

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA DE 1994 A 2004

ANA MARIA MARTINS GRYZER

Porto Alegre  
2006

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA DE 1994 A 2004

Ana Maria Martins Gryzer

Orientador: Marcelo Portugal

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Mercados Financeiros

Porto Alegre

2006

# A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA DE 1994 A 2004

ANA MARIA MARTINS GRYZER

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do grau de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Mercados Financeiros

Aprovada em: Porto Alegre, \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de 2006.

---

Prof. Dr. Marcelo Savino Portugal – orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Eugenio Lagemann  
UFRGS

---

Prof. Dr. Stefano Florissi  
UFRGS

---

Prof. Dr. Alexandre Bandeira M. e Silva  
Unisinos

## DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho ao economista mais brilhante que conheço, Erik Sasdelli Camarano.

## AGRADECIMENTOS

O convívio em sala de aula com meus colegas, praticamente todos do meio empresarial, que se aventuram na academia durante estes dois anos, foi muito importante. Juntos, vivemos discussões riquíssimas que contribuíram imensamente para a minha formação. Um abraço especial para Natália Borba, Francisco Mariotti, Carlos Cordeiro, Vinicius Ferrasso, Nelson Naibert, Marcos Kessler e Carlos Lampert.

Agradeço a toda equipe de profissionais que compõem PPGE/UFRGS pela oportunidade de aprimorar meus estudos da Ciência Econômica. Agradeço aos professores que tive durante o curso, especialmente ao meu orientador Marcelo Portugal.

Agradeço a todos meus familiares pelo apoio que obtive durante o mestrado. E também sou muito grata a Maurício Fernandes, que é muito mais do que um amigo.

E o meu agradecimento final é para você Ahanti. Por admirar a pessoa que você é, que segui na faculdade de economia e prossegui meus estudos na área. Muito obrigado pelos livros, emails e conversas.

“O Brasil precisa de um novo modelo de desenvolvimento que priorize a democracia, a economia de mercado e políticas sociais para os pobres”.

(Maílson da Nóbrega)

## RESUMO

O presente trabalho de dissertação tem o objetivo de analisar o crescimento da dívida pública brasileira no período entre 1994 a 2004. Assim, inicialmente é realizada uma revisão macroeconômica sobre o tema, e posteriormente são expostas políticas fiscal, monetária e cambial adotadas pelo governo nos últimos anos e sua influência sobre o crescimento do déficit público. Finalmente, analisa-se os fatores condicionantes da dívida, bem como eventuais propostas de solução para o problema.

**PALAVRAS CHAVES:** dívida pública, políticas fiscal, monetária e cambial.

## ABSTRACT

This dissertation analyzes the growth in Brazilian public debt from 1994 to 2004. It begins with a review of the macroeconomic theory on the subject, followed by a description of the fiscal, monetary, and exchange rate policies adopted by the government in different years, and what influence did these policies have on public deficit growth. In the end, it analyzes the factors that cause the debt, as well as some propositions to solve the problem.

**KEY WORDS:** public deficit; fiscal, monetary and exchange rate policies.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Resultado Primário 1994 a 2004 .....	25
Gráfico 2 – Carga Tributária / PIB 1994 a 2004.....	26
Gráfico 3 - Evolução da Taxa Selic 1994 a 2004 .....	29
Gráfico 4 - Taxa de Câmbio Nominal x Real 1994 a 2004 .....	41
Gráfico 5 – Relação Dívida / PIB 1994 a 2004 .....	42

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Arrecadação Tributária Geral 1994 a 2004 .....	22
Tabela 2 – Indicadores das Contas Públicas (em % PIB) 1994 a 2004 .....	22
Tabela 3 – Arrecadação Total do Governo Federal por Impostos .....	23
Tabela 4 – Fatores do Aumento da Dívida Líquida do Setor Público .....	45

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	01
2 REVISÃO TEÓRICA MACROECONÔMICA SOBRE DÍVIDA PÚBLICA .....	03
2.1 Conceituando Dívida Pública .....	03
2.2 Efeitos Macroeconômicos da Dívida Pública .....	06
2.3 O Financiamento do Déficit Público .....	11
2.4 Credibilidade e Sustentabilidade da Dívida .....	13
3 POLÍTICAS ECONÔMICAS .....	19
3.1 Política Fiscal .....	20
3.2 Política Monetária .....	26
3.3 Política Cambial .....	32
4 EVOLUÇÃO DO DÉFICIT PÚBLICO: FATORES GERADORES E PERSPECTIVAS DE SOLUÇÃO .....	42
4.1 Fatos Condicionantes .....	47
4.2 Perspectivas de Solução .....	54
5 CONCLUSÃO .....	62
REFERÊNCIAS .....	65

## 1 INTRODUÇÃO

A dívida pública de um país é formada por déficits acumulados pelas contas do governo ao longo do tempo. Estes déficits podem ser financiados através da emissão de títulos (dentro do próprio país ou no exterior), ou pela emissão de moeda. O estoque total de títulos emitidos pelo governo constitui a dívida pública.

Salienta-se que o tamanho da dívida pública de um país tem influência no seu crescimento econômico de longo prazo. Assim, quanto mais um país deve ao exterior e também ao mercado interno, maior é a necessidade de geração de superávit primário, o que obriga o governo a aumentar impostos, reduzir gastos.

Porém, examinar somente o montante nominal da dívida pública, não expressa uma variável passível de análise da administração pública. É preciso avaliar a dívida pública expressa como percentagem do PIB e não em termos de valores absolutos. Logo, a relação (dívida/PIB) não pode crescer indefinidamente, pois haverá um momento que os credores perceberão que a dívida é impagável.

No caso do Brasil, observa-se que esta relação apresentou um crescimento considerável no período de 1994 a 2004. Existe a hipótese de que vários fatores, dentre os quais destacam-se os esqueletos, juros elevados, previdência entre outros, contribuíram para esta elevação no período analisado.

Apontar o aumento da dívida do Governo Federal tem sido uma crítica freqüente desde a implantação do Plano Real. De fato, em julho de 2004 a dívida representava 30% do PIB e elevou-se para 51% do PIB em dezembro de 2004.

Analisando esta informação e sem maiores explicações, os números impressionam negativamente e podem deixar a impressão de que a dívida cresceu em decorrência da má gestão das finanças públicas.

É necessário analisar se realmente a expansão da dívida pública vem da iniciativa do Governo Federal em assumir ou reconhecer dívidas que já existiam.

Para este fim, as políticas econômicas implementadas pelo governo devem ser estudadas, pois determinadas ações por parte do governo provocaram variações importantes sobre os fatores condicionantes da dívida pública.

A política fiscal praticada nos últimos dez anos, resulta em um problema de desajuste das contas, mesmo com a evolução da arrecadação durante todo o período analisado, nas três esferas do governo federal, estadual e municipal.

A política monetária foi caracterizada no período de 1994 a 2004 como restritiva, pois os juros reais praticados foram altos, o crédito foi restrito, as taxas dos depósitos compulsórios se elevaram e as operações de mercado aberto funcionaram com a venda de títulos públicos.

A política cambial apresentou períodos distintos. De julho de 1994 a março de 1995, a opção foi pelo regime de taxas de câmbio flutuante. Porém, devido a crises no mercado financeiro internacional em março de 1995 o câmbio fixo com sistema de bandas passou a ser utilizado. Este sistema prevaleceu até a adoção do sistema de câmbio flutuante a partir de janeiro 1999, sistema este que é praticado atualmente.

Este trabalho de dissertação tem por fim realizar uma análise da evolução da dívida pública federal brasileira nos últimos 10 anos, ou seja, no período de 1994 a 2004, dentro de uma ótica de análise macroeconômica. Para atingir este fim, serão apresentados três capítulos:

No segundo, será realizado uma revisão da teoria macroeconômica, definindo dívida pública e seus principais componentes, apresentação de modelos sobre composição ótima da dívida pública e teorias sobre credibilidade e sustentabilidade.

No terceiro capítulo será exposta a política econômica no período, Política Monetária e Política Fiscal e Cambial.

No quarto e último capítulo, será analisado o crescimento das contas públicas, considerando-se a iniciativa do Governo Federal Brasileiro em assumir ou reconhecer dívidas que já existem, os chamados, esqueletos. Ainda neste mesmo capítulo, serão apresentadas atuais propostas para redução do déficit público, e para conter a dívida mobiliária e contratual, com fonte de financiamento externo e interno.

## 2 REVISÃO DA TEORIA MACROECONOMICA SOBRE DÍVIDA PÚBLICA

## 2. 1 Conceituando Dívida Pública

A dívida pública como instrumento de política econômica é quase tão antigo quanto o próprio Estado, como uma maneira de financiar suas atividades.

A partir do século XVIII, o endividamento dos governos junto a bancos privados, através de contratos de empréstimos, e da emissão de dívida mobiliária foi se tornando uma prática comum entre os países capitalistas.

Até meados dos anos 1940, o endividamento junto ao setor privado constituía uma fonte excepcional de financiamento para o Estado, atendendo a despesas governamentais extraordinárias (como gastos de guerra, por exemplo). Após o termino da Segunda Guerra Mundial, a dívida pública tornou-se uma instituição regular nas economias capitalistas, como parte integrante dos instrumentos de política econômica utilizadas até então.

Pode-se dizer, que a dívida pública é formada a partir de déficits acumulados ao longo do tempo. O orçamento do governo está em déficit quando as receitas não são suficientes para cobrir os gastos.

$$\text{Déficit primário} = \text{despesas excluindo juros} - \text{receita total} \quad (2.1)$$

$$\text{Déficit total} = \text{déficit primário} + \text{pagamento de juros} \quad (2.2)$$

$$\text{Dívida}_{t-1} = \text{dívida}_{t-0} + \text{compras}_{t-0} + \text{transferências}_{t-0} + \text{juros}_{t-0} - \text{receitas}_{t-0} \quad (2.3)$$

$$D_{t+1} = D_t + G_t + F_t + RD_t - T_t \quad (2.4)$$

Conceitualmente, a equação (2.1) diz que o Déficit Primário ocorre quando as receitas do governo são insuficientes para o pagamento das despesas (com exceção do pagamento dos juros), então a equação (2.2) expressa o conceito de Déficit Total, dado pela soma do Déficit primário somado ao pagamento dos juros. Na equação (2.3) e (2.4), mostra-se como a Dívida do governo é acumulada entre os diferentes períodos de tempo. Usa-se D para dívida, G para compras, F para transferências, T para receitas e R para a taxa de juros.

O conceito de déficit primário é o mais indicado quando se analisa a dinâmica da dívida pública. Já o déficit operacional mostra qual o déficit efetivo sem

considerar a inflação, e o déficit estrutural mostra até que ponto é ativa a política fiscal do governo.

O setor público abrange as contas do três níveis de governo (federal, estadual e municipal), e ainda as contas das empresas estatais, bem como as contas da previdência social e a conta de resultado do Banco Central.

Como o tesouro nacional é o responsável pelos recebimentos e pagamentos do governo, uma vez que o governo apresente um déficit em seu orçamento, haverá de pedir emprestado.

Os déficits podem ser financiados pela dívida, tomando emprestado do público através da emissão de títulos, ou pela emissão de moeda. O estoque total de títulos emitidos pelo governo constitui a dívida pública.

O governo pode emitir títulos dentro do próprio país (formando a Dívida Interna), ou ainda, emitir títulos no exterior (Dívida Externa).

A Dívida Interna é o somatório dos débitos assumidos pelo governo junto às pessoas físicas e jurídicas residentes no próprio país. Sempre que as despesas superam as receitas, há necessidade de dinheiro para cobrir o déficit. Para isso, as autoridades econômicas podem optar por três soluções: emissão de papel moeda, aumento da carga tributária (impostos) e lançamento de títulos.

A Dívida Externa é o somatório dos débitos de um país, garantidos pelo seu governo, resultantes de empréstimos e financiamentos contraídos com residentes no exterior. Os débitos podem ter origem no próprio governo, em empresas estatais e em empresas privadas.

No Brasil, ainda pode citado conceito Dívida Pública Consolidada ou Dívida Pública Fundada, que é o montante total apurado sem duplicidade das obrigações financeiras do ente da federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses.

E salienta-se também o conceito de Dívida Pública Mobiliária que é a parte da Dívida pública representada por títulos emitidos pela União, inclusive os do Banco Central - BACEN, Estados e Municípios. O órgão do estado responsável pelo controle da dívida pública é a Divisão da Dívida Pública (DIDIP), subordinada à

Coordenação da Administração Financeira do Estado (CAFE) que, por sua vez, compõe a Secretaria de Estado da Fazenda (SEFA).

Giambiagi (2001, cap. 8) faz um estudo sobre a dinâmica da dívida pública e o caso brasileiro. Primeiramente o autor faz uma analogia das contas de um empresário e as contas de um país. Salienta que no caso de um empresário ou de um trabalhador, é possível por em dia suas contas a partir do momento em que ocorre redução dos gastos para quitar suas dívidas. Porém, no caso de um país é diferente, pois o horizonte de tempo é levado em consideração visto que o tempo de permanência no cargo de um governante é um fator relevante.

Para Giambiagi (2001, cap. 8), não é correto examinar somente o montante nominal da dívida pública, é preciso avaliar a dívida pública expressa como percentagem do PIB e não em termos de valores absolutos. O autor também estabelece que esta relação (dívida/PIB) não pode crescer indefinidamente, pois haverá um momento que os credores perceberão que a dívida é impagável.

O autor salienta a importância de observar a composição e o custo da dívida pública, pois em países desenvolvidos existe a possibilidade de rolagem, ao contrário do que acontece em um país pequeno que corre o risco de ficar frágil às oscilações do mercado devido ao curto prazo de maturação da dívida.

Posteriormente, Giambiagi (2001, cap. 8) faz uma análise da dívida pública no Brasil nos anos 1980 e também nos anos 1990. Reconhece a expansão da dívida no primeiro período, devido a títulos indexados a inflação. No segundo período, verificou a importância do reconhecimento de antigas dívidas inicialmente não registradas e o efeito das privatizações. Ressaltou a falta de confiança dos credores na capacidade de pagamento, que não permitiu o alongamento da dívida no período.

Em uma outra parte deste mesmo capítulo, o autor procura definir a dívida pública externa e interna como  $D$ , o valor da dívida no período  $t$  é dado por:

$$D_t = D_{t-1} + J_t - SP_t - S_t \quad (2.5)$$

em que  $J$  é a despesa de juros nominais,  $SP$  é o valor do superávit primário,  $S$  é a coleta de senhoriagem (imposto inflacionário, representa receita para o governo quando este emite moeda, em época de altos índices inflacionários) e  $(t-1)$  expressa defasagem de um período. Por esta equação, o autor tenta provar que “[...] adiar o ajustamento tende a torná-lo cada vez mais difícil, pois a postergação das medidas

destinadas a obter esse ajuste implica a persistência de déficits [...]” (Giambiagi, 2001 cap. 8, p. 22).

Estabelece uma condição de equilíbrio da relação entre dívida pública e PIB. O autor diz que quanto maior é a dívida ou a taxa de juros, mais o governo tem que se ajustar para arcar com a despesa de juros, e que quanto maior o crescimento da economia, mais fácil é manter a dívida constante como proporção do PIB.

## 2.2 Efeitos Macroeconômicos da Dívida Pública

Para que um país tenha um ambiente macroeconômico sadio, a política fiscal deve ser eficiente para a obtenção da estabilidade e do crescimento econômico. Como os gastos do governo constituem uma importante variável de influência sobre a Demanda Agregada<sup>1</sup>, o controle do déficit público passa a ter um papel fundamental sobre o orçamento fiscal.

J.M. Keynes, com sua obra *A Teoria Geral do Emprego, do Juros e da Moeda* (Keynes, 1982) publicada em 1936, influenciou os governos em todo o mundo, sobre a condução da política econômica, inaugurando um debate sobre política fiscal e dívida pública que persistem até hoje.

A teoria keynesiana sugeriu nos anos 1930 que os gastos públicos deveriam ativar a economia, provocando déficit, porém, nos anos de prosperidade deveria ser obtido um superávit. Atingindo o equilíbrio fiscal na média entre os períodos de tempo. Ou seja, o déficit fiscal é planejado e pode ser um fator que contribui para o crescimento.

Keynes (1982) atribui ao Estado um papel anticíclico, de caráter permanente, nas economias de mercado. O gasto, e principalmente, o déficit do governo são identificados como instrumentos anticíclicos potentes, que aliados a uma política monetária adequada, de juros baixos, são capazes de reverter situações de desemprego. A administração da dívida pública é, portanto, parte integrante deste modelo.

---

<sup>1</sup>  $DA = C + I + G + X - M$ , a Demanda Agregada (DA) é soma do consumo das famílias (C), investimentos (I), gastos do governo (G), exportações (X) deduzidas as importações (M).

O autor acredita que nos períodos de recessão da atividade econômica, cabe ao governo ampliar seus gastos em investimentos, expandindo a demanda agregada no curto prazo, melhorando as expectativas de lucro para as empresas no médio prazo, motivando a recuperação dos investimentos privados.

