

FRANCISCO JANUÁRIO DE CASTRO

## A Variação da Dívida Pública Brasileira entre 1995 e 2005 – Fatores Determinantes

Dissertação apresentada à Banca  
Examinadora da Pontifícia  
Universidade Católica de São Paulo,  
como exigência parcial para a  
obtenção do título de MESTRE em  
economia, sob a orientação do Prof.  
Doutor João Machado Borges Neto

PUC/SP

São Paulo

Março/2007

# **Livros Grátis**

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**Banca Examinadora:**

---

---

---

À minha família e amigos que acreditam em mim

## **Agradecimentos**

Agradeço, em primeiro lugar, ao professor João Machado pela sua paciência e dedicação na orientação deste trabalho além de me ter mostrado outros campos da teoria econômica. Agradeço, ainda, de forma muito especial aos professores Carlos Eduardo de Carvalho, César e Moraes pelas lições que aprendi deles e continuo aprendendo.

Um agradecimento especial vai aos meus amigos da Empresa Brasileira de Correios notadamente ao Eduardo Nelson, João Baptista, Walter Covos, Rosa, Israel, Emerson Gomes e o José Carlos Tiango, pessoas que foram muito importantes nessa minha empreitada.

À minha esposa, Edilaina, agradeço muito por ter suportado tantas minhas ausências de casa nesse período de dedicação ao curso e às pesquisas e também por me ter dado tanto apoio nesse meu desafio.

## Resumo

Esta dissertação faz uma análise dos principais fatores causadores da variação da dívida pública brasileira entre 1995 e 2005. Primeiramente, discorre-se sobre os enfoques dos novos clássicos, keynesianos e da síntese neoclássica a respeito da dívida pública. Apresenta-se, em seguida, a evolução das privatizações, superávit primário, crescimento do PIB, reconhecimento de dívidas e desvalorizações cambiais. Na seqüência, o resultado de cada um desses fatores é atualizado até dezembro de 2005 pelo IPCA e pela taxa média de juros paga sobre a dívida pública em cada ano. Faz-se uma comparação dos juros pagos sobre a dívida pública do Brasil com a taxa de juros reais praticadas nos países desenvolvidos acrescidas do IPCA do Brasil, resultando numa grande diferença, o que determina se a nossa dívida pública fosse remunerada com juros reais igual às taxas de juros reais dos países desenvolvidos teríamos pago de juros 68,55% do que efetivamente pagamos. Conclui-se que em razão da alta taxa de juros média pela qual a dívida foi remunerada no período, os fatores descritos acima se revelaram mais fortemente do que os seus resultados apresentados em valores correntes. O principal obstáculo à sua queda da dívida, em termos absolutos, são as altas taxas de juros pelas quais é remunerada.

Palavras-chave: Dívida Pública, juros, privatizações, reconhecimento de dívidas

## Abstract

This dissertation makes an analysis of the main causing factors of the variation of the Brazilian public debt between 1995 and 2005. Firstly, it is discoursed on the approaches of the new classics, Keynesians and the neo-classic synthesis about the public debt. It is presented, after that, the evolution of the privatizations, primary surplus, growth of the GDP, acknowledgment of debts and exchange depreciations. In the sequence, the result of each one of these factors is brought up to date by the IPCA until December of 2005 and by paid the average tax of interests on the public debt in each year. It is made a comparison of the interests paid on the public debt of Brazil with the interest rate Real practiced at the countries developed added of IPCA of Brazil resulting in a great difference, what is determined our public debt was remunerated with real interests same to the real interest rates of the developed countries would have paid of interests 68,55% than indeed we paid. It concludes that, in reason of the high average tax of interests for which the debt was remunerated in the period, the described factors above make influence more strongly than its results presented in current values. The main obstacle to the fall of the debt, in absolute terms, is the high taxes of interests for which it is remunerated.

Keywords: Public debt, interests, privatizations, acknowledgment of debt.

## Sumário

Introdução	9
Capítulo 1 – Dívida Pública: Aspectos teóricos	13
1.1 Discussão do conceito de Dívida Líquida do Setor Público	16
1.2 A sustentabilidade da política fiscal: apresentação do modelo de Lanchard et. alii (1990)	22
1.3 O debate teórico sobre a dívida pública	28
1.3.1 A dívida pública no enfoque keynesiano	29
1.3.2 A dívida pública no enfoque da síntese neoclássica	32
1.3.3 A dívida pública no modelo de equivalência ricardiana	38
1.4. A questão do superávit primário no modelo novo-clássico	47
1.5. Os efeitos fiscais da privatização	49
1.6 O debate sobre a sustentabilidade da DLSP do Brasil	52
1.7 Resumo	56
Capítulo 2 – Fatores determinantes para a variação da relação dívida/PIB	59
2. 1. Privatização e a Dívida Pública	62
2.1.1 Restrição orçamentária do governo e a privatização	65
2.1.2 Privatização e déficit público	68
2.1.3 Privatização no Brasil de 1995 a 2005	71
2.2 Superávit primário no setor público	75
2.3 Crescimento do PIB	79
2. 4 Passivos contingentes	80
2.4.1 Conceituação e classificação	81
2.4.2 Arcabouço legal institucional	84
2.4.3 Riscos Fiscais	87
2.4.4 Descrição dos principais passivos contingentes de 1996 a 2005	92
2.5 Desvalorização da taxa de câmbio	95
2.6 Os efeitos das taxas de juros sobre a dívida pública no Brasil	98
2.7 Sumário	99
Capítulo 3 – As causas da variação da dívida líquida do setor público	104
3.1 A variação da dívida pública	106
3.2 A contribuição de cada fator para a variação da dívida	110
3.2.1 A contribuição das privatizações para diminuir a dívida	110
3.2.2 A contribuição do superávit primário para diminuir a dívida	114
3.2.3 A contribuição do crescimento do PIB para diminuir a relação dívida/PIB	117
3.2.4 A contribuição do reconhecimento de dívidas para aumentar a dívida	120
3.2.5 A contribuição das variações na taxa de câmbio para a variação na dívida	122
3.3 Taxas de juros sobre a DLSP	125
3.4 DLSP sem os aportes	128
3.4.1 A DLSP sem as privatizações	129
3.4.2 A DLSP sem o superávit primário	130
3.4.3 A DLSP sem os reconhecimentos de dívidas	130
3.4.4 A DLSP sem as desvalorizações da taxa de câmbio	131
3.4.5 A DLSP sem a presença dos fatores	132
3.5 Resumo	134

4. Conclusão	137
5. Bibliografia	143
6. Anexos	148

## 1 - Introdução

A dívida pública no Brasil, após a implantação do Real, tomou um caminho de crescimento sistemático, com um custo financeiro muito alto para a população, notadamente para as pessoas que não usufruem dos rendimentos proporcionados pelos títulos públicos. Dois fatores foram muito importantes para conter esse aumento da dívida, considerando todo o período de 1995 a 2005: as privatizações e os superávits primários.

Na literatura existente sobre a utilização dos recursos das privatizações são usualmente tratadas apenas as dívidas abatidas através de moedas de privatização, as dívidas das empresas que passam para a iniciativa privada e os pagamentos em dinheiro utilizados para resgatar títulos públicos. O pagamento em dinheiro não utilizado para abater a dívida não é considerado. No entanto, é plausível supor que os gastos com investimentos e com custeio do governo pagos com recursos obtidos com a privatização seriam acrescentados à dívida existente por meio de emissão de títulos públicos que iriam custear esses gastos supridos por essas receitas extraordinárias, caso as privatizações não tivessem ocorrido.

A dívida pública do Brasil passou por uma fase de deterioração a partir de 1995, a despeito de o país ter transferido a propriedade de dezenas de empresas para o setor privado, arrecadando dezenas de bilhões de dólares com essas privatizações, e de quase todo o dinheiro obtido com as vendas das estatais ter sido utilizado pelo governo para pagar dívidas do setor público, geralmente as dívidas mais custosas, e de o uso do restante dos recursos ter evitado a emissão de outras dívidas.

Segundo Giambiagi e Pinheiro (1996), a privatização pode contribuir eficazmente para o ajuste fiscal em razão das características peculiares da economia brasileira, ou seja, o pagamento elevado de juros e o recebimento de um baixíssimo retorno de dividendos com a participação acionária das empresas públicas (apenas 0,4% do seu patrimônio aplicado nas empresas estatais no período 1988-94).

Segundo Silva (1997) e Hermann (2004), com a política macroeconômica adotada após a implantação do Plano Real, a política monetária adotada levou as taxas de juros da economia a se elevarem enormemente, e é inegável que essa elevação levou a um grande incremento do estoque da dívida pública.

Como visto acima, apesar de o governo ter vendido a maior parte de suas empresas, a sua dívida líquida cresceu de forma significativa. É evidente que, além das privatizações e dos superávits primários, outros fatores influenciaram a variação da dívida pública no período de 1995 a 2005, principalmente aumentando-a.

Os fatores fundamentais para a evolução da dívida pública a partir de meados da década de 1990, além das privatizações, foram o reconhecimento de dívidas antigas, que tiveram impacto macroeconômico no passado, mas que não foram registradas nas estatísticas fiscais na época (Giambiagi 2002). Outro fator que elevou a dívida pública no período em análise foram as variações do valor da dívida pública externa e da dívida pública interna indexada à taxa de câmbio, como resultado da mudança da taxa de câmbio. Como veremos ao longo desta dissertação, para a expansão nominal da dívida contribuíram decisivamente, suplantando amplamente os superávits primários e as receitas das privatizações, os reconhecimentos de dívidas, as desvalorizações cambiais e os juros nominais.

Outro fator que contribui para conter ou diminuir a relação Dívida/PIB é o crescimento do produto, visto que, mesmo com a dívida pública aumentando, se o PIB crescer numa magnitude maior, essa relação tende a diminuir, aumentando a solvência do país.

Ao longo do período que esta dissertação cobre ocorreram diversos reconhecimentos de dívidas que necessariamente não aumentam a dívida líquida do setor público, tais como as renegociações das dívidas dos estados (Lei nº 9.496/97), dívidas bancárias dos estados (programa de ajuste fiscal dos estados – junho de 1997), reclassificação de dívidas bancárias dos municípios (fevereiro de 2000), etc. Nesta dissertação, no que se refere ao reconhecimento de dívidas, serão abordadas apenas as dívidas que realmente aumentam a dívida líquida do setor público, desconsiderando as que aumentam as dívidas de um ente e ao mesmo tempo criaram um ativo no mesmo

montante, ou se esse reconhecimento surgiu da operação entre dois entes pertencentes ao setor público.

A dissertação buscará responder às seguintes questões: Qual a importância das privatizações e dos superávits primários para conter a dívida pública no período em análise? Qual o custo financeiro dos ajustes ocorridos na economia brasileira (reconhecimento de dívidas, aporte de recursos para instituições financeiras públicas e variações cambiais)? Qual seria o tamanho da dívida em dezembro de 2005, se não tivesse havido esses ajustamentos, as privatizações e os superávits primários?

No terceiro capítulo, com as informações e os modelos apresentados nos capítulos anteriores, serão desenvolvidos os cálculos para responder às questões formuladas acima.

Um quarto capítulo apresenta as principais conclusões da dissertação. Conclui-se que a dívida líquida do setor público, apesar do custo extremamente alto, conseguiu encontrar um caminho decrescente em relação ao PIB, e que o principal obstáculo à sua queda em termos absoluto são as altas taxas de juros pelas quais a nossa dívida pública é remunerada.

## Capítulo 1 – Dívida Pública: Aspectos teóricos

A existência do Estado requer o financiamento de gastos de custeio, de investimento, ou de outros tipos. Para o pleno funcionamento do governo, este deve buscar recursos em diversas fontes, tais como coleta de impostos, emissão de moeda (obtido a receita de senhoriagem, que é a diferença entre o custo de produção da moeda e o seu poder de compra), emissão de títulos e empréstimos bancários.

Anteriormente ao desenvolvimento dos bancos centrais era comum os governos serem financiados, além da coleta de impostos e de emissão de moeda, pelos bancos privados por meio de empréstimos ou da emissão de títulos, que funcionavam como ordens de pagamento futuro. Dessa forma, deu-se início ao processo de endividamento público por emissão de dívida mobiliária.

Atualmente, embora existam alguns países cujos governos são credores líquidos, na maioria dos países estes são devedores líquidos, e em alguns casos têm altas dívidas, que chegam a ultrapassar 100% do PIB.

O governo vende títulos de vários tipos e maturidades que competem com títulos privados e com diversos tipos de aplicações bancárias.

Existe uma grande controvérsia a respeito do peso da dívida para as futuras gerações. Essa controvérsia é freqüentemente citada como uma razão para reduzir a dívida pública (Hyman, 1999). No entanto, muitos argumentam que em razão de grande parte da dívida ser de propriedade de cidadãos do próprio país e não do estrangeiro, não existe peso porque a dívida é interna. Isso se dá em razão dos habitantes do próprio país serem os proprietários da dívida, e o pagamento dos juros e do principal meramente transfere renda dos pagadores de impostos para os possuidores de títulos da dívida pública (Hyman, 1999).

Para pagar os juros e o principal, o governo geralmente deve aumentar os impostos. Assim, os pagadores de impostos no futuro devem suportar reduções no consumo e na poupança. No entanto, existem algumas correntes do pensamento econômico que argumentam que o peso da dívida deve ser suportado pela geração atual

porque os recursos que irão para a compra de títulos da dívida pública são retirados do setor privado. O debate teórico com as principais correntes do pensamento econômico a respeito do custo da dívida para as futuras gerações será apresentado na terceira seção.

Para avaliarmos a dinâmica da dívida pública devemos começar com a restrição orçamentária do setor público consolidado:

$$RN_t = T_t - G_t \quad (1.1)$$

Sendo:  $RN_t$  = resultado do governo;  $T_t$  = a arrecadação de tributos;  $G_t$  = os gastos totais do governo.

A receita do governo se dá principalmente por impostos, embora possa vir de variações patrimoniais como as privatizações e as concessões públicas<sup>1</sup>. Essa questão das privatizações e concessões públicas será discutida detalhadamente no segundo e terceiro capítulos.

Os gastos do governo incluem as despesas com os salários do funcionalismo, as despesas gerais com as instalações públicas, o pagamento de fornecedores e despesas com investimentos. Além dessas despesas, o governo incorre também com despesas que ocorreram no passado, mas que são reconhecidas no exercício corrente, os chamados esqueletos. Além de todas essas despesas, o governo pode também incorrer em aportes de verba nas instituições financeiras públicas e em outros tipos de despesas que levam ao aumento da dívida pública.

As despesas financeiras (DF) são compostas pelo pagamento de juros (J) e pela amortização da dívida pública (A).

$$DP = A + J \quad (1.2)$$

$$A = mB \quad (1.3)$$

---

<sup>1</sup> Concessões públicas são as concessões de rodovias, telefones celulares, etc. que o governo concede à iniciativa privada durante um determinado período mediante o pagamento de um determinado valor aos cofres públicos.

$$J = rB \quad (1.4)$$

De forma que podemos escrever DF como:

$$DF = (m + r)B \quad (1.5)$$

Onde:  $m$  = coeficiente da amortização da dívida

$B$  = total de dívida emitida;

$r$  = taxa de juros média.

As despesas financeiras, embora sejam pagas no exercício corrente, refletem decisões tomadas no passado que determinaram o tamanho da dívida pública, os seus indexadores e seus prazos de vencimento.

Caso  $G_t > T_t$ , na equação (1.1), os gastos totais do governo serão superiores aos impostos arrecadados; então, o governo incorre em déficit que deve ser financiado pela emissão de moeda ou por emissão de títulos públicos. Se o Banco Central compra títulos do Tesouro Nacional, o efeito será a expansão monetária. O aumento de impostos só surtirá efeito nos próximos períodos, o que deixa essa opção inviável para atender déficits que ocorrem esporadicamente e de forma imprevisível. Essa opção só é plausível quando o déficit ocorre de forma previsível e sistemática.

O nível de endividamento pode variar em função de decisão de resgate ou emissão da dívida, do prêmio de risco associado a cada instrumento de endividamento e em função da oscilação das variáveis as quais a dívida esteja atrelada, como câmbio, inflação ou taxa de juros. Em geral, a escolha da composição da dívida deve priorizar os aspectos relacionados ao risco de oscilação das variáveis que indexam o endividamento e os diferenciais em termos de prêmios de risco.

Ao mesmo tempo, a decisão do governo de gerenciar sua dívida pública depende da escolha entre minimizar a inflação ou minimizar as flutuações no orçamento do governo devido ao pagamento de juros e amortizações.

Neste capítulo, será apresentado o debate teórico referente à importância e às consequências da dívida pública para a sociedade, a sustentabilidade da dívida e o impacto das privatizações na dívida pública.

Na primeira seção serão apresentados o conceito de DLSP e algumas críticas a respeito de sua composição.

Na segunda seção, será apresentado o modelo de Blanchard et alii (1990) no qual são derivados diversos indicadores de sustentabilidade para a dívida pública.

Na terceira seção, serão discutidas as consequências da dívida pública para o nível de atividade, sobre a inflação e o peso da dívida para as futuras gerações nas visões de keynesianos, da síntese neoclássica e dos novos clássicos. Será visto que os efeitos da dívida pública são distintos na avaliação de cada uma dessas escolas de pensamento.

Na quarta seção, serão discutidas as consequências da adoção do superávit primário como uma variável de ajuste para a estabilização da relação dívida/PIB.

Na quinta seção, será apresentado um pequeno modelo desenvolvido em Montiel (2003) referente à importância da privatização para as finanças públicas e conseqüentemente para a dívida pública.

Na sexta seção será apresentada uma discussão a respeito da sustentabilidade da dívida pública brasileira. A sétima seção apresenta um resumo das discussões do capítulo.

## **1.1 Discussão do conceito de Dívida Líquida do Setor Público**

No Brasil, conforme definido pelo Banco Central, a DLSP corresponde ao saldo líquido do endividamento do setor público não financeiro e do próprio Banco

Central com sistema financeiro (público e privado), o setor privado não financeiro e o resto do mundo. O saldo líquido é o balanceamento entre as dívidas e os créditos do setor público não financeiro e do Banco Central.

Diferentemente de outros países, no Brasil, o conceito de dívida líquida considera os ativos e passivos financeiros do Banco Central, incluindo a base monetária. O saldo da dívida líquida é apurado pelo regime de competência.

O conceito de setor público para apurar a DLSP e o déficit público é o do setor público não financeiro, mais o Banco Central. O setor público não-financeiro é composto pelas administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não financeiras federais, estaduais e municipais, além da Itaipu Binacional. Incluem também os fundos públicos cuja fonte de recursos é constituída por contribuições fiscais e para-fiscais.

Os principais itens que compõem a DLSP no Brasil, atualmente, são:

- Dívida Mobiliária – Para o Governo Central, corresponde ao total dos títulos federais fora do Banco Central. Para os governos estaduais e municipais, correspondem ao total dos títulos emitidos por seus tesouros menos os títulos mantidos em tesouraria.
- Dívida Bancária Líquida – Correspondem ao endividamento, subtraído das aplicações, do setor público com o sistema financeiro.
- Recursos do FAT – Compreende as disponibilidades do Fundo de Amparo ao Trabalhador e as aplicações compulsórias do FAT no BNDES.
- Base Monetária – É o passivo monetário do Banco Central e corresponde ao somatório do papel-moeda emitido e das reservas bancárias.
- Previdência Social – Corresponde ao total líquido dos créditos e débitos do sistema público de previdência social com o sistema financeiro.
- Depósitos à Vista – Compreende as disponibilidades de estados, municípios e empresas estatais mantidas em conta de depósitos à vista no sistema financeiro.

- Outros Depósitos no BC – Correspondem aos depósitos em espécie, depositados no Banco Central, incidentes sobre depósitos de poupança, depósitos a prazo, fundos de aplicações financeiras e outros tipos de aplicações.
- Debêntures – Correspondem aos saldos de debêntures emitidos por empresas estatais.
- Dívida Externa Líquida – Corresponde à soma da dívida externa bruta do setor público não-financeiro e do Banco Central, deduzida de suas aplicações em moeda estrangeira e das reservas internacionais.
- Operações compromissadas – Resultado das operações com compromisso de recompra ou revenda, que utilizam como lastro títulos públicos registrados no Selic.

Segundo Palatnik e Silveira (2002), se a adoção dessa metodologia de cálculo da DLSP, de um lado, favoreceu o alcance das metas, de outro, sua observância introduz uma restrição de grande magnitude aos investimentos das empresas estatais que venham a ser financiados por meio de endividamento. Com essa metodologia, o endividamento das empresas estatais, inclusive aquele contraído para financiar os investimentos produtivos, afeta negativamente o saldo primário do setor público (Palatnik e Silveira, 2002, p. 1).

O próprio Fundo Monetário Internacional (FMI), em seu Manual sobre Transparência Fiscal, fala que deve ser atendido o princípio da separação entre as contas governamentais e as das empresas estatais. Segundo esse Manual, as empresas estatais que deveriam constar nas contas públicas seriam apenas as empresas prestadoras de créditos subsidiados e as prestadoras de serviços públicos não comerciais.

Segundo Palatnik e Silveira (2002, p. 3), na União Européia o setor governo é composto por três categorias: a) entidades governamentais que administram e financiam diversas atividades; b) instituições sem fins lucrativos controladas e financiadas pelo governo; e c) fundos de pensão autônomos constituídos por lei e cuja administração, inclusive pelo estabelecimento ou aprovação das contribuições e benefícios, o governo é responsável. Assim, as empresas estatais produtivas são expressamente excluídas do grupo de entidades governamentais.

De acordo com Palatnik e Silveira (2002, p. 3), o tratamento dado às contas públicas, diferentemente do sugerido nos manuais do próprio Fundo e da União Européia, resulta de uma inércia em relação aos acordos firmados nos anos de 1980, época em que as operações quase-fiscais das empresas estatais justificavam a inclusão de suas contas no cálculo do déficit ou superávit público. Atualmente, segundo esses mesmos autores, a clara distinção entre as atribuições de governo e as atividades empresariais das empresas estatais produtivas retira a consistência à manutenção desse procedimento.

Segundo Medeiros (2003), existem duas metodologias extremas para medir a dívida pública de um país. Na primeira, são considerados todos os passivos e subtraídos todos os ativos, ambos tendo como contraparte o setor privado. O método alternativo utiliza a ótica da dívida bruta, levando em consideração somente os títulos públicos em poder do mercado.

Medeiros (2003) apresenta algumas sugestões para a reestruturação metodológica da DLSP, que segundo esse autor, aperfeiçoaria o indicador no sentido de permitir maior transparência ao quadro fiscal do país, refletindo de forma correta a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) e o risco país percebido pelos credores do país.

Para os ativos que compõem a DLSP, segundo Medeiros (2003), deveriam ser desconsiderados o FAT e as reservas internacionais. Para o FAT, o seu argumento é que o mesmo é constituído por contribuições fiscais e possui destinação especificada em lei, não sendo possível o direcionamento de seus recursos para pagamento de dívida pública, dentro do arcabouço legal atual. Segundo esse autor, o argumento de que o Tesouro Nacional será chamado a aportar recursos no fundo, caso este não possa arcar com o pagamento de suas despesas, não deve ser considerado como suficiente para enquadrá-lo na DLSP, principalmente, considerando as recentes estatísticas do fundo apontam que tais aportes são nulos.

