risco/retorno dos agentes financeiros. Isto gerou severas mudanças nas composições dos fluxos de capitais ao país, a saber: i) menor importância dos investimentos em ações com deslocamento para captações de ações em bolsas estrangeiras (via DRs); ii) redução de fluxos especulativos de curto prazo; iii) Maior participação e importância do IDE no financiamento externo (porém com alta participação de Fusões e aquisições); iv) redução dos fluxos líquidos relacionados a financiamento em títulos e empréstimos bancários, bem como piora nas suas condições de financiamento. Não obstante a todas estas mudanças, o principal condicionador estrutural do fluxo de capitais para o Brasil continua sendo o ciclo econômico dos países centrais que determina, dentre outros, o grau de liquidez do mercado financeiro e as expectativas de valorização da carteira dos agentes. (Camargo, 2002)

Porém, assim como no período pré-desvalorização, os anos 1999-2002 também não tiveram comportamento idêntico. Antes de partirmos para a análise mais detalhada de cada semestre, convém, portanto, indicarmos os principais condicionantes de cada período.

i) primeiro semestre de 1999: forte desconfiança em relação à desvalorização e ao regime de metas de inflação.

ii) segundo semestre de 1999 até segundo semestre de 2000: rápida recuperação da economia, gerando otimismo e crescimento do PIB. No final de 2000, inicia-se a recessão americana com a crise das empresas de nova tecnologia.

iii) primeiro semestre de 2001: fim do otimismo com o agravamento da crise americana e, principalmente, a crise de energia que mostrou as precárias condições de expansão da capacidade produtiva oferta no país, resultado da falta de uma política industrial condizente no governo.

iv) segundo semestre de 2001 e primeiro semestre de 2002: moratória argentina, persistência do baixo crescimento americano (falta de liquidez internacional) e questionamentos sobre a capacidade do país de manter estável a relação DLSP/PIB.

Tendo, portanto, este diagnóstico acima citado como pano de fundo para a análise do período, vamos verificar a variação da dívida líquida do setor público (tabela 1 da pág 20) e da dívida pública mobiliária interna (tabela 13 abaixo):

**Tabela 13: Dados Selecionados**

Período		Títulos públicos federais Fora do Bacen)		Reservas internacionais	Taxa de juros (Over Selic)		Taxa de Câmbio		Fatores Condicionantes da Base Monetária					
		R\$ milhões	% de crescimento		US\$ milhões	% a. a.	% de desvalorização	Tesouro Nacional	Operações com títulos	Operações do Setor Externo	Assistência Financeira de liquidez	Outros	Total	
								R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões	
1999	I Tri	365.649	12,90%	32.873	43,25	42,54	(916)	5.105	(4.470)	(1.529)	482	(1.328)		
	II Tri	383.133	4,78%	40.417	22,01	2,76	(4.393)	11.961	(5.103)	(351)	466	2.579		
	III Tri	403.359	5,28%	41.943	19,38	8,64	(8.904)	(1.463)	(301)	(21)	4.124	(6.565)		
	IV Tri	414.901	2,86%	35.554	18,99	(6,94)	(1.571)	5.651	(2.245)	(22)	1.655	3.467		
2000	I Tri	430.371	3,73%	38.429	18,85	(2,33)	860	(9.874)	2.456	(8)	56	(6.510)		
	II Tri	491.810	14,28%	27.581	18,04	3,02	(9.006)	2.592	24	(24)	369	(6.045)		
	III Tri	502.650	2,20%	31.154	16,56	2,43	(6.627)	10.439	29	(48)	(547)	3.246		
	IV Tri	510.698	1,60%	32.949	16,19	6,06	(11.677)	9.147	3.836	(566)	868	1.609		
2001	I Tri	536.476	5,05%	34.407	15,39	10,55	1.496	(2.778)	1.963	0	(475)	205		
	II Tri	580.825	8,27%	37.308	17,28	6,63	(12.934)	9.445	(1.211)	0	(1.738)	(6.438)		
	III Tri	629.090	8,31%	40.037	19,06	15,90	(4.307)	14.937	(8.406)	0	(1.048)	1.176		
	IV Tri	624.084	-0,80%	35.844	19,05	(13,14)	(4.597)	18.178	(8.686)	0	(1.289)	3.605		
2002	I Tri	626.321	0,36%	36.721	18,72	0,14	(1.494)	(3.200)	(4)	0	(666)	(5.365)		
	II Tri	653.748	4,38%	41.995	18,10	22,42	(10.048)	10.435	(11)	2.696	549	3.622		

Fonte: Banco Central Do Brasil

Uma rápida observação sobre os dados acima já permite verificar que, neste período de câmbio flutuante, a política monetária do BC ficou mais livre ao não precisar agir com a preocupação de esterilizar a entrada de capitais. Outro fator que também condicionou a emissão de títulos no período anterior e que parece ter-se esgotado foi a assistência financeira de liquidez, uma vez que o PROER já havia se esgotado. Todavia, o crescimento do estoque de títulos em virtudes do reconhecimento de esqueletos fiscais atinge 9,1 p.p., contra um crescimento de apenas 1,6 p.p. nos ativos privatizados.

Porém, fica bastante visível o esforço fiscal brasileiro em todo o período e seu impacto reducionista na dívida pública. Em apenas 2 dos 14 trimestres analisados o Tesouro Nacional agiu de forma a expandir a base monetária. Isto é, apenas neste período, os desembolsos públicos foram maiores que os recolhimentos. Como consequência, na maioria destes trimestres, o governo recomprava títulos com a intenção de manter estável a liquidez da economia, fazendo diminuir a expansão da base monetária.

O primeiro semestre de 1999 foi o semestre no qual a DLSP teve o maior crescimento como porcentagem do PIB atingindo 7,2 p.p.. A grande responsável por tal crescimento foi, sem dúvida, a desvalorização cambial ocorrida no período. Só na dívida externa, o impacto foi de um crescimento de 4,5 p.p. A taxa de juros, mantida alta no primeiro trimestre já não impactou tanto quanto antes pelo motivo de que não houve entrada maciça de capital. Ao contrário, o saldo líquido em relação ao final de 98 é de déficit em reservas perto de US\$ 3 bilhões, com forte evasão nos três primeiros meses e recuperação no trimestre seguinte.

Analisando a composição dos títulos federais, podemos perceber que em março o volume de pré-fixados foi o menor de todo o período do Plano Real. Contudo, já em junho ele já mostra crescimento razoável, chegando a 8,1%. Porém, o nível de títulos cambiais manteve-se próximo a 25% do total, indicando a maior busca de *hedge* agora no período de flutuação.