Neste modelo, as recessões implicam na ocorrência ou no aumento de déficits fiscais de duas maneiras: endogenamente, devido à queda da arrecadação de impostos sobre a atividade econômica, e, exogenamente, devido ao emprego de políticas fiscais anticíclicas, apoiadas em aumentos dos gastos públicos. Os déficits, por sua vez, têm como contrapartida a expansão da dívida pública, sob a forma de emissão de moeda, de dívida contratual (bancária) ou de dívida mobiliária.

Cabe então a autoridade monetária administrar o montante de emissão de moeda e de títulos de diferentes maturidades, de modo a manter o custo mais baixo possível do financiamento para o governo, sem trazer prejuízo a estabilidade econômica.

Para Keynes (1982), o consumo era determinado pela renda disponível:

$$C = a + bY_d \quad (2.6)$$

$$S = C - Y_d \quad (2.7)$$

Logo, uma mudança temporária nos impostos correntes pouco afetaria o valor presente dos impostos, tendo assim, efeito reduzido sobre o consumo corrente. O efeito do déficit público sobre a Demanda Agregada dependeria das expectativas dos agentes econômicos acerca de ser permanente ou temporário tal déficit.

Com base neste modelo econômico, pode-se listar algumas consequências da elevação do déficit orçamentário através de redução de impostos:

- aumento na renda disponível provoca elevação do consumo e redução da poupança;
- a redução da poupança eleva a taxa de juros e desestimula o investimento;
- um menor nível de investimentos levará a um menor nível de produto/renda;
- com base no modelo IS-LM-BP, teremos elevação da demanda, do produto e do nível de emprego apenas no Curto Prazo;

- no longo prazo, os efeitos serão apenas a elevação no nível geral de preços;
- com a redução da poupança, temos superávits na conta de capital e déficit na conta-corrente, implicando em endividamento da nação;
- há ainda uma valorização da moeda nacional, estimulando a importação e amenizando o efeito expansionista da política fiscal.

Segundo a concepção ricardiana da Dívida Pública, o que desestrutura o pensamento tradicional é a afirmação de que o consumo não se alterará diante de uma redução de impostos sem correspondente redução dos gastos.

Ressalta-se que a Equivalência Ricardiana diz que um corte nos impostos aumenta a renda disponível elevando a poupança. Esta teoria prevê que o déficit e os impostos são equivalentes quanto aos seus efeitos sobre o consumo. Os agentes teriam a percepção de que se o governo resgatasse sua dívida, seria necessário um aumento nos impostos.

Sendo o valor presente desses impostos futuros iguais ao da redução de impostos que resultou no déficit, os consumidores elevariam sua poupança no presente.

Levando em consideração esta hipótese, o déficit público não afetaria a poupança nacional, nem a taxa de juros ou o saldo do Balanço de Transações Correntes. Pois, um aumento no déficit público seria acompanhado de igual aumento na poupança privada, permanecendo inalterados os investimentos e o saldo da Balança Comercial.

"Em algum momento do futuro, o governo terá de aumentar os impostos para liquidar sua dívida e os juros acumulados. [...] esta política representa uma redução nos impostos no presente e um aumento no futuro." (Mankiw, 200, p. 147)

Parte-se das expectativas que os agentes têm de que a redução dos impostos será transitória, visto que o déficit gerado deverá ser coberto em algum momento no futuro. Com base na teoria do consumo de Milton Friedman (1984), uma renda disponível transitória não é consumida e sim poupada.

É interessante notar que uma situação inversa também poderia ser tratada por essa teoria: uma simples redução nos gastos do governo geraria uma elevação

no consumo, pois as pessoas formariam a expectativa de uma redução nos impostos no futuro para compensar o superávit gerado.

Este modelo pressupõe que os agentes possuem expectativas racionais, ou seja, os agentes formam suas expectativas utilizando todas as informações disponíveis e interpreta estas informações corretamente. E ainda vale o modelo do ciclo de vida, segundo os quais os agentes definem a sua distribuição de renda entre consumo e poupança visando manter um padrão estável de consumo ao longo de sua vida, apesar das variações correntes da renda disponível.

Diante da informação sobre a ocorrência dos déficits governamentais e, portanto, aumento da dívida pública, os agentes racionais antecipariam a necessidade de aumento futuro dos impostos, de modo a capacitar o governo a cumprir com os encargos financeiros da dívida. Espera-se assim que um aumento da renda disponível e da capacidade de consumo no presente seja compensado por uma redução futura.

Nessas condições os agentes racionais tenderiam a reter o atual aumento na renda sob forma de poupança, que financiará o aumento futuro nas despesas com impostos.

O déficit público não traria, portanto, qualquer benefício em termos de crescimento econômico, tendo, pelo contrário, um impacto negativo sobre o bem estar da sociedade, representado pelo ônus da dívida a ser pago pelas gerações futuras. Daí a recomendação de uma política fiscal permanente com equilíbrio orçamentário.

O déficit público ainda pode ser entendido como a soma do excedente do setor privado mais o déficit do Balanço de Transações Correntes. Assim, em uma situação de pleno emprego um aumento no déficit público resultará em redução do investimento e ou aumento no déficit em Conta Corrente.

O efeito do déficit público sobre o déficit comercial depende não só de como é conduzida a política monetária, mas também do efeito que esta política tem sobre a taxa de câmbio e a taxa de juros.

Nota-se que uma contração fiscal acompanhada de uma política monetária expansionista, por reduzir a taxa de juros, pode levar à desvalorização cambial,

tendendo a aumentar os investimentos ao mesmo tempo em que reduz o déficit comercial.

Porém, as teorias que surgiram após a era Keynes (1982), mostram que o déficit do governo não é um indicador seguro do efeito da política fiscal sobre a Demanda Agregada. Isto porque o déficit afeta como também é afetado pelo nível de atividade econômica.

A trajetória da razão dívida/PIB pode ser expressa na seguinte equação:

$$\Delta b = d + (r - \rho)b - \lambda m \quad (2.8)$$

Onde  $b$  é razão dívida/PIB,  $d$  é o déficit primário como proporção do PIB,  $r$  é a taxa real de juros da dívida,  $\rho$  é a taxa de expansão real do PIB e  $m$  é razão base monetária/PIB e  $\lambda$  é a taxa de variação da base monetária nominal que, supõe-se, seja igual à taxa de variação do PIB nominal.

A equação demonstra que se o déficit primário excede a emissão de moeda relativa à soma do imposto inflacionário e da senhoriagem, essa diferença teria que ser financiada com a venda de novos títulos públicos. E ainda os gastos com os juros nominais têm que ser refinanciados com mais dívida.

A equação ainda mostra que se a expansão do PIB for menor que a taxa de juros real, a razão dívida/PIB se torna instável, ficando assim o governo impedido de ter déficits primários permanentes que sejam maiores do que a receita da emissão da moeda relativa à senhoriagem e ao imposto inflacionário; caso contrário a razão dívida/PIB crescerá sem limites.

Deve haver um limite para o endividamento, pois se pode chegar à situação em que não haverá mais tomadores para os títulos da dívida.

Nota-se também que, se a taxa de expansão do PIB real fosse maior do que a taxa real de juros seria possível ter déficits primários permanentes acima da receita de emissão de moeda dada por  $\lambda m$ . Se esta situação se concretizasse, um esquema de financiamento da dívida em que novos empréstimos fossem tomados, simplesmente para pagar os juros da dívida tornar-se-ia factível.

Acredita-se que os países com rápida expansão econômica podem se dar ao luxo de ter déficits primários maiores, já que têm mais espaços para recorrer à emissão não inflacionária de moeda.

Os países com elevados déficits públicos apresentam, geralmente, também altas taxas de inflação.

Historicamente, observa-se que em quase todos os episódios de hiperinflação houve situação prévia de descontrole fiscal. Pois as altas taxas de inflação provocam queda da arrecadação de impostos e reduzem também as receitas de senhoriação devido à menor demanda por encaixes monetários reais.

Como o governo percebe o crescimento do déficit, há uma tendência de aumentar suas receitas através da emissão de moeda e que por fim, só faz crescer a inflação ainda mais, provocando nova elevação no déficit.

### 2.3 O Financiamento do Déficit Público

O déficit público pode ser financiado pela emissão de moeda mais empréstimos internos e externos. Destaca-se que a partir da decisão de financiamento da dívida, alguns problemas surgem no ambiente macroeconômico de um país.

A emissão de moeda pode gerar inflação e o endividamento externo pode gerar uma crise em moeda estrangeira. O endividamento interno por afetar a taxa de juros real pode levar a uma trajetória explosiva da dívida pública interna.

Salienta-se que a receita que o governo obtém através da emissão de moeda depende da demanda da base monetária que é afetada pela elasticidade dos encaixes reais com relação tanto à renda quanto à inflação. Como a demanda por encaixes reais tende a cair com o aumento da inflação, o governo só arrecadaria mais se a taxa de variação da oferta de moeda fosse maior do que a retração da demanda por encaixes reais.

Uma outra alternativa para financiar o déficit público, o governo pode utilizar as reservas em divisas estrangeiras em vez de emitir moeda. Porém, quando o nível de reservas de um país diminui, aumenta a expectativa dos agentes de uma desvalorização cambial, provocando fuga de capitais e crise no Balanço de Pagamentos.

Se o governo decidir emitir títulos como forma de financiamento do déficit, pode ser gerado um processo inflacionário. E com uma dívida interna maior, o déficit total também seria maior no futuro, pois o governo teria que emitir mais moeda de modo a manter o déficit inalterado.

O superávit primário pode ser um instrumento utilizado pelo governo como instrumento de ajuste da dívida pública.

Assim, a restrição orçamentária do governo, pode ser definida como:

$$G = T + NB \quad (2.9)$$

$$G = GP + GF \quad (2.10)$$

$$GF = A + J \quad (2.11)$$

Onde T é a receita de impostos, NB a emissão de novos títulos pelo governo, GP gastos primários, GF gastos financeiros, A amortizações da dívida pública em títulos e J despesas com juros.

O superávit do governo pode requerer uma atuação pró-cíclica da política fiscal que aprofunda as tendências recessivas ou expansivas da economia. Além disto, ser a antítese do papel estabilizador que normalmente se espera da atuação do governo na economia, sua eficácia pode ser nula em relação ao objetivo que se segue, especialmente em ambientes recessivos.

Pois, o superávit depende da arrecadação dos impostos que acompanha o movimento do PIB. E o PIB não é independente dos tributos e dos gastos primários, tanto uma elevação do primeiro como uma redução no segundo, reduzem o PIB, eliminando o efeito sobre o superávit do governo.

Assim, o superávit primário deve apresentar aumento quando ocorrer crescimento econômico.

## 2.4 Credibilidade e Sustentabilidade da Dívida

A composição da dívida pública também tem um papel essencial a desempenhar na geração de comprometimento, importante no auxílio à implementação dos objetivos de política econômica.

A escolha do prazo e indexação da dívida pode ser relevante na escolha da política de estabilização. Ao diminuir a maturação da dívida, aumentando a parcela de títulos indexados, o gestor da dívida fortalece a credibilidade da política anti-inflacionária, pois reduz o benefício que poderia levá-lo a inflacionar a economia em períodos posteriores.

Os agentes sabem que ao alongar os prazos o governo tem como evitar custos elevados decorrentes de uma maior inflação no futuro. A chave é usar a dívida como mecanismo de comprometimento, evitando que autoridade monetária tome determinadas medidas que, embora sejam ótimas no curto prazo, não são uma boa idéia no longo prazo. Este argumento sugere que o perfil da dívida seja mais indexado ou mais curto.

Existem algumas condições para que haja credibilidade no pagamento da dívida pública, e ainda, fatores para a administração da dívida.

A pré-condição para o aumento da credibilidade é transmitir aos agentes que o governo tem intenções e condições de respeitar sua restrição orçamentária intertemporal e que a estabilidade monetária de longo prazo está assegurada.

Llussa (1998, p. 99) acredita que “ [...] a reforma nos fundamentos fiscais se faz necessária não só para equilibrar o orçamento no longo prazo, mas também para reforçar as expectativas de que a estabilidade da moeda é consistente [...] ”.

O equilíbrio nas contas do governo está baseado em três itens:

- i. aprovação de reformas institucionais (tributária, previdenciária, administrativa e pública), reduzindo pressões sobre os gastos;
- ii. introdução de um mecanismo que limite a transferência de desequilíbrios dos governos estaduais e municipais ao governo federal;
- iii. privatização.

A fragilidade do sistema financeiro é um fator que abala a credibilidade na condução da política monetária. Se as condições econômicas conduzirem a um longo período de endividamento, aumentará a possibilidade de uma crise de confiança.

Medeiros e Barcinski (1999) realizaram um estudo sobre confiabilidade e a dívida pública após a implementação do Plano Real. Argumentam que até a introdução do plano, toda a dívida prefixada do governo era concentrada, em sua maioria, em prazos inferiores a um mês. Sendo este perfil explicado pelo nível de risco associado à incerteza quanto ao comportamento da inflação, o que gera desconfiança por parte dos agentes.

Neste estudo foi constatado que a partir de julho de 1994, o prazo médio de vencimento dos títulos da dívida pública federal aumentou quase cinco vezes. Isto ocorreu, segundo os autores, em função da reputação inicial do plano econômico que foi introduzido, que acabou proporcionando credibilidade e um curto risco de rolagem da dívida aos agentes. Salientam ainda que o governo conseguiu pulverizar a dívida em diversos vencimentos.

A administração eficaz da dívida pública possui um papel importante para o desenvolvimento econômico. As decisões tomadas pela administração da dívida influenciam sua maturidade, formando as expectativas dos agentes e suas escolhas de investimento e consumo.

O governo, ao implementar determinada opção de política econômica, deve avaliar os custos e os benefícios desta escolha.

Ou seja, quando um governo adota um sistema de metas de inflação e um regime de flutuação cambial com abertura da conta de capitais, esta estratégia também não é livre de custos e riscos.

Quanto mais um país expressar um endividamento externo de curto prazo, terá em contrapartida um elevado nível de financiamento externo do Balanço Patrimonial, ficando refém dos humores do mercado financeiro internacional. O país pode ficar então mais vulnerável a ataques especulativos em razão de mudanças no cenário internacional. E se ainda houver a opção pela manutenção de uma elevada taxa real de juros, o governo pode arcar com um elevado custo financeiro.

Um país que tenha como objetivo alcançar um crescimento econômico sustentável deve procurar compatibilizar equilíbrio interno com externo. Por equilíbrio interno, entende-se a manutenção da taxa de inflação sob controle, bem como o estabelecimento de condição de gerenciamento sustentável da dívida pública, fundamental para a manutenção da taxa de inflação no curto prazo. Por equilíbrio

externo, entende-se a manutenção de déficits em conta corrente relativamente baixos e financiados por capitais de longo prazo, em sua maioria.

Para o caso brasileiro, Llussa (1998, p. 99) acredita que a redução do endividamento público estaria baseada em três argumentos:

- redução do superávit primário para um patamar de 3% do PIB
- adoção de um sistema de “crawling-peg” ativo no qual o Banco Central fixa ex-ante a taxa de desvalorização do câmbio e da taxa de inflação.
- redução da taxa nominal de juros

A solvência financeira de qualquer devedor depende de duas condições. Primeira, a relação entre o fluxo de despesas financeiras assumidas e o seu fluxo de receitas líquidas. Segunda, sua capacidade de refinanciamento, ou seja, sua capacidade de honrar seus compromissos financeiros assumidos.

Mesmo em uma situação limite de total incapacidade de refinanciamento do governo junto ao mercado financeiro privado ou junto ao Banco Central, a influência da política monetária é crucial. Na verdade, salienta-se a importância da coordenação entre as políticas monetária e fiscal para uma boa administração da dívida pública.

Existe um efeito de realimentação entre o volume e perfil da dívida pública e o nível de reservas cambiais com as crises financeiras conhecido como efeito de profecias auto-realizáveis.

Benecke (2002) analisa, a gestão da dívida pública em termos de uma medida de risco chamada de probabilidade de ocorrência de crises da dívida (PCD). Os autores acreditam que essa medida é afetada pela composição da dívida e pelo equilíbrio das contas públicas. Além disso, avalia-se a disponibilidade de reservas internacionais em relação a um nível adequado, calculado pelo modelo de *buffer stock*.

De posse da PCD, do nível adequado de reservas e dos objetivos de política monetária, apresenta-se um modelo de decisão baseado em controle ótimo estocástico clássico e por impulso que pode ser considerado em eventos de crises cambiais. Dessa forma, este trabalho de Benecke (2002) contribui com a apresentação de uma abordagem integrada entre ativos, passivos e objetivo

macroeconômico, que define uma estratégia para enfrentar situações de ataque especulativo e de interrupção de fluxo de entrada de capitais estrangeiros que possam afetar o equilíbrio do balanço de pagamentos. Essa estratégia permite reduzir os riscos inerentes aos desdobramentos de uma crise financeira.

O autor conclui que o aumento da indexação cambial da dívida eleva a probabilidade de ocorrência de crises da dívida e a geração de superávit primário minimiza este impacto. Além disso, o Brasil depende de acesso a fontes de financiamento do FMI para manter as reservas internacionais em nível adequado em casos de eventos de crises cambiais.