Abaixo reproduzimos de Medeiros (2003), a tabela 1.1 em que constam os itens que compõem a DLSP e seus percentuais em termos do PIB.

Tabela 1.1 – Composição da Dívida Líquida do Setor Público

Posição de junho de 2003

<b>ATIVOS</b>	<b>% do PIB</b>	<b>PASSIVOS</b>	<b>% do PIB</b>	<b>DIFERENÇA</b>
<b>1. GOVERNO CENTRAL</b>	<b>50,92%</b>	<b>1. GOVERNO CENTRAL</b>	<b>85,02%</b>	<b>34,10%</b>
<b>1.1 Governo Federal</b>	<b>29,90%</b>	<b>1.1 Governo Federal</b>	<b>65,50%</b>	<b>35,60%</b>
Renegociações	16,50%	Dívida Mob. Interna do T. Nacional	40,90%	
Dívidas Reestruturadas	1,90%	Dívida Externa	13,60%	
Recursos do FAT	5,30%	Relacionamento com o BC	10,90%	
Outros Créditos	6,10%	Outras Dívidas	0,10%	
Previdência Social	0,10%			
<b>1.2 Banco Central</b>	<b>21,02%</b>	<b>1.2 Banco Central</b>	<b>19,52%</b>	<b>-1,50%</b>
Reservas Internacionais	8,82%	Dívida M. Interna do BC	2,40%	
Relacionamento c/ G. Federal	10,90%	Dívida Externa	5,62%	
Créditos às Inst. Financeiras	1,30%	Base Monetária	4,10%	
		Operações Compromissadas	3,90%	
		Outros Depósitos do BC	3,50%	
<b>2. GOVERNOS ESTADUAIS</b>	<b>1,50%</b>	<b>2. GOVERNOS ESTADUAIS</b>	<b>18,80%</b>	<b>17,30%</b>
		Dívida Externa	1,00%	
		Renegociações	15,10%	
		Dívidas Reestruturadas	0,90%	
		Outras Dívidas	1,80%	
<b>3. GOVERNOS MUNICIPAIS</b>	<b>0,10%</b>	<b>3. GOVERNOS MUNICIPAIS</b>	<b>2,50%</b>	<b>2,40%</b>
		Dívida Externa	0,20%	
		Renegociações	2,10%	
		Outras Dívidas	0,20%	
<b>4. EMPRESAS ESTATAIS</b>	<b>3,30%</b>	<b>4. EMPRESAS ESTATAIS</b>	<b>4,90%</b>	<b>1,60%</b>
	3,30%	4.1 Federais	2,50%	
	0,00%	4.2 Estaduais	2,20%	
	0,00%	4.3 Municipais	0,20%	
<b>TOTAL DOS ATIVOS</b>	<b>55,82%</b>	<b>TOTAL DOS PASSIVOS</b>	<b>111,22%</b>	<b>55,40%</b>

Fonte: Medeiros (2003)

Quanto às reservas internacionais, esse autor argumenta que o governo não pode simplesmente utilizar recursos em moedas estrangeiras registrados no Banco Central para pagamento da dívida externa sem que o Tesouro Nacional, previamente, os tenha adquirido com recursos oriundos de receita fiscal ou de endividamento interno.<sup>2</sup> Além disso, existe um piso para as reservas internacionais estabelecido pela Resolução do Senado Federal nº 82, de 1990, que as reservas devem ficar no mínimo em quatro meses de importações, computadas pela média dos últimos doze meses. Segundo

<sup>2</sup> Não obstante, a existência de um nível alto de reservas de moeda estrangeiras reduz o risco de calote da dívida externa do país, tanto pública quanto privada, por motivo de liquidez, criando condições macroeconômicas mais confortáveis para uma administração da dívida pública mais eficiente (Medeiros, 2003, p.40).

Medeiros (2003), por estarem institucionalmente vinculadas a finalidades específicas as reservas internacionais deveriam ser retiradas da contabilidade da DLSP.

Do lado dos passivos, para Medeiros (2003), os itens que deveriam ser excluídos da contabilidade da DLSP seriam a dívida originária do empréstimo compulsório sobre combustíveis e aquisição de automóveis e a base monetária.

Os empréstimos compulsórios deveriam ter tido a sua devolução a partir de 1989, o que não ocorreu. Atualmente, é quase nula a probabilidade de que os credores do Estado ainda possuam comprovante de abastecimento de combustíveis ou aquisição de veículos, documentos essenciais para que seja realizada judicialmente a cobrança do ressarcimento.

No que se refere à base monetária, pode-se argumentar que pelo fato da moeda possuir poder liberatório para pagamento de tributos daria ao governo o argumento para registrarem esse passivo em sua dívida. No entanto, como a moeda tem curso forçado, a sua aceitação torna obrigatória como meio de pagamento para qualquer despesa. Desta forma, o governo não pode se negar a aceitar a moeda nos pagamentos de tributos e a sociedade não pode se negar a aceitá-la de volta pelo pagamento de despesas do governo (Medeiros, 2003).

Para Medeiros (2003), deveriam ser incluídos na DLSP os passivos que são legal ou contratualmente líquidos e certos, mas que ainda não foram contabilizados por questões relacionadas aos procedimentos de assunção e renegociação de dívidas.

Portanto, observamos que existem controvérsias tanto na literatura especializada brasileira quanto nas definições em órgãos como o FMI e a União Européia a respeito do que deveria compor a DLSP e da composição da DLSP no Brasil.

## 1.2 A sustentabilidade da política fiscal: apresentação do modelo de Blanchard et alii (1990)

A questão da sustentabilidade da política fiscal diz respeito, basicamente, se a política que se está seguindo não leva o governo a acumular dívida em excesso. Um bom indicador de sustentabilidade é aquele que envia sinais claros e facilmente interpretáveis quando a política econômica corrente está levando a um rápido crescimento ou redução na relação dívida/PIB.

No modelo desenvolvido em Blanchard et alii (1990), são apresentados alguns indicadores, cada um associado com um horizonte de tempo. Para cada horizonte, o indicador é definido como a diferença entre a taxa de impostos sustentável sobre esse horizonte e a taxa de impostos correntes.

A taxa de impostos que pode ser considerada como sustentável é definida como aquela que, em um horizonte de tempo relevante, dadas as informações de gastos e transferências, deixaria a relação dívida/PIB constante. Quando o indicador é positivo, ele sinaliza a necessidade de aumentar os impostos e/ou reduzir os gastos e transferências em algum momento no futuro. O tamanho do ajustamento, se tomado sem atraso, será igual ao próprio indicador. O custo do atraso, medido pelo aumento no ajustamento requerido, é uma função simples do próprio indicador.

Considerando  $B$  ser a dívida nominal e  $i$  a taxa de juros nominal sobre a dívida pública,  $G$  os gastos nominais em bens e serviços,  $H$  as transferências e  $T$  os impostos. Assim, a mudança no valor nominal da dívida pública é dada por:

$$dB/ds = G + H - T + iB \quad (1.6)$$

De acordo com Blanchard et. alii (1990), o lado direito da equação acima corresponde ao que se denomina déficit ou superávit público.

Como a economia cresce ao longo do tempo, é melhor definir as variáveis acima com relação ao PIB. Assim, fazemos  $b$  denotar a razão entre a dívida real e o produto real. Da mesma forma, fazemos  $g$ ,  $h$  e  $t$  denotarem as razões de gastos reais, transferências e impostos em relação ao produto, respectivamente. Fazemos  $d$  ser a razão do superávit primário em relação ao produto,  $ds$  a variação do tempo,  $\theta$  ser a taxa real de crescimento do PIB, e  $r$  ser a taxa real de juros *ex post* ( $i - \pi$ , onde  $\pi$  é a taxa de inflação). Dessa forma a equação acima se torna:

$$db/ds = g + h - t + (r - \theta)b = d + (r - \theta)b \quad (1.7)$$

De acordo com a equação acima, a evolução da relação dívida/PIB depende de dois fatores: a) do superávit primário, b) do produto da razão da dívida acumulada em relação ao PIB pela diferença entre a taxa de juros reais e a taxa de crescimento da economia. Se essa diferença é positiva, o superávit primário é necessário para manter constante a relação dívida/PIB.

Uma política fiscal sustentável pode ser definida como uma política em que a relação dívida/PIB converge para seu nível inicial,  $b_0$ . Evidentemente, seria sem sentido classificar como insustentável uma política que implica em um inchaço temporário nessa relação.

Façamos a suposição de que a política fiscal como estabelecida correntemente por gastos e impostos produz uma seqüência de relações (superávits primários)/PIB,  $d_s$ , e uma relação dívida/PIB,  $b_n$ , conforme definido no último parágrafo. É assumido que a diferença entre  $r$  e  $\theta$  seja positivo e constante. Então a relação dívida/PIB em qualquer tempo  $n$  pode ser dada por:

$$b_n = b_0 \exp(r - \theta)n + \int_0^n d_s \exp(r - \theta)(n - s) ds \quad (1.8)$$

Da equação acima se observa que a relação dívida/PIB no tempo  $n$  é igual ao valor dessa relação inicial ao tempo zero, acumulado a uma taxa igual à diferença entre a taxa de juros e a taxa de crescimento da economia mais o valor acumulado, à mesma taxa, dos déficits primários ao longo do tempo.

Algumas manipulações simples da equação acima são necessárias. Primeiro, multiplicar ambos os lados da equação (1.8) por  $\exp - (r - \theta)n$ , (que, em termos econômicos, é equivalente a descontando ambos os lados ao tempo zero), produzirá:

$$\int_0^n d_s \exp - (r - \theta)s ds = - b_0 + b_n \exp - (r - \theta)n \quad (1.9)$$

Segundo, tomar o limite da equação acima quando  $n$  tende ao infinito produz a definição de sustentabilidade proposta. O requerimento de que a relação dívida/PIB,  $b_n$ , tende a voltar a  $b_0$  quando  $n$  tende ao infinito implica que o valor descontado da dívida tende a zero:

$$\lim_n b_n \exp - (r - \theta)n = 0 \quad (1.10)$$

formas é o esboçado acima, que computa a diferença entre o valor presente dos superávits primários e a razão dívida/PIB. No entanto, os resultados podem não estar muito claros como alguém poderia interpretá-los. Por exemplo, números como 30% ou 300% poderiam indicar um problema dramático de sustentabilidade?<sup>3</sup>

Blanchard et alii (1990, p. 13) apresentam um indicador mais facilmente interpretável. Dadas as informações de gastos e transferências e o nível de dívida inicial, pode-se computar a taxa de impostos constante que satisfaz a equação acima. Essa taxa de impostos é referida como taxa de impostos sustentável. O indicador de sustentabilidade é obtido por computando a lacuna entre as taxas de impostos sustentáveis e a taxa de impostos correntes.

Recordando que a razão do superávit primário em relação ao PIB,  $d$ , é igual a  $g + h - t$ , substituindo na equação (1.11) e resolvendo para a constante e sustentável taxa de impostos,  $t^*$ , obtemos<sup>4</sup>:

$$t^* = (r - \theta) \left[ \left( \int_0^{\infty} (g + h) \exp - (r - \theta)s \, ds \right) + b_0 \right] \quad (1.12)$$

O índice de sustentabilidade é então dado por  $(t^* - t)$ .

Segundo Blanchard et alii (1990, p. 13), a taxa de imposto de sustentabilidade e o índice de sustentabilidade têm as seguintes interpretações:

- a) a taxa de impostos sustentável é igual à anuidade dos valores de gastos e transferências futuros, mais a diferença entre a taxa de juros *ex ante* e a taxa de crescimento do produto vezes a relação dívida/PIB. Se a taxa sustentável,  $t^*$ , é maior que a taxa corrente,  $t$ , então mais cedo ou mais tarde os impostos terão que serem aumentados ou os gastos e/ou transferências terão que diminuir;

---

<sup>3</sup> De acordo com Giambiagi e Além (2001), essa questão deve ser qualificada com respeito à composição e ao custo da dívida pública. Com relação à composição o país que tem um mercado de títulos públicos consolidado e com uma longa tradição de estabilidade, permitindo a emitir títulos de longo prazo e com taxas de juros pré-fixadas. Isso significa que se o país enfrentar alguma dificuldade conjuntural e for obrigado a aumentar as taxas de juros, estas afetarão apenas uma fração modesta da dívida, representada pelos novos papéis. Em contraste, o governo que tem uma dívida cujo prazo de maturação é pequeno fica a mercê das oscilações do mercado. Por outro lado, um país que tenha uma dívida pública alta, mas que tenha uma taxa de juros baixa pode ter um custo da Tj10.02 0 0 10.02 402.03404749 6x4747 119.24033 Tm(a)029 20 11 0 1

- b) a magnitude de  $(t^* - t)$  é facilmente interpretável: ele é simplesmente o tamanho do ajustamento.

Em um país em que  $t$  é baixo, um  $(t^* - t)$  positivo indica a necessidade para alguma correção no futuro. Mas se  $t$  já é alto, um  $(t^* - t)$  positivo, indica um risco de crise.

Existe uma questão relacionada ao tempo de ajustamento. O índice sugere quanto de imposto (ou gastos, ou transferências) seria ajustado hoje para a política fiscal tornar imediatamente sustentável. Mas será que se esse ajustamento for postergado terá efeitos nas ações de política? Para responder a essa questão faremos algumas manipulações na equação anterior para obtermos:

$$dt^*/ds = (\exp(r - \theta)n - 1) (t_n^* - t) \quad (1.13)$$

Assim, por exemplo, se  $(r - \theta)$  fosse igual a 2% ao ano, e  $t^* - t$  fosse inicialmente igual a 10%, esperando um ano para ajustar aumentaria  $t^*$  e o ajustamento requerido nos impostos seria por 0,2%.

Caso  $(r - \theta)$  fosse negativo, evidentemente, o governo não necessitaria incorrer em superávit primário. Nessa situação, com superávit primário a relação dívida/PIB declinaria ao longo do tempo a uma taxa  $(\theta - r)$ . Segundo Blanchard et alii (1990), esse caso é conhecido como “ineficiência dinâmica” e que o governo por motivos de bem-estar social, provavelmente emitiria mais dívida até que a pressão sobre as taxas de juros as tornassem iguais à taxa de crescimento da economia.

Uma extensão natural do indicador inicial é encontrar outro indicador que determine os períodos no tempo no futuro. Deixando  $t_n^*$  ser a taxa de impostos que dadas as informações sobre as regras de política corrente, a relação dívida/PIB no tempo  $n$  seja igual a essa mesma relação ao tempo zero. Manipulando a equação (1.9) nos dar a seguinte expressão para  $t_n^*$ :

$$t_n^* = (r - \theta) \{b_0 + [1 - \exp - (r - \theta)n]^{-1} \left[ \int_0^n (g + h)\exp - (r - \theta)s ds \right] \} \quad (1.14)$$

Segundo Blanchard et. alii. (1990, p. 15), a taxa de impostos deve cobrir  $(r - \theta)b_0$ , ou seja, montante necessário para manter a relação dívida/PIB constante, na ausência de déficit primário. Então esse imposto deve cobrir os valores descontados de gastos e transferências entre o tempo 0 e o tempo n, normalizado, assim que os pesos sobre  $g + h$  em diferentes períodos é igual a um.

Quando n tende ao infinito,  $t_n^*$  converge para  $t^*$ , o indicador derivado anteriormente, equação (1.12). E quando n tende a zero, a taxa de sustentabilidade reduz para  $t_n^* = g + h + (r - \theta)b$ , de forma que o índice de sustentabilidade torna:

$$t_0^* - t = g + h - t + (r - \theta)b = d + (r - \theta)b \quad (1.15)$$

Esta equação (1.15) é igual à equação (1.7) com uma mudança na relação dívida/PIB<sup>5</sup>.

Em Blanchard et alii (1990) são apresentados três indicadores para os países da OCDE, com n igual a 1 ano, 5 anos e 40 anos. As justificativas para n igual a 1 ano é que esse é um indicador facilmente construído para o qual dados suficientes são facilmente encontrados. Para o indicador de 5 anos, leva em conta os movimentos cíclicos previsíveis nas razões de gastos e transferências em relação ao PIB e a limitação dos dados disponíveis. A escolha de n muito grande, 40 anos, é uma tentativa para quantificar as implicações para a sustentabilidade de mudanças pequenas, mas estável nos gastos e transferências.

Da equação (1.15), a lacuna de curto prazo é dada por:

$$d + (r - \theta)b_0 \quad (1.16)$$

Da equação (1.15), uma boa aproximação para obter a lacuna de médio prazo é dada por:

---

<sup>5</sup> Na equação (1.7) a taxa de juros reais é a ex post, a diferença entre a taxa de juros nominal e a inflação realizada. Na equação (1.15), no limite como n tende a zero, a taxa de juros reais é a ex ante, a taxa de juros nominais menos a inflação esperada, Blanchard et. alii. (1990, p. 16).

$$[(\text{m\u00e9dia de } g + h \text{ dos pr\u00f3ximos 5 anos}) + (r - \theta)b_0] - t \quad (1.17)$$

A compara\u00e7\u00e3o entre as lacunas de curto prazo e de m\u00e9dio prazo n\u00e3o mostrou diferen\u00e7as significativas. Segundo Blanchard et. alii. (1990):

*“The medium-term gap is clearly only as good as the forecasts on which it is based. And both gaps depend on the value of  $(r - \theta)$ ; equations (1.16) and (1.17) show that the derivative of the gap with respect to  $(r - \theta)$  is equal to the debt to GNP ratio. Put more simply, increases in real interest rates or slowdowns in growth are more treathening in coutries with high levels of debt”.* (Blanchard et. alii. 1990, p. 26).

Para obter a lacuna para 40 anos usou-se o tempo discreto da equa\u00e7\u00e3o (1.14). Por causa dos aumentos com os gastos com aposentadorias e cuidados m\u00e9dicos s\u00e3o projetados para ocorrerem no final do per\u00edodo de simula\u00e7\u00e3o, esses valores tornam menos importantes. Assim, em pa\u00edses onde a rela\u00e7\u00e3o d\u00edvida/PIB \u00e9 baixa, o efeito l\u00edquido de uma taxa de desconto abaixa a lacuna no longo prazo. Ao contr\u00e1rio, em pa\u00edses com uma rela\u00e7\u00e3o d\u00edvida/PIB alta, o efeito l\u00edquido \u00e9 aumentar a aparente insustentabilidade corrente.

### **1.3 O debate te\u00f3rico sobre a d\u00edvida p\u00fablica**

Existem diversas vis\u00f5es a respeito dos efeitos da d\u00edvida p\u00fablica para a sociedade, como o custo para as futuras gera\u00e7\u00f5es, sobre a infla\u00e7\u00e3o e sobre o n\u00edvel de atividade. Nesta se\u00e7\u00e3o, apresentaremos como essas quest\u00f5es s\u00e3o tratadas pela escola keynesiana, pelos te\u00f3ricos da s\u00edntese neocl\u00e1ssica e pela escola novo-cl\u00e1ssica.

#### **1.3.1 A d\u00edvida p\u00fablica no enfoque keynesiano**

Com a publicação da Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, a visão keynesiana ganhou força e seguidores. Essa publicação tem como principal formulação o princípio da demanda efetiva que preconiza que a intensidade da atividade econômica é determinada pelo nível dos gastos e estes são determinados por três variáveis: a propensão marginal a consumir, a preferência pela liquidez e a eficiência marginal do capital.

No sentido keynesiano, os gastos do governo seriam primordiais para a correção das distorções nos gastos privados que levem à retração da economia. Os gastos do governo têm a função de levar a economia para o pleno-emprego, porque sem a intervenção do governo as forças endógenas da economia não são suficientes para levá-la ao equilíbrio. De acordo com Sicsú e Mendonça (2000), em uma economia com preços e salários flexíveis e em que os agentes se comportem conforme a teoria da preferência pela liquidez<sup>6</sup>, diante de um impacto negativo sobre a demanda, não há qualquer mecanismo endógeno ao mercado que faça a economia voltar ao equilíbrio inicial e, dessa forma, a crise se fortalecerá se o governo não agir. Partindo de uma situação de queda de investimento em razão de incerteza generalizada, Sicsú e Mendonça (2000, p. 482) afirmam:

*“Na ausência de variações nos gastos governamentais (variação de G é igual a zero), uma queda na renda (em razão de uma queda autônoma do investimento) reduz o consumo, gerando expectativas de queda no nível de preços e aumento da incerteza. O aumento da incerteza e as expectativas de queda de preços fazem aumentar a demanda por moeda pelo motivo precaução. Por outro lado, a redução do nível de preços provoca uma redução da demanda transacional por moeda, reforçando o aumento da demanda precaucionária, tendo por consequência uma redução do investimento. Por conseguinte, há uma queda no nível de renda. Nesse sentido, o processo se realimenta: uma queda autônoma no nível de investimento é capaz de dar início a um processo de queda contínua do nível de renda”.* (Sicsú e Mendonça, 2000, p. 482).

---

<sup>6</sup> Conforme o capítulo 15 da Teoria Geral (Keynes, 1983), a demanda por moeda se dar em razão de três motivos: o motivo transação, o motivo precaução e o motivo especulação. Para Sicsú e Mendonça (2000), a preferência pela liquidez é determinada pela demanda por moeda pelo motivo precaucional dadas as expectativas e incertezas sobre o nível de preços no futuro. Se as expectativas são de deflação, os consumidores e os investidores adiam suas decisões de consumo e investimento, respectivamente, o que leva a paralisação da economia como um todo.

Assim, o gasto público é um elemento de fundamental importância para reduzir a incerteza, além de servir como um estimulador do nível de atividade. Conforme Hermann (2004), o aumento do gasto do governo é um importante fator que melhora as expectativas dos empresários quanto aos lucros futuros, estimulando, assim, os gastos privados.

Conforme detalhado em Roman (2004), em períodos de recessão, o financiamento dos gastos por meio de aumento da arrecadação tributária é uma opção não recomendada. Mesmo que em razão do efeito multiplicador possa produzir efeitos positivos sobre a demanda agregada, a retração da demanda provocada em razão do aumento da tributação pode trazer um efeito final ambíguo sobre a demanda agregada, diminuindo a capacidade do aumento dos gastos em elevar o nível de atividade da economia. Desta forma,

*“em períodos de recessão, os déficits públicos tendem a ser agravados em decorrência da queda da arrecadação (fator endógeno), devido à queda do nível de atividade, e em decorrência da adoção de políticas fiscais anticíclicas, uso do déficit como propulsor da recuperação econômica (fator exógeno). Cabe ao governo compor a dívida pública, oriunda de sucessivos déficits, com a emissão de moeda (ativos monetários que não carregam juros) e com emissão de dívida mobiliária (ativos monetários que carregam juros)”* (Roman, 2004, p. 19).

Segundo Lerner (1951), o financiamento dos gastos via aumento de impostos deve ocorrer apenas se for socialmente desejável, caso contrário o governo sempre deve aumentar os seus gastos emitindo moeda ou tomando dinheiro emprestado

*“the deficit would be necessary only if in its absence total spending would have been too little. The borrowing would be necessary only if covering the déficit by issuing new money would lead to too much liquidity, too low a rate of interest, and excessive investment. Investment is excessive if it entails the elimination of some other and socially more desirable*

*expenditure where permitting both mean too much spending and inflation” (Lerner, 1951, p. 271).*

Para Lerner (1951), o limite natural para déficits cobertos por empréstimos e déficits cobertos por emissão de moeda é igual ao caso mais normal onde os déficits são cobertos por empréstimos e por emissão de moeda. A dívida pública e o estoque de moeda crescem com o déficit público e param de crescer quando a riqueza aumenta (em dívida pública e em dinheiro) e o acréscimo na liquidez leva ao aumento dos gastos privados ao nível de pleno emprego o que faz com que o governo não precise mais de incorrer em déficit para levar a economia ao pleno emprego.