Tabela 14 - Títulos Públicos Federais - Participação por indexador

Ano	Mês	Saldo (R\$ milhões) <sup>1/</sup>	Índice de correção								Total
			Câmbio	TR	IGP-M	Over/Selic	Prefixado	TJLP	IGP-DI	Outros	
1999	Mar	365 649	25,5	4,0	0,2	68,2	1,2	0,2	0,0	0,7	100,0
	Jun	383 133	24,0	3,4	0,2	64,0	8,1	0,2	0,0	0,1	100,0
	Set	403 359	26,3	3,0	0,1	59,5	10,8	0,1	0,1	0,0	100,0
	Dez	414 901	24,2	3,0	0,3	61,1	9,2	0,1	2,1	0,0	100,0
2000	Mar	430 371	22,8	2,9	0,8	58,3	13,2	0,1	2,0	0,0	100,0
	Jun	491 810	21,1	5,4	1,0	54,7	13,3	0,1	4,4	0,1	100,0
	Set	502 650	21,1	5,0	1,4	52,7	15,4	0,1	4,4	0,0	100,0
	Dez	510 698	22,3	4,7	1,6	52,2	14,8	0,0	4,4	0,0	100,0
2001	Mar	536 476	24,1	4,5	3,1	50,1	14,1	0,0	4,1	0,0	100,0
	Jun	580 825	26,8	5,0	3,7	50,2	10,8	0,0	3,5	0,0	100,0
	Set	629 090	31,4	3,6	3,6	49,3	9,1	0,0	3,0	0,0	100,0
	Dez	624 084	28,6	3,8	4,0	52,8	7,8	0,0	3,0	0,0	100,0
2002	Mar	626 321	28,7	2,5	8,6*	51,2	9,1	0,0	*	0,0	100,0
	Jun	653 748	29,9	2,2	8,9*	50,4	8,6	0,0	*	0,0	100,0

1/ Posição de carteira a partir de janeiro de 2000. A partir de abril/2000, inclui Créditos Securitizados, Dívida Agrícola, TDA e CDP.

\* A partir de 2002, os valores dos títulos indexados ao IGP-M e ao IGP-DI passaram a ser fornecidos conjuntamente

Como observação metodológica, vale notar o crescimento dos passivos contingente na tabela da DLSP. Como já evidenciado no capítulo anterior, este crescimento não ocorreu em função do reconhecimento de novos esqueletos, mas sim do crescimento da dívida usada para financiar os ativos reconhecidos. Tal crescimento ocorre como reflexo da desvalorização cambial. Portanto, o impacto da desvalorização medido no ajuste metodológico está subestimado.

No segundo semestre de 1999, a recuperação da economia brasileira frente à crise do início do ano surpreendeu a todos<sup>10</sup>, gerando uma grande onda de confiança no país. Desta maneira, o governo pode baixar a taxa de juros que mesmo assim, a taxa cambial desvalorizou-se pouco (após uma desvalorização de 8% em setembro a taxa valoriza-se 6% em dezembro). A DLSP teve uma redução considerável de 2,8% do PIB em função do forte crescimento deste e do pequeno crescimento da DPMFi.

O ano de 2000 inteiro foi um ano de forte crescimento da economia brasileira – 4%, com as empresas aproveitando-se da nova taxa de câmbio e da baixa e constante taxa de juros. Desta maneira, a política monetária adotada pelo governo (STN 2001) foi no sentido de alongar o nível de títulos pré-fixados (que atingiu 15% do total), bem como expandir o prazo dos demais. No segundo trimestre deste ano, a dívida mobiliária cresceu um pouco devido ao maior custo de colocação destes títulos pré-fixados no mercado, além do aperto monetário que foi a troca de base monetária por títulos públicos em geral. No trimestre seguinte, a liquidez monetária aumenta, porém sem reduzir a dívida mobiliária do governo, mas sim sua dívida bancária, de custo muito menor. Neste período, a variação do ajuste patrimonial pelo reconhecimento de esqueletos fiscais foi compensada pelo processo de privatização, em especial a venda do Banespa.

<sup>10</sup> A maioria das previsões no início do ano, tanto do governo quanto de especialistas de diversas tendências, afirmavam que o país incorreria em crescimento negativo do PIB no período, dentre outros.

O ano de 2001 começou com bastante otimismo devido ao crescimento do período anterior, porém os gargalos de 7 anos de política estritamente preocupada com a estabilidade de preços começaram a se refletir:

i) o avanço da produção industrial aumentou o déficit da balança comercial, e, por conseguinte, a dependência da entrada de capitais para fechar a Balança de Pagamentos.

ii) o gargalo da infra-estrutura tornou-se bastante claro com a crise energética, levando o governo a adotar o racionamento já no primeiro semestre.

iii) Por fim, a taxa de juros que havia chegado ao mínimo de 15% em março é obrigada a se elevar como forma de atrair capital, tentar reduzir a desvalorização cambial, mas, e principalmente, como forma de conter a demanda que pressionava a inflação não porque o país vivia perto do pleno emprego, mas porque a oferta não conseguia acompanhar o ritmo da demanda reprimida de 6 anos de recessão. O forte superávit conseguido no ano também ajudou a desaquecer a demanda.

Exceção feita ao último trimestre do ano, a dívida mobiliária cresceu bastante pela desvalorização cambial ocorrida e pelo aumento da taxa de juros. O fim das grandes privatizações tirou desta receita extraordinária sua capacidade de reduzir a dívida. No entanto, agiu contrariamente ao crescimento o forte impacto contracionista do superávit primário. O crescimento de 3.3 p.p. da DLSP reflete este impacto da desvalorização que afetou, dentre outros, a dívida externa líquida, o ajuste patrimonial e a dívida refinanciada dos estados e municípios. Vale lembrar que todas as previsões do início do ano indicavam para uma queda na relação dívida/PIB bem como aumento dos títulos prefixados (STN, 2001b), fatos que realmente não ocorreram.

Entre o primeiro e o segundo semestre de 2001, cabe uma observação metodológica da tabela 1. Percebe-se que neste período as chamadas moedas de privatização se esgotam, ao mesmo tempo em que o número de títulos públicos federais aumenta sensivelmente. Isto ocorre porque estas moedas também são títulos públicos emitidos anteriormente com a finalidade de poderem ser usados no processo de privatização (Silva, 1998). A partir deste período elas foram colocadas junto aos títulos públicos provavelmente pela diminuição do processo de privatização.

Finalizamos nossa análise da evolução da dívida com o primeiro semestre do ano 2002. Nestes primeiros seis meses percebe-se um crescimento gigantesco da DLSP, chegando perto de 60%, devido principalmente a grande desvalorização cambial do período (fruto da desconfiança em relação aos frágeis indicadores macroeconômicos do país, especialmente no que tange às contas externas) sem haver o mesmo impacto na dívida mobiliária. Existe uma justificativa especial para tal acontecimento:

O impacto da desvalorização (mostrado claramente na dívida externa e nos ajustes metodológico e patrimonial) não rebateu na dívida mobiliária pelas mudanças financeiras introduzidas pelo governo com a criação de operações compromissadas. Estas operações são títulos e contratos de dívidas públicas que permitem a inclusão de swap, isto é, a troca do indexador. Desta maneira, no primeiro semestre deste ano, conforme BCB (2002) a maioria das emissões de LFT (pós-fixadas pelo Over) passaram a ter opção de swap cambial. Isto reduziu o custo inicial de captação, mas aumenta o impacto de uma desvalorização cambial sobre a dívida pública, como pode ser verificado na tabela.