Com baixa disponibilidade de ativos e com alta indexação cambial da dívida, ou seja, a alternativa é elevar a taxa de juros em momentos de crises financeiras, com desdobramentos negativos para o crescimento econômico. Como a elevação da taxa de juros também implica em maior risco de default, a menos que o governo decida por um choque fiscal com incremento do superávit primário, a estratégia ideal do governo em momentos de estabilidade econômica passa a ser a manutenção de baixos valores de indexação cambial da dívida e um nível de reservas internacionais adequado, a fim de que haja flexibilidade para a utilização desses instrumentos em tempos de ataques especulativos e de interrupção de fluxos de entrada de capitais estrangeiros. Essa maior flexibilidade reduz o impacto de uma crise financeira na dívida pública e nos riscos de que o banco central não tenha sucesso no seu combate.

Relaxadas as hipóteses da Equivalência Ricardiana, constata-se que a composição da dívida pública é importante não só pelas razões de minimização do custo esperado do serviço da dívida, mas também por razões de credibilidade e sinalização, minimização da volatilidade orçamentária e aumento da liquidez ou da informação disponível no mercado.

Reis e Valadares (2004), realizaram um trabalho apresentando duas abordagens alternativas para a formulação de um *benchmark* para a dívida pública. Argumentam que ao longo da última década, houve expressivos avanços na discussão a respeito do gerenciamento da dívida, liderados por países desenvolvidos e encampados pelo setor oficial. Dentro dos instrumentos de planejamento estratégico e gerenciamento de riscos, uma das medidas que ganhou

destaque foi a adoção de um *benchmark* - uma estrutura de dívida ótima de longo-prazo que nortearia a estratégia de financiamento de curto e médio prazos.

Nas duas metodologias, a composição ótima da dívida é feita com base em uma análise de fronteira eficiente, explicitando o *trade off* existente entre o retorno esperado e o risco da dívida, medidos a partir da relação Dívida/PIB e gerados a partir de simulações que consideram as possíveis diferentes composições para a dívida. No entanto, as duas abordagens são diferentes em sua natureza.

No primeiro modelo, a evolução da economia se dá com base em alguns processos estocásticos de finanças. Para garantir a consistência macroeconômica, esses processos são correlacionados, segundo a metodologia de cholesky (método de fatoração).

Já o modelo macro-estrutural consiste na estimação de algumas equações estruturais para as variáveis econômicas. São elas: uma curva IS, uma curva de Phillips, uma regra de juros, uma equação para a dinâmica do câmbio nominal e uma equação para a evolução do prêmio de risco.

Os modelos geram diversas trajetórias estocásticas para a relação Dívida/PIB e são computadas estatísticas para estas relações. Os resultados dos dois modelos parecem explicitar bem os trade-off's envolvidos nos principais instrumentos de dívida, explicitando, por exemplo, os ganhos com relação à exposição a riscos de títulos prefixados e indexados a índice de preços, ao mesmo tempo em que evidenciam os ganhos de custos associados aos títulos indexados à taxa SELIC. Como o modelo macro é estimado com base na evolução atual da economia, é provável que ele seja muito mais acurado no curto prazo do que os modelos de finanças. Por outro lado, para a formulação de um *benchmark* de longo prazo, nos parece mais intuitiva a utilização do modelo estocástico de finanças. Nesse sentido, as duas abordagens são complementares para a discussão tanto de um *benchmark* de *steady-state* como da convergência da carteira atual para tal situação hipotética.

A contribuição, portanto, de Reis e Valadares (2004) é de uma formulação teórica consistente, assim como sua implementação prática, que possa subsidiar a escolha de um *benchmark* para a dívida pública e dessa forma auxiliar o avanço no sentido de um gerenciamento eficiente e eficaz da política fiscal.

### 3 POLÍTICAS ECONÔMICAS

As autoridades econômicas, cada qual com seus instrumentos, atuam na economia utilizando políticas expansionistas ou contracionistas para conduzir variáveis como desemprego, produto, inflação, etc, aos níveis que são identificados como ótimo para tal economia que está sendo gerida, e também para estabilizá-la frente às adversidades, ou choques, que pode sofrer.

Pode-se utilizar ou a política monetária ou a política fiscal ou ainda, uma combinação destas. No caso da combinação de políticas, cria-se a necessidade de uma autoridade para cada uma delas. A independência da autoridade monetária diminui o grau de liberdade de ação da autoridade fiscal, porém, não exclui a possibilidade de coordenação entre as autoridades, assim como a subordinação da autoridade monetária à fiscal não exclui a possibilidade de falhas de coordenação que acabem desviando os resultados dos objetivos.

A condução das políticas pode ser executada segundo regras ou discricionariamente. Será segundo regras quando os gestores anunciarem antecipadamente suas ações frente a diversas situações. Políticas discricionárias ocorrem quando os gestores agem em cada caso como mais adequado lhes parecer no momento.

Os gestores possuem objetivos a serem atingidos que geralmente são expostos antes de assumirem o poder, durante a disputa eleitoral. Assumido o poder e anunciado o compromisso com objetivos definidos, podem ocorrer desvios destes objetivos pelos gestores depois de feito o anúncio, pois tal formulação passará necessariamente pelo processo político e sujeito a fatores externos à economia (crises e recessões de outros países).

Este capítulo analisa as políticas econômicas implementadas pelo governo entre os anos 1994 e 2004. Para isto, está dividido em três partes: na primeira seção será abordada a política fiscal, na segunda de política monetária e em uma última parte a política cambial. Em cada seção é apresentado o papel de cada política, as

principais ações e medidas tomadas pelos gestores do setor público, bem como o impacto destas sobre a dívida pública federal no Brasil.

Destaca-se que durante o período analisado, verificam-se dois momentos distintos. De 1994 a 1998 as políticas econômicas implementadas tinham o objetivo de atrair capital através de altas taxas de juros e o controle da inflação era efetuado através do câmbio. Porém, no segundo momento de 1999 a 2004, as taxas de juros passaram a ser utilizadas para controlar a inflação e o câmbio para resolver os problemas de Balanço de Pagamentos.

Esta distinção de períodos é salientada ao longo das seções a seguir.

### 3.1 Política Fiscal

A autoridade fiscal possui como instrumento de política o nível de gasto do governo e a tributação, que podem ser utilizados para políticas expansionistas (aumento dos gastos, redução da tributação, ou ambos) ou contracionistas (redução dos gastos, aumento da tributação, ou ambos).

Alguns economistas consideram que déficits e superávits podem ser razoáveis, como observa Mankin (1998) por três motivos: podem contribuir para manter a estabilidade econômica, podem ser usados para minimizar as distorções de incentivos embutidos no sistema tributário e possibilitar o deslocamento do ônus atual para as gerações futuras.

Porém, Blanchard (2001) é favorável ao orçamento equilibrado, pois além de eliminar os déficits também eliminaria o uso da política fiscal como instrumento macroeconômico.

Atualmente a política de boa gestão de recursos é aceita por muitos economistas e se observa a criação de impedimentos legais visando a este fim, pois o problema do endividamento decorrente de déficits continuados deixa duas opções para o governo no longo prazo: moratória da dívida ou monetização desta, dado que governos muito endividados possuem pouca credibilidade junto ao setor privado para obterem financiamento.

Durante o Plano Real, a política fiscal se caracterizou por um aumento da tributação e redução nos gastos.

A arrecadação total teve um aumento nominal de 96,08% de 1994 a 1998 e de 113,20% de 1999 a 2004.

Neste período criaram-se alguns impostos e outros sofreram aumento, com o objetivo de elevar a arrecadação total, como exemplo, o IPMF (posteriormente CPMF), aumento da alíquota da COFINS de 2% para 3%, aumento do IOF, aumento do IRRF para 27,5%. Estas modificações ajudaram a relação dívida/PIB de 30% em 1994, para em torno de 51% em 2004.

As despesas tiveram um crescimento nominal de 249,73% no período 1994 a 1999 (salienta-se que não estão incluídos os títulos emitidos pelo Banco Central),

**Tabela 1- Arrecadação Tributária Geral (em R\$ milhões)**

Ano	PIB	Tributos Federais	Tributos Estaduais	Tributos Municipais	Arrecadação Total
1994	477.920	98.199	34.334	4.200	136.733
1995	646.192	124.695	53.139	9.024	186.858
1996	778.887	139.484	62.980	10.116	212.581
1997	870.743	158.566	69.320	11.305	239.191
1998	914.188	181.828	72.070	14.219	268.117
1999	973.846	210.691	79.154	15.096	304.941
2000	1.101.255	250.302	95.383	16.011	361.696
2001	1.198.736	278.599	108.262	16.884	403.745
2002	1.346.028	341.007	115.810	19.754	482.361
2003	1.556.182	391.052	139.137	22.990	553.179
2004	1.778.193	451.423	168.821	29.905	650.149

Fonte: BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria da Receita Federal, 2005.

A política fiscal implementada nos últimos dez anos resulta em um problema de desajuste das contas, que pode ser explicado pelo lado das despesas, devido ao aumento do custo da rolagem da dívida pública (resultado do impacto provocado pelo aumento da taxa de juros), e não pelo lado da receita. Assim, o governo tem operado em déficit operacional, ou seja, as receitas menos despesas, incluindo pagamento dos juros reais, não são suficientes para cobrir o total de gastos.

A arrecadação total apresentou evolução durante todo o período analisado, nas três esferas do governo federal, estadual e municipal. Esta conclusão também

pode ser verificada através da análise da Tabela 2, que apresenta a evolução da arrecadação federal por impostos. Impostos como IR Total apresentou um crescimento de 285,9% na arrecadação, o IPI 118,9% e a CPMF 431,1%.

**Tabela 2 – Indicadores das Contas Públicas (EM % PIB)  
1994 - 2004**

	Superávit Primário	Relação Dívida	Déficit Nominal	Carga Tributária
1994	5,04%	30,01%	7,00%	27,90%
1995	0,36%	30,58%	7,30%	28,40%
1996	-0,09%	33,28%	5,90%	28,60%
1997	-0,91%	34,35%	6,10%	28,60%
1998	0,01%	41,71%	7,90%	29,70%
1999	3,28%	48,68%	9,90%	31,80%
2000	3,50%	48,78%	4,50%	32,50%
2001	3,70%	52,63%	5,20%	33,90%
2002	4,01%	55,50%	10,30%	35,50%
2003	4,27%	57,18%	3,60%	34,90%
2004	4,61%	51,81%	2,50%	38,10%

Fonte: BANCO CENTRAL DO  
BRASIL - BACEN, 2004.

**Tabela 3 - Arrecadação total do Governo Federal por impostos (1994 A 2004 / R\$ MILHÕES)**

---

---

---

---

Fonte: BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria da Receita Federal, 2005.

Porém, mesmo com a arrecadação em elevação, conforme também demonstra a Tabela 3, o governo federal apresentou superávit primário em média próximo de zero durante o período de 1994 a 1998 e uma crescente relação dívida/PIB. No período seguinte 1999 a 2004, o superávit primário elevou-se significativamente passando de 0,01% do PIB em 1998 para 4,61% em 2004. Este aumento justifica-se em função do aumento da carga tributária, e do controle mais efetivo das despesas por parte do governo.

A relação dívida/PIB passou de 30% em 1994 para 51% em 2004, um aumento de 21 pontos percentuais no período. Os principais fatores que proporcionaram este aumento foram juros, variação cambial e o reconhecimento dos esqueletos (Brasil, 2002).

No primeiro semestre de 2000, o Congresso Nacional aprovou a Lei Complementar nº 101, que se trata de uma tentativa de controle do endividamento e das despesas públicas nos três níveis do governo. Também neste mesmo ano, uma emenda constitucional desvinculou em 20% as receitas orçamentárias da União,

dando autonomia na realização de gastos. E ainda em 2000, foi criado o Plano Plurianual, que conciliava a necessidade de investimentos com a austeridade fiscal traduzida nas metas de superávit primário e também o Fundo de Combate a pobreza para canalizar recursos para habitação, educação e saúde, que foi viabilizado por um aumento de 0,08% na CPMF e um adicional sobre o IPI incidente sobre produtos supérfluos.

Em 2001, observa-se uma série de dispositivos legais com vistas a promover reajustes na legislação tributária. Assim, o imposto de renda passou a incidir sobre os planos de benefícios de caráter previdenciário. Foram adotados procedimentos de ressarcimento as contribuições relativas ao PIS/Pasep e ao Cofins incidentes sobre insumos utilizados na fabricação de produtos destinados à exportação.

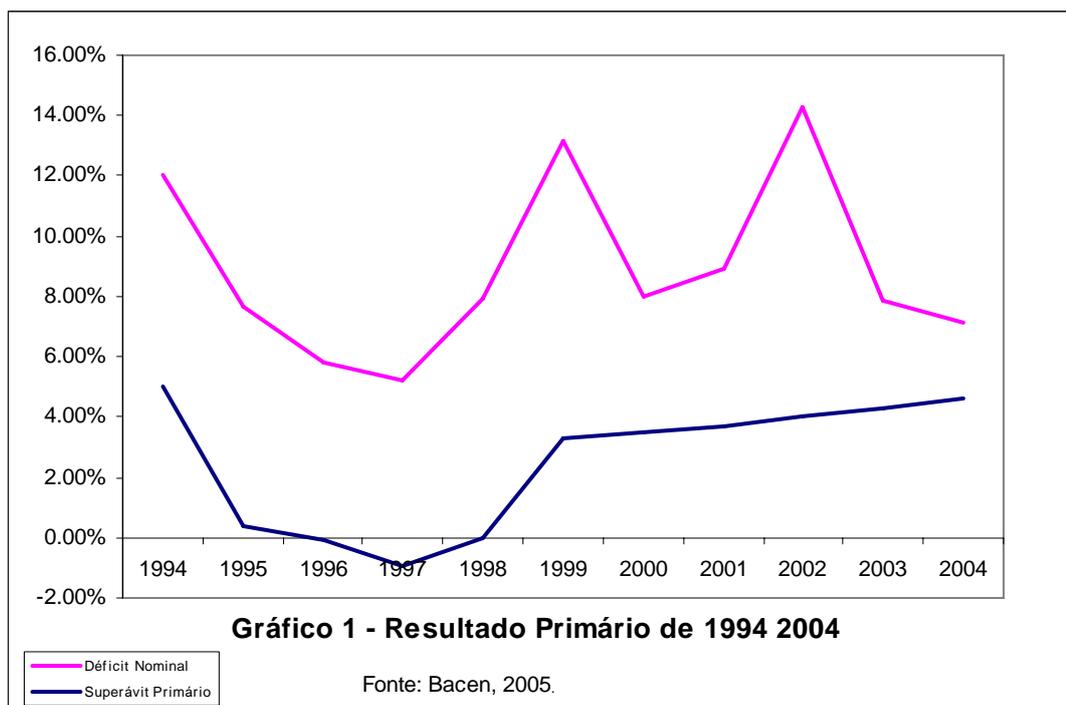
Em 2002, através de uma emenda constitucional a CPMF passou a vigorar até 31.12.2004, mantendo-se a alíquota de 0,38%, e o IRRF e a CSLL permaneceram sendo cobrados pelas taxas definidas pelo governo de 27,5% e 9%, respectivamente.

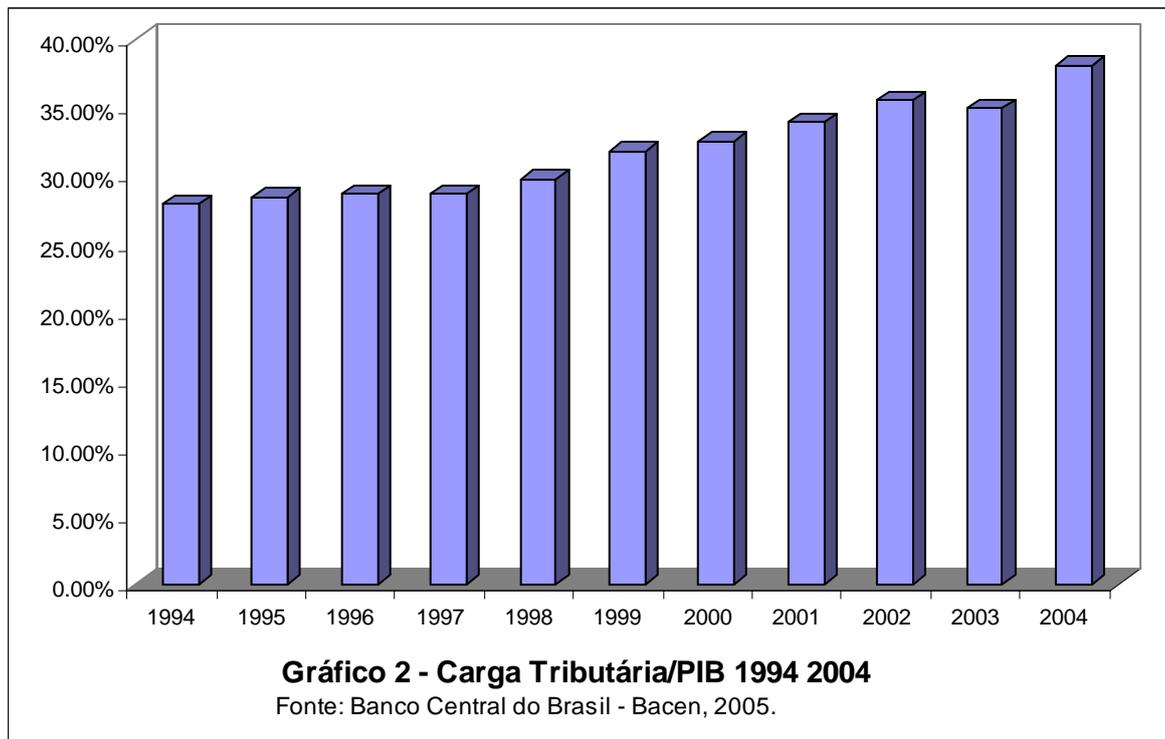
Em 2003, foi implementada a reforma da Previdência Social, em uma tentativa de tornar o sistema previdenciário viável em termos financeiros e atuariais, destacando-se a aplicação aos servidores públicos. Neste mesmo ano, a alíquota do PIS/Pasep elevou-se de 0,65% para 1,65%, e o Cofins para 7,6% com incidência não acumulativa, favorecendo aos segmentos da economia que geram maior valor agregado em um produto ou serviço.