O empréstimo ao setor público tem o efeito de reduzir a liquidez na economia sem reduzir a riqueza privada. Isso tende a aumentar as taxas de juros e fazer recuar os investimentos enquanto deixa constante a propensão a consumir. O efeito líquido é a redução nos gastos totais por causa da redução nos investimentos.

A combinação de déficits públicos com emissão de títulos públicos tem

da mesma renda; b) o efeito renda, em que o pagamento de juros representa uma renda adicional que irá para o consumo.

Quando a economia já se encontra ao nível de pleno emprego, a existência de déficits persistentes pode levar a pressões inflacionárias o que necessita de uma maior tributação para inibir os gastos excessivos e controlar a inflação. No entanto, um aumento na tributação pode levar a efeitos indesejados na economia, como desencorajar os empresários a levar adiante seus projetos de investimento. Ou pode tornar os indivíduos menos desejosos de trabalhar mais, em razão de uma boa parte de sua renda ir para o governo. Em razão das pressões inflacionárias e a outros efeitos de uma dívida pública elevada Lerner diz que *“in this way the existence of the national debt seems seriously to reduce the effectiveness of our whole economic setup. Everything else being equal, it is better for the economy if the national debt is smaller”*. (Lerner 1951, p. 281).

Um ponto fundamental é que é suposto que a dívida pública tem efeitos positivos sobre a geração de emprego, da renda e do produto e que quando o governo tiver que aumentar os impostos para pagar os juros e o principal esse aumento será coberto pela expansão da atividade da economia e não será necessário majorar as alíquotas de impostos e nem criar novos impostos.

### **1.3.2 A dívida pública no enfoque da síntese neoclássica**

Apresentaremos agora a discussão da síntese neoclássica a respeito da dívida pública. Na literatura da síntese neoclássica, a política fiscal tem efeitos significativos enquanto que a política monetária possui apenas efeitos alocativos. A principal fonte de argumentação dos autores dessa visão é a constatação empírica de que a função de investimento é pouco elástica em relação à taxa de juros (uma curva IS quase vertical) e, assim, alterações nas taxas de juros teriam efeitos insignificantes sobre as decisões de investimento dos empresários, e desta forma, a transmissão da política monetária sobre produto e o emprego não se completaria.

### O déficit público e o nível de atividade

A variação do déficit público proporciona efeitos sobre a demanda agregada, o que leva a expansão do produto em razão do multiplicador keynesiano. Modigliani (1980, p. 105) apresenta de forma clara a relação do déficit público com o nível de atividade em uma economia fechada, assim:

$$Y = C + I + G \quad (1.18)$$

$$C = c(Y - T) \quad (1.19)$$

$$D = G - T \quad (1.20)$$

Onde Y, C, I, G, c, T e D, são respectivamente a renda, o consumo, o investimento, o gasto do governo, a propensão marginal a consumir, impostos líquidos das transferências e o déficit do governo.

O nível de atividade pode sofrer impactos positivos provenientes do déficit público; no entanto, devemos diferenciar os efeitos dos déficits que ocorrem em razão do nível de tributação e dos déficits que ocorrem em razão dos maiores gastos do governo.

Pelas equações acima, uma redução nos impostos leva a uma variação na renda dada pelo efeito multiplicador da variação dos impostos,  $(c/1-c)\Delta G$ , enquanto que a renda se expandirá a partir do aumento dos gastos do governo em  $(1/1-c)\Delta G$ . Como  $0 < c < 1$ , os efeitos dos gastos do governo sobre o nível de atividade são mais potentes do que uma redução na arrecadação de impostos.

Com o orçamento equilibrado (os aumentos dos gastos são acompanhados de aumentos nos impostos), o nível de atividade é suposto para aumentar na mesma proporção do aumento dos gastos do governo, não existindo os efeitos do multiplicador. Os efeitos são gerados no curto prazo e, para que os resultados acima aconteçam, é necessário que exista liquidez na economia, para que a demanda não provoque aumento

nos juros. Desse modo, a oferta de moeda deve ser expandida suficientemente para que não ocorram pressões sobre as taxas de juros e sobre o mercado de crédito (Modigliani, 1980, p. 105)<sup>7</sup>. Se essa condição não se realiza, então o aumento dos gastos públicos irá provocar aumento nas taxas de juros e conseqüentemente levará a um deslocamento dos investimentos, o chamado efeito “*crowding out*”, e assim, o efeito multiplicador sobre o nível de atividade dos gastos públicos torna-se menor.

Para que o aumento do déficit do governo tenha efeitos sobre o nível de atividade depende da política monetária a ser implementada e também de como esse déficit se dá, se é por meio de aumento nos gastos públicos ou se em razão de redução de impostos.

Como será discutido na próxima seção, o deslocamento do investimento provocado pela variação do déficit público ocorre em razão do desvio da poupança que estaria financiando o investimento para aquisição de títulos da dívida pública, em razão do aumento da taxa de juros.

Conforme visto até o momento, o efeito da política fiscal sobre o investimento será:

$$\Delta I = (1 - c)\Delta Y - \Delta G + c\Delta T \quad (1.21)$$

Se supusermos que uma política monetária expansiva seja permitida de modo complementar a uma política fiscal, mas que não haja um aumento suficiente da liquidez, de modo que ocorra um aumento das taxas de juros, assim, a redução do investimento, provocada pelo aumento da taxa de juros, será equivalente a variação do gasto do governo deduzida a parcela da renda poupada, definida como  $\Delta S = (1 - c)\Delta Y$ . Isto é,  $\Delta I = \Delta G - (1 - c)\Delta Y$ . Quando o aumento do déficit ocorre em função de um maior gasto, tomando T constante, então o investimento se reduz na proporção do aumento do gasto público menos a parcela da renda que foi poupada. O gasto do governo absorve o investimento sem que ocorra variação no consumo (Roman, 2004).

---

<sup>7</sup> Essa discussão é inerente ao modelo IS-LM, de acordo com este a taxa de juros de equilíbrio e a renda de equilíbrio são determinadas pela interseção da curva de política fiscal (curva IS) com a curva de política monetária (curva LM) (Roman, 2004).

No caso de o déficit ocorrer em razão da queda na arrecadação de tributos, o investimento se deslocará por causa do aumento do consumo. No entanto, esse deslocamento do investimento será menor do que se fosse provocado pelo aumento dos gastos. O investimento é reduzido por  $c\Delta T$ , enquanto que  $(1 - c)\Delta T$  é poupado. Essas relações são válidas desde que a renda seja dada.

O aumento dos gastos do governo com o orçamento equilibrado leva à queda do consumo, por causa do aumento dos impostos. O deslocamento do investimento será dado de acordo com o deslocamento da poupança. O deslocamento da poupança é dado por dois efeitos: a) a queda da poupança, que é dada por  $(1 - c)\Delta G$  e b) aumento da poupança, em razão da variação da renda, permitida pela política monetária e é dada por  $(1 - c)\Delta Y$ . Assim, o deslocamento do investimento será dado por  $\Delta I = (1 - c)\Delta G - (1 - c)\Delta Y$ , de acordo com Modigliani (1980, p. 106-107).

De acordo com Ball e Mankiw (2005), o déficit público altera os preços dos fatores: os salários (o retorno do trabalho) e os lucros (o retorno dos proprietários do capital). De acordo com a teoria padrão do mercado dos fatores, o produto marginal do trabalho determina o salário real e o produto marginal do capital determina a taxa de lucros. Quando o déficit público reduz o estoque de capital, o produto marginal do trabalho diminui e cada trabalhador passa a ganhar menos porque existe menos capital para trabalhar. Ao mesmo tempo, o produto marginal do capital passa a ser maior em razão da escassez de capital. Ou seja, o déficit público em razão de diminuir o estoque de capital leva a um salário menor e a uma taxa de lucro maior.<sup>8</sup>

Mesmo que haja capacidade ociosa o efeito deslocamento do gasto do governo provocado pela variação do déficit público será observado. No entanto, o tamanho do deslocamento será de acordo com a capacidade da política monetária em execução aumentar a renda na magnitude máxima do multiplicador. Para a síntese neoclássica, o déficit público possui efeitos sobre o nível de atividade, apesar de haver o efeito deslocamento.

---

<sup>8</sup> Para ver o efeito dos déficits públicos sobre a taxa de câmbio, a balança comercial, o mercado de capital, etc., consultar Ball e Mankiw (2005) e Elmendorf e Mankiw (1998).

### A síntese neoclássica e o custo da dívida para as futuras gerações

A hipótese da síntese neoclássica é de que a dívida pública provoca um custo para as gerações futuras, visto que o aumento do déficit público deve ser financiado pela poupança que se não ocorresse o déficit essa poupança iria financiar os investimentos. Assim, ocorre uma redução do capital a ser transmitido às gerações futuras, ocorrendo a perda de renda que seria gerada pelo capital. Modigliani (1980, p. 94) segue a hipótese de ciclo de vida, segundo a qual uma parcela da renda deve sempre ser poupada durante a juventude para ser revertida em gasto ou em aposentadoria na fase posterior da vida, independente da existência de herança. Modigliani (1980, p. 95) argumenta que por aproximação a perda de capital corresponde aos juros da dívida pública, no entanto, existe a perda de imposto sobre o lucro, que o governo deixa de arrecadar. Caso os recursos disponíveis não estejam plenamente empregados, ou seja, caso a economia esteja operando fora do pleno emprego a hipótese de deslocamento de investimento provocado pela elevação da dívida pública não é verdadeira.

Para a síntese neoclássica, no curto prazo não há deslocamento do investimento, desde que a política monetária permita tanto o déficit público como o investimento estarem juntos, ou seja, a política monetária não deve provocar aumento dos juros suficiente para inibir os investimentos, deve ser uma política monetária acomodativa.

Modigliani (1980, p. 96) compara os efeitos da dívida interna e da dívida externa. No endividamento interno, existe o deslocamento do investimento e a perda de renda oriunda de tal deslocamento de investimento. No caso do endividamento externo, os investimentos permanecem no mesmo nível; no entanto, a renda do investimento se deslocará para os credores externos, o que torna a perda social a mesma nos dois casos.

Para Modigliani (1980), ao contrário do argumento dos clássicos, a carga da dívida deixada para as futuras gerações consiste na perda de capital e não nos maiores impostos para pagar os juros dessa dívida.

### O efeito da dívida sobre os preços

Quanto aos efeitos dos déficits públicos sobre a inflação, Modigliani (1980, pp. 89-90) argumenta que o déficit só é inflacionário se acompanhado por emissão de moeda. No entanto, como boa parte dos países, principalmente, os países desenvolvidos, se financia por títulos públicos, então não existe relação entre déficit público e inflação.

Para Modigliani (1980), os casos onde o déficit público deve ser inflacionário são: em períodos de guerra em que a demanda por armamento é muito grande e os impostos não são suficientes, tornando necessária a emissão de moeda; quando cabe ao Banco Central comprar parte da dívida pública emitida em títulos por falta de mercado de capitais sólidos; quando o endividamento é muito elevado e o pagamento dos juros tem que ser feito por meio de emissão de moeda; quando o déficit público ocorre ao nível de pleno emprego e as taxas de juros não são elevadas o suficiente para que o deslocamento do investimento seja total, assim haverá um reflexo do endividamento sobre o nível de preços.

Modigliani (1980) realizou vários estudos empíricos sobre o aumento do déficit e as causas da inflação para a economia dos Estados Unidos e concluiu que a relação de causalidade é inversa. Ou seja, não foi o déficit público nominal elevado que elevou a inflação das décadas de 1970 e 1980 nos Estados Unidos, mas a inflação elevada que levou ao aumento do déficit público nominal. Para a economia norte-americana, a inflação seria explicada por fatores de oferta, devido ao aumento do preço de petróleo e da espiral de aumento de preços corroborado por uma política monetária acomodativa. A inflação contribuiu para o aumento do déficit público em razão do reflexo do aumento dos preços sobre a taxa de juros nominais. Com o aumento dos preços, os proprietários de títulos passam a exigir maiores taxas de juros, o que leva ao aumento dos gastos com juros. A utilização de uma política monetária contracionista para reduzir a inflação provocará uma diminuição no emprego e no produto o que leva a uma redução nas receitas do governo e aumento nos gastos como, por exemplo, seguro desemprego.

Assim, a inflação leva ao aumento do déficit em razão do aumento dos juros que leva ao aumento do pagamento dos juros sobre a dívida pública, que leva ao aumento do estoque dessa mesma dívida.

### 1.3.3 A dívida pública no modelo de equivalência ricardiana

Alguns anos após a abordagem de Modigliani na qual se afirma que o déficit público tem efeitos sobre a demanda agregada e que existe uma carga a ser transmitida para os descendentes da geração atual em razão do deslocamento do investimento proporcionado pelo déficit, Barro (1974) argumenta que o governo incorrer em déficit não deve ter nenhum efeito sobre o nível de atividade. O modelo apresentado por Barro, o modelo de equivalência ricardiana, apóia-se na proposição de Ricardo de que não existe diferença entre o financiamento dos gastos públicos por impostos ou por emissão de dívida pública. A escola novo-clássica se apóia no modelo de equivalência ricardiana para investigar as conseqüências da dívida pública sobre as atividades econômicas, sobre a inflação e sobre o custo a ser transmitido a futuras gerações.

Conforme apresentado resumidamente acima, o modelo de equivalência ricardiana supõe que o déficit do setor público não possui nenhum efeito sobre a demanda agregada. O aumento da renda proporcionado pela dívida pública seria guardado na forma de poupança para o aumento de impostos que viriam no futuro para cumprir as obrigações com os juros e o principal da dívida. Portanto, o financiamento do gasto público com emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que se fosse financiado por meio de impostos. Essa equivalência entre dívida e impostos apóia-se em duas hipóteses básicas de comportamento dos agentes privados:

- a) Vale o modelo de expectativas racionais, no qual se admite que os agentes formulam suas expectativas em relação a variáveis econômicas, servidos de todas as informações que estão disponíveis e interpretando-as de acordo com modelos teóricos econômicos considerados corretos; caso um agente incorra em erro sistemático é visto como irracional (Hermann, 2004).
- b) Vale o modelo de ciclo de vida, de acordo com o qual os agentes definem a distribuição de sua renda entre consumo (C) e poupança (S), almejando manter um padrão sólido de consumo durante toda a vida, mesmo que ocorram variações correntes da renda disponível (Hermann, 2004).

A principal hipótese para que o déficit tenha efeito nulo sobre a renda e o produto reside na suposição de que os títulos da dívida pública não proporcionam efeito riqueza para os seus detentores. Conforme Barro (1974), os títulos públicos aumentariam a riqueza percebida dos seus detentores apenas se o valor desses títulos excederem o valor capitalizado dos futuros tributos.

Segundo o modelo de equivalência ricardiana, os proprietários de títulos da dívida não aumentam o consumo em razão da existência da dívida, fazem uma alteração na composição da parcela da riqueza que deixariam para seus descendentes na forma de herança, resguardando os seus herdeiros do peso da dívida. Assim, independentemente da forma como os gastos públicos são financiados, por tributação ou por emissão de títulos, não haverá nenhum efeito sobre a demanda agregada.

Barro (1974, p. 1098-1110) utiliza o modelo de gerações sobrepostas desenvolvido por Samuelson (1958) e Diamond (1965) com capital físico. São feitas as seguintes hipóteses:

- a) cada indivíduo vive dois períodos, diferenciando-se cada período com indivíduos jovens ( $y$ ) e indivíduos velhos ( $o$ );
- b) as gerações são seguidamente numeradas, iniciando pela geração atual velha e na seqüência a geração atual nova e subseqüentemente as gerações dos descendentes;
- c) cada geração possui o mesmo número de pessoas,  $N$ , e as pessoas são iguais em termos de gostos e produtividade;
- d) não existe alteração tecnológica ao longo do tempo;
- e) os membros de cada geração trabalham apenas enquanto jovens e recebem renda sob a forma de salário,  $w$ ; a expectativa sobre salários futuros é de que os mesmos permaneçam ao nível corrente;
- f) inicialmente supõe-se que os ativos detidos,  $A$ , correspondem ao lucro do capital;
- g) a taxa de retorno do ativo é denominada  $r$  e é paga uma vez por período, a expectativa sobre futuros rendimentos é de que os mesmos permaneçam ao nível corrente;

- h) o membro da  $i$ -ésima geração detém ativos enquanto jovem,  $A_i^y$ , e ativos enquanto velhos,  $A_i^o$ ;
- i) os ativos detidos enquanto velhos constituem a herança a ser transmitida à geração imediatamente descendente;
- j) inicialmente supõe-se tanto a dívida do governo quanto os impostos iguais a zero.

Usando a letra  $c$  para denotar consumo, assumindo que tanto o consumo quanto o recebimento de juros ocorrem no início do período, a equação orçamentária para um membro da geração 1 que é velho na geração atual, é dada por:

$$A + A_0^o = c + (1 - r)A \quad (1.22)$$

jovem e quando idoso e também da utilidade da próxima geração,  $U_{i+1}^*$ . A função utilidade para o membro da geração  $i$  é dada por:

$$U_i = U_i(c_i^y, c_i^o, U_{i+1}^*) \quad (1.25)$$

A escolha da cesta, sujeita à restrição de que a herança não pode ser negativa, leva em conta o efeito de  $A_1^o$  sobre os recursos da geração 2, o impacto de  $U_2^*$  sobre  $U_1$ , e a cadeia de dependência de  $U_2$  sobre  $U_2^*$  e assim por diante. A solução deste problema tomará a forma geral:

$$C_1^o = c_1^o(A_1^y + A_0^o, w, r) \quad (1.26)$$

$$A_1^o = \frac{1}{1-r}(A_1^y + A_0^o - c_1^o) = A_1^o(A_1^y + A_0^o, w, r) \quad (1.27)$$

Para os membros da segunda geração e todos os demais, teremos como solução:

$$C_2^y = c_2^y(A_1^o, w, r) \quad (1.28)$$

$$A_2^y = \frac{1}{1-r}(w - c_2^y) = A_2^y(A_2^y, w, r) \quad (1.29)$$

$$C_2^o = c_2^o(A_2^y + A_1^o, w, r) \quad (1.30)$$

$$A_2^o = \frac{1}{1-r}(A_2^y + A_1^o - c_2^o) = A_2^o(A_2^y + A_1^o, w, r) \quad (1.31)$$

Para fechar o modelo, é especificada uma função de produção com retornos constantes de escala, que depende da quantidade dos insumos capital e trabalho igualados às suas produtividades marginais. O valor de  $r$  será determinado de forma que iguale a oferta de ativos à sua demanda, isto é:

$$K(r, w) = A_1^o + A_2^y \quad (1.32)$$

Onde:  $K(r, w)$  é tal que iguala o produto marginal do capital a  $r$ .

Como o número de pessoas em cada geração é assumido como constante, igual a  $N$ , e mudanças tecnológicas não são consideradas em estado de equilíbrio, a função de produção assumirá o mesmo valor nos períodos correntes e anterior.

Com o produto marginal do trabalho igual a  $w$  e com retornos constantes de escala, o produto é dado por:

$$y = rK + w \quad (1.33)$$

A condição de equilíbrio no mercado de bens exige que:

$$c_1^o + c_2^y + \Delta K = y \quad (1.34)$$

No equilíbrio estável  $\Delta K$  pode ser igual a zero.

Inicialmente, no modelo de gerações sobrepostas apresentado por Barro (1974), é feita a restrição de que são detidos apenas ativos de capital. Posteriormente é introduzida no modelo a detenção de títulos do governo. Supõe-se que:

- a) o governo emita uma parcela de títulos da dívida,  $B$ ;
- b) os títulos pagam uma quantia específica de juros reais,  $rB$ , no período corrente e o principal,  $B$ , deve ser pago no próximo período;
- c) os ativos de capital e os títulos são substitutos perfeitos;
- d) os títulos são negociados em mercado de capital competitivo;
- e) os pagamentos dos juros do período corrente são financiados pela arrecadação de impostos da segunda geração enquanto jovem;
- f) o pagamento do principal é financiado por arrecadação adicional de impostos da segunda geração enquanto velhos.

Ao incluir a detenção de títulos, a restrição orçamentária da geração 1 passa a ser:

$$A_1^y + A_0^o + B = c_1^o + (1 - r)A_1^o \quad (1.35)$$

Para a segunda geração a restrição orçamentária corrente agora será:

$$w = c_2^y + (1 - r)A_2^y + rB \quad (1.36)$$

A restrição orçamentária para o próximo período para a segunda geração na fase idosa será:

$$A_2^y + A_1^o = c_2^o + (1 - r)A_2^o + B \quad (1.37)$$

As duas restrições orçamentárias da geração 2 podem ser combinadas em uma equação de dois períodos:

$$w + (1 - r)A_1^o - B = c_2^y + (1 - r)c_2^o + (1 - r)^2A_2^o \quad (1.38)$$

Essa equação implica que a utilidade obtida pelos membros da segunda geração pode ser escrita de forma indireta como:

$$U_2^* = f_2^* [(1 - r)A_1^o - B, w, r] \quad (1.39)$$

Ou seja, a herança líquida,  $(1 - r)A_1^o - B$ , determina a dotação para os membros da segunda geração.

Da equação (1.35) está claro que  $c_1^o$  varia inversamente com  $(1 - r)A_1^o - B$  para um dado valor de  $A_1^y + A_0^o$ . Tomando a função utilidade para um membro da  $n$ ésima geração, equação (1.25), a restrição orçamentária da primeira geração, equação (1.35), e a função utilidade descrita acima, equação (1.39), teremos a função utilidade da primeira geração, levando em consideração a detenção de títulos públicos.

$$U_1 = U_1(c_1^y, c_1^o, U_2^*) = f_1[(1-r)A_1^o - B; c_1^y, A_1^y + A_0^o, w, r] \quad (1.40)$$

Desta forma, a função utilidade da primeira geração, levando em conta a função utilidade dos seus descendentes, tem que ser maximizada em função da herança líquida, sujeita à restrição de que a herança bruta,  $A_1^o$ , seja não-negativa. De forma que qualquer mudança marginal no estoque de títulos de propriedade dos membros da geração 1, só será possível se  $A_1^o$  for alterado e mantendo a herança líquida constante. Tal resposta dada por  $A_1^o$  torna os valores de  $c_1^o$ ,  $c_2^y$ ,  $c_2^o$  e  $A_2^o$  inalterados. Desta forma, Barro (1974) conclui que a detenção de títulos públicos não proporciona mudanças na demanda agregada, visto que o consumo permanece sem mudanças e o ajuste ocorre somente na composição dos ativos que são destinados à herança.