### 5.3 - Conclusão

Este capítulo encerra a segunda parte do trabalho evidenciado no projeto da monografia. Procurou-se mostrar, por diversas vias, que o gigantesco crescimento da Dívida Líquida do Setor Público ocorreu devido a lógica financeira da política econômica brasileira no período.

É importante ressaltar que este crescimento ocorre a despeito do financiamento via títulos do processo de reconhecimento dos esqueletos fiscais e do processo de ajustes nos estados, que também causou crescimento da dívida, mas em valor muito menor (quando não influenciado pela própria lógica).

A outra justificativa é que o crescimento da dívida foi importante para manter a estabilidade do Plano Real, uma vez que a emissão de dívida evita a expansão da base monetária e seus impactos inflacionários. Porém, se aceito tal premissa, não se pode negar que os crescimentos da dívida também vêm causando impactos negativos para o país tais como o aumento do superávit primário e as conseqüentes elevações de receitas e corte de despesa sem a formulação de uma política de desenvolvimento.

No capítulo 3 mostramos o impacto de diversos fatores de maneira isolada, bem como tratando mais especificamente algumas rubricas. Já no capítulo 4 procuramos mostrar, com dados fornecidos pela própria STN, que o impacto dos determinantes patrimoniais na dívida pública são bem inferiores aos determinantes financeiros. Quisemos enfatizar que não faz sentido analisar o reconhecimento de dívidas e o ajuste fiscal sem considerar as privatizações e a aferição de ativos por estes programas. Isto porque todos são frutos do mesmo processo levado a cabo ao longo de todo o período analisado, de transformações na forma de gerência estatal, não cabendo, entretanto, maiores análises sobre estas mudanças. Desta maneira, o impacto dos fatores patrimoniais foi bem menor do que o impacto dos fatores financeiros (câmbio e juros), utilizados com a intenção de manter a taxa de inflação sob controle.

Por fim, neste capítulo 5 que agora encerramos, constatamos que a evolução das DLSP e DPMFi ao longo de todos os semestres do Plano Real, estiveram inteiramente de acordo com a evolução das condições de liquidez do mercado internacional, que impactavam os dois maiores indexadores da dívida, câmbio e juros. Desta maneira, no período 94-98, no qual vigorou o regime de câmbio fixo, as elevadas taxas de juros e o processo de esterilização mostraram-se como grandes determinantes do crescimento da dívida.

Para o período 1999-2002, constata-se (mesmo com aumento do reconhecimento de esqueletos) que a dívida não cresceu tanto quanto no período anterior, principalmente por causa da elevação do superávit primário. Porém, a crescente desvalorização cambial, fruto do processo de vulnerabilidade da economia brasileira, foi o grande determinante do crescimento, trazendo a DLSP para próximo de 60% do PIB, aumentando as dificuldades de estabilização. E é sobre estas chances de estabilização que trata o próximo capítulo, no qual encerramos nosso trabalho.

## **Capítulo 6 – Sugestões para uma gerência sustentável da dívida pública brasileira.**

Procuramos mostrar, nos dois últimos capítulos, que o principal determinante do crescimento da dívida brasileira está na política econômica adotada, que, inserida sob a ótica da liberalização financeira, gera: i) um descasamento entre retorno e prazo de realização entre ativos e passivos (capítulo 4); ii) crescimento incontrolável do estoque devido à instável variação dos principais indexadores da economia, câmbio e juros, variação esta que ocorre a despeito das mudanças de regime e/ou melhoria de indicadores fiscais, uma vez que nossa economia é vulnerável externamente e, por isto, possui um entrave estrutural ao crescimento (capítulo 5).

Desta maneira, urge que se crie proposta de uma nova forma de gerência da dívida. Temos a total convicção que uma proposta bastante detalhada e que possa realmente colocar a dívida pública brasileira num patamar administrável e compatível com o desenvolvimento sócio-econômico da sociedade está muito além das capacidades deste relatório.

Nossa intenção e contribuição para o debate econômico são, nestas poucas páginas que se sugerem, mostrar que a persistência do atual modelo de política econômica pode levar o país a uma situação de *default*, principalmente com relação à sua dívida interna. Concomitantemente, tentaremos indicar alguns passos necessários a evitar tal situação, sem, no entanto, ter a pretensão de encerrar uma proposta por completa.

Tomaremos, como ponto de partida para nossa contribuição e crítica, o texto de Goldfajn (2002) diretor do departamento de Política Econômica do Banco Central, acreditando ser tal texto uma síntese do pensamento da equipe econômica brasileira a respeito da gerência da DLSP.

### **6.1 – O discurso oficial versus a vulnerabilidade externa brasileira.**

O texto de Goldfajn (2002) foi escrito de forma a mostrar que “em todos os prováveis cenários a relação dívida/PIB deve no mínimo estabilizar-se, com boas chances de declínio nos próximos anos”. Além disto: “no caso de um cenário adverso se materializar, correções futuras na relação entre receitas e despesas são factíveis, dada a natureza do regime fiscal do Brasil.” (pág. 1)

Para justificar tal afirmativa, o autor parte de duas hipóteses:

- a) “Todos os fatores que contribuíram para o aumento da relação dívida/PIB não são recorrentes” (pág. 3). Sendo estes fatores, o baixo nível de superávit primário até 98, as altas taxas de juros, a desvalorização cambial a partir de 99 e o reconhecimento de esqueletos.
- b) Considera-se um cenário conservador de evolução de algumas variáveis relevantes para os próximos 10 anos. Os valores são reproduzidos na tabela abaixo:

Com relação à primeira hipótese, o autor procura justificar cada uma das variáveis. De acordo com ele, o ajuste do câmbio pós-desvalorização do Real já foi alcançado, com o país conseguindo em 2002 obter superávits comerciais. Enfatiza ainda que, na verdade, a atual taxa vigente em 2002 deve estar em situação de *overshooting* devido à

grande turbulência no mercado internacional e à dúvidas quanto à sucessão eleitoral interna. Além disto, boa parte dos “esqueletos fiscais” já foram reconhecidas (sendo o restante levado em conta no cenário básico). Tal reconhecimento trabalha ainda em favor de mostrar a maior transparência do setor público aos investidores.

Cenário Básico										
Discriminação	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Deflator do PIB (média)	7,59	4,94	3,87	3,63	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Deflator do PIB (dez-dez)	5,89	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
PIB (cresc. Real %)	2,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Taxa Implícita (% a. a.) <sup>1</sup>	17,59	13,36	13,09	12,82	12,82	12,82	12,82	12,82	12,82	12,82
Taxa Implícita real (% a. a.)	11,05	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
Depreciação nominal do câmbio	22,87	2,22	2,22	1,97	1,97	1,97	1,97	1,97	1,97	1,97
Primário (% do PIB)	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75	-3,75
Esqueletos <sup>2</sup>	1,61	0,65	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Dívida Líquida (% do PIB)	58,88	58,27	57,54	56,77	55,94	55,07	53,42	51,69	49,86	47,95

Fonte: Goldfajn (2002)

1/ Taxa de juros implícita da dívida líquida interna.