A política fiscal no ano de 2004 tinha como objetivo estimular a realização de novos investimentos em setores estratégicos para a manutenção do crescimento da atividade econômica. As principais medidas foram: redução do IOF de 7% para 4% sobre as operações de seguro de vida, ampliação da isenção tributária existente sobre as Letras Hipotecárias, o recolhimento do IPI passou a ser mensal e redução da alíquota de 5% para 2% sobre bens de capital, foram instituídas as normas gerais para licitação e contratação das Parcerias Público Privadas. Destaca-se também a criação do Programa Universidade para todos (Prouni).

Com o aumento das receitas, o governo federal alcançou um superávit primário de 4,6% em 2004, proporcionado pela evolução do nível de atividade econômica.

Conforme é demonstrado no Gráfico 1, o superávit primário do Governo Federal vem apresentando elevação a partir de 1999, devido ao aumento na arrecadação conforme é constatado na Tabela 1.





### 3.2 Política Monetária

O executor responsável pela política monetária controla o volume da oferta de moeda através de reservas compulsórias, operações de mercado aberto e políticas de redesconto para manter o volume da oferta de moeda em um nível que seja suficiente para o desenvolvimento das atividades econômicas e manter o sistema econômico com liquidez.

Considera-se que os objetivos da autoridade monetária são: estabilidade de preços, estabilidade da taxa de juros, estabilidade do sistema financeiro, elevado nível de emprego, crescimento econômico e estabilidade no mercado cambial.

Atribuir maior flexibilidade para os gestores pode parecer benéfico, logo a condução segundo políticas monetárias discricionárias é atraente. No entanto, sabendo que os gestores podem ser inconsistentes os agentes consideram esta probabilidade na formação das expectativas, antes e após o anúncio das políticas econômicas. Tendo este fato em mente, parece que uma solução para este problema é o estabelecimento de regras anunciadas antecipadamente e que serão

seguidas. Mesmo neste caso é necessário que o governo possua credibilidade para formar as expectativas corretas e, mais imprescindível, é o cumprimento de tais regras sem desvios propositais a curto prazo.

Com a implementação do sistema de bandas cambiais, o governo estabeleceu o depósito compulsório de 60% sobre os ativos bancários e a elevação da alíquota do IOF de 6% para 18%.

O aumento na demanda agregada após o Plano Real e o crescimento da economia era esperado, uma vez que a estabilização de preços era um incentivo. Mas, essas medidas restritivas trataram de desaquecer a economia interna. Essa desaceleração do crescimento econômico trouxe conseqüências desastrosas sobre o nível de emprego, que mantinha certa estabilidade desde o início da década.

A política monetária oscilou durante o Plano Real, entre março de 1995 até o final de 1999, elevando as restrições durante as crises externas. A opção por uma política monetária restritiva caracterizou o período de 1994 a 2004, pois os juros reais praticados foram altos, o crédito foi restrito, as taxas dos depósitos compulsórios se elevaram e as operações de mercado aberto funcionaram com a venda de títulos públicos.

Foram mantidas taxas de juros internas muito elevadas em comparação às taxas internacionais, para esterilizar a moeda nacional emitida que, principalmente entre 1994 e 1999, era facilmente trocada por moeda estrangeira, aumentando as reservas no início do programa, e posteriormente para conter a demanda e atrair capitais externos.

Essas taxas sofreram um aumento considerável em abril de 1995 com objetivo de barrar a saída de capitais devido à Crise do México ocorrida em dezembro de 1994.

Em agosto de 1995, inicia-se um processo de uma lenta redução, porém, no segundo semestre de 1997 com a crise Asiática, os juros se elevaram novamente. E ocorreu o mesmo em agosto de 1998 com a crise da Rússia, permanecendo em patamares elevados até 1999.

As elevadas taxas de juros a partir de 1995 contribuíram para o aumento da dívida pública interna e externa, mas também influenciaram negativamente toda a atividade econômica através da redução dos níveis de investimentos, elevação da

inadimplência, bem como aumentando o custo das empresas que estavam endividadas.

Observa-se que os juros finais pagos pelos consumidores (crediário, cheque especial, CDC) foram mais elevados que os juros pagos pelo governo devido ao spread e risco de inadimplência.

A utilização de juros elevados para conter a demanda tem um efeito limitado. Se por um lado o efeito substituição exerce um fator contracionista sobre a demanda privada, por outro o efeito-riqueza exerce um fator expansionista sobre a demanda, pois o setor privado é um credor líquido e o governo um devedor líquido. Por esta razão tomaram-se algumas medidas de restrição ao crédito.

Inicialmente houve um grande aumento do consumo e do crediário no início do Plano Real, posteriormente este comportamento foi detido com a elevação da taxa de juros e dos compulsórios, resultando em uma redução na oferta de crédito. Em outubro de 1994 foi estabelecido um prazo máximo de três meses para as operações de crédito de qualquer natureza e recolhimento compulsório de 15% sobre essas operações. Em dezembro de 1994 ainda foi criado o recolhimento compulsório de 30% sobre qualquer operação passiva. Essas regras foram sendo eliminadas ou modificadas ao longo do tempo, conforme o gerenciamento do Plano.

As operações de mercado aberto são realizadas através da compra e venda de títulos públicos pelo Banco Central, com o objetivo de regularizar a liquidez da economia. No início do Plano Real as vendas de títulos esterilizavam a moeda nacional, e posteriormente continuou aumentando devido ao aumento da dívida pública.

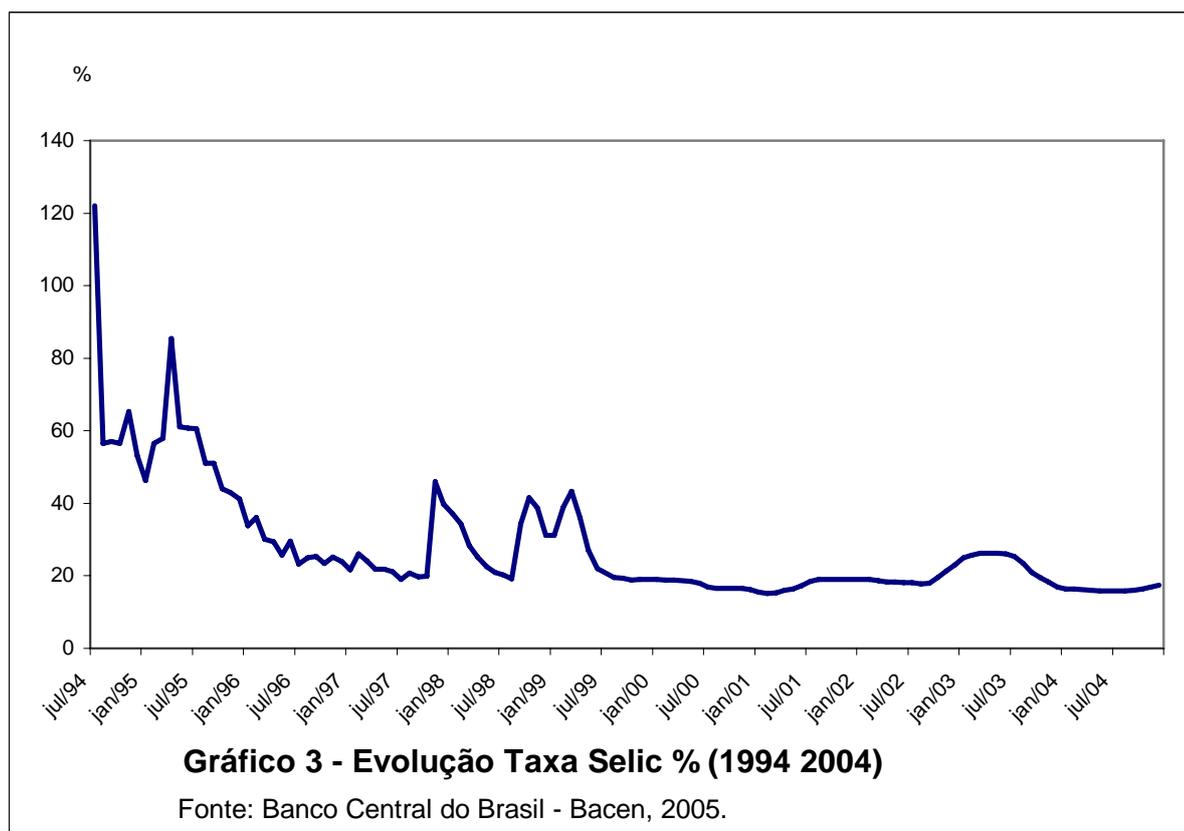
Pode-se concluir que a política monetária teve um papel fundamental no sentido de criar um impulso contracionista necessário para compensar a expressiva pressão expansionista gerada pela transferência de renda provocada pela drástica redução da inflação.

Na visão do governo a política monetária baseada em metas de inflação e regime de taxas de câmbio flutuantes, implementado em meados de 1999, proporcionou estabilidade nos preços.

Durante o período de 1994 a 1998, a política monetária foi utilizada como instrumento para atrair capitais do exterior para o Brasil. Esta opção adotada pelo

governo pode ser observada conforme mostra o Gráfico 4. De julho de 1994 a dezembro de 1995 a taxa Selic atingiu em média 60% a.a. De janeiro de 1996 a dezembro de 1998 28% a.a e manteve-se em torno deste patamar até julho de 1999 em função da instabilidade gerada pelo ambiente macroeconômico internacional.

Porém, de 1999 até 2004, o governo passou a utilizar a taxa de juros como instrumento para conter a inflação e a taxa se manteve estável em torno de 19% a.a.



A política monetária foi submetida à incertezas geradas pelo mercado externo no ano 2000. Neste período, verificou-se elevação no preço internacional do petróleo, a indefinição quanto à política monetária nos EUA, dificuldades enfrentadas pela economia Argentina, todos estes fatores acarretaram em riscos por parte dos agentes externos, atingindo também o Brasil.

Então a manutenção de uma taxa de juros alta nos períodos, onde as incertezas no cenário macroeconômico internacional eram maiores, foi a maneira encontrada pelo governo para que o país não sofresse com a conjuntura mundial. Mesmo assim a Selic apresentou uma pequena queda de 19% a.a em janeiro para 15,75% a.a em dezembro.

Ainda em 2000 destaca-se a classificação das operações de crédito em vários níveis de risco pelo Banco Central, permitindo a identificação mais precisa do grau de risco de cada operação e uma pequena queda da dívida indexada em moeda estrangeira que passou de 30,2% para 28% em relação ao montante total, porém, verificou-se um aumento na dívida pré-fixada de 12,9% para 21% e um alongamento da duração média da dívida.

Em 2001, o Copom optou por elevar novamente a taxa Selic, para proporcionar o aumento da oferta de moeda estrangeira no país, assim a taxa atingiu o patamar de 19% em julho. Para desestimular a retenção de moeda estrangeira por parte dos agentes internos, o governo passou a cobrar um compulsório de 10% sobre os depósitos a prazo.

A política monetária visou que as incertezas do cenário macroeconômico e político não afetassem o cumprimento da meta de inflação. A trajetória ascendente da taxa de câmbio poderia se transformar em risco de repasse para os preços internos e as regras de reajustes de preços administrados pressionaram os indicadores de inflação.

Neste ano entrou em vigor o novo Sistema de Pagamento Brasileiro (SPB), que fez com que as instituições financeiras necessitar de um nível mais elevado de reservas disponíveis, uma vez que todas as operações que envolvessem a conta reservas bancárias passaram a ser contabilizadas pelo seu valor bruto e em tempo real.

A partir de meados de julho de 2002, a condução da política monetária foi caracterizada por postura conservadora, tendo em vista o aumento da preferência pela liquidez na economia. O baixo crescimento mundial e as incertezas quanto à futura política econômica interna no período pré-eleitoral geraram condições para movimentos especulativos. Assim, os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a prazo e de poupança foram elevados e um novo aumento da taxa Selic foi necessário, atingindo o patamar de 25% a.a em dezembro de 2002.

Devido ao quadro de incertezas, a política monetária precisou ser ajustada em 2003 para que as metas de inflação fossem cumpridas. Assim, o índice estabelecido para 2003 passou de 4% para 8,5%, e as metas de inflação de 5,5% para 2004 e 4,5% para 2005.

Utilizando a taxa de juros como o principal instrumento de política monetária para reverter o crescimento da inflação, a taxa Selic atinge 26,5% a.a. em fevereiro de 2003.

O Conselho Monetário Nacional passou os recolhimentos compulsórios sobre depósitos a vista de 45% para 60% no início do ano de 2003, porém, como as incertezas referentes à condução da política econômica foram reduzidas, o CMN estabelece em dezembro deste mesmo ano, que os compulsórios voltassem mesmo ao patamar inicial, 45%.

O objetivo da condução da política monetária em 2004 foi assegurar crescimento sustentado do produto, reduzindo a taxa de juros gradualmente para um patamar de 17,75% a.a., em dezembro de 2004.

Destaca-se ainda neste período, a expansão das operações de crédito pessoal, principalmente as operações de crédito consignados em folha de pagamento que apresentaram taxa de juros menores em função da garantia envolvida no contrato.

Observando-se os dados do Gráfico 3, a Taxa Selic se manteve elevada, praticamente durante todo o período de 1994 a 1998, com o objetivo de atrair capital do exterior para solucionar questões referente ao Balanço de Pagamentos. A partir de 1999 verifica-se que a taxa se mantém relativamente estável, pois a política monetária tinha, neste momento, o objetivo de controlar a inflação. Salienta-se uma pequena elevação durante o ano de 2003, devido a turbulências causadas no mercado financeiro em função do ano eleitoral 2002.

### 3.3 Política Cambial

A taxa de câmbio pode ser definida como o preço da moeda estrangeira em termos da moeda nacional ou vice-versa. Assim, por exemplo, tanto faz afirmar que um dólar americano vale R\$ 2,97, quanto que um real vale US\$ 0,34 (  $R\$ 1,00 = US\$ 1,00 / 2,97$  ).

No Brasil, utiliza-se como convenção, cotar o preço da moeda estrangeira na moeda nacional. Dessa forma, o aumento da taxa de câmbio, digamos de US\$ 1,00

= 2,97 para US\$ 1,00 = R\$ 3,00, implica que a moeda nacional se desvalorizou em relação à divisa estrangeira.

Um governo pode optar entre três sistemas cambiais:

- Taxa de Câmbio Flexível ou Flutuante: as taxas de câmbio são flutuantes ou flexíveis quando seu valor é determinado livremente no mercado de divisas, através da interação das forças da oferta e demanda.
- Taxa de Câmbio Fixa: a taxa de câmbio é denominada fixa quando, em vez de ser determinada pelo mercado, seu valor é fixado pelo Banco Central do país, que se compromete a comprar e vender qualquer quantidade de divisas a esta taxa.
- Sistema de Bandas Cambiais: para evitar alguns inconvenientes causados pelas taxas flutuantes, a maioria dos países, utiliza um sistema misto. O Banco Central deixa que as taxas de câmbio flutuem dentro de um intervalo com limite mínimo e máximo (banda). Se a taxa de câmbio ameaçar romper o limite mínimo, o Banco Central entra comprando divisas de forma a evitar que este seja ultrapassado. Similarmente, se o limite máximo é que estiver ameaçado, o Banco Central passa a vender divisas, derrubando a cotação.

Assim, uma vez que o governo faz a sua opção de sistema cambial, a escolha de determinadas políticas fiscal e monetária traz conseqüências para a taxa de câmbio.

Se um governo opta por um sistema de taxa de câmbio fixa, uma política fiscal expansionista, eleva os gastos do governo e aumenta a demanda agregada, proporcionando um déficit em transações correntes e elevação da taxa de juros. Logo, ocorre atração de capitais para o país, que cria uma tendência a valorização cambial. Como a taxa é fixa, o governo deve aumentar a demanda da divisa estrangeira, para que esta permaneça constante. Já uma política monetária expansionista com câmbio fixo, provoca redução na taxa de juros e uma fuga de capitais. Este movimento empurra a taxa de câmbio para cima, mas como este não pode sofrer alterações o governo deve reduzir a base monetária através da oferta da divisa estrangeira.