Em termos do efeito sobre  $r$ , a condição de equilíbrio do mercado será:

$$K(r,w) + B = A_1^o + A_2^y \quad (1.41)$$

De acordo com a equação acima são inferidos os seguintes resultados:

- a) um aumento em  $B$  implica um aumento na mesma proporção na oferta de ativos no lado direito da equação (1.41);
- b) contudo,  $A_1^o$  aumenta por  $1/(1-r)$  vezes a mudança em  $B$  suficiente para manter o tamanho da herança líquida;
- c) com  $c_2^y$  fixo, o aumento dos impostos necessários para cobrir  $rB$  implica que  $A_2^y$  cai por  $r/(1-r)$  vezes a mudança em  $B$ ;
- d) os ativos requeridos do lado direito da equação aumentam com  $B$ , sem nenhuma alteração em  $r$  para que haja equilíbrio no mercado de ativos;
- e) como equilíbrio de mercado de produto vale a equação  $c_1^o + c_2^y + \Delta K = y$  para o valor inicial de  $r$ , uma vez que a emissão de títulos não possui nenhum impacto sobre a demanda agregada.

Barro (1974) pondera que se uma situação de canto for permitida, então um aumento em  $B$  cria uma possibilidade de aumento de consumo na primeira geração enquanto o valor da herança bruta for negativo ou zero. Um aumento em  $B$  corresponde a um excesso de oferta de títulos sobre a demanda, o que leva a um aumento em  $r$ . Esse aumento em  $r$  induz a uma queda no nível de investimento. Portanto, Barro (1974) concorda com Modigliani, visto anteriormente, a respeito do efeito real do aumento da dívida pública, no entanto, ele pondera que o efeito sobre o investimento só é possível se não houver herança a ser transmitida para os descendentes.

Diferentemente da hipótese clássica de que a existência de déficit público leva ao aumento das imposições tributárias para as futuras gerações, ou seja, a dívida pública constitui um peso para as gerações futuras, o modelo de equivalência ricardiana, em razão da suposição que as famílias deixam heranças para os seus descendentes pagarem a dívida constituída no período atual, supõe que os déficits públicos não implicam nenhum custo para as futuras gerações. Barro (1974) supõe que deve existir sempre um conjunto de ativos que é transferido entre as gerações, o que faz com que um aumento da dívida pública possa ser percebido pela geração corrente como levando a um aumento na tributação de seus descendentes, e torna necessária a mudança na composição de ativos que será destinado à herança, sem que haja alterações no consumo.

Conforme discutimos no final da seção anterior, caso não exista herança a ser deixada para as gerações futuras, então é possível que a dívida pública provoque efeitos na demanda agregada, e assim, poderá haver transmissão de custo da dívida para as gerações futuras sob a forma de redução de capital, conforme sugerido por Modigliani.

No início dos anos 1990 a política fiscal passa a ser baseada na obtenção de superávits primários como o instrumento de estabilização da relação dívida/PIB, conforme preconiza a escola de pensamento econômico novo clássico. A partir de então, a visão dos economistas keynesianos de que a dívida pública deve ser usada como instrumento de estabilização do nível de atividade perde força. Para os novos clássicos, o objetivo da política fiscal deve ser a busca do orçamento equilibrado, utilizando como indicador a estabilização da relação dívida/PIB.

A diminuição do tamanho da dívida pública passou a ter mais importância a partir do diagnóstico de que o financiamento dos gastos do governo por meio de dívida pública pode ser mais inflacionário do que o financiamento por emissão de moeda.

A hipótese é que em algum momento no futuro a dívida pode ser paga por emissão de moeda. Como a dívida pública em títulos carrega juros, em razão disso a emissão de moeda deverá ser tal que pague, além do principal, também os juros acumulados, ao passo se o déficit tivesse sido financiado por moeda no primeiro momento, então não haveria a necessidade de pagamento de juros. Esse montante de juros que os títulos carregam é o que provoca um efeito inflacionário maior do que o financiamento por emissão de moeda. O pagamento de juros só pode ser feito por emissão de nova dívida mobiliária se a taxa de juros reais for inferior ao crescimento do produto.

Caso a dívida pública esteja aumentando mais que o produto, o governo deverá aumentar os impostos ou permitir que a inflação aumente (com uma maior taxa de inflação diminui o valor real da dívida e aumentam as receitas do governo devido ao monopólio da emissão) para que possa cumprir as obrigações com a dívida (Roman, 2004, p. 38). Alguns autores como Sargent e Wallace (1981) consideram que a geração de superávit primário é de importância fundamental para que o déficit total seja mantido constante em relação ao PIB. Visto que os juros são incluídos no déficit total, este só se manterá constante se houver ajuste do superávit primário como forma de garantir o pagamento dos juros da dívida pública.

#### **1.4 A questão do superávit primário no modelo novo-clássico**

Conforme visto na seção anterior, para os novos clássicos o financiamento do déficit público por dívida não possui qualquer efeito sobre a demanda agregada e a emissão de títulos pode tornar o financiamento do déficit mais inflacionário que o financiamento por emissão monetária. Diante dessas hipóteses, a política fiscal sugerida pelos novos clássicos baseia-se, principalmente, na obtenção do orçamento equilibrado, que é o objetivo final, com o superávit primário e a relação dívida/PIB os caminhos

para se alcançar o objetivo fiscal final. Iremos, a partir da restrição orçamentária do governo, derivar o coeficiente dívida/PIB e a partir de então examinar quais as implicações do controle desse coeficiente sobre a determinação da taxa de juros.

Abaixo será deduzida a restrição orçamentária do governo de acordo com Blanchard (1999):

$$\text{Déficit} = rB_{t-1} + G_t - T_t \quad (1.42)$$

$$\text{Onde Déficit} = B_t - B_{t-1} \quad (1.43)$$

Usando a definição acima de déficit, podemos reescrever a restrição orçamentária do governo:

$$B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + G_t - T_t \quad (1.44)$$

Onde,  $B_t - B_{t-1}$  = variação da dívida;  $rB_{t-1}$  = pagamento de juros e  $G_t - T_t$  = déficit primário.

A restrição orçamentária do governo relaciona à variação da dívida ao nível inicial de endividamento, aos gastos públicos e aos impostos correntes.

Deslocando  $B_{t-1}$  para o lado direito da equação e reorganizando os demais termos da equação (1.44), temos:

$$B_t = (1 + r) B_{t-1} + G_t - T_t \quad (1.45)$$

Dividindo ambos os lados da equação (1.45) pelo produto atual,  $Y_t$ , e multiplicando e dividindo o primeiro termo do lado direito da equação por  $Y_{t-1}$ , temos:

$$B_t/Y_t = ((1+r)B_{t-1})/Y_{t-1} \times (Y_{t-1}/Y_t) + ((G_t - T_t)/Y_t) \quad (1.46)$$

Definindo a taxa de crescimento do produto por  $g = (Y_t - Y_{t-1})/Y_{t-1}$ , pode-se escrever  $Y_{t-1}/Y_t = 1/(1 + g)$ . Utilizando também a aproximação  $(1 + r)/(1 + g) = 1 + r - g$ <sup>9</sup>. Podemos agora reescrever a equação (1.46) como:

$$(B_t/Y_t) = (1 + r - g)\{(B_{t-1}/Y_{t-1}) + [(G_t - T_t)/Y_t]\} \quad (1.47)$$

Deslocando  $B_{t-1}/Y_{t-1}$  para o lado esquerdo obteremos:

$$[(B_t/Y_t) - (B_{t-1}/Y_{t-1})] = (r - g)\{(B_{t-1}/Y_{t-1}) + [(G_t - T_t)/Y_t]\} \quad (1.48)$$

A variação do coeficiente de dívida ( $B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1}$ ) é igual à soma de dois termos. O primeiro é a diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento da economia vezes o coeficiente inicial da dívida ( $r - g$ )( $B_{t-1}/Y_{t-1}$ ). O segundo termo é a razão entre o déficit primário e o PIB ( $G_t - T_t$ )/ $Y_t$ .

Analisando a equação (1.48) verifica-se que o coeficiente dívida/PIB variará positivamente com:

- a) um aumento da taxa de juros,  $r$ ;
- b) uma redução do crescimento da economia,  $g$
- c) uma redução do superávit primário em relação ao PIB,  $(T_t - G_t)/Y_t$ ;
- d) um aumento no coeficiente inicial da dívida,  $B_{t-1}/Y_{t-1}$ .

A proposição novo clássica a respeito da condução da política fiscal define o superávit primário em relação ao PIB,  $SP_t/Y_t$ , item c acima, como a variável de ajuste para a estabilização da relação dívida/PIB, enquanto que os juros e o crescimento da economia são consideradas variáveis exógenas, determinadas fora do modelo.

## 1.5 Os efeitos fiscais da privatização

---

<sup>9</sup> Ver apêndice matemático 3, proposição 6 de Blanchard (1999, p. 616).

Nesta seção apresentaremos alguns pontos em Montiel (2003) no que se refere à importância da privatização para as finanças públicas e conseqüentemente para a dívida pública.

Para Montiel (2003), os argumentos fiscais da privatização são freqüentemente medidos pela contribuição que a receita da privatização cria para as receitas fiscais, reduzindo o déficit fiscal no ano em que são realizadas as privatizações e as receitas das vendas das empresas públicas são recebidas. Os efeitos fiscais das privatizações geralmente não são iguais às receitas das privatizações, por dois motivos:

- a) esta medida negligencia o fato de que a privatização, a venda de um ativo, ocorre apenas uma vez;
- b) medindo-se os efeitos fiscais da privatização desta forma não se leva em conta os efeitos positivos e negativos sobre o orçamento do governo em mantendo a empresa pública.

O valor do superávit primário sustentável do setor público pode ser escrito como:

$$p + (r_G - g)k = (r - g)d - (\pi + g)m(\pi) \quad (1.49)$$

Onde:

- a)  $p$  é o componente do superávit primário desconsiderando as empresas estatais;
- b)  $g$  é a taxa de crescimento do produto;
- c)  $k$  é o estoque de capital do setor público no valor de reposição expresso com relação ao PIB;
- d)  $r_G$  é a razão da renda líquida (lucros menos depreciação) recebida das empresas do setor público, de modo que  $(r_G - g)$  é a receita líquida que o setor público recebe sob base permanente por manter uma empresa pública na razão capital/produto,  $k$  ;
- e)  $\pi$  é a taxa de inflação;
- f)  $m$  a base monetária dividida pelo PIB

Segundo Montiel (2003) se  $(r_G - g)k$  for negativo, as empresas estatais irão pressionar o orçamento do setor público. Desde que o valor sustentável do superávit primário é dado pelo lado direito da equação (1.49), essa pressão sobre o orçamento irá pressionar  $p$  que terá que ser maior para compensar qualquer perda em razão de  $(r_G - g)k$  negativo.

Para enfatizar como as vendas das empresas estatais afetam as contas fiscais, supomos que o retorno privado de operando essas empresas seja dado por  $(r_p - g)$ . Então, o montante que o setor privado estaria disposto a pagar seria dado por:

$$Q = (r_p - g)/(r - g) \quad (1.50)$$

Para cada unidade de  $k$  oferecida para venda ao setor privado. Agora podemos escrever a condição de solvência do setor público em termos de estoque, como:

$$\frac{p + (r_G - g)k + (\pi + g)m(\pi)}{r - g} = d_0 \quad (1.51)$$

Note que se o setor privado paga  $Q$  por unidade de capital do setor público, então o efeito da venda deve ser substituído  $(r_G - g)k/(r - g)$  (o valor presente das receitas líquidas das empresas estatais) sob o lado esquerdo da equação (1.52) por sua receita de venda,  $Qk$ . Desta forma, o impacto fiscal da venda de empresas estatais é dado por:

$$\frac{\Delta p}{r - g} = \frac{[Q - (r_G - g)]k}{r - g} \quad (1.52)$$

Isto significa que a posição fiscal do governo será aliviada (o ajustamento requerido sob  $p$  será negativo) se  $r_p > r_G$ , isto fará o termo dentro do colchete positivo.

De acordo com Montiel (2003), as lições a serem tiradas do impacto fiscal das privatizações são as seguintes:

- a) as empresas estatais podem ser vendidas ao setor privado somente se forem lucrativas nas mãos da iniciativa privada;
- b) o governo pode ficar (fiscalmente) melhor mesmo se a empresa vendida fosse lucrativa;
- c) o benefício fiscal ao governo da venda de empresas estatais será:
  - 1) menor do que o preço de venda se  $(r_g - g) > 0$  (isto é, se a empresa for lucrativa nas mãos do setor público);
  - 2) negativo se  $r_p < r_g$  (se a empresa é mais lucrativa nas mãos do setor público do que no setor privado);
  - 3) igual ao preço de venda se  $(r_g - g) = 0$  (se a empresa nem é lucrativa nem dá prejuízo nas mãos do setor público);
  - 4) maior do que o preço de venda se  $(r_g - g) < 0$  (se a empresa der prejuízo no setor público mas dá lucro nas mãos do setor privado).

É importante que o impacto real da privatização sobre o orçamento público seja medido corretamente. A questão chave é como o superávit primário é afetado pela privatização. A resposta foi dada em termos de estoque na equação acima. Em termo de fluxo e dado por:

$$\Delta p = \{(r - g)[Q - (r_g - g)]k\} / (r - g) \quad (1.53)$$

Isto é, a equação (1.53) determina o valor presente dos benefícios da privatização sobre o superávit primário sustentável. Se a privatização é uma boa ou má idéia, depende sobre suas implicações fiscais. Depende de se os recursos envolvidos produzem um maior retorno social, seja para uso público ou privado. Mas se seu retorno é maior, a decisão de manter os recursos no setor público ou transferi-lo ao setor privado invariavelmente terá implicações fiscais, e isso tem de ser levado em conta para conservar a solvência do setor público.

## 1.6 O debate sobre a sustentabilidade da DLSP do Brasil

De acordo com Oreiro, Sicsú e Paula (2004), a dinâmica recente da dívida pública brasileira, principalmente a partir de 2001, fundamentalmente, caminhou-se para o não atendimento da sua sustentabilidade. Isso se deveu a conjugação de três variáveis: a elevação da taxa real de juros, a desvalorização da taxa de câmbio e o crescimento reduzido do PIB real. Em razão disso, o superávit primário como proporção do PIB que é requerido para estabilizar o endividamento do setor público aumentou para 5%, correspondendo a cerca de um ponto percentual maior do que se essas três variáveis não tivessem mudado.

Para esses autores, é possível a aplicação de uma estratégia alternativa que leve à estabilização ou redução da dívida pública no Brasil, baseada em quatro pilares fundamentais (Oreiro, Sicsú e Paula, p. 141, 2004):

1. Redução do superávit primário para um patamar de 3,0% do PIB válidos para os próximos anos.
2. Adoção de sistema de *crawling-peg*<sup>10</sup> ativo, no qual a taxa de desvalorização do câmbio nominal seria fixada de tal forma a manter uma relativa estabilidade da taxa real de câmbio.
3. Adoção de controles de entrada/saída de capitais para isentar a taxa de juros doméstica da função de reduzir a pressão imposta pela alta volatilidade cambial.
4. Redução da taxa nominal de juros para um patamar compatível com a obtenção de uma taxa real de juros de 6% ao ano.

Com base nessas medidas, esses autores construíram três cenários para a dívida pública brasileira: um cenário básico, um pessimista e outro otimista.

No cenário básico a taxa de inflação é igual a 8,5% a.a., a taxa real de juros é de 6,0% a.a., a economia cresce a 5,0% a.a., câmbio nominal se deprecia a uma taxa de 7% a.a., a taxa de inflação internacional é de 1,5% a.a., o superávit primário é de 3% do PIB e 35% do estoque da dívida pública estão indexados à variação da taxa de câmbio.

---

<sup>10</sup> É um sistema de ajustamento da taxa de câmbio em que uma moeda com uma taxa de câmbio fixo é permitida que flutue dentro de uma banda de taxas. O valor da moeda é ajustado frequentemente em razão de fatores tais como inflação. Essa mudança gradual do valor da moeda se realiza como uma alternativa a uma desvalorização repentina e significativa da moeda.

No cenário otimista, a taxa de inflação é de 6,5% a.a., a variação nominal do câmbio é de 5,0% a.a. e as demais variáveis são iguais às do cenário básico. No cenário pessimista, a inflação é igual a 13,5% a.a. e o câmbio nominal se deprecia em 12% a.a. e a taxa nominal de juros é igual a 19,5% a.a. as demais variáveis são iguais ao cenário básico.

De acordo com os cálculos desses autores, tanto no cenário básico quanto no cenário otimista ocorre uma redução da dívida pública com relação ao PIB nos próximos anos. Apenas no cenário pessimista é que a dívida pública teria uma trajetória estável, alcançando 57% do PIB em 2011. Segundo esses autores, numa estratégia keynesiana, como está caracterizado nos três cenários, até mesmo num cenário pessimista a relação dívida/PIB não teria uma trajetória explosiva.

Goldfajn (2002) analisa a sustentabilidade da relação DLSP/PIB por meio de simulações com vários cenários. Levando em conta os cenários considerados, os mais prováveis de ocorrerem, a relação DLSP/PIB, no mínimo, tende a se estabilizar, com grande probabilidade de queda ao longo dos anos. Mesmo considerando um cenário adverso que é tido como improvável, o autor argumenta que a natureza do regime fiscal no Brasil viabiliza correções nas receitas ou nas despesas.

Utilizando dados históricos de 1947 a 1999, Simonassi e Lima (2005) investigam a sustentabilidade da dívida pública no Brasil, considerando a possibilidade de não linearidade para o processo descrito pelo déficit público, além da importância da receita de senhoriagem para consecução do equilíbrio das contas do governo. Segundo os seus cálculos, na ausência de senhoriagem, o governo intervém para tornar o déficit estacionário apenas quando a variação da relação déficit/PIB supera 1,74%. Este valor sobe para 2,2% quando se permite a possibilidade de o governo utilizar a senhoriagem para financiar o seu déficit.

Para Giambiagi e Além (2001), quanto maior é a dívida ou a taxa de juros, mais o governo tem que se ajustar para fazer frente às despesas com juros sem elevar a relação dívida/PIB. Quanto maior é o crescimento da economia mais “fácil” é manter a relação dívida/PIB constante, pois, nessa situação, a dívida pode crescer mais sem afetar

essa relação e sem que o governo necessite aumentar o superávit primário. E quanto mais o governo pode se financiar com o imposto inflacionário, menor a sua necessidade de aumentar os impostos ou reduzir as despesas.

Giambiagi e Além (2001, p. 227), realizaram diversas combinações de taxas de crescimento real do PIB e de taxas de juros nominais para obter o superávit primário necessário para deixar a relação dívida/PIB estável, levando em conta: a) uma DLSP de 45% do PIB (excluindo a base monetária), b) uma inflação de 2% a.a. e c) uma senhoriagem de 0,1% do PIB.

Como era de se esperar, o superávit primário consistente com a sustentabilidade da dívida pública diminui com o crescimento da economia e cresce com o aumento da taxa de juros. Em um caso extremo, para um crescimento real da economia de 3% e uma taxa nominal de juros de 20% a sustentabilidade da dívida exige um superávit primário de 6,3% do PIB enquanto que no outro caso extremo calculado pelos autores, ou seja, com um crescimento da economia de 6% e os juros de 8%, o setor público pode até mesmo incorrer em um pequeno déficit primário sem aumentar a relação dívida/PIB.

Segundo os autores, para um intervalo mais realista de probabilidade com a economia crescendo em termos de 4 a 5% a.a. e as taxas de juros nominais entre 10 e 12% a.a., o superávit primário necessário situa-se entre 1,1 e 2,4% do PIB.

Como destacam Martner e Tromber (2004, p. 101), a sustentabilidade da dívida pública é probabilística por natureza, pois a dinâmica dela depende de eventos fiscais e macroeconômicos incertos. Os modelos podem indicar os limites superiores prováveis da evolução da dívida pública, no entanto não podem indicar em qual nível a dívida é alta ou demasiada alta. Segundo esses autores, esta aproximação muito mais flexível, permite evitar conclusões gerais sobre o nível considerado ótimo da dívida pública.

De acordo com Martner e Tromber,

*“En términos generales, un proceso que combine la generación sistemática de superávit primarios, mecanismos de autoseguro – como los fondos de estabilización o los esquemas de prepago de deuda durante las fases de auge o de reducción de las tasas de interés -, y el mejoramiento de las condiciones de financiamiento, parece ser el único medio de lograr un mayor grado de sostenibilidad de la deuda pública”. Martner e Tromber (2004, p. 101).*

Portanto, para esses autores, um processo que garanta algum grau de sustentabilidade da dívida pública é o que combine geração sistemática de superávits primários, uma espécie de “autoseguro” e melhores condições de financiamento.

Rigolon e Giambiagi (1999), seguindo o modelo de Blanchard et. alii (1990), apresentado na seção 1.2, para efeito de investigação empírica da sustentabilidade da DLSP desenvolveram a fórmula:

$$p^* = b^* \cdot \frac{(r - y)}{(1 + y)} - s \quad (1.54)$$

Onde  $p^*$  é o superávit primário “sustentável”,  $b^*$  a dívida pública “sustentável”,  $r$  a taxa de juros real bruta (incluindo os impostos),  $y$  a taxa de crescimento real da economia e  $s$  a receita de senhoriagem. Os valores  $p^*$ ,  $b^*$  e  $s$  são expressos com relação ao PIB. Portanto, com essa fórmula é possível calcular o superávit primário médio necessário para que a dívida líquida seja estabilizada ao nível de  $b^*$ .

Observa-se que a equação (1.54) é uma variante da equação (1.7), assumindo que  $db/ds = 0$ , que existe senhoriagem e que não há transferência. De acordo com os autores, uma vantagem dessa equação é que possibilita a obtenção de cálculo em tempo finito, como por exemplo 3, 5, 8 anos.

Vê-se que a dívida pública brasileira, quando se considera dados de 1995 em diante, tem apresentado resultados compatíveis com a sua sustentabilidade. Entretanto quando se utilizam dados de diversas décadas, a dívida só é sustentável quando se inclui a receita de senhoriagem. Isso demonstra que com a implantação do

Real e a conseqüente estabilização dos preços o governo passou a depender menos da emissão de moeda e mais de outros fatores para cobrir os seus déficits.

## 1.7 Resumo

Este capítulo apresentou a definição de DLSP que é o indicador utilizado para medir o nível de endividamento público no Brasil. Viu-se que esse indicador inclui as contas dos governos federal, estaduais e municipais, das empresas estatais desses três níveis de governo, da Previdência Social, do Banco Central e da Itaipu Binacional. Foram apresentados os principais componentes da DLSP. Também foram apresentadas propostas de exclusão da DLSP as contas das estatais, do FAT, das reservas internacionais, da base monetária e de dívidas originárias de empréstimos compulsórios e deveriam ser incluídos na DLSP os passivos que são líquidos e certos, mas que ainda não foram contabilizados.

Foi apresentado um modelo de sustentabilidade da política fiscal em que seja assegurada ao governo a manutenção de seus programas de gastos e impostos correntes sem incorrer em aumentos na dívida pública. Nesse modelo foi derivado um indicador de sustentabilidade que procura estimar o nível de arrecadação que seja suficiente para cobrir as despesas não-financeiras, as transferências e o custo da dívida pública. Esse indicador procura destacar especialmente o impacto do resultado fiscal sobre a dívida pública; no entanto, esse resultado fiscal pode sofrer influências de alguns fatores não relacionados diretamente com impostos como privatização, renegociações de dívidas, etc.