2/ Líquidos de Privatização (%do PIB).

Com relação à taxa de juros, o autor crê que estas ainda estão altas devido ao baixo superávit primário do período 95-98 que impediu o surgimento de um “contexto virtuoso”. Nos anos mais recentes, conviveu-se com um ambiente externo e interno bastante desfavorável. Não seria razoável se esperar que tal situação se perpetue o que, associado a rigidez fiscal (que facilmente poderia ser aumentada caso necessária), permitiria a redução das taxas de juros.

Para o cenário conservador, o autor apropria-se de metas já definidas como “ótimas” pela atual equipe econômica, tais como uma taxa de inflação de 3,5% e o superávit primário do PIB de 3,75%<sup>11</sup>. As demais seriam na suposição deste cenário conservador sem grandes sobressaltos externos.

Por fim, o autor elenca uma série de reformas institucionais implantadas nos últimos anos e consideradas de suma importância para “o objetivo de assegurar a manutenção de superávits fiscais primários em níveis apropriados e a sustentabilidade da dívida” (pág. 10). Tais reformas seriam: i) a renegociação da União com os estados e municípios visando a reestruturação de suas dívidas bem como a criação de mecanismo que evitem novos endividamentos; ii) o Programa de Estabilização Fiscal, implantando desde 1998 que estabelece as metas do superávit primário; iii) a Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabelece limites e punições para endividamentos excessivos do setor público e iv) a melhora significativa das estatísticas fiscais, indicando maior transparência e precisão com relação a estes dados.

A primeira crítica que devemos fazer ao texto apresentado é que o autor trata a questão da DLSP como uma simples resultante de um conjunto de variáveis facilmente estabelecidas e previsíveis. A única variável que não supõe um dado quantitativo definido é a situação da liquidez financeira internacional para o mercado brasileiro, afirmando, no entanto, ser inviável esperar que “um ambiente interno e externo desfavorável persistisse por uma década” (pág. 20).

<sup>11</sup> Pelos cálculos do autor, esta meta está acima do mínimo necessário à estabilizar a relação dívida/PIB, que seria de 3,1%. Tal valor contribuiria decisivamente para a redução da relação.

Nossa análise diverge profundamente do autor no ponto em que não consideramos o ambiente externo e interno como “variáveis exógenas” às quais flutuariam ao sabor da sorte. O impacto da evolução da economia mundial e/ou de choques internos sobre os indicadores macroeconômicos do país agravam-se cada vez mais com a fragilidade das condições estruturais da economia brasileira.

De acordo com Netto (2001), o mercado financeiro analisa como “fundamentos” de uma economia indicadores que vão além dos dados fiscais estabelecidos pelo governo. Baseado em trabalhos da JP Morgan e da Goldman Sachs, ele elenca 14 fatores:

fatores internos	fatores externos
taxa de crescimento real do PIB;	nível da taxa de câmbio real medida como desvio da taxa dos últimos 5 anos;
variações dessa taxa;	nível do déficit em conta corrente com relação ao PIB;
nível do PIB "per capita";	nível da dívida externa total com relação ao PIB;
resultado fiscal do governo;	nível da dívida externa com relação às exportações;
Taxa de crescimento do crédito real;	nível de pagamento de juros com relação às exportações;
taxa de inflação e	nível da dívida de curto prazo mais as amortizações com relação às reservas e
nível de transparência e correção dos dados macroeconômicos.	nível dos meios de pagamentos (M2) com relação às reservas.

Analisando os dados destes indicadores como um todo, podemos perceber que, ao longo da evolução do Plano Real, o Brasil teve uma piora em alguns deles, sobretudo àqueles referentes ao setor externo, que justifica em parte os atuais questionamentos com relação as condições de sustentabilidade da dívida pública. Tal ocorre porque, com o crescimento das necessidades de financiamento externo, dificulta-se as possibilidades de o país reduzir a taxa de juros em um determinado ambiente externo.

**Tabela 15 - Indicadores da Economia Brasileira**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
taxa de crescimento do PIB (%)	5,85	4,22	2,66	3,27	0,13	0,81	4,36	1,51
Variações da taxa de crescimento (%)	18,90	-27,86	-36,97	22,93	-96,02	523,08	438,27	-65,37
Resultado Fiscal do Governo (% do PIB)								
Primário	-47,31	-7,26	-5,87	-6,07	-7,93	-10,53	-4,48	-5,23
Nominal	5,50	0,36	-0,09	-0,97	0,01	3,29	3,54	3,68
taxa de crescimento do Crédito (% sobre ano anterior)	23,35	27,68	5,73	2,72	6,52	4,02	11,63	4,19
taxa de inflação (IPCA - %)	916,46	22,41	9,56	5,22	1,65	8,94	5,97	7,67
taxa de câmbio real venda - média do período)	0,650	0,92	1,01	1,08	1,16	1,82	1,83	2,36
conta corrente em relação do PIB (%)	-0,33	-2,61	-3,03	-3,78	-4,24	-4,79	-4,12	-4,61
dívida externa em relação do PIB								
pública	16,08	12,40	10,87	9,48	12,09	19,03	15,72	18,49
privada	11,23	10,18	12,33	15,38	18,79	23,58	21,17	23,17
dívida externa em relação às exportações	3,41	3,42	3,77	3,77	4,75	4,70	3,94	3,61
pagamento de juros em relação as exportações	14,6	17,1	18,4	17,9	22,4	31	26,6	25,6
dívida de curto prazo e amortizações em relação a reservas	-	-	-	-	1,71	1,61	1,85	1,50
meio de pagamentos (M4) em relação a reservas	5,30	3,76	3,12	4,26	4,93	4,16	4,70	3,79
meio de pagamentos (M2) em relação a reservas	7,05	5,49	5,56	7,21	8,88	8,35	10,80	8,95

Fonte: Sidra-IBGE e Banco Central do Brasil - Nota para a Imprensa, Boletim mensal e Séries Temporais. Elaboração própria

Porém, apesar de bastante relevantes, podemos relativizar um pouco a importância destes indicadores como principais determinantes do nível de risco e confiança da economia brasileira no mercado financeiro. De fato, conforme Carneiro (2000), Braga (1985) e Prates (2000), a condição de vulnerabilidade acima mostrada e a inserção periférica das economias subdesenvolvidas perante o mercado financeiro internacional e hierarquizada impedem que os indicadores macroeconômicos internos sejam suficientes para determinar o grau de liberdade da política econômica.

Como podemos ver pelo gráfico abaixo, a semelhante evolução do risco país medido pelo Emerging Market Bond Index – Plus, EMBI +, do banco J.P. Morgan de outros quatro países em desenvolvimento e da média do próprio EMBI +, ao longo da década de 90 indica que há uma lógica que extrapola a mera análise dos indicadores dos fundamentos macroeconômicos<sup>12</sup>. Estes são importantes na medida em que podem reduzir (mas não evitar) o impacto de um ataque especulativo bem como, em momentos de liquidez e tranquilidade no mercado financeiro internacional, garantir uma taxa de juros baixa na economia doméstica.