Se um governo opta por sistema de taxa de câmbio flutuante, uma política fiscal expansionista, eleva os gastos do governo e aumenta a demanda agregada e também proporciona déficit em transações correntes e elevação da taxa de juros. Porém, neste sistema cambial como a taxa é livremente definida no mercado, uma elevação da taxa de juros atrai capital, valorizando o câmbio e apresentando um impacto negativo sobre as exportações. E uma política monetária com câmbio fixo, provoca redução na taxa de juros e uma fuga de capitais, desvalorizando o câmbio e favorecendo as exportações.

### 3.3.1 Câmbio Flutuante: julho 1994 a março 1995

A implantação do Real com a paridade com o dólar suscitou em uma queda na taxa de câmbio nominal de acordo com o mercado. Uma vez que a entrada de capital externo aumentou em decorrência da estabilização econômica e da política de juros altos, a moeda Real se fortaleceu. Isso fazia parte da estratégia do plano de uma moeda forte e confiável: era um ativo raro, escasso e extremamente valorizado.

No final do primeiro mês a taxa de câmbio nominal fechou em R\$0,94/US\$. No final de agosto, após o cambial nominal atingir R\$ 0,89/US\$, o Banco Central impôs algumas medidas para aumentar a demanda por dólar e evitar uma valorização do Real. As medidas foram: a liquidação antecipada das obrigações decorrentes de empréstimos e financiamentos, a contratação de câmbio para a liquidação futura em operações financeiras, a ampliação do pagamento à vista e a dispensa de barreira de importação.

As medidas impostas teriam que surtir efeito, mas com a política de valorização cambial, em novembro de 1994 a balança comercial apresentou saldo deficitário pela primeira vez desde 1987. Outro ponto que favoreceu a valorização da taxa de câmbio foi a entrada de capitais autônomos, atraídos pela alta taxa de juros, o que gerava excesso de oferta de moeda estrangeira no mercado interno. Portanto, o equilíbrio em transações correntes dava-se através da entrada de capitais estrangeiros para compensar o déficit na balança comercial, devido à taxa de câmbio sobrevalorizada.

Entretanto, em dezembro de 1994, a crise cambial no México contagiou a maioria dos países em desenvolvimento, inclusive o Brasil. Esse contágio deu-se pela desconfiança dos investidores externos na dúvida se os países poderiam honrar seus compromissos.

A partir de dezembro houve uma fuga de capitais estrangeiros autônomos de curto prazo no Brasil, devido à crise mexicana com o chamado efeito tequila. A flutuação sofreu influência direta do Banco Central para evitar a desvalorização do câmbio. Essa intervenção não foi por meio de medidas, mas com a injeção de US\$ 2,4 bilhões no mercado.

A manutenção da taxa de câmbio nominal valorizada dependia da entrada e da reserva de dólares no país. Esse procedimento foi comprometido devido à vulnerabilidade externa brasileira que agora dependia do capital volátil para manter o equilíbrio das contas externas. Mesmo com o aumento dos juros de 46% ao ano em janeiro de 1995 para 56% a.a em fevereiro de 1995, a fuga de capital externo continuou a ocorrer. O governo encontrava alguns obstáculos para a aprovação de emendas que permitiriam as privatizações nas telecomunicações, petróleo e energia elétrica, setores historicamente estatais. As privatizações, da mesma forma, seriam uma fonte de dúvidas para a manutenção da taxa de câmbio valorizada. Sem saída, o governo teve que alterar a política cambial brasileira do regime de câmbio flutuante para o sistema de bandas cambiais.

### 3.3.2 Câmbio Fixo com Sistema de Bandas: março de 1995 a janeiro de 1999

Esse novo sistema de câmbio na economia brasileira teve seu início em 6 de março de 1995 através do Comunicado nº 4479 do Banco Central, pelo qual a autoridade monetária passa a atuar no mercado de câmbio via leilões eletrônicos, visando a manter a taxa de câmbio dentro dos limites pré estabelecidos.

A banda cambial estabelecida ficou entre R\$ 0,86/US\$ e R\$ 0,90/US\$. Esses limites vigoraram até 1º de maio de 1995, quando houve ampliação do limite superior da banda para R\$ 0,98/US\$.

Essa delimitação de bandas na taxa de câmbio nominal fazia parte de um pacote de medidas adotadas pelo governo após a crise mexicana, uma vez que se percebeu que a necessidade de capital externo para equilibrar as contas do balanço de pagamentos não podia se fazer sem controle. Com o sistema de bandas, o governo poderia controlar a valorização do Real, nesse momento com intuito de desvalorizá-lo um pouco, para que diminuíssem as importações, não agravando mais os déficits na balança comercial.

Em junho de 1995, após especulações sobre a credibilidade da política cambial e a intervenção do Banco Central para assegurar a estabilidade do câmbio depois de um ataque especulativo contra o Real, o Banco Central intervém editando o Comunicado nº 4637 e introduzindo os leilões de spread. Nesses leilões, os bancos determinavam no mercado cambial de compra e venda de divisas baseados no spread determinado pelo Banco Central.

O objetivo do Banco Central era alargar a banda cambial e praticamente fixar o câmbio nominal com oscilações de 0,5% para evitar especulações sobre a utilização das variações do câmbio nominal para indexar preços e salários.

A manutenção da taxa de câmbio sobrevalorizada desde a implementação do Real agravava a situação de dependência de entrada de capitais, tanto especulativa quanto de investimentos externos diretos, uma vez que as divisas eram necessárias para equilibrar as contas externas. A atração das divisas geradas pelos juros altos causou três problemas para o governo: o aumento da dívida pública, aumento dos gastos e endividamento do governo. Os investidores externos demonstraram falta de credibilidade no governo em sustentar tais medidas estabilizadoras da economia.

A perda de reservas após a crise do México foi respondida com aumento na taxa de juros e depois de superado o problema, mesmo com a queda nos juros, a atratividade do capital se mantinha.

Em 1996 o governo tinha como meta o aumento das exportações, pois o déficit na balança comercial havia atingido cerca de US\$ 5 bilhões. A política cambial nesse ano foi caracterizada por minidesvalorizações, como tentativa de incentivo às exportações e inibição às importações, mas isso não surtiu muito efeito, uma vez que a taxa de câmbio desvalorizou-se 6,8%, bem abaixo dos 15% de desvalorização em 1995.

Em fevereiro de 1997, o Banco Central estipulou novos valores para a banda cambial, R\$ 1,05/US\$ e R\$ 1,14/US\$, na tentativa de melhorar a balança comercial e estimulou, ainda mais a entrada de capitais. Nessa época o Brasil acumulava um crescimento nas reservas internacionais desde abril de 1995, após superação da crise mexicana, que chegava a níveis superiores a US\$ 60 bilhões.

Em outubro de 1997 o problema da vulnerabilidade externa voltava a perturbar a economia brasileira com a crise da Ásia. Mais uma vez, ocorre a fuga de capitais especulativos e de reservas de divisas, o que poderia gerar crise cambial. Como solução para esta crise o governo volta a elevar a taxa de juros a fim de manter as reservas. Esse ataque especulativo não produziu o colapso do regime cambial brasileiro, uma vez que as reservas internacionais voltaram a crescer em janeiro de 1998, chegando a US\$ 74 bilhões.

Com a instabilidade econômica mundial gerou-se um influxo de capitais aos países em desenvolvimento a partir de 1998. Com a redução dos recursos externos não se promoveria o equilíbrio na conta de transações correntes e do balanço de pagamentos.

Juntamente com os acontecimentos adversos, no final de 1998 ocorreria mais uma eleição para presidente e governadores. Mesmo com todos estes problemas, Fernando Henrique Cardoso estava concorrendo à reeleição. A saída seria estancar a perda de divisas e manter a política de estabilização econômica, que favoreciam FHC.

A realização de um acordo com o FMI representou um alívio nas reservas internacionais. Além disso, houve uma redução das taxas de juros de países desenvolvidos credores e o anúncio de um pacote fiscal em novembro de 1998, o que acalmou a pressão cambial e assegurou a reeleição de FHC.

Em dezembro de 1998, o Congresso Nacional não aprovou a reforma da previdência nos moldes do Executivo e isso gerou desconfiança nos agentes econômicos. O câmbio ultrapassa o limite superior das bandas e a bolsa de valores despenca.

Em janeiro de 1999, o Brasil tinha de reservas internacionais apenas US\$ 36,14 bilhões, quase 50% a menos do que tinha em abril de 1998. Entre 1 e 15 de janeiro de 1999, o sistema de bandas cambiais entrou em colapso. O presidente do

Banco Central Gustavo Franco pediu demissão e em seu lugar tomou posse Francisco Lopes.

Lopes ampliou a banda cambial e permitiu sua flutuação entre R\$ 1,20/US\$ e R\$ 1,32/US\$. Como era evidente que o câmbio estava sobrevalorizado e a adoção do regime de flutuação de câmbio era uma questão de tempo, a corrida por dólar no mercado de câmbio fez com que o limite superior da banda fosse atingido no mesmo dia.

Em 15 de janeiro de 1999, o Banco Central anunciou que não iria mais intervir na cotação do câmbio. A formalização do novo regime cambial de livre flutuação do câmbio se deu em 18 de janeiro. Estava terminada esta fase da economia brasileira onde o câmbio valorizado era a âncora da estabilização de preços e do controle inflacionário e a taxa de juros elevada atraía capital externo para manter o equilíbrio do balanço de pagamentos.

Observando-se o gráfico 5, verifica-se que a taxa de câmbio nominal, bem como a taxa real, apresentou pequenas variações no período de março 1995 a dezembro 1998. Isto ocorreu em função do sistema cambial adotado, o sistema de bandas cambiais.

### 3.3.3 Câmbio Flutuante: janeiro 1999 aos dias atuais

Em janeiro de 1999, com o fim da manutenção da taxa de câmbio valorizada, a taxa passa a flutuar livremente e atingindo R\$ 1,50/US\$.

A âncora cambial antes responsável pela estabilização dos preços, devido aos sucessivos déficits na balança comercial, ora compensado pela entrada de capitais incentivados pelos juros altos, foi abandonada. Agora, o câmbio flutuante tenderia a diminuir os déficits na balança comercial e incentivaria a entrada de divisas através das exportações, enquanto a inflação estaria sob controle devido aos desestímulos ao consumo e à produção devido os juros altos. Portanto, ocorreu uma inversão das funções das políticas cambial e monetária.

Em 1999, após a crise cambial brasileira e o abandono da valorização cambial, a flutuação do câmbio permitiu que houvesse melhora nas contas da

balança comercial. Isso também permitiu a queda dos juros a partir de março deste ano.

Em 1999 ocorre uma desvalorização natural da taxa de câmbio, após muitos anos de estrangulamento cambial, que gerou sucessivos déficits na balança comercial. Passados dois meses da crise a cotação do câmbio estava em R\$ 2,16/US\$ com uma desvalorização de 80% em relação ao início do ano.

Após este salto na cotação do câmbio o seu valor recuou e oscilou entre R\$ 1,80/US\$ e R\$ 2,00/US\$ durante o ano de 1999. Atrelada a essa desvalorização vieram significativas melhoras na balança comercial, que neste ano apresentou déficit de US\$ 1,28 bilhão.

Em 2000, a mudança de patamar da taxa de câmbio continuou gerando melhoras na balança comercial.

Em junho de 2001 diante da permanência do ambiente de incerteza gerado pela crise da Argentina, o Brasil fez um empréstimo junto ao FMI no valor de US\$ 2 bilhões, bem como um novo acordo que disporia ao Brasil US\$ 6 bilhões para intervir na cotação do câmbio. No mês seguinte houve sucessivas intervenções no mercado de câmbio pelo Banco Central, porém não interferindo na permanência da flutuação do câmbio. Mesmo assim a cotação do câmbio chegou a R\$ 2,59/US\$ com desvalorização de 33% em sete meses.

Em setembro deste mesmo ano, após o atentado terrorista nos EUA, a cotação do câmbio chegou a R\$ 2,80/US\$ a maior do ano. A partir daí, o Banco Central negociou um novo acordo com o FMI na ordem de US\$ 16 bilhões, para cobrir o período de setembro 2001 a dezembro de 2002.

Após passados os efeitos imediatos, o câmbio toma uma trajetória descendente atingindo R\$ 2,70/US\$ no final de outubro e R\$ 2,32/US\$ no final do ano.

Em 2002 novos problemas voltaram a assombrar a economia brasileira. As incertezas associadas ao processo eleitoral e a possível troca de um governo que tinha como prioridade a estabilização para um governo de esquerda, gerou um influxo de capitais para o Brasil. Até abril de 2002 a cotação manteve o mesmo patamar que encerrou 2001, com pequenas oscilações na faixa de R\$ 2,35/US\$. Após esse período, a taxa de câmbio superou os R\$ 3,00/US\$ ao final de julho.

O Banco Central, na tentativa de controlar o ataque especulativo ao Real, toma diversas medidas na tentativa de estabilizar a cotação. Durante o ano houve a introdução de dólares no mercado de câmbio na ordem de US\$ 7,5 bilhões. Neste valor está incluído o resgate, por parte do governo, de títulos atrelados ao dólar, para demonstrar a disponibilidade do governo em manter-se fiel a política proposta. Entretanto estas políticas não surtiram o efeito desejado e a cotação do dólar às vésperas do segundo turno da eleição, atinge R\$ 3,95/US\$, alcançando a maior cotação desde a implantação do Real.

O ano de 2002 terminou com o câmbio oscilante na faixa de R\$ 3,53/US\$, recuando após a mudança de postura de Lula, da confiança dos agentes econômicos no novo cenário presente e do aumento dos juros para 25% ao ano.

O segundo semestre de 2002 foi caracterizado como um período de aumento da aversão dos investidores internacionais ao risco representado pelos países emergentes. No caso brasileiro, a redução registrada no fluxo de capitais e nas linhas de crédito foi intensificada pelas incertezas associadas à transação do governo, registrando-se expressiva depreciação da taxa de câmbio no período.

Nesse contexto, o Banco Central tomou medidas que inibissem a volatilidade da moeda norte-americana, aumentando de 75% para 100% a exigência de capital para a exposição líquida em câmbio das instituições financeiras e passou a 30% o limite máximo da posição cambial líquida como proporção do patrimônio ponderado.

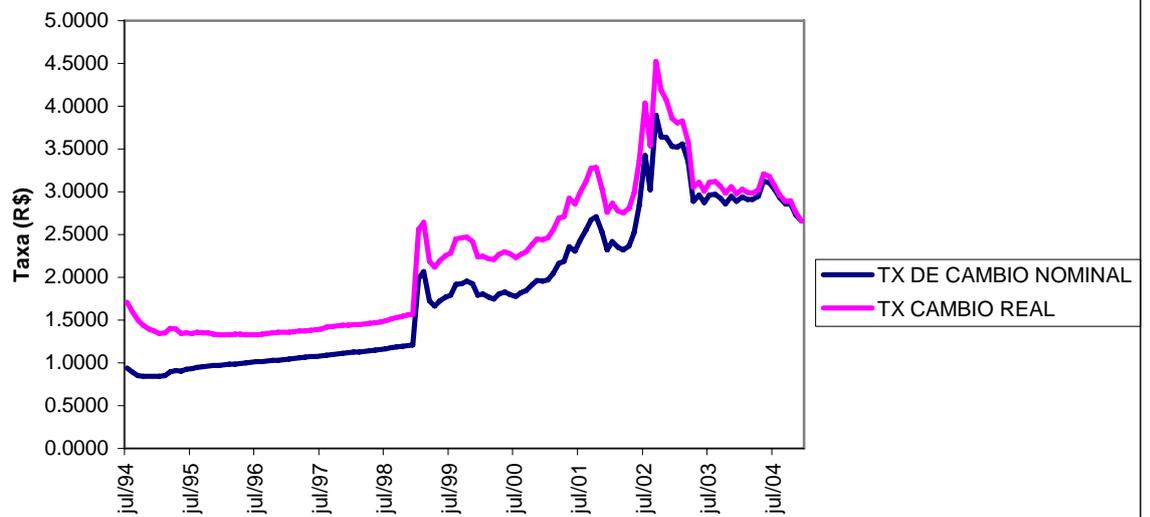
A taxa de câmbio passou a apresentar tendência de valorização de R\$ 3,52/US\$ 1,00 em janeiro para de R\$ 2,88/US\$ 1,00 em abril de 2003, devido à redução da desconfiança por parte dos agentes econômicos referente ao novo governo.

Destaca-se que em setembro de 2003, o Banco Central reduziu de dois para o número de leilões destinados à rolagem da dívida atrelada ao dólar, o qual passou a ser realizado pelo menos quatro dias úteis antes dos vencimentos.

Em 2004, manteve-se a estratégia de redução da parcela da dívida pública interna atrelada ao dólar e de compra de divisas no mercado para pagamento da dívida externa e para recomposição do nível de reservas internacionais, com o objetivo de reduzir a vulnerabilidade do balanço de pagamentos.

A partir de setembro de 2004, a moeda brasileira passou a se valorizar perante o dólar, encerrando o ano em R\$ 2,65/US\$ 1,00. A moeda norte americana acumulou em 2004 uma depreciação de 8,1% contra uma depreciação de 18,2% em 2003.