Foi visto que a abordagem teórica quanto ao financiamento dos gastos públicos por dívida pública pode ter um entendimento diferente conforme a escola de pensamento econômico. Enquanto para os keynesianos e para a síntese neoclássica a emissão de dívida pública tem efeitos sobre a demanda agregada, para a escola novo clássica esse efeito é inexistente.

No que diz respeito á transmissão de custo da dívida para as futuras gerações, para os keynesianos as próximas gerações serão afetadas somente se o aumento da dívida ocorrer quando a economia tiver alcançado o pleno emprego. Para a síntese neoclássica, as futuras gerações são afetadas pelo aumento da dívida pública em razão da perda de capital, mas essa perda de capital só ocorre se o aumento da dívida se der quando a economia alcançar o pleno emprego ou quando o aumento dos gastos públicos provocar o aumento da taxa de juros. Para os novos clássicos, não haverá transmissão do custo da dívida para as novas gerações, visto que a emissão de títulos públicos não provoca nenhum efeito sobre a demanda agregada porque as famílias aumentam a parcela da renda destinada à poupança quando o governo aumenta os gastos públicos porque esperam que no futuro os impostos sejam aumentados.

O efeito da dívida pública sobre os preços é também percebido de forma diferente de acordo com a escola de pensamento. Para os keynesianos e para a síntese neoclássica, o aumento na dívida pública só provoca inflação se a economia estiver no pleno emprego. Para alguns autores da síntese neoclássica

benefício será: a) menor do que o preço de venda se a empresa for lucrativa nas mãos do setor público; b) negativo se a empresa é mais lucrativa nas mãos do setor público do que no setor privado; c) igual ao preço de venda se a empresa nem é lucrativa nem dar prejuízo nas mãos do setor público; d) maior do que o preço de venda se a empresa der prejuízo no setor público, mas der lucro nas mãos do setor privado.

Finalmente, foi apresentada a discussão sobre a sustentabilidade da dívida pública brasileira, na qual se verificou que os trabalhos que utilizaram dados recentes apresentaram resultados que encaminham para a sustentabilidade da dívida, enquanto os que utilizam dados em longo prazo, de diversas décadas, indicavam sustentabilidade apenas se as receitas de senhoriagem estivessem presentes. Isso demonstra que com o nível de preços estáveis o governo não precisa tanto assim da inflação para equilibrar as suas contas.

## **Capítulo 2 – Fatores que modificam a relação dívida/PIB**

A dívida pública no Brasil apresentou um grande crescimento no período que se inicia em 1995. Neste capítulo serão apresentados os principais fatores que diminuem e os que aumentam a dívida pública e a relação dívida/PIB, que é o principal determinante que caracteriza a solvência de um país.

Existem três fatores que são de fundamental importância para que a relação acima não tome um caminho explosivo: privatização, superávit primário e o crescimento do PIB.

O primeiro, privatização, é muito importante para manter a sustentabilidade da dívida pública, principalmente, em um país onde a política monetária funciona com uma taxa de juros extremamente alta e a credibilidade do governo é muito baixa, o que faz com que o custo da dívida pública em termos de juros pagos seja muito alto. Como historicamente o governo recebe muito pouco dividendos de suas empresas, e os juros da dívida pública são muito altos, a privatização de empresas estatais torna-se um dos fatores fundamentais para manter o país solvente. Com a receita obtida com a venda de empresas estatais o governo pode abater dívidas, recomprando títulos da dívida pública ou pagando dívidas bancárias, principalmente as que carregam maiores custos para o setor público. Além do abatimento imediato da dívida pública, no período de alguns anos o governo deixará de pagar um montante grande de juros, o que provavelmente levaria à emissão de mais dívida. Além disso, as dívidas das empresas estatais passam para o setor privado.

O segundo fator é o superávit primário. Numa situação onde não haja privatização, com taxas de juros sobre a dívida pública muito superiores à taxa de crescimento da economia, como é o caso do Brasil no período em análise, mesmo que não exista nenhum outro fator que eleve a relação dívida/PIB, a dívida pública pode ficar insustentável se o setor público não obtiver superávit primário. Ou seja, o setor público tem que ter receita, além de pagar suas despesas de custeios e investimentos, suficiente para pagar os juros correspondentes a diferença entre a taxa média de juros paga sobre a dívida e a taxa de crescimento da economia, apenas para evitar o crescimento da relação dívida/PIB.

O terceiro fator, crescimento do PIB, conforme visto acima, é de fundamental importância para manter a sustentabilidade da dívida pública sem sacrificar demasiadamente o orçamento público com o pagamento de juros da dívida.

Por outro lado, existem diversos fatores que contribuem para o aumento da dívida pública e outros que podem contribuir tanto para aumentá-la quanto para diminuí-la, como é o caso da variação da taxa de câmbio. No entanto, os fatores que efetivamente mais contribuíram para o aumento da dívida líquida do setor público entre 1995 e 2005 foram o reconhecimento de dívidas, incluindo os aportes aos bancos federais, as altas nas taxas de juros causadas pela política monetária praticada no

período, e a variação da taxa de câmbio. Apesar de este último fator no final do período ter contribuído para diminuir a DLSP, no período como um todo a sua contribuição para o aumento dessa dívida foi substancial.

Os reconhecimentos de dívidas por parte do governo, além de outros passivos contingentes existentes, foram muito importantes para que a DLSP tivesse um acréscimo tão grande no período. Como veremos neste capítulo, os passivos contingentes são os que criam obrigações condicionadas à ocorrência de certos eventos, que podem levar a efeitos macroeconômicos muito importantes. Os esqueletos que são as dívidas em processo de reconhecimento por parte do governo, cujos efeitos macroeconômicos já ocorreram em anos anteriores, fazem parte dos passivos contingentes; no entanto, nem todo passivo contingente é um esqueleto.

Um fator também muito importante para aumentar a dívida pública foram as desvalorizações da taxa de câmbio ocorridas principalmente entre 1999 e 2002. Entre esses dois anos, o Brasil teve um aumento substancial em sua dívida por conta das desvalorizações cambiais, visto que cerca de 20% de sua dívida interna estava indexada ao dólar norte-americano além, evidentemente, de toda a dívida pública externa.

O fator que certamente mais contribuiu para o aumento da DLSP foram os juros pagos sobre essa dívida. Neste capítulo serão apresentados em valores correntes da época os juros nominais que foram apropriados entre 1995 e 2005 nas três esferas de governo e nas empresas estatais. Os juros da dívida pública serão também apresentados na forma de percentual do PIB corrente e também em termos da DLSP, que constitui a taxa de juros implícita que o setor público paga sobre a sua dívida.

O objetivo deste capítulo é apresentar uma análise desses fatores, dando ênfase às ocorrências de cada um deles no período de 1995 a 2005 e quantificando-os, tanto em termos nominais, quanto em termos reais e em proporção do PIB.

Para alcançarmos o objetivo descrito acima, o capítulo será dividido conforme se segue.

Na primeira seção serão analisadas as relações que existem entre a dívida do setor público e a privatização. Essa seção se inicia com uma pequena apresentação de um breve histórico das privatizações realizadas antes de 1995. Será feita uma análise da relação entre a restrição orçamentária do governo e a privatização. Também serão analisadas as relações existentes entre a privatização e o déficit público; e, finalmente, será apresentado um histórico das privatizações realizadas no Brasil nos âmbitos dos governos estaduais, do Programa Nacional de Desestatização e da Lei de Telecomunicações, no período de 1995 a 2005.

Na segunda seção será apresentado um histórico do superávit primário do setor público brasileiro no período de 1995 a 2005, incluindo o governo federal, os governos estaduais, os governos municipais e as estatais nos três níveis de governo.

Na terceira seção, será apresentado um pequeno histórico do crescimento do PIB no Brasil no período em análise, com um resumo das principais razões para o baixo crescimento da nossa economia.

Na quarta seção serão analisadas as relações que existem entre a dívida do setor público e os passivos contingentes. Essa seção se inicia com uma apresentação de conceituação e classificação dos passivos contingentes, tanto na literatura internacional quanto na literatura brasileira. Será feita uma análise do arcabouço legal institucional dos principais passivos contingentes do Brasil. Também será feita uma análise dos principais riscos fiscais aos quais o setor público está sujeito; e, finalmente, será apresentada uma descrição dos principais passivos contingentes ocorridos no Brasil, serão relacionados os valores de todas as dívidas reconhecidas no período de 1996 a 2005.

Na quinta seção será apresentada a contribuição das variações da taxa de câmbio para a DLSP. Essa contribuição será apresentada tanto em termos de valores correntes quanto em termos de percentual do PIB.

Na sexta seção, serão apresentados os efeitos dos juros sobre a dívida pública. Esses efeitos serão apresentados em valores nominais nas três esferas de

governo e nas empresas estatais, em termos de percentual do PIB e em termos de percentual da DLSP. A sétima seção faz um breve sumário das questões desenvolvidas no capítulo.

## **2. 1. Privatização e a Dívida Pública**

Três fases distintas marcaram o processo de privatização no Brasil. A primeira fase realizou-se no decorrer da década de 1980. Nessa fase, foram vendidas empresas que já haviam pertencido ao setor privado, mas que haviam sido incorporadas ao BNDES em razão, principalmente, de apresentarem elevado endividamento com o setor público. Nesse período foram vendidas 38 empresas de médio e pequeno portes, gerando um valor total de US\$ 726 milhões em valores da época. O principal objetivo dessa fase foi o saneamento financeiro da carteira do BNDES.

A segunda fase foi iniciada com a criação do PND (Programa Nacional de Desestatização), mediante a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. O PND tinha os seguintes objetivos: transferir à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo Estado; contribuir para a redução da dívida pública e concorrer para sanear as finanças públicas; permitir a retomada dos investimentos nas empresas e atividades que venham a ser transferidas para o setor privado; contribuir para a modernização do parque industrial brasileiro, ao ampliar sua competitividade e reforçar a capacidade empresarial nos diversos setores da economia; permitir que a administração pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; e contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais no Brasil (Pego Filho et alii, 1999). Nessa fase, que se estendeu até 1994, foram vendidas empresas de maior porte e historicamente estatais. Em razão do alto grau de endividamento, mesmo após tentativas de saneá-las, as empresas do setor siderúrgico tiveram prioridade nas vendas e a Usiminas foi vendida em 1991, iniciando, de fato, o programa.

Entre 1991 e 1994, diversas empresas foram vendidas, muitas das quais deficitárias. As empresas privatizadas nessa fase encontravam-se em setores industriais, tais como siderurgia, petroquímica e fertilizantes. Nessa fase foram arrecadados US\$ 8,61 bilhões, sendo US\$ 6,97 bilhões em moedas de privatização e US\$ 1,64 bilhões em moeda corrente. Nessa fase foram utilizadas em larga escala as moedas de privatização como meio de pagamento<sup>11</sup>, embora a partir de 1994 a moeda corrente passasse a ser empregada em maior quantidade. Ainda em 1994 foi publicado o Decreto 1.068, em que foram incluídas no PND as participações minoritárias da União em diversas empresas.

Conforme salienta Silva (1997), a privatização possibilitou ao governo renegociar, em títulos, suas dívidas vencidas, conseguindo junto aos credores prazos longos e taxas de juros reduzidas. Como no caso dos créditos securitizados, títulos resultantes da renegociação de dívidas vencidas, os débitos que lhes deram origem só puderam ser reescalados devido à possibilidade de utilização desses papéis, 988.39999 Tm(o)Tj3o d6ut

Em 1995 foi iniciada a terceira fase do processo de desestatização brasileiro. Em fevereiro de 1995 foi aprovada a lei das Concessões, pela qual o governo concede a terceiros o direito de exploração de serviços públicos. Essa fase é caracterizada pela privatização de empresas dos setores de infra-estrutura e de serviços públicos.

Essa fase iniciou-se com a venda de empresas do setor elétrico pertencentes à União e, em 1996, com a entrada dos estados no processo de privatização, por meio dos PEDs (Programas Estaduais de Desestatização), o processo de privatização ganhou mais força. Os PEDs estavam centrados nos setores elétricos, saneamento básico e concessões de rodovias.

A venda das empresas do setor de telecomunicações tornou-se possível com a aprovação da Lei de Telecomunicações em 16/07/1997. Esse ano marcou o início do processo de privatização do setor de telecomunicações, quando foram licitadas as concessões de telefonia móvel celular – Banda B. Em 29 de julho de 1998, foram vendidas as 12 *holdings* que o governo criou a partir da cisão do Sistema Telebrás, transferindo à iniciativa privada três empresas de telefonia fixa, oito de telefonia celular e a Embratel, a operadora de serviços de longa distância.

Cada uma das fases do processo de privatizações teve uma característica peculiar. Na primeira fase, os impactos fiscais foram muito reduzidos. Na segunda fase, os impactos fiscais não foram significativos. Isso pode ser explicado pelos seguintes fatores: a) os setores privatizados eram poucos dinâmicos e não apresentavam grandes interesses ao setor privado; b) na época o país vivia uma instabilidade econômica, que se refletia nos preços de venda dos ativos e; c) a utilização de moedas de privatização no pagamento das empresas privatizadas. Com relação à dívida pública, embora não tenha havido uma redução em seu estoque, houve uma melhora razoável em seu perfil.

Na terceira fase, com o grande volume de recursos auferidos, a utilização em grande quantidade de moeda corrente e a entrada dos estados no programa proporcionaram expressivos impactos fiscais.

Segundo Pinheiro (1999), o mais importante é o governo utilizar as receitas das privatizações para abater a dívida pública. Os juros incidentes sobre a dívida do governo são muito altos (segundo o autor, entre 1994 e 1998 a taxa real média Selic foi de 23,5% a.a.) e as empresas estatais não pagam quase nada de dividendos (segundo o mesmo autor, entre 1988 e 1994, a União recebeu dividendos anuais correspondentes a 0,4% do seu patrimônio nas estatais). Portanto, os ganhos advindos das privatizações cujas receitas são direcionadas para abater a dívida pública ou para evitar a emissão de novas dívidas são substanciais.

### 2.1.1 Restrição orçamentária do governo e a privatização

Como qualquer outro agente econômico, o setor público se defronta com uma restrição orçamentária, conforme visto no capítulo anterior. Caso o fluxo de receitas seja menor do que o das despesas no mesmo período, o governo estará em desequilíbrio, ou seja, estará incorrendo em déficit público e, conseqüentemente, estará aumentando a sua dívida. Caso haja um superávit no orçamento, o governo estará acumulando poupança que poderá ser emprestada ao setor privado. Entretanto, quando o governo gasta mais do que arrecada, gera uma necessidade de financiamento junto ao setor privado ou ao Banco Central.

Seguindo Carvalho (2001), construiremos um modelo bem simplificado de restrição orçamentária que inclui as receitas das vendas das estatais e das concessões. Essa restrição pode ser expressa como:

$$(C_g + I_g - R_{nf}) + iD^i + i^*D^e = \Delta B + \Delta D^i + \Delta D^e \quad (2.1)$$

Onde:  $\Delta$  = variação;  $C_g$  = consumo do governo,  $I_g$  = investimento do governo,  $R_{nf}$  = receitas não-financeiras do governo, incluindo receitas de vendas das empresas estatais e das concessões,  $i$  = taxa de juros sobre a dívida interna,  $i^*$  = taxa de juros sobre a dívida externa,  $B$  = base monetária,  $D^i$  = dívida pública interna e  $D^e$  = dívida pública externa.

No lado esquerdo da equação (2.1) se situam as fontes de despesas e receitas do governo em determinado período. No lado direito estão as fontes de financiamento corrente da diferença entre receitas e despesas. O primeiro termo do lado esquerdo (entre parênteses) mostra a diferença entre os gastos não-financeiros,  $C_g + I_g$ , e as receitas não-financeiras do governo, incluindo as receitas obtidas com as privatizações e as concessões,  $R_{nf}$ . Os outros termos da equação referem-se aos dispêndios financeiros líquidos que incidem sobre as diversas formas de dívida pública: dívida interna contraída em moeda nacional ( $D^i$ ) e a dívida pública contraída em moeda externa ( $D^e$ ). No lado direito da equação (2.1) encontram-se as fontes de financiamentos de que o setor público dispõe: emissão de base monetária e emissão de dívida pública (seja contratual ou em títulos).

As receitas que o setor público auferir com a alienação dos ativos estatais e concessões de serviços públicos podem gerar impactos em todos os itens da restrição orçamentária (Carvalho, 2001). Essas receitas podem financiar os dispêndios de consumo e investimento, pagar juros relativos às dívidas interna e externa, abater as dívidas interna e externa (o que foi mais utilizado) ou permitir um menor nível de tributação.

De acordo com Carvalho (2001, p.7), os recursos arrecadados com a privatização não devem ser vistos como uma fonte de receita corrente, do mesmo modo que impostos, taxas e contribuições. Primeiro, porque a privatização não muda a postura fiscal do governo. Segundo, porque tais recursos constituem receitas de capital. Terceiro, porque, se os recursos arrecadados com a venda de empresas estatais forem tratados como uma receita corrente, isto tenderá a alterar negativamente a restrição orçamentária intertemporal do governo. Assim, a alienação de ativos de empresas estatais deve ser tratada como uma operação de financiamento. Segundo Mackenzie: “A privatização deve ser vista como uma transação de financiamento, equivalente à emissão de títulos públicos, não como um item na determinação do déficit público que altera a postura da política fiscal e, portanto, contribui para o esforço de estabilização”. (Mackenzie (1997, p. 3)

Se as receitas da privatização forem usadas para financiar investimentos, estes têm que ter uma rentabilidade superior ao fluxo de rendimento que o ativo teria

nas mãos do setor público; caso contrário, o Estado sairia perdendo com essa privatização. Do ponto de vista estritamente financeiro, esses novos investimentos teriam que proporcionar uma rentabilidade superior à economia de juros resultante do uso alternativo dos recursos da privatização, que seria o abatimento da dívida pública (Carvalho, 2001).

Para Schwartzman (2006), a privatização proporciona três efeitos que devem ser levados em conta no caso brasileiro. O primeiro é o impacto direto das receitas das vendas das empresas de propriedade do governo. No período de 1996 e 2006, esse autor estimou este efeito em 6,5% do PIB. O segundo efeito está relacionado com o valor dos juros da dívida que o governo deixou de pagar em razão das dívidas que foram abatidas ou foram absorvidas pelo setor privado em decorrência da privatização. No mesmo período, para esse autor, a privatização proporcionou uma redução em 8,5% do PIB em pagamento de juros. O terceiro efeito está relacionado com o impacto do crescimento do PIB e da inflação sobre a relação dívida/PIB. Como a dívida, devido aos dois efeitos anteriores, foi menor do que teria sido na ausência da privatização, a corrosão da dívida em relação ao PIB pela inflação e o crescimento da economia no período também foi menor do que seria com a dívida mais elevada, que para esse autor, esse efeito negativo foi de 5,3% do PIB no período de sua análise.

Então, somando os dois primeiros efeitos e subtraindo o último, Schwartzman (2006) conclui que se não tivesse havido privatização no período de 1996 a 2006 a dívida pública brasileira seria 9,6% do PIB maior do que efetivamente foi ao final de 2006.

De acordo com Carvalho (2001), as receitas de privatização, quando utilizadas para abater dívida pública, podem permitir uma redução dos dispêndios financeiros líquidos do governo e do estoque da dívida. Quando a privatização ocorre em larga escala e as receitas são usadas para abater a dívida pública, os principais efeitos em curto prazo são a redução da taxa do crescimento da dívida e a economia de juros correspondente. A redução do estoque da dívida resultará no pagamento de menores encargos de juros ao longo do tempo.

### **2.1.2 Privatização e déficit público**

As Necessidades Financeiras do Setor Público (NFSP) podem ser medidas por dois métodos. O primeiro é denominado “acima da linha”, e explicita de forma desagregada os principais fluxos de receitas e despesas, de acordo com a execução orçamentária de todas as entidades que formam o setor público não-financeiro. São incluídos todos os órgãos da administração direta e indireta, inclusive as empresas estatais das esferas federal, estadual e municipal. As informações para o cálculo das NFSP por esse método são extraídas, em sua quase totalidade, da execução orçamentária da União, estados e municípios, empresas estatais (nas três esferas), previdência social e de balancetes das instituições financeiras públicas. Os dados são apurados pelos regimes de competência ou de caixa, conforme o objetivo a ser atingido (Carvalho, 2001).

O segundo método, conhecido como “abaixo da linha”, mede o déficit a partir da variação do endividamento público (ótica do financiamento), explicitando os fluxos líquidos (com exceção das amortizações) de novos financiamentos obtidos ao longo de um certo período pelo setor público não-financeiro junto a cada órgão ou instrumento financiador. Como toma por base a variação da dívida pública, um aumento do déficit significa que houve um novo endividamento para financiar a diferença entre despesas e receitas. O déficit público medido por esse método é mais conhecido como Necessidades (nominais) de Financiamento do Setor Público (NFSP).

As NFSP baseiam-se na variação da Dívida Líquida do Setor Pública (DLSP) em determinado período. A DLSP consolida o endividamento líquido do setor público não-financeiro e do Banco Central junto ao sistema financeiro (público e privado), ao setor privado não financeiro e ao resto do mundo. É composta pela soma das dívidas interna e externa, inclui a base monetária e exclui as reservas internacionais, créditos junto ao setor privado e as receitas de privatização.

Para ilustrar o conceito de NFSP, juntamente com as implicações do processo de privatização, suponha um setor público simplificado, cuja dívida pública seja dada por:

$$DL = B + D^i + D^e - AF \quad (2.2)$$

Onde: DL = dívida líquida total do setor público; B = base monetária;  $D^i$  = dívida interna bruta;  $D^e$  = dívida externa bruta; AF = ativos financeiros.

De acordo com a equação (2.2), o déficit nominal poderá ser escrito da seguinte forma:

$$DN_t = \Delta B_t + \Delta D_t^i + \Delta D_t^e - \Delta AF_t = \Delta DL_t = DL_T - DL_{T-1} \quad (2.3)$$

Onde: t = tempo para efeito de cálculo em termos de fluxos; T = tempo para efeito de cálculo em termos de estoques (final do período t); DN = déficit nominal ao longo do período t;  $\Delta$  = variação; DL = dívida líquida no final do período.

A equação (2.3) mostra o cálculo do déficit nominal como resultado das variações da base monetária, variações nas dívidas interna e externa (excluídas dos ativos financeiros, como as reservas internacionais). Assim, a variação da dívida pública líquida pode ser igual à variação da dívida bruta menos a variação dos ativos financeiros do governo, e o déficit nominal é igual à diferença entre os estoques da dívida líquida no final dos dois períodos.

Caso o governo privatize uma empresa estatal com patrimônio positivo,  $D^i$  tende a se reduzir por dois motivos. Primeiro, porque uma parte ou a totalidade da receita da venda dessa empresa pode ser utilizada para abater dívidas internas de curto prazo. Se nessa privatização forem utilizadas moedas de privatização, a dívida interna também se reduz visto que tais moedas são também contabilizadas em  $D^i$ . Segundo, pode haver transferências de dívidas da empresa para o setor privado, visto que as dívidas das estatais fazem parte de  $D^i$ . Os mesmos argumentos aplicam-se para  $D^e$ .

Conforme Carvalho (2001), havendo crescimento dos ativos financeiros no setor público, reduz-se o déficit nominal.