**Gráfico 4 - Risco de países emergentes (EMBI +)**



Portanto, podemos perceber que não se pode deduzir evoluções de indicadores tão complexos tais como taxa de câmbio, taxa de juros e crescimento do PIB por mera suposição de que o ambiente externo irá melhorar e que o superávit primário é o indicador de que as “contas fiscais estão em ordem”.

Feita esta rápida (porém não completa) dedução de que a economia brasileira encontra-se totalmente dependente da evolução das condições de liquidez da economia

<sup>12</sup> Os dois desvios que ocorrem estão relacionados com o México e a Argentina. No primeiro caso, tal redução do risco país, está ligado a incorporação do México ao NAFTA e portanto uma associação mais direta ao risco americano. No caso argentino, a elevação do risco ocorrido pela situação de moratória vivida pelo país.

mundial, entramos num segundo ponto de crítica em relação ao texto de Goldfajn (2002). O autor mostra os principais indicadores da economia brasileira (taxa de câmbio, juros, crescimento do PIB, inflação e superávit primário) tendo como resultante o decrescimento da dívida pública.

Assim, para atingir todos aqueles indicadores citados por Goldfajn (2002), mesmo com liquidez internacional, o país precisaria superar as restrições a um crescimento sustentável. A primeira delas se encontra nas formas de manter a taxa de inflação dentro dos limites estabelecidos pela equipe econômica nos acordos com o FMI.

Como mostrado por Yano (2002), a equipe econômica só consegue gerenciar a inflação através dos mecanismos de inflação de demanda. Desta maneira, qualquer fator que cause inflação que não seja por este motivo (como no caso de uma desvalorização cambial ou mesmo na crise de energia), o país se vê obrigado a elevar a taxa de juros a fim de conter crédito, abortando algum crescimento. Além disto, o fato de haver uma série de preços administrados faz com que a redução no crédito tenha que ser maior ainda. Os juros altos impactam o crescimento da dívida, o que força o superávit primário na tentativa de conte-la.

A outra restrição interna se encontra nas necessidades de financiamento para fechar a Balança de Pagamentos. Os oito anos de Plano Real deixaram o país numa situação de dependência de superávits na conta capital, devido aos sucessivos déficits na conta de transação corrente. Assim, formas diversas de atração de capital são feitas, sendo a principal a elevação taxa de juros, que força a busca de empréstimos externos e aumenta a atratividade dos papéis brasileiros. Ocorre que, com o aumento do crescimento do PIB, cresce proporcionalmente as importações e um pouco menos a conta de serviço, agravando o déficit da conta corrente, forçando a alta dos juros - abortando o crescimento - ou a desvalorização cambial - afetando a inflação e reintroduzindo a restrição anterior. (IEDI, 2002).

## ***6.2 – As condições para a sustentabilidade da dívida.***

A persistência do atual modelo da equipe econômica dificilmente manterá a relação da dívida na sua atual situação. O país convive com uma crise de balança de pagamentos que mantém a taxa de juros elevada. Por mais que se eleve o superávit primário, isto dificilmente conseguiria reduzir o “risco Brasil” uma vez que os agentes estão buscando condições seguras de rentabilidade de carteiras. Desta maneira, o crescimento do superávit primário pouca adianta como redutor da dívida, uma vez que suas causas estão nas altas taxas de juros e na desvalorização cambial.

Assim, para que se consiga atingir os indicadores propostos por Goldfajn (2002), capazes realmente de estabilizar e reduzir a relação Dívida/PIB, o Brasil deve tomar medidas no sentido de enfrentar as suas duas restrições externas acima expostas. Paralelo a isto, devem ocorrer períodos de grande liquidez no mercado internacional, para que as reformas no país sejam feitas com tranquilidade.

A fim de enfrentar a situação estrutural criada com o Plano Real, num primeiro momento, o país deve alterar o regime de metas de inflação. Como dito, ao ter que controlar a demanda agregada para conter inflação causada por pressão de custos ou pelo contratos de concessão, o Banco Central trava o crescimento. Desta forma, O BC

deve agir de maneira a permitir um maior discernimento das causas da inflação, controlando a demanda apenas quando realmente for esta a causa da inflação.

Com relação ao setor externo, deve-se promover a reestruturação do parque industrial brasileiro, desmontado com a abertura e o processo de fusões e aquisições. Com uma nova substituição de importações financiadas com crédito interno e barato em setores capazes de gerar forte valor agregado no saldo comercial, o país poderá começar a melhorar seu saldo na balança comercial em período de crescimento. Além, disto, deve ser feito algum tipo de restrição na conta de serviços e/ou conta de capitais em momentos de crise.

Colocar toda o esforço de sustentação da dívida pública no ajuste fiscal sem se preocupar com as outras variáveis é um equívoco. O atual nível de 3,75% já é excessivo e, como mostrado por Dain (2001), causa distorções nas receitas e despesas do governo. Ao longo deste processo de ajustamento das contas externas e de reforma do sistema de metas de inflação, as taxas de juros dos títulos da dívida brasileira devem ser reduzidas, de forma a permitir o ajuste inter-temporal descrito acima.

Tal “concessão” feita pelo mercado, financiando a economia brasileira abaixo das medidas usuais de risco, se daria pela confiança na política adotada e pela racional interpretação de que a continuação do atual crescimento da dívida levaria a conseqüências mais drásticas posteriormente. Daí a necessidade de se haver uma situação de razoável liquidez no mercado financeiro.

A não realização destes cenários de liquidez internacional, flexibilização do regime de metas de inflação e início de mudanças estruturais nas contas da Balança de Pagamentos nos próximos anos, provavelmente manterá o desequilíbrio nas contas públicas (independente do superávit primário auferido), fazendo crescer a DLSP em relação ao PIB. Para o ano de 2003, a situação se torna mais clara com o recente acordo com o FMI que reduz o nível mínimo de reservas e impõe a condição para se conseguir US\$ 24 bilhões às exigências do Fundo. Desta maneira, uma não concretização destas exigências, provavelmente causará uma fuga de capitais que levará o país a centralização cambial. Porém, como dito, as exigências do Fundo, ao não tocarem nos pontos chaves da crise brasileira, apenas adiará um pouco o caminho de *default* que vem sendo criado pela atual política econômica.

### ***6.3 – As conseqüências de um default na dívida pública.***

A atual situação de instabilidade da dívida brasileira é gerada pela falta de liquidez no mercado internacional e pela deterioração das contas nacionais. A perpetuação deste modelo de política econômica, provavelmente levará o país a um colapso da dívida.

A primeira das restrições, como dito, deve ocorrer na balança de pagamentos. O passivo externo líquido do país é da ordem de US\$ 400 bilhões, bem como há uma necessidade de financiamento anual da ordem de R\$ 70 bilhões (Netto, 2002a; 2002b). Desta maneira, é factível supor que a taxa de câmbio pode ainda sofrer forte desvalorização. Para evitar este acontecimento, o governo seria obrigado a forçar uma centralização cambial.