Observando-se o Gráfico 4, verifica-se que a taxa de câmbio nominal, bem como a taxa real, apresentaram elevação a partir do momento em que o governo passou a adotar o regime de câmbio flutuante em janeiro de 1999. Destaca-se o período de maior oscilação entre o segundo semestre de 2002 e o primeiro semestre de 2003, devido ao quadro político em que o país se encontrava no momento.

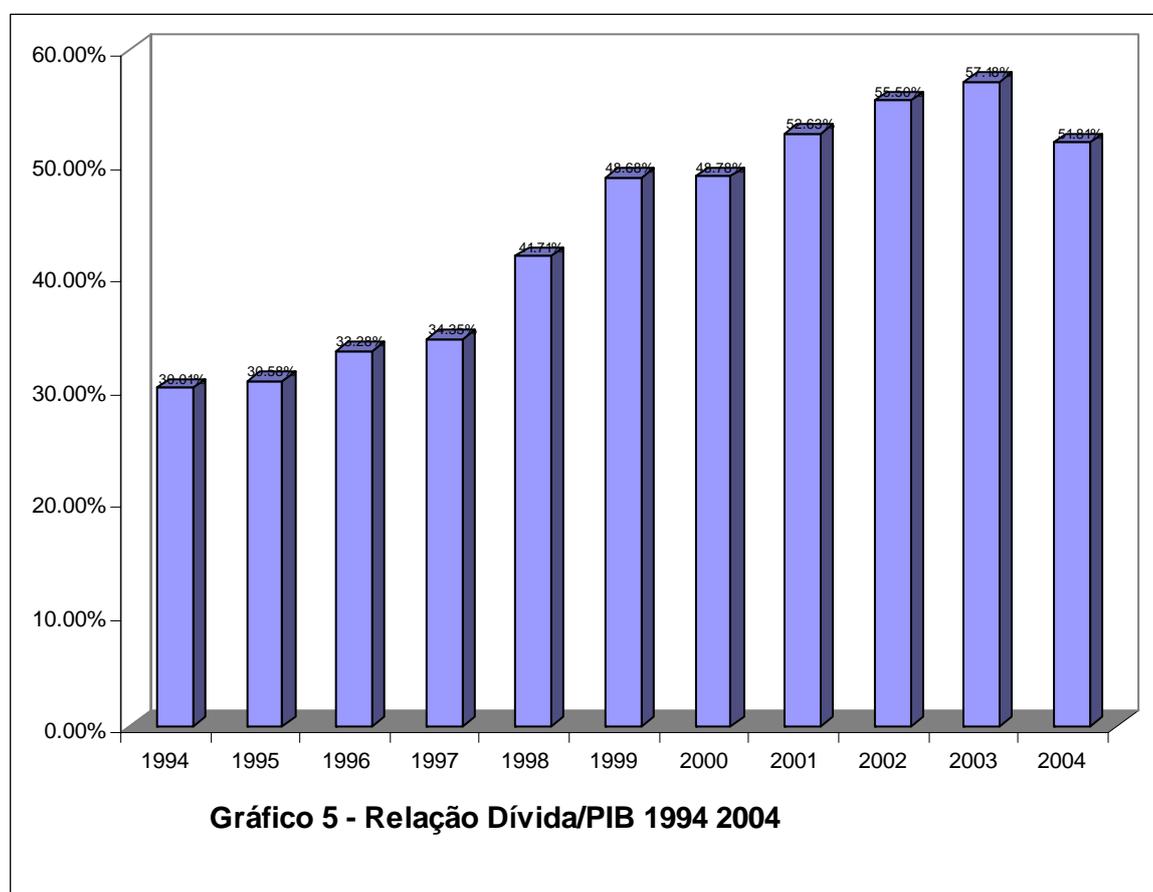


**Gráfico 4 - Taxa de Câmbio Nominal x Real 1994 2004**

Fonte: Banco Central do Brasil- Bacen, 2005.

## 4 EVOLUÇÃO DO DÉFICIT PÚBLICO: FATOS GERADORES E PERSPECTIVAS DE SOLUÇÃO

Apontar o aumento da dívida do Governo Federal tem sido uma crítica freqüente desde a implantação do Plano Real. De fato, em julho de 2004 a dívida representava 30% do PIB e elevou-se para 51% do PIB em dezembro de 2004.



Acredita-se na hipótese de que um dos principais fatores que contribuíram para esta elevação no período analisado foi o reconhecimento por parte do governo de dívidas pré-existentes. Também consideram-se fatores relevantes a taxa de juros implementada pelo governo e a oscilação na taxa de câmbio.

Segundo o Banco Central, a maior parte de aumento da dívida interna foi de R\$ 275,2 bilhões, destinados ao saneamento das contas dos Estados e municípios. Isso representou 48,1% e foi o principal fator do crescimento.

Assumir as dívidas de 25 Estados, incluindo o Distrito Federal fez parte de um saneamento financeiro sem paralelo na história da Federação brasileira. Cada governador se comprometeu a seguir um programa de equilíbrio entre suas receitas e despesas, evitando gastar mais do que arrecada.

Dados publicados pelo Banco Central demonstram que de cada R\$ 100 do aumento da dívida interna, R\$ 85 se devem aos três primeiros fatores: saneamento de Estados e prefeituras, fortalecimento dos bancos públicos federais e reconhecimento dos “esqueletos” das contas públicas. Ou seja, em sua maior parte, esse crescimento vem da iniciativa do Governo Federal em assumir ou reconhecer dívidas que já existiam.

Durante a década de 1980 e a primeira metade dos anos 1990, as contas estaduais e municipais passaram por crises constantes, um quadro que ameaçava a viabilidade das administrações de governadores e prefeitos. Com o Plano Real e a estabilização da economia, essa realidade veio à tona.

O Governo Federal passou, então, a patrocinar programas que permitissem aos Estados e prefeituras resolver suas dificuldades financeiras. Aos poucos, os programas de saneamento financeiro de Estados e prefeituras acabaram se convertendo no principal fator de expansão da Dívida Interna. Isso incluiu também o apoio à reestruturação e/ou à privatização dos bancos estaduais.

Eram dívidas que vinham se tornando impagáveis e foram negociadas em condições favoráveis. Os Estados pagam prestações mensais, que não ultrapassam 15% de sua receita líquida real (RLR), ao Governo Federal. A maioria dos Estados paga prestações correspondentes a 13% de sua RLR.

O Brasil passou a contar com a colaboração dos Estados na consolidação do ajuste fiscal e do equilíbrio das contas públicas. E ganharam os brasileiros por mais esse fator que ajudou a consolidar a estabilidade.

O Governo Federal decidiu também fazer o mesmo com as dívidas dos municípios. Foram beneficiados 180 municípios, em 17 Estados, entre os quais nove capitais.

Junto com esse Programa de Apoio ao Ajuste Fiscal dos Estados, houve a iniciativa para reestrutura dos bancos públicos estaduais, cujas contas não iam bem. Desde o começo dos anos 80, os bancos vinham sendo utilizados para financiar as

dificuldades de caixa dos governos estaduais ou para favorecer os interesses políticos do governo, especialmente em períodos eleitorais.

O Governo Federal lançou o Programa de Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes). Aos Estados, para ter acesso a esse apoio financeiro, coube escolher para seus bancos estaduais entre as opções: saneamento, privatização ou transformação em agência de fomento.

O Proes teve a adesão de 21 Estados. Até o final de 2001, o resultado era o seguinte: 10 instituições bancárias estaduais extintas ou liquidadas extrajudicialmente, 5 saneadas, 8 privatizadas, 6 federalizadas para posterior privatização e 16 transformadas em agência de fomento (sem possibilidade de receber depósitos do público).

O programa de fortalecimento dos bancos públicos federais foi iniciado com R\$ 8 bilhões destinados à capitalização do Banco do Brasil em 1996, que, em corresponderam a R\$ 26,9 bilhões. Houve uma complementação desse programa com medidas de saneamento em 2001, com recursos destinados à Caixa Econômica Federal, Banco do Brasil, Banco do Nordeste e Banco da Amazônia, equivalentes a R\$ 42,6 bilhões. Assim como o saneamento de Estados e municípios, esse programa de fortalecimento dos bancos públicos federais atacou problemas originados em períodos anteriores.

Um dos objetivos centrais foi o de acabar com o fornecimento de empréstimos a preços muito inferiores aos de mercado ou de difícil recuperação, sempre com prejuízo para os bancos federais. Outro alvo foram os elevados subsídios concedidos nas áreas de saneamento, habitação, agricultura, pequenos e médios produtores e financiamentos de programas de desenvolvimento regional.

Com o reconhecimento dos “esqueletos” da dívida pública, houve explicitação de várias fontes de dívida pública, que até então não eram contabilizadas como tal. Assim, o Governo Federal deu uma contribuição para a transparência e a credibilidade das contas públicas, embora isso certamente tenha ajudado a elevar os números da dívida.

**Tabela 4 - Fatores do aumento da dívida líquida do Setor Público 1994 a 2004**

1. Razão Dívida total líquida do setor público/PIB (%)		
	1994	30
	2004	51.8
Aumento no período		21.8
2. Fatores de variação (% PIB)		
2.1 Aumentos		72.7
	Juros	51.3
	Variação Cambial	13.5
	Esqueletos	6.5
	Outros ajustes	1.4
2.2 Reduções		-50.8
	Superávit Primário	-18.5
	Crescimento do PIB	-28.2
	Privatizações	-4.1
Aumento no período		21.8

Fonte: Banco Central - BACEN, 2005

Os principais “esqueletos” foram:

- Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Criado pelo Banco Nacional da Habitação (BNH), em 16-6-1967 com a “finalidade de garantir limite de prazo para amortização da dívida aos adquirentes de habitações financiadas pelo Sistema Financeiro da Habitação (SFH)”. Na década de 1980, o fundo teve as suas responsabilidades ampliadas em consequência da aceleração da inflação e, sobretudo, pela concessão de sucessivos e cumulativos subsídios aos mutuários do SFH que levaram a um descompasso cada vez maior entre as prestações pagas pelos mutuários e os saldos devedores dos contratos de financiamento, sem a correspondente cobertura orçamentária.

- Superintendência de Incentivo à Marinha Mercante (Sunamam). Está entre os casos mais relevantes das dívidas deixadas por empresas estatais. Ao longo dos anos 1980, foi colhendo prejuízos seguidos. Ao ser extinta, tinha uma dívida enorme, superior a R\$ 6,5 bilhões.

- Rede Ferroviária Federal. Faz parte das dívidas das estatais. A concessão de suas 6 malhas ao setor privado, entre 1997 e 1998, implicou a herança de dívidas de R\$ 2,2 bilhões.

A iniciativa de assumir os “esqueletos” fez parte de um conjunto de medidas que levaram o Brasil a receber, recentemente, uma espécie de certificado ISO 9000 de qualidade na área fiscal.

Diversos programas e ações de governo levaram à emissão de títulos, com destaque para: a Lei Kandir; o Programa de Financiamento às Exportações (Proex); o refinanciamento das dívidas dos produtores rurais e o Programa de Reforma Agrária.

O objetivo foi atender basicamente a necessidades como: a promoção das exportações, o apoio à agricultura e à realização da Reforma Agrária, todas elas fundamentais para o desenvolvimento econômico e social do país.

O último fator está ligado a ações de gestão da dívida, sendo a principal delas a realização de emissões de títulos acima das necessidades de financiamentos correntes do governo federal.

Troca de dívida externa por dívida interna, ao longo do período, o governo brasileiro tem buscado reduzir o estoque da dívida externa, o que tem sido feito por meio da emissão de títulos no mercado interno para pagar a parte do serviço dessa dívida não coberta por fontes orçamentárias específicas ou emissões no mercado externo.

Adicionalmente, o governo realizou programas de troca de títulos da dívida externa renegociada (*bradies*) por títulos da dívida interna (NTN-A) e de incentivo ao setor audiovisual brasileiro.

Ao se analisar a evolução da dívida pública, merecem destaque dois fatores que contribuíram para sua redução: as privatizações e os superávits primários, responsáveis por um total de R\$ 167,6 bilhões.

As privatizações geraram R\$ 67,9 bilhões, que foram responsáveis por diminuir a elevação da dívida em 11,9%, na medida em que os recursos arrecadados serviram para resgatar títulos emitidos pelo Governo Federal. Além disso, o efeito positivo da venda de uma empresa pública amplia-se pela transferência para o setor privado de todas as dívidas que a empresa tem.

De um resultado primário nulo, na média do período 1995-1998, o Governo Federal passou a apresentar superávits primários entre 2% e 3% do PIB, a partir de 1999. Eles passaram a contribuir com o ajuste fiscal do conjunto do setor público, permitindo o cumprimento das metas globais do Programa de Estabilidade Fiscal.

TABELA 5. EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA – FATORES CONDICIONANTES

#### 4.1 Fatores Condicionantes

O reconhecimento de dívidas já existentes foi um fator condicionante que determinou o crescimento da dívida pública brasileira dentro do período analisado, que consistiu no Programa Estadual de Saneamento Bancos (PROES), Fundo de Compensação Salarial (FCVS), a renegociação das dívidas estaduais.

Discriminação	Fluxos acumulados no ano									R\$ milhões
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	Dezembro	
<b>Dívida líquida total - saldo</b>	<b>269 193</b>	<b>308 426</b>	<b>385 870</b>	<b>516 579</b>	<b>563 163</b>	<b>660 867</b>	<b>881 108</b>	<b>913 145</b>	<b>956 996</b>	
<b>Dívida líquida - var. ac. ano</b>	<b>60 733</b>	<b>39 233</b>	<b>77 443</b>	<b>130 709</b>	<b>46 584</b>	<b>97 704</b>	<b>220 241</b>	<b>32 037</b>	<b>43 851</b>	
<b>Fatores condicionantes:<sup>1/</sup></b>	<b>60 733</b>	<b>39 233</b>	<b>77 443</b>	<b>130 709</b>	<b>46 584</b>	<b>97 704</b>	<b>220 241</b>	<b>32 037</b>	<b>43 851</b>	
NFSP	44 968	51 626	68 229	56 284	39 806	42 788	61 614	79 037	47 144	
Primário	740	8 310	- 106	-31 087	-38 157	-43 656	-52 390	-66 173	-81 112	
Juros nominais	44 229	43 317	68 335	87 372	77 963	86 444	114 004	145 210	128 256	
Ajuste cambial	1 530	4 114	6 859	69 384	18 344	30 840	147 225	-64 307	-16 193	
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	1 013	1 606	4 261	39 873	9 479	19 182	76 662	-22 715	-3 335	
Dívida externa - metodológico	517	2 509	2 598	29 511	8 864	11 658	70 564	-41 592	-12 858	
Dívida externa - outros ajustes <sup>2/</sup>	- 241	0	- 6	0	0	- 383	753	16 703	7 139	
Reconhecimento de dívidas	15 220	- 207	15 216	14 014	8 672	25 439	14 286	605	6 514	
Privatizações	- 745	-16 301	-12 854	-8 973	-20 238	- 981	-3 637	0	- 753	
PIB acumulado doze meses - valorizado	808 785	897 946	925 089	1 061 135	1 154 561	1 255 658	1 587 584	1 596 841	1 851 972	
<b>Dívida líquida total - saldo</b>	<b>33,3</b>	<b>34,3</b>	<b>41,7</b>	<b>48,7</b>	<b>48,8</b>	<b>52,6</b>	<b>55,5</b>	<b>57,2</b>	<b>51,7</b>	
<b>Dívida líquida - var. ac. ano</b>	<b>-5,0</b>	<b>1,1</b>	<b>7,4</b>	<b>7,0</b>	<b>0,1</b>	<b>3,9</b>	<b>2,9</b>	<b>1,7</b>	<b>-5,5</b>	
<b>Fatores condicionantes:<sup>1/</sup></b>	<b>7,5</b>	<b>4,4</b>	<b>8,4</b>	<b>12,3</b>	<b>4,0</b>	<b>7,8</b>	<b>13,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	
NFSP	5,6	5,7	7,4	5,3	3,4	3,4	3,9	4,9	2,5	
Primário	0,1	0,9	0,0	-2,9	-3,3	-3,5	-3,3	-4,1	-4,4	
Juros nominais	5,5	4,8	7,4	8,2	6,8	6,9	7,2	9,1	6,9	
Ajuste cambial	0,2	0,5	0,7	6,5	1,6	2,5	9,3	-4,0	-0,9	
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	0,1	0,2	0,5	3,8	0,8	1,5	4,8	-1,4	-0,2	
Dívida externa - metodológico	0,1	0,3	0,3	2,8	0,8	0,9	4,4	-2,6	-0,7	
Dívida externa - outros ajustes <sup>2/</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,4	
Reconhecimento de dívidas	1,9	0,0	1,6	1,3	0,8	2,0	0,9	0,0	0,4	
Privatizações	-0,1	-1,8	-1,4	-0,8	-1,8	-0,1	-0,2	0,0	0,0	
<b>Efeito crescimento PIB - dívida<sup>3/</sup></b>	<b>-12,5</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-5,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-11,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-7,9</b>	

#### 4.1.2 O Reconhecimento de Dívidas já Existentes

Durante muito tempo, o governo interveio fortemente na economia brasileira, seja como planejador executor e fiscalizador, seja como controlador de preços e tarifas públicos, principalmente em setores então considerados estratégicos. Como o governo atuava praticamente em todos os setores econômicos e sociais, era grande a dificuldade de aferição das fontes e usos de recursos pelo setor público o que contribuía, por sua vez, para aumentar a probabilidade de surgimento de débitos não contabilizados na estrutura das contas públicas.