Conforme Giambiagi (2002, p. 35), a privatização foi uma mudança estrutural relevante. No campo das contas federais, a retirada de empresas do setor de telecomunicação e da Cia. Vale do Rio Doce da contabilidade pública, com sua venda em leilão, poderia ter permitido, na ausência de outros fatores, uma redução importante na dívida pública. Além disso, a privatização das empresas estatais tirou uma fonte potencial de pressão sobre o gasto público associada aos investimentos dessas empresas. Haveria aumento do gasto público se essas empresas passassem a investir como o fizeram na década de 1980. Se isso ocorresse, certamente o déficit público seria pressionado<sup>12</sup>. Ao mesmo tempo, a venda de empresas tradicionalmente problemáticas, como a Rede Ferroviária Federal, aliviou as contas públicas de uma pressão até então permanente de gastos relacionados com a despesa dessas empresas, notadamente estas que trabalhavam recorrentemente no prejuízo.

No campo estadual, as privatizações permitiram eliminar da contabilidade pública empresas deficitárias. Em outros casos, a própria preparação das empresas para a privatização representou uma melhora considerável na gestão das estatais estaduais remanescentes.

No Brasil, as receitas arrecadadas com as privatizações não entram no cômputo das NFSP apuradas sob a ótica “acima da linha”. Portanto, essas receitas não reduzem diretamente o déficit público. A redução do déficit se dá de forma indireta. Se as receitas da privatização fossem utilizadas para fazer frente a despesas correntes e fossem encaradas como uma receita corrente, poderia haver uma falsa impressão de que o governo estaria adotando uma postura fiscal rígida, quando, na verdade, estaria aumentando os gastos. As receitas das concessões têm um tratamento diferenciado, entrando como uma receita tributária<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Segundo Giambiagi (2002, p. 36, nota 37), “no Brasil, a inclusão dos investimentos das estatais no cômputo do déficit público é considerado um erro metodológico por parte de alguns críticos da política econômica. O questionamento, porém, nos parece improcedente. Primeiro, porque o Brasil segue normas contábeis adotadas em quase todos os países. Segundo, porque é impossível ter um acompanhamento mensal dos investimentos de todas as empresas estatais que permita excluir esse dado do resultado ‘abaixo da linha’ divulgado pelo Banco Central. E, terceiro, porque, independentemente de como os recursos sejam gastos, há necessidades de financiamento que devem ser cobertos, que é justamente o que se deseja medir com o cálculo do déficit, de modo a aferir a pressão do setor público sobre o mercado de crédito e a demanda agregada”.

<sup>13</sup> De acordo com Carvalho (2001, p. 14): “Isso ocorre porque os recursos provenientes das concessões

### 2.1.3 Privatização no Brasil de 1995 a 2005

Conforme vimos anteriormente, no período que se inicia em 1995 foi dada maior prioridade à privatização. Nesse ano iniciou-se uma nova fase no processo de desestatização no Brasil, em que os serviços públicos começaram a serem transferidos ao setor privado. Nessa fase foram incluídos os setores elétrico, financeiro e as concessões das áreas de transporte, rodovias, saneamento, portos e telecomunicações.

Segundo o BNDES, do valor total arrecadado no período de 1995 a 2002, 95% foi pago em moeda corrente e 5% foi em moedas de privatização.

A participação do capital estrangeiro foi bastante significativa, atingindo 53% do total arrecadado com as vendas das empresas estatais realizadas no Brasil no período em análise. As empresas nacionais ficaram com 26%, as entidades do setor financeiro, 7%, as pessoas físicas, 8% e as entidades de previdência privada, 6%.

Conforme a tabela 2.1, o valor total arrecadado com as privatizações ocorridas no Brasil no período de 1995 a 2005 foi de US\$ 94,43 bilhões<sup>14</sup>, sendo que US\$ 79,62 bilhões referentes aos valores pagos pelas empresas vendidas e US\$ 14,81 milhões referentes às dívidas transferidas ao setor privado. No capítulo 3, será visto se esses valores foram de fundamental importância para a sustentabilidade da dívida do setor público brasileiro no mesmo período. Nesse capítulo os valores serão apresentados em reais para que se possa fazer uma comparação com a DLSP.

Tabela 2.1 – Arrecadação com as privatizações entre 1995 e 2005

Setores	US\$ milhões		
	Receita de venda	Dívida Transferida	Resultado total

Além disso, concessões de serviços e vendas de ativos públicos afetam a restrição orçamentária intertemporal e o patrimônio líquido do governo de forma diversa”.

<sup>14</sup> Em razão da inflação no período ser maior em reais do que em dólar, optou-se em apresentar os valores nesta sub-seção em moeda norte americana e não na moeda brasileira.

Indústria	10.852	4.265	15.117
• Petroquímica	816	706	1.522
• Petróleo	4.840	-	4.840
• Mineração	5.196	3.559	8.755
Infra-Estrutura/Serviços	63.281	10.545	73.826
• Financeiro	7.077	-	6.329
• Elétrico	22.238	7.510	29.748
• Transporte	2.321	-	2.321
• Portuário	421	-	421
• Gás/Saneamento	2.111	88	2.199
• Telecomunicações	30.067	2.947	33.014
• Informática	50	-	50
Participações Minoritárias	4.481	-	4.481
• Decreto 1.068	753	-	753
• Estaduais	3.728	-	3.728
Total	79.618	14.810	94.428

Fonte: BNDES (2003)

Nos anexos 1, 2 e 3 encontram-se discriminadas as em

2,125 bilhões provenientes das dívidas transferidas e US\$ 9,813 bilhões provenientes das concessões de telefonia celular, bandas B, D e E e das empresas espelho<sup>15</sup>.

Na licitação para a exploração de aproveitamentos hidrelétricos, os novos concessionários obrigam-se a implantar as usinas com potência mínima e prazo máximo definidos no contrato de concessão. O pagamento pela outorga da concessão só é devido após o início da operação comercial do produto. Na licitação para empreendimentos de transmissão, não há pagamento pela concessão. Os vencedores são os que oferecerem a menor tarifa de transmissão.

A tabela 2.2 abaixo apresenta os valores arrecadados com os processos de desestatização no período de 1995 a 2005, incluindo os processos nos âmbitos do PND, dos PEDs e da Lei das Telecomunicações. Em 1995 houve a venda de algumas poucas empresas no âmbito do PND. Em 1996, além das empresas participantes do PND, os Estados passaram a participar dos processos de privatização com a venda de duas empresas e de participações minoritárias em diversas outras empresas. Em 1997, a participação dos Estados foi extremamente forte, conseguindo arrecadar, entre preço de venda, dívidas transferidas e participações minoritárias, um valor total de US\$ 15,116 bilhões. No âmbito do PND o destaque foi a venda da CVRD por um valor total de US\$ 6,858 bilhões, entre o valor pago e a transferência de dívida.

No ano de 1998 tem-se a entrada das empresas do setor de telecomunicações no processo de desestatização, apesar de que cerca de US\$ 4,73 bilhões foram arrecadados nos meses de junho, julho e agosto de 1997 referentes à venda de telefonia celular (da banda B). No ano de 1998, o total arrecadado com as empresas de telecomunicações foi de US\$ 28,975 bilhões (incluindo os valores das vendas realizadas em meados de 1997, mencionados acima). Os estados também tiveram uma participação bastante forte nesse ano, com as vendas de suas empresas totalizando um valor total de US\$ 10.857. O restante ficou por conta das vendas das empresas pertencentes ao PND.

Tabela 2.2 – Valores arrecadados por ano com as privatizações no Brasil

---

<sup>15</sup> Mesmo sendo uma empresa de telecomunicação, a CRT consta no âmbito dos Programas Estaduais de Desestatização por ser uma empresa pertencente a um governo estadual, o Rio Grande do Sul.

US\$ bilhão	
Ano	Valor total arrecadado com a privatização
1995	1,62
1996	6,53
1997	27,7
1998	37,5
1999	4,5
2000	10,7
2001	2,9
2002	2,23
2003	0
2004	0,314
2005	0,434
<b>TOTAL</b>	<b>94,43</b>

Fonte: BNDES (2003)

Em 1999, os valores arrecadados representaram 11,8% do total arrecadado em 1998. Do valor arrecadado, US\$ 3,9 bilhões estiveram associados às privatizações estaduais e o resíduo às empresas do PND e de Telecomunicações.

Em 2000, o PND rendeu US\$ 7,7 bilhões associados com a venda do Banespa e a oferta pública de ações da Petrobrás. Enquanto que as empresas no âmbito dos estados responderam pelo restante, US\$ 3,0 bilhões.

Em 2001, uma única empresa foi vendida no âmbito dos programas estaduais, o Banco do Estado da Paraíba (Paraiban), arrecadando apenas US\$ 29 milhões. No âmbito do PND, teve-se a venda de ações da Petrobrás, US\$ 808 milhões e a venda do Banco do Estado de Goiás, que tinha sido federalizado, por US\$ 269 milhões. No âmbito das Telecomunicações foram vendidas as concessões de telefonia celular, bandas D e E, cujo valor total foi de US\$ 1,816 bilhões.

Em 2002, o resultado obtido com o PND foi de US\$ 1,974 bilhão, correspondendo à venda de ações da CVRD (cerca de US\$ 1,9 bilhão) e a venda do Banco do Estado do Amazonas (US\$ 77 milhões) e o resultado do setor de telecomunicações foi a venda de sobras da telefonia celular, bandas D e E, no valor total de US\$ 256 milhões.

Em 10/02/2004 foram vendidos o Banco do Estado do Maranhão e três subsidiárias por US\$ 314 milhões. Essa venda deu-se no âmbito do PND porque esse banco havia sido federalizado há alguns anos.

Em 21/12/2005 foram vendidos o Banco do Estado do Ceará e uma subsidiária por US\$ 434 milhões. Da mesma forma do caso anterior, essa venda deu-se no âmbito do PND porque esse banco havia sido federalizado há alguns anos.

Dessa forma, no período de 1995 a 2005, com a venda das empresas pertencentes ao PND, aos PEDs e à Lei das Telecomunicações o governo arrecadou (incluindo preço de venda e dívidas que passaram para a iniciativa privada) US\$ 94,43 bilhões.

## **2.2 Superávit primário no setor público**

As contas públicas brasileiras a partir de 1995 passaram por uma deterioração significativa. No período de 1995 a 1998, o superávit primário do setor público consolidado foi extremamente baixo, inclusive em 1997 foi negativo. Segundo Pego Filho et alii (1999), os fatores que explicam esse fraco desempenho fiscal no período são os seguintes:

- a) Queda drástica da inflação que enfraqueceu um efeito muito utilizado em períodos de inflação alta: atraso nos pagamentos não indexados, desvalorizando-os em termos reais, como os salários dos servidores e o pagamento de fornecedores, conhecido como *efeito Patinkin*. É um resultado contrário ao *efeito Tanzi*, no qual a arrecadação tributária é corroída pela inflação, em razão da defasagem de tempo entre o fato gerador do tributo e sua efetiva arrecadação. Como antes do Plano Real existia uma indexação generalizada, principalmente dos tributos, o efeito Tanzi tornava-se menos importante do que o efeito Patinkin.

- b) Aumento acentuado dos gastos com a seguridade social. Em 1994 esses gastos estavam em 4,9% do PIB, elevaram-se para 5,6% do PIB em 1996 e 8,2% do PIB em 1998;
- c) Deterioração do resultado de estados e municípios causada principalmente pela expansão dos gastos com pessoal, bem acima do limite de 60% da receita corrente líquida na maior parte dos estados, conforme é estabelecido pela Lei Camata (Velloso, 1998).

No entanto, a partir de 1999 teve início um aumento do aperto na política fiscal com superávit primário superior a 3% do PIB em todos os anos, conforme visto na tabela 2.3. Segundo Giambiagi,

*“o fato é que, a partir da assinatura do acordo com o FMI no final de 1998, a política fiscal experimentou uma mudança drástica, com o país passando a operar sob um regime de restrição orçamentária efetiva. Isso se refletiu particularmente na trajetória da rubrica de outras despesas, processo que foi favorecido pela inflação de 1999/2000, facilitando a compressão do valor real dessas despesas”*<sup>16</sup>. (Giambiagi, 2002, p.16)

Outro fator apontado por Giambiagi (2002) pela melhora nas contas públicas a partir de 1999 foi o aumento da carga tributária sendo que apenas a arrecadação do governo federal passou de 18,31% do PIB em 1995 para 24,12% do PIB em 2002.

Com referência aos Estados e Municípios a razão da melhora foi a federalização de quase todas as dívidas estaduais e várias dívidas municipais a partir de 1997<sup>17</sup> cujo instrumento legal foi a Lei 9.496/97. Essa federalização das dívidas dos

---

<sup>16</sup> Segundo Giambiagi (2002), a despesa de custeio e capital, excluindo os gastos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), tinha representado 5,10% do PIB em 1998, em 1999 teve uma redução nominal de 11%.

<sup>17</sup> De acordo com Giambiagi (2002), o primeiro acordo com os estados foi assinado em maio de 1997 e o último em outubro de 1999. Quanto aos municípios, o primeiro acordo foi assinado em julho de 1999 e o último em maio de 2000.

estados e municípios estabeleceu a contrapartida de pagamentos na forma de uma Tabela Price, com prestações mensais no período de 30 anos e juros reais de 6% a.a., limitado a 13% da receita líquida. Com referencia a esse acordo entre a União e os estados e municípios, Giambiagi fala o seguinte:

*“Na prática, isso impunha aos beneficiados pelo refinanciamento a obrigação de se ajustar, uma vez que, dispondo o governo federal das transferências de fundos de participação – entre outros recursos passíveis de bloqueio – como colateral, não era possível deixar de receber tais transferências. À medida que os contratos foram sendo assinados, ao longo do tempo, os estados foram modificando a sua situação fiscal e passaram a gerar superávits primários com os quais poderiam arcar com as prestações”. (Giambiagi (2002, p. 24)*

Segundo Giambiagi (2002), além dos acordos de renegociação de dívidas estaduais e municipais, comentados acima, a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000 foi um importante marco institucional para aumentar a austeridade fiscal no Brasil, nos três níveis de governo. Em razão da proibição de refinanciamento embutida nessa lei, significava que, a partir de então, os prováveis credores que se dispusessem a financiar algum ente da federação estariam sabendo que o Tesouro Nacional não mais poderia socorrer esse ente em dificuldades, o que estabeleceu uma disciplina de mercado na aprovação de novos empréstimos.

No que se refere às empresas estatais federais, a principal mudança ocorrida foi o aumento de preços internacionais do petróleo em 1999, que afetou de forma muito positiva a Petrobrás. À medida que os preços domésticos sofreram o repasse da alta no mercado internacional, enquanto esta alta afetou apenas parte dos custos da empresa, em razão da maior parte do petróleo e dos derivados que essa empresa vende serem provenientes da extração no mercado doméstico, seus resultados melhoraram de forma acentuada. Esse aumento acentuado nas receitas da Petrobrás, não acompanhado na mesma magnitude do aumento das despesas, é o que proporcionou o grande aumento no superávit primário nas empresas estatais federais como um todo.

Tabela 2.3 – Superávit primário entre 1995 e 2005 nos três níveis de governo e nas estatais

Ano/nível	Em % do PIB										
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
União	0,52	0,4	-0,3	0,6	2,3	1,9	1,9	2,4	2,6	3,0	2,9
Estados	-0,18	-0,6	-0,7	-0,4	0,2	0,4	0,7	0,6	0,8	0,9	0,9
Municípios <sup>1</sup>	-	-	-	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2
Estatais	-0,07	0,1	0,1	-0,4	0,6	1,1	0,9	0,7	0,9	0,6	0,8
Consolidado	0,27	0,1	-0,9	0,0	3,1	3,5	3,8	3,9	4,4	4,6	4,8

Fonte: Relatório Anual do Banco Central do Brasil (1995-2005).

1) Entre 1995 e 1997 os superávits primários dos municípios eram contabilizados juntos com os dos estados.

Valores negativos significam déficits.

Quanto às empresas estatais estaduais e municipais, segundo Giambiagi (2002), essas empresas melhoraram os seus resultados a partir de 1999 pelas mesmas razões que explicam a alteração fiscal dos estados e municípios, ou seja, mudanças institucionais e do padrão de comportamento das autoridades estaduais e municipais, além das privatizações. Para esse autor, as estatísticas fiscais se beneficiaram da combinação de dois fatores: a) desaparecimento das estatísticas de empresas em situação deficitárias e que foram vendidas; e b) melhora na gestão das empresas estatais remanescentes, em um contexto mais competitivo e no qual não mais eram aceitas práticas responsáveis no passado pelos péssimos resultados por elas apresentados.

As autoridades, tanto fe

## 2.3 Crescimento do PIB

Outro fator que define a sustentabilidade da relação dívida/PIB é por definição a taxa de variação do Produto Interno Bruto. A tabela 2.4 apresenta o histórico da taxa de crescimento da economia brasileira de 1995 até 2005. Observa-se claramente que do ponto de vista de crescimento a economia brasileira teve um desempenho extremamente fraco nesse período.

Segundo Hermann (2004), o modelo de política econômica adotado no país tem uma atuação pró-cíclica, que aprofunda as tendências recessivas da economia. Neste modelo, as taxas de juros são um dos principais fatores que inibem o crescimento da economia.

Tabela 2.4 – Taxa de crescimento do PIB do Brasil entre 1995 e 2005

	Em %										
Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Crescimento do PIB no Brasil	4,2	2,8	3,7	0,2	0,9	3,9	1,3	1,5	0,6	5,2	2,3

Fonte: IBGE (1995-2005).

No segundo semestre de 1997, quando a economia estava apresentando mostras de crescimento razoável, deu-se a crise asiática, e o governo teve que aumentar as taxas de juros para ajustar a economia brasileira à situação econômica internacional.

Em meados de 1998, antes de se recuperar da crise asiática, a economia brasileira esteve diante da crise da Rússia, que deixou em recessão a maioria dos países em desenvolvimento. Nesse ano, no Brasil, as atividades tiveram as maiores dificuldades nos onze anos em análise; o PIB praticamente não cresceu.

Em 1999, a crise deu-se na própria economia brasileira, onde, logo após um ataque especulativo, o país teve que desvalorizar a moeda (o Real) e deixá-la flutuar livremente. Nessa ocasião, o governo brasileiro viu-se obrigado a aumentar as taxas de juros, no intuito de atrair mais dólares para o mercado brasileiro e também para conter o aumento no nível dos preços provocado pelas grandes desvalorizações do Real frente ao Dólar desde que foi determinada a livre flutuação da moeda brasileira no início do ano.

Nos anos de 2000 e 2001, a economia brasileira estava caminhando para ter um crescimento bastante razoável; no entanto, dois fatores foram determinantes para que isso não se concretizasse: a crise da energia e o atentado nos Estados Unidos da América em 11 de setembro de 2001. No entanto, o PIB brasileiro ainda cresceu 3,9% no ano de 2000, mas somente 1,3% em 2001.

## **2. 4. Passivos contingentes**

A partir de 1996, na divulgação da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), começou a ser registrado o reconhecimento de passivos contingentes, em que se sobressaem os chamados esqueletos.

Nesta seção será feita uma pequena descrição dos passivos contingentes, incluindo os valores envolvidos e a questão legal-institucional dos principais passivos contingentes ocorridos entre 1996 e 2005. Será apresentada também uma questão relacionada aos riscos fiscais que estão intimamente relacionados aos passivos contingentes.

### 2.4.1 Conceituação e classificação

Diversas definições podem ser dadas aos passivos contingentes. De acordo com o Banco Central, os esqueletos devem ser definidos como dívidas do setor público, geradas no passado, que já produziram efeitos macroeconômicos, e que no momento em que são reconhecidas pelo governo passam a fazer parte da Dívida Líquida do Setor Público. No entanto, a Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2004 (LDO, 2004, Anexo XIX, § 2) define passivos contingentes do governo como dívidas cuja existência depende de fatores imprevisíveis. Para Towe (1999, p. 433), passivos contingentes públicos são instrumentos de política do governo que não envolvem apenas um fluxo de caixa corrente, mas uma obrigação relativa a possíveis fluxos futuros de caixa. Ainda de acordo com Towe (1999, p. 434) para esses tipos de passivos a obrigação do governo é dependente, em seu valor, da ocorrência de um determinado evento.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) em seu *Government Finance Statistics Manual* (GFSM, § 7.146) tem uma definição similar às apresentadas anteriormente. Para o FMI os contratos contingentes são os que criam direitos ou obrigações condicionais a ocorrência de determinados eventos, o que deve implicar importantes efeitos fiscais e macroeconômicos. No GFSM, os passivos contingentes não são tratados como passivos financeiros; por isso não figuram nos balanços governamentais, mas nos anexos a estes, como “itens de memorando”.

Para Pego Filho e Pinheiro (2003, p. 27), o adjetivo “contingente”, da expressão “passivo contingente”, tem sempre uma conotação de condicional, potencial, provável e termos assemelhados, indicando que o fato gerador da obrigação do governo (por exemplo: invalidez, aposentadoria, desemprego, perda de ação judicial pelo governo, etc) depende de fatores imprevisíveis, na maior parte das vezes. Ou seja, os passivos contingentes sempre se associam à possibilidade de ocorrência ou não do evento gerador da obrigação do governo, sem que se possa atribuir, na maioria dos casos, probabilidades a esses eventos.

Pode-se concluir que todo esqueleto (uma dívida em processo de reconhecimento e cujos fatos geradores tiveram impactos fiscais e macroeconômicos no passado) é um passivo contingente, no entanto, nem todo passivo contingente é um esqueleto.

Quanto à classificação dos passivos contingentes, tanto na literatura especializada nacional quanto na internacional, não existe uniformidade. O FMI, em seu GFSM, não classifica os ativos e os passivos contingentes; isso é feito apenas para os ativos e passivos em geral.

Em Towe (1999, pp 434-6), os passivos são divididos em três grupos, conforme certos programas do governo:

- a) Programas de seguridade social (exemplo: seguro-saúde, seguro-desemprego, etc.);
- b) Programas de estímulo a certos ramos de atividade econômica (garantias de empréstimos, seguro-depósito bancário, garantias hipotecárias, etc.);
- c) Programas de garantias implícitas (não contratuais) a agências ou empresas estatais ou paraestatais (garantia de dívida de empresas estatais).