A necessidade de divisas por parte dos investidores externos (a fim de realizarem os ganhos de carteira no país) e de empresários e investidores nacionais (para quitar dívidas externas) bem como a desconfiança para com a própria condição dos títulos

internos aumentarão em muito a demanda por moeda interna, fazendo com que a taxa de juros dos títulos públicos cresça bastante, bem como diminua os prazos de vencimentos.

Com o crescimento da taxa e a redução dos prazos da dívida, as condições de rolagens tornar-se-ão bastante difíceis, somente factíveis a níveis de superávit primários excessivamente grandes. As dificuldades políticas, sociais e mesmo econômicas de se conseguir tal superávit poderá levar o país ao *default* da dívida interna.

Uma situação de *default* geraria, nos principais bancos localizados no país, uma grande redução no valor de seus ativos (tabela 16 – posição de carteira própria), o que pode causar problemas graves de liquidez, com restrições a saques e empréstimos, paralisando boa parte da economia. Por outro lado, as pessoas, tanto física quanto jurídica, que aplicam nos diversos fundos de aplicação também terão seus rendimentos e poupanças perdidos, o que pode gerar crises de inadimplência bem como maior restrição ao consumo.

Desta forma, a situação da dívida pública brasileira está incondicionalmente atrelada à evolução da Balança de Pagamentos. Todavia, mesmo caso não haja a necessidade de uma centralização cambial, se as pressões sobre câmbio e juros continuarem, a dívida pública pode entrar na mesma situação de *default*. Para se evitar esta pressão, uma maior flexibilização no regime de metas inflacionário deve ocorrer.

Esta situação limite de quebra do sistema financeiro nacional é a mais prejudicial, principalmente a curto e médio prazo, não só à economia e sociedade brasileira como um todo, mas também aos próprios investidores do mercado financeiro. Daí, deduz-se a necessidade de que estes também tenham que sofrer parte do processo de ajustamento da contas públicas e da Balança de Pagamentos, com limitações nos fluxos de capitais e nas taxas de juros e nos prazos dos títulos públicos. Continuar mantendo todo o esforço do ajuste sobre a sociedade brasileira, além de injusto, é inoperante.

## ***Conclusão***

O objetivo principal desta monografia foi mostrar que a política econômica adotada ao longo do Plano Real, em especial no que concerne à liberalização financeira com propósitos da estabilização monetária, foi o principal determinante do crescimento da dívida pública brasileira.

Para tal, propomos no projeto a subdivisão do trabalho em três partes que tratariam, a saber: i) análise metodológica dos principais indicadores; ii) análise da evolução da DLSP e da dívida mobiliária ao longo do Plano Real e iii) esboço de uma proposta para a contenção do crescimento.

Feito os primeiros estudos, acreditamos que seria necessário um capítulo que analisasse a evolução do Plano Real como um todo, o que foi realizado através do capítulo 2. O primeiro capítulo tratou da primeira parte do projeto.

Nos capítulos 3, 4 e 5, núcleo central da pesquisa, tratou da análise direta do crescimento da dívida. O capítulo terceiro procurou mapear contribuições específicas de três variáveis importantes da relação dívida/PIB, a saber: o ajuste primário, a taxa de juros e o estoque da dívida.

No capítulo quarto, os dados de fluxos e estoques sofreram uma outra nomenclatura, mais adequada ao objetivo do trabalho. Procurou-se assim, manter a análise estática, entre 1994 e 2001, sobre a contribuição de três diversos fatores de alteração na dívida. Baseado em dados da Secretaria do Tesouro Nacional sobre a dívida mobiliária com o auxílio da tabela da Dívida Líquida do Setor Público do Banco Central, mostramos que os fatores financeiros da dívida (câmbio e juros), frutos da política econômica adotada, foram os principais determinantes. Tal fato ocorre, pois deve-se analisar os demais fatores, sejam eles patrimoniais ou fiscais, de forma líquida e não apenas a sua variação bruta. Desta maneira, apesar da grande assunção de passivos gerada pelos programas de ajustes fiscais e reconhecimento de esqueletos, estes também incorreram em assunção de ativos, que foram completados, como projeto de mudança da gerência do Estado, pelo programa nacional de desestatização.

O quinto capítulo tratou de analisar semestre a semestre (quando não especificando ainda mais) a evolução da DLSP e da dívida mobiliária. Esta análise dinâmica permite perceber como a relação Dívida/PIB é uma consequência direta de outras medidas adotadas tendo o fim a estabilidade de preços, dentro de um ambiente de vulnerabilidade externa. Percebeu-se claramente a dependência do país para com o grau de liquidez internacional. Percebeu-se também a grande recorrência com que este ambiente externo enfrenta crises, o que inviabiliza imaginar cenários futuros supondo estabilidade e calma por todo o tempo.

O sexto capítulo diz respeito à terceira parte proposta no projeto: esboçar contribuições para tentar conter o crescimento do estoque de dívida. Acreditamos tê-lo feito, principalmente ao discernir que, para se estabilizar a dívida pública, deve-se antes enfrentar as duas restrições nas quais vive o país, a saber: a restrição causada pelo rigoroso regime de metas de inflação e pela forte liberalização financeira que gerou déficits profundos na conta corrente da balança de pagamentos.

Além do combate a estas duas frentes, o país deve contar com a sorte de conviver com um ambiente externo tranquilo nos próximos anos, a fim de poder melhorar o perfil

da dívida, inclusive tendo que reduzir a taxa de juros abaixo do nível estabelecido pelo mercado sem permitir uma excessiva fuga de capitais.

Dada a fragilidade das contas brasileiras, em especial àquelas concernentes ao setor externo, tal reversão é assaz difícil, porém necessária para não colocar o país numa indesejável situação de *default*, situação estas que causaria transtorno não só a equipe econômica, mas também ao próprio mercado financeiro e, principalmente, a toda sociedade brasileira.

Em suma, a atual delicada situação das contas públicas brasileiras, que convivem com um crescimento elevado do estoque de dívida, foi fruto direto da política econômica. Para se evitar a situação de moratória, deve-se reverter tal política. São estas nossas interpretações sobre os determinantes do crescimento e nossa contribuição para uma tentativa de conter este crescimento.