Várias podem ser as definições de passivos contingentes. Segundo o Banco Central do Brasil, os esqueletos podem ser definidos como “dívidas do setor público, geradas no passado, e que já produziram impacto macroeconômico” e, ao serem reconhecidas pelo Governo Federal, essas dívidas passam a ser contabilizadas no quadro da Dívida Líquida do Setor Público - DLSP.

As principais dívidas que foram reconhecidas pelo governo são:

a) PROES (Programa de Incentivo do Estado na Atividade Bancária)

O Governo Federal fixou diretrizes, por meio da Medida Provisória nº 1.654/1998, visando reduzir a participação dos estados na atividade bancária mediante a criação de duas concessões: garantias a financiamentos do Banco Central, por um lado; e, por outro, créditos diretamente concedidos pela União. Entre as garantias e créditos concedidos, foram destinados recursos equivalentes a R\$ 48 bilhões, dos quais R\$ 21,4 bilhões referem-se ao saldo líquido que contribuiu para o aumento do valor dos passivos contingentes.

Foram beneficiadas cerca de trinta instituições (bancos estaduais, de desenvolvimento e caixas econômicas), destacando-se as seguintes: no Estado de São Paulo, 62,1% para o Banco do Estado de São Paulo – BANESPA e a para a Nossa Caixa Nosso Banco – NCNB; no Estado de Minas Gerais, 9% aos Bancos do Estado de Minas Gerais – BEMGE e ao Desenvolvimento – BDMG; no Estado do Paraná, 8% para o Banco do Estado do Paraná – BANESTADO; e, no Rio de Janeiro, 6,1% destinados ao Banco do Estado do Rio de Janeiro – BANERJ.

b) FCVS (Fundo de Compensação da Variação Salarial)

Criado em 16 de junho de 1967, pela Resolução nº 25 do Conselho de Administração do extinto Banco Nacional da Habitação – BNH, o FCVS foi concebido com três finalidades:

- Garantir a quitação, junto aos agentes financeiros, dos saldos devedores remanescentes de contrato de financiamento habitacional, firmado com mutuários finais do Sistema Financeiro da Habitação – SFH, em face da possibilidade da ocorrência, ao final do prazo de amortização, de saldo devedor residual, decorrente da diferença de critérios de atualização monetária das prestações pagas e do saldo devedor da operação (Decreto-Lei - DL nº 2.406, de 5/01/1988);
- Garantir o equilíbrio do Seguro Habitacional do SFH, permanentemente e em nível nacional (Lei nº 7.682, de 2/12/1988); e
- Liquidar as obrigações remanescentes do extinto Seguro de Crédito do SFH (Lei nº 10.150, de 21/12/2000).

Desde a sua criação o Fundo teve as seguintes fontes de recursos: inicialmente, com aportes do então BNH e com contribuições mensais dos mutuários, limitadas a 3% do valor de suas prestações; e com a inviabilidade financeira do sistema, o governo editou o Decreto-Lei nº 2.164/84 estipulando contribuição a ser paga, trimestralmente, pelos agentes financeiros do SFH, limitada a 0,025% do saldo dos financiamentos imobiliários concedidos, percentual que passou a ser de 0,1% após a edição da Medida Provisória -MP 1.520/96.

Outra fonte de recursos do FCVS seriam as dotações orçamentárias da União.

A gestão do FCVS está a cargo do Ministério da Fazenda – MF (Lei nº 7.739, de 16 de fevereiro de 1989 e Portaria Interministerial nº 197, de 8 de novembro de 1989). A administração é feita pela Caixa Econômica Federal – CEF e o Conselho Curador é o órgão de deliberação coletiva, integrante do MF e que tem por finalidade aprovar as condições gerais de atuação do FCVS. O Conselho possui sete

representantes, a saber: o MF, a STN, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão – MP, o Banco Central, a CEF, a Associação Brasileira de COHABs – ABC e a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança – ABECIP.

O FCVS possui também o Comitê de Recursos do Seguro Habitacional do SFH – CRSFH que tem a competência de julgar, em instância administrativa única, os litígios decorrentes da aplicação das condições de cobertura, normas e rotinas do Seguro Habitacional do SFH, relativamente a contratos de financiamentos habitacionais cujo equilíbrio da apólice esteja sob garantia do FCVS. O CRFSH possui dez representantes, sendo dois do MF, dois do MP, um da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, um do Instituto de Resseguros do Brasil – IRB, um da CEF, um da ABECIP, um da ABC e um representante da Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e de Capitalização – FENASEG.

Já foram liquidados pelo Fundo os resíduos de 652,6 mil contratos de financiamento habitacional, no valor de R\$ 23,9 bilhões. A dívida estimada do FCVS, decorrente do resíduo de 3,95 milhões de contratos, correspondia, em 31 de dezembro de 2001, a R\$ 62,6 bilhões (Tabela 2) e, dentre os principais credores do Fundo estão as seguintes instituições: Caixa Econômica Federal (32,2% do total da dívida); agentes financeiros privados (27,7%); Companhia de Habitação Popular - COHAB (15,7%); agentes financeiros públicos (13,4%); e as instituições financeiras em liquidação (8,9%).

#### c) A Renegociação das Dívidas Estaduais em 1997-1998

A União assumiu R\$ 101,9 bilhões de dívidas estaduais, sendo R\$ 77,5 bilhões refinanciados pelo prazo máximo de 30 anos, a uma taxa de juros real mínima de 6% a.a., R\$ 11,4 bilhões a amortizar com receitas de privatizações estaduais e R\$ 13 bilhões referentes à diferença de encargos pela rolagem das dívidas entre a data de corte e a data de assinatura dos contratos (valores expressos em reais constantes de 1998).

O montante assumido pela União (R\$ 101,9 bilhões) equivale a 11,3% do PIB e a 77,9% da dívida líquida de estados e municípios em dezembro de 1998. A Lei 9.496/97 estabeleceu critérios para disciplinar a renegociação. Essa é parte integrante de um programa de ajuste fiscal dos estados que fixa metas para a dívida

financeira, o resultado primário, as despesas de pessoal, os investimentos, a arrecadação de receitas próprias e a privatização. Os pagamentos das prestações da dívida renegociada são garantidos pela vinculação das receitas próprias dos estados e dos repasses do FPE, recursos esses que podem ser bloqueados em caso de inadimplência. Os contratos fixam limites máximos de comprometimento da receita líquida real com os encargos da dívida. Finalmente, a emissão de dívida nova não será permitida enquanto a dívida financeira do estado for maior do que a sua receita líquida real anual. O descumprimento das metas do programa de ajuste fiscal ou de qualquer cláusula dos contratos de renegociação implicará a elevação da taxa de juros da dívida renegociada para o nível correspondente ao custo de captação da dívida mobiliária federal mais 1% a.a., além do aumento do comprometimento da receita líquida real com os encargos em quatro pontos percentuais.

O subsídio implícito na renegociação resulta da diferença entre a taxa de juros contratual e a taxa de juros de mercado. Ele pode ser desagregado em três componentes: (1) o subsídio inicial, que se refere ao diferencial de juros entre a data de corte e a data de assinatura dos contratos; (2) o subsídio da conta gráfica, cuja fonte é o diferencial de juros aplicado à capitalização dessa conta até 30.11.99; e (3) o subsídio da dívida remanescente assumida pelos estados, que depende do comportamento da taxa de juros de mercado durante os 30 anos previstos para a amortização.

O custo total para a União oscila entre um mínimo de R\$ 26 bilhões e um máximo de R\$ 38 bilhões.

#### d) A renegociação da dívida do estado do Rio Grande do Sul

Quatro grandes causas são responsáveis pelo crescimento da dívida pública estadual, a saber: déficits públicos estruturais e contínuos; política monetária de juros reais do Governo Federal; afrouxamento nos controles por parte do Governo Federal; e indexador IGP-DI (a partir de 1999).

Tomando-se o déficit primário (Brasil, 2002) como referência, constata-se que a partir de 1975 até 1986 (Governos Guazzelli, Amaral e Jair), ele situou-se em 19% da Receita Corrente Líquida (RCL). Entre 1987 e 1998 (Governos Simon, Collares e Britto), tal média foi de 14,0%. No período 1999-2002 baixou para apenas 3,2%, mas

à custa de um enorme corte nos investimentos, que passou de 16,5% no período governamental anterior para apenas 7,5%.

A partir de 1991, a política monetária do Governo Federal tornou-se ativa (substituição do financiamento monetário pelo financiamento mediante dívida mobiliária).

Com isso, a taxa Selic real (taxa de juro básica da economia) passou a ser positiva em percentuais bastante superiores à variação do IGP-DI, atingindo seu maior percentual acumulado, no período 1995-98, em 128,49% acima da variação do IGP-DI.

O Governo Federal tentou compensar os efeitos de sua política monetária, ao incluir o desconto de R\$ 3,170 bilhões (33% do montante renegociado) no acordo assinado pelo Estado.

Em certos momentos, o Governo Federal afrouxou os controles de endividamento dos estados subnacionais, havendo ocasiões de incentivo à contratação de operações de crédito externas, o que levou o Rio Grande do Sul a contrair novos empréstimos, financiando seus déficits contínuos e sustentando um volume de investimentos acima de sua capacidade financeira.

O IGP-DI é indexador definido no contrato de renegociação da dívida estadual. Por ser composto por uma média ponderada que engloba 60% da variação dos preços por atacado, esse vem sendo influenciado pelas variações da taxa de câmbio. A relação entre a variação do IGP-DI e a do IPCA atingiu 29,5% entre 1998 e 2003.

A primeira iniciativa de renegociação da dívida dos estados ocorreu em 1991, tendo sido editada a Lei Federal nº 8.388, de 30 de dezembro daquele ano, que estabelecia condições bem mais desfavoráveis que aquelas que viriam a ser acordadas mais tarde, em 1998. Em nível estadual, foi editada a Lei nº 9.701, de 24 de julho de 1992, ainda no Governo Collares.

O atual acordo concretizou-se após três anos de negociação, mediante Contrato nº 014/98/STN/COAFI, de 15 de abril de 1998, tendo sido antes editadas a Lei Federal nº 9.496, de 11.09.97, e a Lei Estadual nº 10.920, de 03.01.97.

Por esse acordo, a União refinanciou quase toda a dívida mobiliária (data do corte 31.03.96) e parte da dívida contratual com a Caixa Econômica Federal (data do

corte 16.12.97). Após essas datas, tais dívidas passaram a ser corrigidas pelo IGP-DI e acrescidas da taxa de juros de 6% ao ano.

As condições financeiras da renegociação foram as seguintes:

- a) prazo de 30 anos ;
- b) taxa de juros de 6% ao ano;
- c) sistema de amortização pela Tabela Price;
- d) comprometimento máximo do serviço da dívida intralimite de 13% da RLR — 12,0% em 1998 e 12,5% em 1999;
- e) amortização extraordinária de R\$ 1.150 milhões, subdivididos em conta gráficos (R\$ 650 milhões) e conta elétrica (R\$ 500 milhões).

As principais vantagens obtidas pelo Tesouro Estadual com a renegociação da dívida foram:

- a) redução do custo financeiro das dívidas, da taxa Selic ou equivalente para o IGP-DI mais juros de 6% ao ano;
- b) subsídio de R\$ 3,17 bilhões referente à diferença entre o montante assumido pela União e o valor refinanciado ao Estado, na efetivação do contrato, em 16.11.98;
- c) redução dos serviços da dívida de 33% da RLR para 17%, sendo 13% referentes às dívidas intralimites e 4% às extralimites.

Dois questionamentos surgem a partir daí: primeiro poder-se-ia questionar o subsídio recebido como não sendo outra coisa senão os juros reais oriundos da política econômica praticada pela União; segundo, que o serviço da dívida (correspondente a 33% da RLR) era, na sua maior parte, rolado, sendo o percentual efetivamente pago menor que o decorrente do acordo. Isso é uma verdade, mas apenas parcial, porque toda parcela vencida de dívida que não é paga vai se acumulando ao estoque existente, e isso tem um limite, que são as elevadas taxas de juros e até a ausência de tomadores para os títulos estaduais, na época de sua rolagem.

Além disso, com o acordo, a cada ano, em média, será amortizado 1/3 do estoque da dívida, o que não ocorria antes. No Governo Jair, por exemplo, o valor do serviço da dívida superou o das operações de crédito em R\$ 2,3 bilhões, e,

mesmo assim, a dívida cresceu 39% em seu Governo. Com um pagamento dessa dimensão nas novas bases pactuadas, haveria uma amortização de cerca de 15%.

Evidentemente, o Governo Federal, com sua política econômica ao longo dos anos, contribuiu, para o crescimento da dívida do Estado. Se não tivesse ocorrido o acordo, o Estado já tinha 9% de sua receita comprometida com a dívida (5% intralimite e 4% extralimite, incluídos 2% do Proes) e, ainda, teria R\$ 9,8 bilhões de dívida mobiliária para ser rolada (dívida mobiliária existente em 16.11.98), com todas as dificuldades e custos já referidos.

Como já existiam 9% da receita líquida real comprometidos com dívidas preexistentes, carece de fundamento a proposta existente no Senado, de limitar tal comprometimento em 5%. Ora, sendo a receita líquida real de 1998 igual a 75% do saldo renegociado da dívida, a proposta citada significaria pagar tão somente 3,75% do valor equivalente ao do estoque da dívida. Ora, como os juros do acordo representam 6%, com isso nem eles estariam sendo pagos, muito menos o principal da dívida, o que significaria a continuação de uma política de endividamento com todos os resultados perversos dela decorrentes.

Serão 13% para a dívida intralimite, em torno de 2% para o Proes e mais 2% para as dívidas extralimites. No entanto, com a exclusão da contribuição ao Fundef do valor da RLR retroativamente a março de 1998, a dívida intralimite ficou em torno de 11% em 1999.

O maior problema era a existência de uma dívida com esse perfil e num montante tão grande, que só se extinguirá mediante amortização, o que será alcançado com o acordo.

Ademais, como a prestação é fixa em termos reais (é calculada pela Tabela Price), em médio prazo, com o crescimento da receita, o comprometimento com o serviço da dívida irá declinar, passando as condições de pagamento a serem satisfatórias. É provável que os governos terão tanto mais dificuldades para cumprir o acordo da dívida, quanto mais próximos temporalmente estiverem do mesmo.

#### 4.2 Perspectivas de Solução

Existem algumas perspectivas de solução para a redução da dívida pública brasileira, tais como as que serão apresentadas a seguir, que propõem medidas de políticas econômicas para estancar o crescimento do déficit público.

#### 4.2.1 Déficit Nominal Zero

A proposta é do professor Delfim Netto (2005 apud Mora, 2005) sobre a implementação de uma política de médio prazo para se alcançar o equilíbrio pleno das contas públicas do Brasil.

O governo, que é uma ficção jurídica, um ente abstrato, não deveria gastar mais do que arrecada. Quando o faz, ou provoca inflação ou contrai novas dívidas, o que pressiona a taxa de juros, ou ambas as coisas, inflação e juros altos.

O governo arrecada impostos para consumir e para investir. Por consumo deve-se entender as despesas não-financeiras, como o pagamento de salário dos servidores públicos e a aquisição de bens e serviços - remédios, publicidade, aluguéis, etc. Investimento do governo é o gasto na construção de estradas, hospitais, hidroelétricas e demais itens de infra-estrutura. O que sobra, isto é, a diferença entre o que arrecada e o que gasta, é a poupança do governo, o superávit primário. Este se destina ao pagamento dos encargos da dívida pública, ou seja, dos juros.

Como o superávit primário não tem sido suficiente para pagar os juros, o governo tem de contrair novos empréstimos para honrar os juros, o que aumenta ainda mais o estoque da dívida e compromete os orçamentos futuros. No ano de 2004, por exemplo, para pagar juros equivalentes a 7,3% do PIB, o governo fez superávit primário de apenas 4,6%. Teve, então, déficit nominal de 2,7% do PIB. Ou seja, teve de contrair novos empréstimos para pagar juros e o estoque da dívida do governo aumentou.

A proposta de Delfim Netto (2005 apud Mora, 2005) é a implementação de uma política que objetive zerar o déficit nominal. Isto é, a adoção de uma política que tenha por meta a geração de superávit primário suficiente para pagar os juros e, assim, estancar o crescimento da dívida, de forma a garantir o crescimento sustentado, sem inflação e sem aumento da taxa de juros. Isso exigiria um esforço fiscal adicional de quase 3% do PIB, que é a diferença entre o montante de juros que deve ser pago a cada ano e os recursos gerados para pagá-lo (o superávit primário). Se esse objetivo de déficit nominal zero for alcançado, a relação dívida/PIB passaria a ser decrescente, pois o PIB cresce e o estoque da dívida seria constante em termos nominais. Isso liberaria mais recursos para investimentos públicos e/ou redução da carga tributária.