Segundo Pego Filho e Pinheiro (2003), no Brasil, a classificação mais criteriosa e mais recente dos passivos contingentes encontram-se na LDO 2004 (Anexo XIX; §§ 3.1-3.6). Essa LDO classifica os passivos contingentes em seis categorias, que são as seguintes:

- a) Passivos que resultam de controvérsias sobre indexação e controles de preços praticados durante os planos econômicos e derivam, também, das soluções propostas para sua compensação. São exemplos desses tipos de passivos contingentes: a correção dos cruzados bloqueados pelo Plano Collor (março de 1990), as ações trabalhistas referentes à aplicação da Unidade Real de Valor (URV), as ações do setor sucro-alcooleiro e o percentual de reajuste dos saldos

do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), as ações impetradas por entidades conveniadas ao Sistema único de Saúde (Pego Filho e Pinheiro, 2003, p. 28);

- b) Passivos decorrentes de questão de ordem tributária. São exemplos desses tipos de passivos contingentes: as ações das empresas que foram excluídas do cadastro do programa de Recuperação Fiscal (Refis) pelo não-cumprimento do acordo com a Secretaria da Receita Federal (SRF), ações que reivindicam créditos fiscais decorrentes do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), questionamento quanto à cobrança da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) e empréstimos compulsórios de combustíveis e compra de veículos (Pego Filho e Pinheiro, 2003, p. 28);
- c) Questões judiciais pertinentes à administração do Estado, como as privatizações, a extinção dos órgãos, a liquidação de empresas e atos que afetam a administração de pessoal. Os principais itens são as obrigações trabalhistas da Rede Ferroviária Federal (RFFSA), da Ferrovia Paulista S/A (Fepasa), Empresa Brasileira de Planejamento de Transportes (Geipot) e do Departamento Nacional de Estradas e Rodagens (DNER) (Pego Filho e Pinheiro, 2003, p. 28);
- d) Os chamados esqueletos ou dívidas passadas em processo de reconhecimento. Neste, o destaque são as dívidas relativas ao Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS). Segundo Pego Filho e Pinheiro (2003), ao final de fevereiro de 2003, dos R\$ 77,8 bilhões do total de dívidas em reconhecimento por parte do governo, R\$ 70,7 bilhões eram referentes ao FCVS;
- e) Ativos decorrentes de operações de liquidação extrajudiciais de instituições financeiras, além de créditos contra o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) e os estados, registrados no balanço do Banco Central do Brasil (Bacen). Nesta classe enquadram-se os ativos decorrentes de liquidação extrajudicial de alguns bancos públicos, como o Banco do Estado do Rio de Janeiro (Banerj) e os do Banco Econômico;
- f) Operações prestadas (avais e garantias) pela União aos demais entes da federação e às empresas estatais, nos três níveis de governo. Nesta última classe

estão as ações impetradas por empregados ativos e aposentados de empresas estatais, objetivando a reposição de expurgos inflacionários de diversos planos econômicos. Existem também avais concedidos a estados e municípios, ações judiciais contra as estatais federais patrocinadoras de planos de benefícios administrados por entidades fechadas de previdência privada, Pego Filho e Pinheiro (2003).

#### **2.4.2 Arcabouço legal institucional**

Como veremos, os problemas de risco moral que estão associados aos subsídios de preços e garantias que o governo oferece tornam muito difícil a mensuração dos passivos contingentes do setor público. Existe um efeito de *feedback* das reações do setor privado aos programas do governo sobre o valor dos próprios passivos contingentes que pode levar a uma série de canais. Principalmente, os agentes privados podem realizar ataques especulativos a estoques reguladores e a programas de subsídios, podem também realizar liquidação ineficiente de firmas insolventes, motivados pelas garantias do governo (Pego Filho e Pinheiro, 2003, p. 33).

Para termos uma abordagem mais adequada do problema dos passivos contingentes do governo brasileiro, é necessário realizar uma descrição abrangente do arcabouço legal-institucional a partir do qual esses passivos foram originados e de sua gestão. De acordo com Ourives (2002, pp. 27-28), “*os valores relativos aos passivos contingentes encontram-se contabilizados nas propostas orçamentárias do ano atual e dos próximos anos, sob a denominação de ‘Despesa de Capital com a Amortização da Dívida Contratual Refinanciada’*”. No entanto, quando não há previsão orçamentária para essa finalidade, utiliza-se a securitização da dívida e posterior emissão de títulos, sempre mediante a aprovação do Senado Federal (Pego Filho et alii, 1999, p. 24).

De acordo com Pego Filho e Pinheiro,

*“a necessidade de explicitar passivos contingentes está estreitamente ligada a dificuldades financeiras oriundas do*

*desequilíbrio entre obrigações assumidas e ativos mantidos em carteira, ou seja, do chamado ‘descasamento patrimonial’. Quando um banco oficial chega a essa situação, uma das soluções possíveis é o Banco Central promover a troca de títulos em carteira, do seguinte modo: a Autoridade Monetária recebe, da instituição contratada, papéis de baixa liquidez e os substitui por títulos federais. As capitalizações dos bancos oficiais federais são exemplos dessa situação”. (Pego Filho e Pinheiro, 2003, p. 34)*

Dessa forma, passa a existir uma melhoria na qualidade dos ativos dessas instituições em dificuldades, e o mercado passa a aceitá-los como garantia para a rolagem dos passivos dessas instituições. Para essas instituições financeiras em dificuldades, outra opção seria o aporte direto de recursos do Tesouro Nacional para levar ao equilíbrio patrimonial desse banco público. No entanto, em ambos os casos, ocorre emissão de títulos públicos, acarretando aumento da dívida mobiliária em mercado.

Não existe uma legislação abrangente a respeito de passivos contingentes. Existem apenas algumas normas específicas para cada passivo reconhecido. O quadro 1 apresenta as principais normas legais associadas aos passivos contingentes mais importantes que tiveram impactos na DLSP, conforme Pego Filho e Pinheiro (2003, p. 35):

Quadro 1 – Principais marcos legais dos passivos contingentes assumidos pelo governo a partir de 1996.

Passivo	Leg. Original	Descrição	Leg. Complementar
1. Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes)	MPs 1.514 (7/8/96), 1.556 (18/12/96) e 1.590-15 (24/9/97)	Estabelecem mecanismos objetivando incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária, dispõe sobre a privatização de instituições financeiras e dão outras providências	Resolução CMN 2.365 (28/2/97) e Circulares Bacen 2.742/97, 2.743/97, 2.744/97 e 2.745/97
2. Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS)	Resolução 25 do Conselho de Administração do Banco Nacional de Habitação (BNH)(16/6/67)	Cria o FCVS com o objetivo de cobrir os saldos devedores residuais aos agentes financeiros, decorrentes da diferença de critérios de atualização monetária das prestações pagas do saldo devedor em operação	Decreto-Lei 2.164 e 2.406 (5/1/88), Leis 8.004 (14/3/90) e 8.100 (5/12/90), Resolução CMN 1.980 (30/4/93 MP 1.520 [24/9/96(convertida na Lei 10.150 de 21/12/01)], Resolução Conselho Curador 91 (24/6/98)

3. Securitização de dívidas	MP 1655 (20/4/98)	Dispõe sobre operações financeiras entre o Tesouro Nacional e as entidades que menciona e dar outras providências	MP 2.181-45 (24/8/01)
4. Capitalização da Caixa Econômica Federal	MP 2155 (22/6/01)	Estabelece o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef)	MP2196-3 (24/8/01)
5. Capitalização do Banco do Brasil	MP 2155 (22/6/01)	Estabelece o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef)	MP2196-3 (24/8/01)
6. Assunção de dívidas do IAPAS	Lei 8.029 (12/4/90)	Dispõe sobre extinção do Instituto de Administração e Assistência Social e submete à União seus direitos e deveres	n.d.
7. Provisões de créditos a receber	Lei 9.138 (29/11/95)	Permite às instituições financeiras conceder financiamento rural sob a modalidade de crédito rotativo	n.d.
8. Liquidação dos Bancos Comind e Auxiliar	Lei 6.024 (13/3/74)	Dispõe sobre a intervenção extrajudicial de instituições financeiras e dar outras providências	Resolução do Bacen 1.008 (2/5/85)
9. Capitalização do Banco do Nordeste	MP 2155 (22/6/01)	Estabelece o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef)	MP2196-3 (24/8/01)
10. Emissão de NTN-P	MP 1655 (20/4/98)	Autoriza a União a emitir NTN-P, sob a forma de colocação direta, em favor do BNDES	MP2.181-45 (24/8/01)
11. Renegociação da dívida PGFN/CAF (Previab)	MP 1655 (20/4/98)	A União fica responsável perante a CEF pelas obrigações decorrentes da migração dos participantes da Associação de Previdência dos Empregados do BNH/Previab para a Funcep ou o Sasse	MP2.181-45 (24/8/01)
12. Capitalização do Banco da Amazônia	MP 2155 (22/6/01)	Estabelece o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef)	MP2196-3 (24/8/01)

Fontes: Bacen, STN e Pego Filho e Pinheiro (2003)

No caso do Brasil, segundo Pego Filho e Pinheiro (2003), na maioria das vezes, a formação dos esqueletos que ocorre em razão dos financiamentos do setor privado para o governo não implica, necessariamente, no influxo imediato de recursos para as contas públicas. Um exemplo de quando isso acontece é quando o setor público garante preços subsidiados aos consumidores de certos serviços ou produtos, comprometendo-se, de forma simultânea, a repassar aos vendedores desses serviços ou produtos o diferencial de preços. Com o passar do tempo esses diferenciais podem gerar volumosos passivos do governo junto às instituições oficiais que são, normalmente, as financiadoras dessas atividades.

Além desses passivos contingentes apresentados no quadro 1, outros podem ser citados: Conta Petróleo, Derivado e Álcool; correção monetária do FGTS referentes aos Planos econômicos; correção de débitos tributários pela Taxa Overnight; etc.<sup>18</sup>

No comando do processo de reconhecimento dos passivos contingentes encontram-se a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) (dívidas estaduais, agrícolas, do setor sucro-alcooleiro, aporte financeiros dos bancos públicos, etc.); a CEF (FCVS); o Banco do Brasil, Basa e BNB (Setores agrícolas, industriais, etc.) o Banco Central (Proes); a Secretaria da Receita Federal e a empresas estatais em seus projetos setoriais. No entanto, a STN participa de todos os processos de reconhecimento dos passivos contingentes.

### **2.4.3 Riscos Fiscais**

A avaliação dos riscos fiscais que são embutidos nos programas e nos projetos dos orçamentos dos governos tem chamado a atenção da literatura internacional. No caso brasileiro, o governo instituiu a Lei de Responsabilidade Fiscal que determinou a necessidade de elaboração de anexos de riscos fiscais na Lei de Diretrizes Orçamentárias, nos quais são explicitados os riscos sobre as contas públicas no momento da elaboração do orçamento.

De acordo com Polackova (1999, p. 1), os governos estão fazendo frente com crescentes riscos fiscais e incertezas. Duas das razões para essa situação são: primeiro, a integração dos mercados financeiros internacionais, que tem significado maiores volumes e velocidades de fluxos de capital privado entre as fronteiras dos países; e, segundo, a privatização das funções dos estados, acompanhada por garantias públicas implícitas ou explícitas.

Uma terceira razão é que os formuladores de política econômica agem com oportunismo fiscal, o que terá um custo fiscal posteriormente. Os principais riscos fiscais fora do orçamento derivam das promessas explícitas ou expectativas implícitas

---

<sup>18</sup> Para obter maiores detalhes a respeito consultar Pego Filho et alii (1999) e Pego Filho e Pinheiro (2003).

que o governo ajudará quando o agente não puder pagar. Como consequência dessas garantias ou expectativas, cria-se o risco moral que aumenta ainda mais os riscos fiscais.

Além dessas causas, Pego Filho e Pinheiro (2003, p. 40) citam as seguintes:

- a) O caráter transitivo (para a estabilidade e para o crescimento sustentado) das economias em desenvolvimento faz com que estas passem a ter grandes riscos fiscais.
- b) Falhas em suas corporações e nos setores financeiros são grandes, por esses países dependerem de financiamento externo, por terem mercados acionários incipientes, inadequadas fontes de informação, regulação frágil, desarticulado sistema de execução penal e seus governos serem, frequentemente, submetidos à pressão política para financiar a companhias falidas ou a instituições financeiras.

De acordo com Pego Filho e Pinheiro (2003), todas as causas dos riscos fiscais existem por que os governos realizam seus objetivos de política econômica de longo prazo com instabilidade fiscal. Conforme Polackova (1999), os riscos fiscais podem ser explícitos ou implícitos, e cada um desses é dividido como direto ou contingente. Os riscos explícitos diretos são obrigações cuja consequência é prevista, enquanto que os riscos implícitos contingentes são obrigações que irão ou não acontecer, dependendo da ocorrência de eventos particulares. Essas distinções de passivos estão descritas no quadro 2.

Os implícitos diretos são frequentemente previstos como consequência das políticas de gasto público de longo prazo, e não são incluídos no orçamento (exemplo: pensões futuras). Outro fator que faz esses tipos de passivos aumentar é o crescimento da população e da economia. Quanto aos implícitos contingentes, só são organizados após a falha ter ocorrido.

Na maioria dos países, os mais sérios passivos implícitos contingentes são representados pelo sistema financeiro. Quando a estabilidade financeira de um determinado país está correndo sério risco, o mercado cria a expectativa de que o governo irá socorrer a quem precisar nesse mercado.

De acordo com Polackova (1999, p. 5) existem cinco possíveis conseqüências do risco fiscal:

- a) leva ao aumento dos custos dos orçamentos dos governos;
- b) cria a possibilidade de redução temporária da produção do país;
- c) produz fuga de capitais para lugares considerados mais seguros;
- d) desvia o comportamento dos agentes econômicos e risco moral nos mercados;
- e) retarda ou torna o desenvolvimento econômico inviável.

Segundo Pêgo Filho e Pinheiro (2003), existem medidas que podem ser utilizadas para levar disciplina fiscal para um governo. O Ministério da Fazenda e Órgãos Superiores de auditoria podem ter autoridade para publicar quais os passivos contingentes, seus objetivos e outros riscos fiscais. Essas instituições do governo podem exercer o controle da relação entre as atividades fora do orçamento e as prioridades de política.

Quadro 2 – Matriz de riscos fiscais

Passivos <sup>1</sup>	Diretos (obrigações em qualquer evento)	Contingentes (obrigações se ocorrerem eventos ocasionais)
1. <b>Explícitos:</b> Passivos governamentais reconhecidos por uma lei ou contrato	1. empréstimos ou fianças internos e externos providos pelo governo 2. gastos orçamentários 3. gastos orçamentários legalmente obrigados no longo prazo (salários e pensões do funcionalismo público civil)	1. garantias do Estado para empréstimos e obrigações fornecidas para estados, municípios e entidades dos setores público e privado 2. garantias estatais para vários tipos de empréstimos (hipoteca, educação, agrícola e pequenos negócios) 3. garantias de comércio e taxa de câmbio nos investimentos privados 4. garantias estatais ao investimento privado 5. plano de seguro público (depósito, fundos de pensão privada, colheita, enchente e risco de guerra)

**2. Implícitos:**

Obrigação moral do governo como reflexo da pressão do público e de grupos de interesse

1. pensões públicas futuras, como oposição ao serviço privado de pensão, se não requerida por lei
2. plano de seguro social se não requerido por lei
3. financiamento de prevenção da saúde futura, se não requerido por lei
4. custos futuros decorrentes de investimentos públicos

1. calotes de governos estaduais e municipais ou entidades públicas e privadas em débitos não garantidos e outras o garagas g Tm 9 5469 711

- (2) monitorar constantemente, regular e identificar eventuais riscos nos setores públicos e privados.

No que diz respeito aos programas existentes do governo, as medidas a serem tomadas pelas instituições de finanças públicas e pela política fiscal devem obedecer a três etapas: antes do reconhecimento, quando reconhecidos e quando forem executados, ~~de acordo com o quadro 3.~~

### Quadro 3 – Medidas de política fiscal para programas individuais

**Política fiscal**

**Instituições de finanças públicas**

existem. Para que isso possa tornar realidade, é necessário que o governo tenha mais transparência e disciplina fiscais.

#### **2.4.4 Descrição dos principais passivos contingentes de 1996 a 2005**

A seguir, faz-se uma análise explanatória dos principais passivos contingentes do setor público brasileiro, levando em consideração os valores envolvidos e que implicou em grande aumento da DLSP. Os valores são expressos em preços correntes<sup>19</sup>.

##### FCVS

Esse fundo foi constituído em 1967 com três finalidades:

- a) garantir a quitação dos saldos devedores residuais de contrato de financiamento habitacional, decorrentes de critérios de atualização monetária das prestações pagas e do saldo devedor da operação;
- b) garantir o equilíbrio do seguro habitacional;
- c) liquidar as obrigações remanescentes do extinto Seguro de Crédito.

Inicialmente, o fundo era financiado pelo então Banco Nacional de Habitação (BNH) e pelas contribuições dos mutuários. Dada a inviabilidade financeira do sistema, o governo, em 1984, determinou que a contribuição seria paga, trimestralmente, pelos agentes do SFH, limitada a 0,025% dos saldos dos financiamentos imobiliários concedidos, que a partir de 1996 passou a ser de 0,1%. Outra fonte de recursos são as dotações orçamentárias.

Durante a década de 1980, o governo concedeu diversos subsídios aos mutuários do SFH, permitindo que os valores contratados não fossem majorados conforme estabeleciam os contratos.

---

<sup>19</sup> Para uma descrição detalhada desses passivos contingentes e de outros, consultar Pego Filho et alii (1999) e Pego Filho e Pinheiro (2003).

A dívida estimada do FCVS, em 31 de dezembro de 2001, correspondia a R\$ 62,6 bilhões. Dentre os principais credores estão a CEF (32,2%), agentes financeiros privados (27,7%), Cohab (15,7%), agentes financeiros públicos (13,4%), e instituições financeiras em liquidação (8,9%).

#### Capitalização dos bancos oficiais federais

Em 1996, foram aportados R\$ 8 bilhões para o Banco do Brasil e em junho de 2001 foram alocados 8,9 bilhões para a CEF, 2,6 bilhões para o Banco do Nordeste (BNB), e 1,1 bilhão para o Banco da Amazônia (Basa); todos esses casos mencionados estão com seus valores históricos .

#### Transferência para o fundo de pensão (Petros)

Na década de 1970, quando foi criado o fundo de pensão dos empregados da Petrobrás, a empresa patrocinadora não aportou os recursos iniciais necessários à cobertura das obrigações atuariais assumidas com a incorporação dos empregados que já trabalhavam na empresa quando da constituição do fundo.

Para sanar essa pendência, em 2002 a Petrobrás fez uma transferência para o fundo dos seus empregados no valor de R\$ 8 bilhões. Essa transferência foi feita na forma de moeda corrente e em títulos do Tesouro Nacional de diversas características.

#### Assunção de dívidas do antigo Iapas

Com a extinção do Iapas coube à União os direitos e os deveres desse instituto. Em 2001 teve que reconhecer uma dívida de R\$ 4,6 bilhões.

#### Liquidação dos bancos Comind e Auxiliar

Esses dois bancos foram liquidados extrajudicialmente em 1985 e em 1996 o governo fez um aporte líquido de 3,7 bilhões.

Dos casos vistos acima, todos aumentam a DLSP; no entanto, existem diversos outros passivos do governo que surgiram no período em análise em que a dívida líquida do setor público não foi atingida, seja porque são referentes apenas a agentes do setor público (governo federal, governos estaduais, governos municipais ou empresas estatais), ou porque o resultado da transação é a geração de um passivo e um ativo no mesmo montante para o governo.

Os valores vistos acima se referem apenas aos casos principais ocorridos no período. Para sabermos de quanto foi o valor total, em cada ano, que o setor público reconheceu dívidas que não eram contabilizadas, na tabela 2.5 são apresentados os valores totais referentes ao reconhecimento de dívida por parte do setor público, nos três níveis de governo e das empresas estatais nos anos de 1996 e 2005.

Segundo Pego Filho e Pinheiro (2003, p. 60), a maior parte dos ajustes que pressionou a dívida pública do Brasil no período em análise deveu-se a certos programas que, pelo menos *prima facie*, contribuíram para consolidar um ajuste fiscal estrutural no setor público. Porque ajustes como o saneamento dos bancos públicos e o equacionamento do FCVS foram formas de se encaminhar a solução definitiva de problemas antigos que, se não fossem solucionados, certamente no futuro iriam ter um custo fiscal para a sociedade brasileira extremamente elevado, muito maior do que o custo que o país sofreu ao reconhecer essas dívidas.

Tabela 2.5 - Reconhecimento de dívidas do setor público entre 1996 e 2005

Ano	Em milhões de reais	
	Valor <sup>1</sup>	% do PIB <sup>1</sup>
1996 <sup>2</sup>	19.078	2,4
1997	4.242	0,4
1998	15.215	1,7
1999	14.014	1,3
2000	8.673	0,8
2001 <sup>2</sup>	26.999	2,2
2002	14.286	1,1
2003	604	0,0
2004	6.516	0,4
2005	3.262	0,2

Fonte: Relatórios do BACEN (1996-2005).

1 Em valores correntes.

2 Inclui os aportes às instituições financeiras federais.

Na tabela 2.5, observa-se que os anos que tiveram os maiores reconhecimentos de dívida foram os de 1996, com 2,4% do PIB, 2001, com 2,2% do PIB e 1999, com 1,7% do PIB. Os valores que constam nos anos de 1996 e 2001 incluem os aportes aos bancos públicos federais, Banco do Brasil (em 1996), à Caixa Econômica Federal, ao Banco do Nordeste do Brasil e ao Banco da Amazônia, estes três últimos em agosto de 2001.

## 2.5 Desvalorização da taxa de câmbio

Antes de 1998, havia dívida interna indexada à variação da taxa de câmbio além, evidentemente, da dívida externa. No entanto, devido ao percentual muito baixo da dívida interna atrelada à variação do câmbio e pelo fato de 1995 a 1997 a taxa de câmbio ter se mantido razoavelmente estável, a contribuição do câmbio para o aumento da DLSP nesse período foi insignificante.

Conforme visto no anexo 4, a partir de 1998 a taxa de câmbio passou a ter um aumento razoável como consequência, principalmente, das turbulências no mercado internacional. Para atrair investidores, os administradores da dívida pública brasileira passaram a oferecer ao mercado títulos da dívida interna indexados à taxa de câmbio. Observa-se na tabela 2.6 que nesse ano 0,7 ponto percentual do PIB no aumento da dívida pública se refere ao aumento da taxa de câmbio.

Tabela 2.6 – ajustes na DLSP em razão de desvalorização na taxa de câmbio de 1998 a 2005

Em milhões de R\$ <sup>1/</sup>			
Ano	Ajuste da dívida	Valor <sup>2/</sup>	% PIB
1998	Ajuste Cambial	6.853	0,7
	Dívida interna	4.261	0,5
	Dívida externa	2.592	0,2

1999	Ajuste Cambial	69.380	6,5
	Dívida interna	39.873	3,8
	Dívida externa	29.507	2,8
2000	Ajuste Cambial	18.345	1,6
	Dívida interna	9.479	0,8
	Dívida externa	8.866	0,8
2001	Ajuste Cambial	37.431	3,0
	Dívida interna	19.182	1,5
	Dívida externa	18.249	1,5
2002	Ajuste Cambial	147.225	9,4
	Dívida interna	76.662	4,9
	Dívida externa	70.564	4,5
2003	Ajuste Cambial	-64.309	-4,1
	Dívida interna	-22.715	-1,5
	Dívida externa	-41.594	-2,6
2004	Ajuste Cambial	-16.194	-0,9
	Dívida interna	-3.336	-0,2
	Dívida externa	-12.858	-0,7
2005	Ajuste Cambial	-18.202	-0,9
	Dívida interna	-4.554	-0,2
	Dívida externa	-13.648	-0,7

Fonte: Boletim do Banco Central (de 1995 a 2005)

1/ Em valores correntes

2/ Considera a soma dos efeitos mensais até o mês de referência.

No ano seguinte, com a forte desvalorização cambial e com cerca de 24,2% dos títulos públicos federais da dívida interna indexados ao câmbio teve-se um acréscimo na DLSP de 6,5% do PIB. O ano de 2001, embora apresentasse o maior percentual de títulos públicos federais indexados á taxa de câmbio de todo o período, 28,6%, e a dívida pública federal maior, a desvalorização contribuiu com 3,0% do PIB para aumentar a DLSP.