## **Bibliografia.**

- **AGLIETTA, M.:** *O Sistema Monetário Internacional: em Busca de Novos Princípios.* In: *Economia e Sociedade.* Campinas. 1995
- **ANDREI, C.:** *O Plano Real e o Desempenho da Inflação nos Primeiros Quatro Anos* in Carneiro, R. M. et alli: *Gestão Estatal no Brasil - Armadilhas da Estabilização. 1995-1998.* Ed. FUNDAP. São Paulo, 2000
- **ARIDA, P & LARA REZENDE, A.:** *Inertial Inflation and Monetary Reform.* In Willianson, F (Ed.): *Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel.* Washington, DC: Institute for International Economics, 1985.
- **BACHA, E.:** *O Fisco e a Inflação.* In: *Revista de Economia Política,* 14. 1994
- \_\_\_\_\_: *O Plano Real: uma Avaliação* In: Mercadante, A (org): *O Brasil pós-Real.* IE/UNICAMP. Campinas, 1998.
- **BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB):** *Dívida Líquida e Necessidade de Financiamento do Setor Público.* 1999. In [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) (a)
- \_\_\_\_\_: *Notas para a Imprensa – Mercado Aberto.* Diversos Números. In: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)
- \_\_\_\_\_: *Notas para a Imprensa – Política Fiscal.* Diversos Números. In: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)
- \_\_\_\_\_: *Notas para a Imprensa – Setor Externo.* Diversos Números. In: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)
- \_\_\_\_\_: *Publicações Avulsas – Programa de Estabilidade Macroeconômica: 1999 – 2001.* Março de 1999. In: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br) (b)
- \_\_\_\_\_: *Padrão Especial de Disseminação de Dados* in: [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)
- \_\_\_\_\_: *Oferta de Swap Cambial e LFT.* Relatório Focus. 27/02/2002.
- **BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECÔNOMICO E SOCIAL (BNDES):** *Privatização – Resultados.* In: [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)
- **BARBOSA, F. O.:** *Dívida Pública – Apresentação à comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do congresso Nacional.* In: Secretaria do Tesouro Nacional. [www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br) Abril de 2001.
- **BATELOCHI, S. A. B.:** *Os Impactos da Nova Economia no Setor Produtivo Americano.* In: PIBIC-CNPq: *Liberalização, Estabilidade e Crescimento: o acompanhamento da economia e da política econômica no Brasil.* Relatório de Iniciação Científica. Campinas, 2002.
- **BATISTA JR., P. N.:** *Ajustamento das Contas Públicas na Presença de Uma Dívida Elevada: Observação Sobre o Caso Brasileiro.* In: *Revista de Economia Política.* Volume 9. Dezembro de 1989.
- \_\_\_\_\_: *O Brasil e a Situação Financeira Internacional.* In: *Mito e Realidade na Dívida Externa.* Editora Paz e Terra. Rio de Janeiro, 1993.
- **BIASOTO Jr., G.:** *Dívida Líquida do Setor Público: Conceitos e Evoluções.* Campinas. Mimeo. 1998
- **BLANCHARD, O.:** *Macroeconomia, Teoria e Política Econômica.* Editora Campus. Rio de Janeiro, 1999.

- **BRAGA, J. C. S.:** *Temporalidade da Riqueza: Uma Contribuição à Teoria da Dinâmica Capitalista*. Tese de Doutorado. IE/UNICAMP. Campinas, 1987
- \_\_\_\_\_: *A financeirização da riqueza*. In: *Economia e Sociedade*, n.º 2. Campinas, IE UNICAMP. 1993
- \_\_\_\_\_: *Financeirização Global – O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*. In: TAVARES, M.C.T. & FIORI, J.L. (org). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Editora Vozes. 1997.
- **BRESSER-PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y.:** *Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade*. Instituto Teotônio Vilela. São Paulo, janeiro de 2002..
- **BRUNO, M.:** *High Inflation and nominal anchors of an open economy*. Cambridge, MA. NBER. Working Papers n. 3518. 1990
- **CAMARGO, C. R. M.:** *Fluxos de Capitais pós Flutuação Cambial*. In: PIBIC-CNPq: *Liberalização, Estabilidade e Crescimento: o acompanhamento da economia e da política econômica no Brasil*. Relatório de Iniciação Científica. Campinas, 2002.
- **CARNEIRO, R. M.:** *Reformas Liberais, Estabilidade e Estagnação (A Economia Brasileira na Década de 90)*. Tese de Livre - Docência. IE/UNICAMP. Campinas, 2000.
- **CARVALHO, C. E.:** *As finanças Públicas no Plano Real* in Carneiro, R. M. et alli: *Gestão Estatal no Brasil - Armadilhas da Estabilização. 1995-1998*. Ed. FUNDAP. São Paulo, 2000.
- **CISEKI, P. P.:** *Desempenho Fiscal: Devemos Aprofundar o Ajuste?* In: Banco Central do Brasil – Notas Técnicas do Banco Central do Brasil. Número 8. Brasília, novembro de 2001.
- **CRUZ, P. R. D. C.:** *Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: Os Setores Público e Privado na Crise dos Anos Oitenta*. In: *Texto para Discussão* nº 24. IE/UNICAMP. Campinas, julho de 1993.
- **DAIN, S.:** *O Financiamento Público na Perspectiva da Política Social*. Rio de Janeiro, 2001.
- **FAPESP. Proc. 99/02003-8** *Liberalização, Estabilidade e Crescimento (Balanço e Perspectivas da Experiência Brasileira nos anos 90)*. Projeto de Pesquisa. Campinas, 1999
- **FRANCO, G.:** *O Plano Real e outros ensaios*. Editora Francisco Alves. Rio de Janeiro, 1995
- \_\_\_\_\_ *A inserção externa e o desenvolvimento*. Brasília. Instituto Teotônio Vilela. 1996
- **GARCIA, M. G. P. & BEVILAQUA, A. S.:** *Debt Management in Brazil: Evaluation of the Real Plan and Challenges Ahead*. Departamento de Economia – PUC-RIO. Rio de Janeiro, 1999.
- **GAZETA MERCANTIL** – Diversos Números
- **GOLDEFAJN, I.:** *Há Razões para duvidar que a Dívida Pública no Brasil é Sustentável?* In: Banco Central do Brasil – Notas técnicas do Banco Central do Brasil. Número 25. Brasília, Julho de 2002.
- **GOLDEFAJN, I. & DE PAULA, A.:** *Uma nota Sobre a Composição Ótima da Dívida Pública: Reflexões para o Caso Brasileiro* Departamento de Economia FEA-USP/PIPE: Economia Aplicada. Volume 4 Número 4. São Paulo. Outubro-Dezembro de 2000.