Uma das críticas à proposta é que, ao se estabelecer como objetivo o déficit nominal zero, estar-se-ia confundindo as políticas monetária e fiscal. Ou, ainda, o Banco Central quando necessita aumentar a taxa de juros para perseguir objetivo contracionista, de combate à inflação, estaria operando contra o objetivo do déficit nominal zero, pois taxa de juros mais elevada implica aumento nas despesas financeiras do próprio governo. Assim, qualquer aumento da taxa básica de juros exigiria concomitante aumento do superávit primário, que para ser alcançado exige corte de despesas não-financeiras e/ou aumento da carga tributária.

#### 4.2.2 Gastos Públicos – cortar para crescer

No período 1994/2004, o Brasil experimentou crescente elevação da carga tributária e das despesas como proporção do PIB. Por sua vez, a relação Dívida Líquida do Setor Público / PIB observou crescimento em quase todo o período analisado, consequência direta dos elevados déficits operacionais provocados pelo pagamento de juros da dívida pública. A dívida como proporção do PIB passou de 30,5%, em 1994, para 51,8%, em 2004.

Com base nas variáveis fiscais, a FIESP (Federação das Indústrias do estado de São Paulo) montou dois cenários para uma simulação para a redução da dívida pública:

- a) Projeção do Passado Recente do Brasil para 2015
- b) Proposta de Redução de Despesas feita pela FIESP

#### a) Projeção do Passado Recente do Brasil para 2015

Por hipótese considerou-se que as despesas continuarão crescendo à mesma taxa que cresceram de 1999 a 2004, ou seja, à taxa de 4,1 % a.a. Por outro lado, considerou-se que as receitas permanecerão constante como proporção do PIB por se considerar que a carga tributária atingiu o limite máximo que a sociedade consegue suportar.

Uma vez que as receitas crescem à mesma taxa do PIB, a carga tributária não se altera. O superávit primário (diferença entre receita e despesa, excluindo o pagamento de juros) do governo federal declina dos atuais R\$ 52,3 bilhões para R\$ 40,7 bilhões, resultado explicado pelo elevado crescimento das despesas (4,1% ao ano). Dado que o governo não gera superávit operacional (diferença positiva entre receita e despesa, incluindo o pagamento de juros reais), o montante da dívida pública permanece crescendo.

Até 2015, a relação Dívida / PIB apresenta queda de 7 pontos percentuais, o que permite que os empréstimos do sistema financeiro ao setor privado se elevem em igual percentual. Por conseqüência, se verifica ligeiro aumento dos investimentos privados de 16,8% do PIB, em 2005, para 17,4%, em 2015. O aumento da taxa de investimento provoca a pequena elevação da taxa de crescimento econômico.

O reduzido declínio da relação Dívida / PIB não permite redução da taxa básica de juros reais para um patamar inferior a 10% ao ano. A elevada taxa de juros acaba sendo um fator adicional para a manutenção do déficit operacional em níveis bastantes elevados e deixa a taxa de câmbio valorizada, não incentivando o aumento das exportações.

A trajetória dos indicadores fiscais permite concluir que o governo federal não obterá significativa redução da Dívida / PIB, a carga tributária permanecerá elevada e as despesas passarão de 17,3%, em 2005, para 19,3%, em 2015.

Além disso, pode-se também constatar que os investimentos públicos do governo federal permanecerão em níveis bastante reduzidos (0,6% do PIB), o que

implica em crescimento econômico menor do que o possível no caso do governo aumentar sua capacidade de investimento.

#### b) Proposta de Redução de Despesas feita pela FIESP

Visto o desempenho pouco favorável da economia no caso de manutenção do cenário atual, torna-se necessária a proposta de mudanças. A exemplo da experiência dos EUA e Finlândia nos anos 90, a FIESP propõe um profundo ajuste nas contas do governo para que este seja capaz de fazer mais com menos recursos.

A proposta da FIESP de maior rigor no controle das contas do governo federal é constituída de três pontos:

- Redução do total da despesa real em 2% ao ano durante seis anos consecutivos (2006 a 2011) seguida da manutenção do total da despesa real por quatro anos (2012 a 2015).
- Limite de crescimento para o total da receita real de 50% da taxa prevista de crescimento econômico, limitada a 2,75% ao ano.
- Uma vez atingido superávit operacional real positivo, lembrando que esse é o resultado positivo da diferença entre receita e despesa levando-se em conta o pagamento de juros reais, destina-se 90% desse superávit para investimento no ano seguinte.

A taxa de crescimento do PIB passa de 3,5%, em 2005, para 6,8%, em 2015 (taxa média anual de 5,7%). Isso é explicado pelo aumento dos investimentos públicos e privados: o primeiro atinge 5,0% do PIB, em 2015, enquanto que o segundo chega a 19,2%.

O resultado fiscal é o declínio da carga tributária federal de 23,95%, em 2005, para 17,8%, em 2015. No mesmo período as despesas como proporção do PIB passarão de 17,3% para 8,8%. Se for considerado que os governos estaduais e municipais também reduzam a carga tributária à mesma proporção, então pode se chegar em 2015 com carga tributária total de 26,4% do PIB, ante aos quase 51% atuais.

A queda da relação Dívida / PIB possibilita a redução da taxa básica de juros, o que por sua vez favorece a redução do montante de juros pagos (com impacto positivo no superávit operacional). Além disso, haverá melhores condições para o governo alongar o prazo da dívida e, reduzir as restrições na sua rolagem em

momentos de eventuais crises. Outro efeito a se considerar é a reversão da forte valorização cambial causada pelo forte ingresso de capital financeiro e, por conseqüência, o estabelecimento de taxas de câmbio mais favoráveis e a expansão das exportações.

A relação Dívida / PIB sai do patamar de 51,8% para 25,7% em 2015. Vale destacar que essa redução é possível mesmo direcionando 90% do superávit operacional para os investimentos pois o acentuado crescimento econômico a ser observado passa a exercer um efeito considerável na queda da relação Dívida / PIB.

O esforço fiscal do governo no sentido de cortar gastos e conter o avanço da receita é recompensado pelo avanço dos investimentos e maior taxa de crescimento econômico. Tudo isso ocorre ao mesmo tempo em que os indicadores fiscais do governo melhoram de forma significativa.

#### 4.2.3 Agenda para a Dívida Pública

Ao longo do período analisado, devido a opção de política econômica adotada pelo governo, o perfil da dívida pública brasileira vem se modificando. Segundo o governo, o maior fluxo de divisas para o Brasil, que tem elevado as reservas internacionais, contribui para a melhora dos principais indicadores de solvência externa. Logo é notório que a dívida interna se tornou (tomando o lugar da dívida externa) uma “patologia importante” da economia brasileira.

A dívida externa líquida (passivos externos menos reservas internacionais) caiu de 24,6% do PIB (58,5% da dívida líquida total) em janeiro de 1991 para apenas 3,5% do PIB (6,9% da dívida líquida total) em outubro de 2005. Já a dívida líquida interna exibiu grande crescimento, passando de 17,4% do PIB (41,5% da dívida líquida total) para 47,5% do PIB (93,1% da dívida líquida total). Ou seja, a dívida líquida (51,1% do PIB em outubro de 2005) é quase toda composta por dívida interna.

A questão principal que deve constar na agenda para a dívida pública é primeiramente, reduzi-la. Isso permitirá afastar a idéia de uma possível moratória, reduzindo ainda mais o risco país, barateando o custo de capital, e produzindo

efeitos positivos sobre a taxa de crescimento do PIB. Para realizar isso é necessário que o governo implemente plano de controle de gastos públicos, reduzindo o peso das despesas primárias do setor público em relação ao PIB, como vem sendo defendido pela área econômica do governo. A implementação desse ajuste das despesas públicas permitirá a redução mais acentuada das taxas de juros sem provocar aumento da inflação, ambos os efeitos (redução dos gastos e queda dos juros) acarretando a queda do déficit nominal que alimenta a dívida líquida. O maior crescimento proporcionado por tal cenário trará a rápida redução da razão dívida/PIB.

Sem controle das despesas primárias do setor público, todo o processo de redução da razão dívida/PIB fica mais lento ou pode mesmo parar. Salienta-se que as condições internacionais são as melhores possíveis, sendo este o melhor momento para implementar tal plano. Caso a boa conjuntura mundial venha a sofrer piora, a dívida poderá voltar a aumentar, com efeitos negativos sobre o crescimento econômico.

A segunda questão diz respeito à composição da dívida pública. O principal componente da dívida líquida interna é a dívida mobiliária federal. Esta representa 48,9% do PIB (outubro de 2005). A composição da dívida mobiliária federal por indexadores constitui outro problema a ser atacado.

A principal fragilidade da composição de nossa dívida mobiliária costumava ser a excessiva participação dos títulos públicos indexados à taxa de câmbio. No evento de crises de fuga de capitais, a depreciação cambial decorrente tornava a dívida cambial mais cara, elevando a dívida total. Hoje, a participação da dívida cambial está quase zerada. A estratégia governamental foi plenamente bem sucedida em eliminar tal fragilidade.

O principal problema hoje é a excessiva indexação da dívida pública mobiliária à taxa de juros de curto prazo, a taxa Selic. A participação dos títulos indexados à Selic adicionada à das operações de mercado aberto do BC chega quase a 60% da dívida mobiliária federal. A dívida indexada a Selic é uma dívida cara e com características ruins, pois torna-se ainda mais cara durante as crises, quando o BC se vê obrigado a elevar os juros para conter a fuga de capitais e a

excessiva depreciação cambial. Além disso, por reverter o efeito riqueza, reduz a eficiência da política monetária.

Diminuir a indexação da dívida pública à taxa de juros de curto prazo é a tarefa do momento para os gestores da dívida pública. Tal redução deve se dar em um contexto de operações de mercado. A queda da Selic torna o título indexado à Selic menos atraente, facilitando sua substituição por outro tipo de título: pré-fixado, indexado a índice de preços, ou flutuante.

A implementação do ajuste das despesas públicas permitiria ao BC não só reduzir a média da taxa Selic, como também passar a realizar política monetária anticíclica, como ocorre nos países desenvolvidos, e também em alguns mercados emergentes mais avançados, como o Chile. Com a Selic podendo cair nas recessões, ao invés de subir como ocorre hoje nas crises financeiras, seu atrativo de ser mais alta em tempos ruins desapareceria. Isso seria mais um fator impulsionando a diminuição da indexação à Selic.

## 5 CONCLUSÃO

A dívida pública brasileira apresentou um considerável crescimento no período de 1994 a 2004, em função da opção de política econômica adotada pelo governo, que culminou com uma elevação da dívida pública interna e uma ligeira queda da dívida pública externa.

O crescimento da dívida pública foi verificada com o reconhecimento por parte do governo de dívidas pré-existentes, os esqueletos. Estes podem ser definidos como dívidas do setor público, geradas no passado, e que já produziram impacto macroeconômico. e, ao serem reconhecidas pelo Governo Federal, essas dívidas passam a ser contabilizadas no quadro da Dívida Líquida do Setor Público - DLSP. As principais dívidas reconhecidas pelo governo federal foram o PROES (Programa de Redução da Participação do Setor Público Estadual na Atividade Bancária), o FCVS (Fundo de Compensação de Variação Salarial) e a renegociação com os governos estaduais.

A dívida externa, porém, vem se reduzindo, devido ao maior fluxo de divisas para o Brasil, que provocou um aumento nas reservas internacionais e melhora dos principais indicadores de solvência externa.

Assim, mesmo com a adoção de uma política fiscal onde prevaleceu o crescimento nominal na arrecadação federal, foi impossível deter o crescimento da dívida.

A política monetária teve sua contribuição devido à opção por juros elevados em momentos para atrair capitais externos, e em outros períodos para conter os preços internos.

A política cambial contribuiu negativamente para a elevação da dívida externa nos períodos de crises cambiais.

A sociedade acredita que a situação atual de gestão da dívida pública é inviável no longo prazo. Como o país vêm vivendo o mais longo período de democracia da sua história recente (1985), várias propostas para a redução do déficit público vem sendo apresentadas por economistas, empresários e demais entidades, como alternativas as políticas adotadas pelo governo.

O deputado Delfim Neto apresentou uma proposta de déficit nominal zero, ou seja, a adoção de uma política que tenha por meta a geração de superávit suficiente para pagar os juros e, assim, estancar o crescimento da dívida, de forma a garantir o crescimento sustentado, sem inflação e sem aumento da taxa de juros. A Fiesp elaborou uma proposta de redução de gastos que permita uma taxa de crescimento maior na economia brasileira. E há ainda outras alternativas, como uma espécie de agenda que define a dívida interna atrelada a taxa Selic, um problema de máxima urgência que deve ser resolvido com a redução da taxa de juros e a manutenção das condições macroeconômicas estáveis.

Logo, a redução da dívida pública depende ainda de um modelo de gestão de administração que deve ser aprimorado pelo governo com uma visão de longo prazo. Com o cenário internacional favorável, a dívida externa vem se reduzindo e a atenção se volta para a dívida interna.

Um país que cresceu em média 2,5% a.a nos últimos 20 anos, que possui uma carga tributária em torno de 40% do PIB e com uma dívida pública de 51% PIB,

necessita fixar um volume exato de gastos não financeiros para gerir de melhor maneira as contas públicas.

Atualmente, os elevados níveis das taxas de juros são a forma que o governo utiliza para financiar a dívida pública no mercado. Pois, no passado recente verificaram períodos marcados por irresponsabilidade fiscal e riscos de calote da dívida.

O Brasil necessita de um novo modelo de desenvolvimento onde ocorra a ruptura com o passado, ou seja, implementação de políticas econômicas voltadas para a maioria, predominância da democracia de massa e intolerância perante a inflação. Um novo modelo de desenvolvimento que priorize a democracia, a economia de mercado e políticas sociais para as pessoas de baixa renda que compõem a sociedade.

Para isto, é necessário promover crescimento econômico, bem como elevar a taxa de poupança interna e reduzir a carga tributária, começando a lição de casa pelo próprio governo, administrando melhor seus gastos e contribuindo para a redução da dívida pública.

## REFERÊNCIAS

- AZEREDO, Francisco E. Pavanelli de. **Modelo de simulação da dívida pública brasileira**. In: BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. Finanças Públicas: VI Prêmio do Tesouro Nacional, 2001. Brasília: ESAF, 2002.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL, ano 2002.
- BRASIL, Governo Federal do. **Relatório 26: A verdade sobre a origem da dívida pública**. Disponível em: < [www.brasil.gov.br/relatório/relatório26.pdf](http://www.brasil.gov.br/relatório/relatório26.pdf).> Acesso em 12 abr. 2005.

- BENECKE, Dieter W. **Dívida pública : um tema sem final feliz?**. In: DIMELAS DA DÍVIDA. Rio de Janeiro : Fundação Konrad Adenauer, 2002. p. 199-207. Cadernos Adenauer; n. 4, v. 3.
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia – teoria e política econômica**. São Paulo: Campus, 2001.
- BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretária da Receita Federal, ano 2002.
- CAMARANO, Erik Sasdelli. Política Fiscal e Estabilização: o Plano Relat sob a ameaça do déficit público. In: Portugal, Marcelo (org). **A economia do real : uma análise da política econômica de estabilização no período 1994-1996**. Porto Alegre: Ortiz, 1996.
- DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley. **Macroeconomia**. 5. ed. São Paulo: Makron Books, 1991. p. 686-734.
- EINCHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. **Original Sin: Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin..** Washington: Inter-American Development Bank, 2002. Disponível em: < [www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-158.pdf](http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-158.pdf).> Acesso em: 07 abr. 2005.
- FRIEDMAN, Milton. **Capitalismo e liberdade**. São Paulo: Abril Cultural, 1984. 187p.
- GIAMBIAGI, Fabio. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2001. p.209-235.
- HALL, Robert E; TAYLOR, John B. **Macroeconomia: teoria, desempenho e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1989. p. 256-259.
- KEYNES, John Maynard. A teoria geral do emprego do juro e da moeda. São Paulo: Atlas, 1982. p 6.
- LLUSSA, Fernanda Antônia Josefa. **Credibilidade e administração da dívida pública: um estudo para o Brasil..** Rio de Janeiro: ESAF, 1998. 21º Prêmio BNDES de Economia
- MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2001.
- MEDEIROS, Alexandre; BARCINSKI, Albuquerque. **Risco, taxa de juros e a dívida pública federal no Brasil pós-Real..** Rio de Janeiro: ESAF, 1999. p 83-99. 22º Prêmio BNDES de Economia
- MORA, Mônica. **A proposta de déficit nominal zero e o gasto discricionário do governo federal**. Boletim de Conjuntura n. 71, 2005.

PREUSSLER, Pedro Henrique Prates da Silveira. **A dívida pública interna no período 1991-2001: os fatores da expansão recente**. 2002. Trabalho de conclusão do Curso de Ciências Econômicas. Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2002.

REIS, Jose Guilherme A; VALADARES, Silvia M. **Ajuste Fiscal, despesa pública e crescimento econômico**. São Paulo: FIESP, 2004. (Referências FIESP n.4)

Disponível em:

<[http://www.fiesp.com.br/download/publicacoes\\_economia/referencias\\_4.pdf](http://www.fiesp.com.br/download/publicacoes_economia/referencias_4.pdf)> .

Acesso em: 03 jan. 2005.