- **INSTITUTOS DE ESTUDOS PARA O DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (IEDI):** *O Ajuste Brasileiro e a Vulnerabilidade Externa*. Junho de 2002. in: [www.iedi.org.br](http://www.iedi.org.br)
- **INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA (IPEA):** *Boletim de Finanças Públicas – vários números*. In: [www.ipea.gov.br](http://www.ipea.gov.br)
- **KEYNES, J. M.:** *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. 1937. In: *Os Economistas*. São Paulo. Nova Cultural, 1985.
- **KREGEL, J. A.:** *Havia Alternativa à Crise Brasileira?* In: Velloso, J. P. R. (org.): *A Crise Mundial e a Nova Agenda de Crescimento*. José Olympio Editora. Rio de Janeiro, maio de 1999.
- **LIMA, E. C. P.:** *Empresas Estatais, Retorno de Investimento e Ajuste Fiscal: A Privatização é um Bom Negócio para o Governo?* In: Secretaria do Tesouro Nacional: *Finanças Públicas – II Prêmio de Monografia*. Brasília, 1998.
- **LLUSÁ, F. A. J.:** *Credibilidade e Administração da Dívida Pública: um Estudo para o Brasil*. Tese de Mestrado – EAESP/FGV. São Paulo, 1997.
- **MADUREIRA, F. Q.:** *Déficit no Balanço de Transações Correntes Norte-Americano: interpretações sobre suas causas e sustentabilidade no ciclo recente (1997-2001)* In: PIBIC-CNPq: *Liberalização, Estabilidade e Crescimento: o acompanhamento da economia e da política econômica no Brasil*. Relatório de Iniciação Científica. Campinas, 2002.
- **MARQUES, N. F. S.:** *A Experiência Brasileira no Manejo da Política Monetária para a Subsistência do Mercado da Dívida Pública, com a Despoupança Do Setor Público*. In: Secretaria do Tesouro Nacional: *Finanças Públicas – II Prêmio de Monografia*. Brasília, 1998.
- **MINISTÉRIO DA FAZENDA (MF) – SECRETARIA DE POLÍTICA ECONÔMICA:** *Boletim de Acompanhamento Macroeconômico – Brasília, Julho de 1998*. In: [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br) (a)
- \_\_\_\_\_ *Brasil – Memorando Técnico de Entendimento*. 08/11/98. Brasília, novembro de 1998. In: [www.fazenda.gov.br](http://www.fazenda.gov.br) (b)
- **MOREIRA, A. R. B. & FIORÊNCIO, A. & LIMA, E. C. R.:** *Os Impactos das Políticas Monetária e Cambial no Brasil pós-Plano Real* In: IPEA: *A Economia Brasileira em Perspectiva*. Rio de Janeiro, 1998
- **MEYER, A. (org.):** *Finanças Públicas: Ensaios Seleccionados*. IPEA - FUNDAP. Brasília, 1997.
- **NETTO, A. D.:** *O Plano Real e a Armadilha do Crescimento Econômico*. In: Mercadante, A (org): *O Brasil pós-Real*. IE/UNICAMP. Campinas, 1998.
- \_\_\_\_\_: *O Sexto Maior risco do Mundo* In: Valor Econômico. 21 de agosto de 2001.
- \_\_\_\_\_: *De angústia e calmante*. In: Carta Capital. Pag. 37. n. 197 10/07/2002 (a)
- \_\_\_\_\_: *O que teme o mercado*. In: Carta Capital. Pag 29 n. 194 19/06/2002 (b)
- **NUNES, S. P.:** *Análise das deficiências intertemporais do conceito de déficit e do processo orçamentário*. In [www.federativo.bndes.gov.br](http://www.federativo.bndes.gov.br)
- \_\_\_\_\_ *Dívida Pública, Déficits Quasi-Fiscais e Coordenação Entre Políticas Econômicas no Brasil*. In: Secretaria do Tesouro Nacional: *Finanças Públicas – II Prêmio de Monografia*. Brasília, 1998.

• **PASTORE, A. C. & PINOTTI, M. C.:** *Câmbio Flutuante, Inflação e Crescimento Econômico*. In: Velloso, J. P. R. (org.): *A Crise Mundial e a Nova Agenda de Crescimento*. José Olympio Editora. Rio de Janeiro, maio de 1999.

• **PEREIRA, S. P.:** *Política Fiscal no Período 1993-1997*. In: Secretaria do Tesouro Nacional: *Finanças Públicas – III Prêmio de Monografia*. Brasília, 1999.

• **PRATES, D. M.:** *Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa* in Carneiro, R. M. *et alli: Gestão Estatal no Brasil - Armadilhas da Estabilização*. 1995-1998. Ed. FUNDAP. São Paulo, 2000.

• **SANTOS, G. C. :** *A Dívida dos Estados: Composição, Evolução e Concentração*. In: Secretaria do Tesouro Nacional: *Finanças Públicas – III Prêmio de Monografia*. Brasília, 1999.

• **SANTOS, T. G. M. et alli:** *Ajuste Fiscal do Estados* In: Secretaria do Tesouro Nacional: *Finanças Públicas – II Prêmio de Monografia*. Brasília, 1998.

• **SARDEMBERG, R.:** *A Gestão da Dívida Interna em 2001*. In: FUNDAP: *Indicadores Dresp*. São Paulo, Maio-Junho de 2001.

• **SCIAMANNA, F.:** *Natureza e Determinantes do Ajuste Fiscal no Brasil*. In: PIBIC-CNPq: *Liberalização, Estabilidade e Crescimento: o acompanhamento da economia e da política econômica no Brasil*. Relatório de Iniciação Científica. Campinas, 2002

• **SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL:** *Arrecadação Federal*. In: [www.receita.fazenda.gov.br](http://www.receita.fazenda.gov.br)

• **SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN):** *Dívida Pública: Apresentação à Comissão Pública de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional*. [www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br). Brasília, abril de 2001. (a)

• \_\_\_\_\_: *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2001*. Brasília, fevereiro de 2001. In: [www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br) (b)

• \_\_\_\_\_: *Dívida Pública: Plano Anual de Financiamento 2002* In: [www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br). Brasília, janeiro de 2002. (a)

• \_\_\_\_\_: *Dívida Pública – Conceitos básicos e Fatores Determinantes*. In: <http://www.fazenda.gov.br/portugues/releases/2002/dpublica1.ppt> Junho de 2002. (b)

• \_\_\_\_\_: *Detalhamento dos Principais Fatores de Variação da Dívida Pública*. In: [www.sn.fazenda.gov.br](http://www.sn.fazenda.gov.br). Brasília, junho de 2002 (c)

• \_\_\_\_\_: *Dívida Pública – Assunção e Reestruturação de Ativos*. In: [http://www.stn.fazenda.gov.br/divida\\_publica/assuncao\\_reestruturação\\_passivos.asp](http://www.stn.fazenda.gov.br/divida_publica/assuncao_reestruturação_passivos.asp)

• **SILVA, V. A.:** *O Impacto das Moedas de Privatização sobre a Dívida Pública*. In: Secretaria do Tesouro Nacional: *Finanças Públicas – II Prêmio de Monografia*. Brasília, 1998.

• **SOUZA, M. F. Z.:** *Inserção Comercial no Brasil* In: PIBIC-CNPq: *Liberalização, Estabilidade e Crescimento: o acompanhamento da economia e da política econômica no Brasil*. Relatório de Iniciação Científica. Campinas, 2002.

• **STEVESON, A et alli:** *Macroeconomy: Theory and Economy Policy*. Cap. 6. New York. 1988

• **TÁVORA, F. T.:** *Análise da Discrepância do Resultado Fiscal do Governo Central no período 1994 a 2000*. In: Secretaria do Tesouro Nacional: *Finanças Públicas –VI Prêmio de Monografia*. Brasília, 2001.

• **VALOR ECONÔMICO**– Diversos Números

• **YANO, C. M.:** *Composição e Movimento dos Preços no Plano Real* In: PIBIC-CNPq: *Liberalização, Estabilidade e Crescimento: o acompanhamento da economia e da política econômica no Brasil*. Relatório de Iniciação Científica. Campinas, 2002.