O ano de 2002 é caracterizado como o ano em que a desvalorização da taxa de câmbio mais contribuiu para o aumento da DLSP, 9,4% do PIB. As causas principais foram as fortes desvalorizações cambiais ocorridas durante todo o ano e o montante da dívida indexada à variação da taxa de câmbio, que embora em termos percentuais fosse inferior ao de 2001, no entanto era muito superior em termos absolutos.

No ano de 2003, houve um ajuste da taxa de câmbio, revertendo a exagerada desvalorização de 2002. A forte valorização da taxa de câmbio ocorrida em 2003 contribuiu para a diminuição da DLSP em cerca de 4,1% do PIB.

Em 2004 e em 2005, pelo fato de as valorizações cambiais terem ocorrido em menores magnitudes e o montante da dívida interna indexada à variação do câmbio ser muito pequeno, a contribuição do câmbio para a diminuição da DLSP foi bem inferior ao ano de 2003.

Portanto, nos anos de 1999, 2000, 2001 e 2002 a desvalorização da taxa de câmbio foi responsável por aumentos da dívida líquida do setor público correspondentes a 6,5%, 1,6%, 3,0% e 9,4% do PIB, respectivamente. No entanto, nos anos de 2003, 2004 e 2005 como consequência da valorização da taxa de câmbio do Real com relação ao dólar norte-americano, ocorrida nesses três anos, houve uma diminuição na DLSP, respectivamente, de 4,1%, 0,9% e 0,9% do PIB.

Do exposto acima, percebe-se que a variação da taxa de câmbio proporcionou um aumento considerável no montante da DLSP no período de 1995 a 2005. No capítulo 4 será feita uma estimativa da contribuição da desvalorização cambial para o aumento da DLSP para todo esse período.

## **2.6 Os efeitos das taxas de juros sobre a dívida pública no Brasil**

Na tabela 2.7 observa-se que, no período em análise, o setor público brasileiro pagou juros nominais sobre a sua dívida em montante sempre superior a 5% do PIB, tendo em 1999, como consequência também da desvalorização da taxa de câmbio, chegado a 13,1% do PIB.

Indubitavelmente, a taxa de juros implícita, o total dos juros nominais pagos como proporção da DLSP, foi extremamente alta, conforme visto na tabela 2.7.

Os anos em que o setor público brasileiro pagou as maiores taxas implícitas de juros foram 1995, 24,5%, e 1999, com 24,6%. Nos outros anos do período, a taxa de juros implícita ficou sempre em torno de 13 a 17%.

Observa-se claramente que a contribuição dos juros foi de fundamental importância tanto para aumentar a DLSP quanto para o aumento da relação (dívida pública líquida)/PIB em todo o período em análise. Como será visto no capítulo 3, os juros contribuem para aumentar a dívida pública porque o valor que o governo paga em juros todos os anos é muito superior ao superávit primário, de forma que a diferença é coberta com a emissão de títulos públicos que, evidentemente, aumenta o montante da dívida pública existente. Como a economia em todo o período tem crescido muito pouco, o aumento do PIB não é suficiente para manter a relação acima estável e, portanto, esse que é o principal indicador de solvência do governo, a relação dívida/PIB, tende a aumentar.

Na tabela 2.7 observa-se que até 1997 a União pagava menos da metade do total dos juros. No entanto, a partir de 1998 a União contribuiu com a maior parte dos juros pagos, cerca de 64% do total dos juros pagos pelo setor público.

Tabela 2.7 - Juros pagos em valores correntes, como porcentagem do PIB e como porcentagem da DLSP entre 1995 e 2005

					milhões de R\$				
Ano	Juros	Valor <sup>1/</sup>	%DLSP	% PIB <sup>1/</sup>	Ano	Juros	Valor <sup>1/</sup>	%DLSP	% PIB <sup>1/</sup>
	Juros nominais	51.065	24,5	7,5		Juros nominais	86.444	13,1	7,3
	Governo Central <sup>2</sup>	19.555	9,4	2,9		Governo Central <sup>2</sup>	47.253	7,2	4,0
1995	Governos estaduais <sup>3/</sup>	22.992	11,0	3,4	2001	Governos estaduais <sup>3/</sup>	30.291	4,6	2,5
	Governos municipais	-	-	-		Governos municipais	4.437	0,7	0,4
	Empresas estatais	8.519	4,1	1,3		Empresas estatais	4.463	0,7	0,4
	Juros nominais	46.464	17,3	5,8		Juros nominais	114.004	12,9	8,6
	Governo Central <sup>2</sup>	23.586	8,8	2,9		Governo Central <sup>2</sup>	41.948	4,8	3,2
1996	Governos estaduais <sup>3/</sup>	17.392	6,5	2,2	2002	Governos estaduais <sup>3/</sup>	52.356	5,9	4,0
	Governos municipais	-	-	-		Governos municipais	9.770	1,1	0,7
	Empresas estatais	5.486	2,0	0,7		Empresas estatais	9.929	1,1	0,7
1997	Juros nominais	45.621	14,8	5,1	2003	Juros nominais	145.203	15,9	9,6

	Governo Central <sup>2</sup>	20.593	6,7	2,3		Governo Central <sup>2</sup>	100.894	11,0	6,7
	Governos estaduais <sup>3/</sup>	20.445	6,6	2,3		Governos estaduais <sup>3/</sup>	34.851	3,8	2,3
	Governos municipais	-	-	-		Governos municipais	5.973	0,7	0,4
	Empresas estatais	4.483	1,5	0,5		Empresas estatais	3.484	0,4	0,2
	Juros nominais	72.887	18,9	8,0		Juros nominais	128.253	13,4	7,3
	Governo Central <sup>2</sup>	54.784	14,2	6,0		Governo Central <sup>2</sup>	79.417	8,3	4,5
1998	Governos estaduais <sup>3/</sup>	12.958	3,4	1,4	2004	Governos estaduais <sup>3/</sup>	43.557	4,6	2,5
	Governos municipais	3.702	1,0	0,4		Governos municipais	7.906	0,8	0,4
	Empresas estatais	1.443	0,4	0,2		Empresas estatais	-2.627	-0,3	-0,1
	Juros nominais	127.245	24,6	13,1		Juros nominais	157.146	15,7	8,1
	Governo Central <sup>2</sup>	88.881	17,2	9,3		Governo Central <sup>2</sup>	129.025	12,9	6,7
1999	Governos estaduais <sup>3/</sup>	27.673	5,4	2,7	2005	Governos estaduais <sup>3/</sup>	21.949	2,2	1,1
	Governos municipais	5.021	1,0	0,5		Governos municipais	4.790	0,5	0,2
	Empresas estatais	5.670	1,1	0,6		Empresas estatais	1.381	0,1	0,1
	Juros nominais	87.446	15,5	8,0					
	Governo Central <sup>2</sup>	54.930	9,8	5,0					
2000	Governos estaduais <sup>3/</sup>	24.534	4,4	2,2					
	Governos municipais	4.413	0,8	0,5					
	Empresas estatais	3.569	0,6	0,3					

passaram para a iniciativa privada) US\$ 94,43 bilhões. Do preço de venda, 95% foram pagos em dinheiro e 5% em moedas de privatização.

Quando a privatização ocorre em larga escala e as receitas são usadas para abater a dívida pública, os principais efeitos em curto prazo são a redução da taxa do crescimento da dívida e a economia de juros correspondente. A redução do estoque da dívida resultará no pagamento de menores encargos de juros ao longo do tempo.

Caso o governo privatize uma empresa estatal que tenha um patrimônio positivo, a dívida pública tende a se reduzir por dois motivos. Primeiro, porque uma parte ou a totalidade da receita da venda dessa empresa pode ser utilizada para abater dívida pública. Se nessa privatização forem utilizadas moedas de privatização, a dívida pública também se reduz. Segundo, pode haver transferências de dívidas da empresa privatizada para o setor privado, visto que as dívidas das estatais fazem parte da dívida pública.

No período de 1995 e 1998, o superávit primário do setor público consolidado foi extremamente baixo. Os motivos principais são os seguintes: com a queda drástica da inflação os governos, nos três níveis, não podiam mais obter ganhos ao postergar o pagamento a fornecedores e funcionários; aumento acentuado dos gastos com a seguridade social no período; e deterioração do resultado nos estados e municípios causada, principalmente, pela expansão dos gastos com pessoal.

No entanto, a partir de 1999 teve início a um aumento do aperto na política fiscal, com superávit primário superior a 3% do PIB em todos os anos. Os principais motivos desse aumento no superávit primário no setor público foram os seguintes: aumento da carga tributária; federalização das dívidas estaduais e dos principais municípios exigindo-se dos seus governantes maior rigor nas finanças desses entes da federação; aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal em 2000; exclusão de empresas historicamente deficitárias que foram privatizadas; maior rigor na gestão das empresas pública quanto a geração de lucros e resultados; e os lucros excepcionais gerados pela Petrobrás.

No período de 1995 a 2005, do ponto de vista de crescimento, a economia brasileira teve um desempenho extremamente fraco. Nesse período, a economia brasileira cresceu em média 2,42 % ao ano, taxa muito inferior ao que seria necessário para gerar emprego e dar sustentabilidade à relação dívida/PIB.

Atualmente, a classificação dos principais passivos contingentes no Brasil é a seguinte: passivos que resultam de controvérsias sobre indexação e controles de preços praticados durante os planos econômicos e derivam, também, das soluções propostas para sua compensação; os chamados esqueletos ou dívida em processo de reconhecimento, e cujos fatos geradores tiveram impactos fiscais e macroeconômicos no passado; passivos decorrentes de questão de ordem tributária; questões judiciais pertinentes à administração do Estado, como as privatizações, a extinção dos órgãos, a liquidação de empresas e atos que afetam a administração de pessoal.

Os passivos contingentes sempre se associam à possibilidade de ocorrência ou não do evento gerador da obrigação do governo, sem que se possa atribuir, na maioria dos casos, probabilidades a esses eventos. Assim, pode-se concluir que todo esqueleto (uma dívida em processo de reconhecimento e cujos fatos geradores tiveram impactos fiscais e macroeconômicos no passado) é um passivo contingente, no entanto, nem todo passivo contingente é um esqueleto.

Não existe uma legislação abrangente a respeito de passivos contingentes. Existem apenas algumas normas específicas para cada passivo reconhecido. O quadro 1 apresenta a legislação pertinente aos principais passivos contingentes.

Os governos estão fazendo frente a crescentes riscos fiscais e incertezas. No Brasil, a Lei de Responsabilidade Fiscal, que determinou a necessidade de elaboração de anexos de riscos fiscais na Lei de Diretrizes Orçamentárias, nos quais são explicitados os riscos sobre as contas públicas no momento da elaboração do orçamento, foi uma iniciativa que vai na direção de diminuir esses riscos.

Os riscos fiscais podem ser explícitos ou implícitos, e podem ser subdivididos em diretos ou contingentes. Os explícitos diretos são obrigações cuja

consequência é prevista, enquanto que os

A contribuição dos juros foi de fundamental importância tanto para aumentar a DLSP quanto para o aumento da relação (dívida pública líquida)/PIB em todo o período em análise.

### **Capítulo 3 – Cálculo das contribuições para a variação da dívida líquida do setor público**

Neste capítulo, será calculada a participação das privatizações, dos superávits primários, reconhecimento de dívidas por parte do governo e das desvalorizações cambiais para a variação da DLSP. Além desses fatores, também serão calculados separadamente a contribuição do crescimento da economia para a alteração da relação DLSP/PIB e o efeito das altas remunerações da dívida pública determinadas pelas altas apropriações de juros que o setor público realizou em todos os anos do período em que estamos analisando.

A política de esterilização do efeito monetário da acumulação das reservas de moedas estrangeiras mantidas pelo Banco Central do Brasil contribuiu nos três

primeiros anos do período em análise (1995-1997) para aumentar os custos da dívida pública brasileira. Isso ocorreu porque, embora o crescimento das reservas em moedas estrangeiras, principalmente dólar norte-americano, reduza a DLSP, no entanto, a emissão de dívida interna para esterilizar o efeito monetário dessas reservas elevou as despesas com juros, em razão dos custos de financiamento doméstico nesses três primeiros anos terem sido muito mais altos do que os juros que o setor público recebeu pelas reservas mantidas em moedas de outros países.

Isso ocorreu porque o governo objetivava acumular reservas em moeda estrangeira como forma de sustentar o Plano de Estabilização (Plano Real) vigente e assim, comprava dólar norte-americano e, para enxugar os reais emitidos para viabilizar essas compras da moeda estrangeira, colocava títulos no mercado doméstico como forma de esterilizar esse efeito monetário. O efeito direto e imediato para a DLSP era nulo porque se por um lado aumentava a dívida líquida interna, por outro diminuía a dívida líquida externa com o aumento das reservas em moedas estrangeiras em poder do Banco Central. A grande diferença estava na dinâmica da dívida, por causa do diferencial de remuneração dos títulos emitidos no mercado interno e da remuneração das reservas do Banco Central.

Dada a dificuldade de se obter os dados a respeito da quantidade e dos valores desses títulos que o governo emitiu para esterilizar o efeito monetário da emissão de moeda doméstica para comprar moeda estrangeira, optou-se por não quantificar esse efeito individualmente; no entanto, o seu efeito aparecerá conjuntamente com os outros fatores que contribuíram para a variação na dívida pública na seção 3.4, quando será tratada da contribuição dos juros provenientes de todos os fatores para a variação da DLSP.

O objetivo deste capítulo é quantificar e analisar a contribuição dos fatores mencionados no capítulo 2 para a variação da dívida pública brasileira entre 1995 e 2005. A DLSP cresceu muito nesse período, apesar de o governo nos três níveis ter realizado aperto fiscal, aumentado a carga tributária, e de muitas empresas de propriedade do setor público terem sido privatizadas. Serão respondidas questões tais como: Sem a ocorrência desses fatores, de quanto seria a DLSP no final de 2005? Quanto o setor público brasileiro apropriou de juros nesse período? Quanto seria a

DLSP em dezembro de 2005, na ausência de cada um desses fatores? Qual a contribuição dos juros para a nossa dívida pública? Quanto seria a DLSP no final de 2005 se a taxa média de remuneração da DLSP fosse igual à praticada nos países pertencentes à Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)?

Para responder a essas questões e fazer uma análise a respeito, o capítulo está dividido conforme segue.

Na primeira seção, será discutida a evolução da DLSP no período de 1995 a 2005, mostrando o montante do seu estoque em termos nominais ao final de cada ano. Será também apresentada a evolução em termos de percentual do PIB, desagregada por nível de governo e pelas estatais. Ainda na primeira seção será apresentado o montante pago de juros da dívida pública em todos os onze anos, tanto em termos correntes como atualizado pelo IPCA até o final de 2005.

Na segunda seção, será analisada a contribuição de cada fator para a evolução da DLSP em todo o período. A contribuição do reconhecimento de dívidas por parte do governo é descrita a partir de 1996, porque é nesse ano que o Banco Central começou a disponibilizar dados em suas publicações. A contribuição das desvalorizações cambiais é calculada a partir de 1998, porque o Banco Central passou a disponibilizar esses dados a partir daquele ano. A taxa de crescimento da economia não foi quantificada, apenas foi apresentada para se ter uma idéia da sua importância para a relação DLSP/PIB.

Na terceira seção, será analisada a contribuição dos juros apropriados para a evolução da DLSP. Nessa seção será feita uma comparação dos efeitos da taxa média de juros paga sobre a dívida pública do Brasil e os que teriam existido caso a taxa de juros brasileira fosse igual à média das taxas pagas nos países da OCDE incluindo o IPCA brasileiro.

Na quarta seção será analisada a DLSP e calculado qual seria o seu saldo no final de 2005 sem a ocorrência desses fatores, incluindo a hipótese a taxa média de apropriação de juros ter sido igual à praticada nos países da OCDE. Na quinta seção é apresentado um pequeno resumo das questões discutidas e analisadas no capítulo.

### 3.1 A variação da dívida pública

Como se observa na tabela 3.1, a Dívida Líquida do Setor Público em termos nominais, ao final de 1995, estava em R\$ 208,5 bilhões, e ao final de 2005 essa mesma dívida estava em R\$ 1,002 trilhão, o que representa um aumento de 480,8% em termos nominais. Como no período de janeiro de 1996 a dezembro de 2005 a inflação acumulada medida pelo IPCA foi de 103,98%, esse acréscimo na dívida correspondeu a um aumento real de 184,7%<sup>20</sup>, quase triplicando a dívida em termos reais.

A tabela 3.2 apresenta a evolução da DLSP em relação ao PIB ao final de cada ano do período em análise. Observa-se que a DLSP em 1995 representava 30,5% do PIB e em 2005 essa dívida representava 51,6% do PIB, o menor percentual desde 2000, quando essa relação era de 49,4%. Observa-se que a DLSP apresentou uma tendência crescente até 2003, quando, ao final do ano, a relação DLSP/PIB atingiu 58,7%. Nos dois últimos anos do período, como visto acima, essa relação baixou para 51,6%.

Tabela 3.1 – DLSP em valores correntes (1995 – 2005)

						Em milhões R\$ <sup>1</sup>
Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000
DLSP	208.460	269.193	308.426	385.870	516.579	563.163
Ano	2001	2002	2003	2004	2005	
DLSP	660.867	881.108	913.146	956.994	1.002.485	

Fonte: Boletim do Banco Central (1995 a 2005).

1 Em valores correntes de dezembro de cada ano.

Esse desempenho tão favorável no que se refere à relação dívida/PIB alcançado no final do período decorreu de uma combinação de diversos fatores. Entre os principais, pode-se destacar a continuidade do equilíbrio fiscal em todos os segmentos

<sup>20</sup> Segundo a matemática financeira esse cálculo é realizado por meio da seguinte fórmula:  $((1 + i_i)/(1 + i_{ac}) - 1)$ , onde  $i_i$  é o percentual da variação do montante em um determinado período e  $i_{ac}$  é a inflação acumulada no mesmo período. Utilizando os dados do texto, temos:  $((5,8080)/(2,0398)) - 1 = 184,7\%$ .

do governo, com a manutenção de um superávit primário alto, o crescimento da economia (principalmente em 2004) e a estabilidade cambial.

Ao longo deste capítulo, serão quantificadas e discutidas as causas do aumento vertiginoso na relação dívida/PIB verificado na maior parte do período em análise, e também da redução da DLSP em termos do PIB ao final do período.

Observa-se que a dívida interna no final de 1995 representava 24,9% do PIB e no final de 2005 esta dívida representava 49,0% do PIB, apresentando nesses onze anos uma tendência sempre crescente, ou seja, cada ano sempre maior do que o ano anterior, em termos de percentual do PIB.

Por outro lado, a dívida pública líquida externa, no final de 1995 era de 5,6% do PIB, enquanto ao final de 2005 essa dívida era de apenas 2,6% do PIB, majoritariamente do governo federal. Isso aconteceu apesar de, em consequência, principalmente, das desvalorizações ocorridas entre os anos de 1999 e 2002, a dívida líquida pública externa ter chegado neste último ano a 14,6% do PIB.

Observa-se também uma participação decrescente das empresas estatais na dívida líquida do setor público. No início do período, as empresas públicas eram responsáveis por 6,7% do PIB dessa dívida enquanto, no final de 2005 eram credoras líquidas em 0,6% do PIB. Entre as causas principais dessa melhora acentuada da dívida líquida estrangeira e também da dívida interna das estatais estão as privatizações e o aumento da eficiência na administração das empresas que ainda se encontram nas mãos do governo.

Tabela 3.2 – Dívida Líquida do Setor Público - % do PIB (1995-2005)

Discriminação/Ano	% do PIB										
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Dívida Total	30,5	33,3	34,5	43,3	49,4	49,4	53,3	56,5	58,7	51,8	51,6
- Gov. Fed. e Bacen	13,2	15,9	18,8	21,5	25,7	26,8	28,9	36,0	37,2	32,5	34,2
Dívida Remunerada	10,0	13,5	15,2	17,1	21,1	22,6	24,6	30,8	32,5	27,5	29,1
Base Monetária	3,2	2,4	3,6	4,4	4,6	4,2	4,3	5,2	4,7	5,0	5,1
- Estados e	10,6	11,5	13,0	14,7	16,4	16,2	18,5	18,8	20,4	19,0	18,0

## Municípios

- Empresas Estatais	6,7	5,9	2,8	2,7	2,7	2,2	1,6	1,8	1,1	0,2	-0,6
Dívida Interna	24,9	29,4	30,2	32,5	34,4	35,5	38,4	42,0	46,7	44,3	49,0
- Gov. Fed. e Bacen	9,8	14,3	16,8	21,6	22,3	23,5	24,8	23,3	26,9	25,8	31,8
- Estados e Municípios	10,3	11,2	12,5	14,0	15,5	15,3	17,5	17,5	19,1	18,0	17,3
- Empresas Estatais	4,9	3,9	0,9	1,3	1,2	0,9	0,4	1,2	0,7	0,5	0,0
Dívida Externa	5,6	3,9	4,3	6,4	10,4	9,7	10,6	14,6	12,0	7,5	2,6
- Gov. Fed. e Bacen	3,5	1,6	2,0	4,3	8,0	7,5	8,4	12,7	10,3	6,7	2,5
- Estados e Municípios	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	0,9	1,0	1,4	1,3	1,0	0,8
- Empresas Estatais	1,8	2,0	1,9	1,4	1,5	1,3	1,2	0,5	0,5	-0,3	-0,6

Fonte: Boletim do Banco Central (Anos de 1995 a 2005).

Observa-se também um aumento da participação do Governo Federal e do BACEN na DLSP, passando de 13,2% do PIB em dezembro de 1995 para 34,2% do PIB no final de 2005, o que representa um aumento de 2,59 vezes entre esses dois anos. Por outro lado, a participação dos Estados e Municípios na DLSP passou de 10,6% do PIB para 18,0% do PIB nesse mesmo período, representando um aumento de 1,69 vezes na sua participação.

Na tabela 3.3, são mostrados o quanto o setor público brasileiro pagou de juros entre 1995 e 2005 e a taxa média de juros paga. A taxa média de juros, que é chamada de taxa implícita de juros sobre a dívida, é exatamente o valor total de juros pago em cada ano em relação ao valor total da DLSP nesse mesmo ano. Essa taxa foi em todo o período muito alta, considerando os padrões internacionais, como será visto mais adiante. Como essa taxa realmente é a “*Proxy*” que mais se aproxima do verdadeiro custo da dívida pública, ela será utilizada para medir a contribuição de cada fator para aumentar ou diminuir a DLSP.

Tabela 3.3 – Taxa média de juros pagos sobre a DLSP e o valor dos juros atualizado até o final de 2005

Ano	Em milhões de R\$		
	Juros pagos <sup>1</sup>	%DLSP <sup>2</sup>	Atualizado pelo IPCA
1995	51.065	24,5	127.502
1996	46.464	17,3	94.776
1997	45.621	14,8	84.933
1998	72.887	18,9	128.957

1999	127.245	24,6	221.464
2000	87.446	15,5	139.706
2001	86.444	13,1	130.320
2002	114.004	12,9	159.620
2003	145.203	15,9	180.665
2004	128.256	13,4	146.001
2005	157.146	15,7	166.252
<b>Valor Total</b>	<b>1.061.781</b>	<b>-</b>	<b>1.580.196</b>

Fontes: Boletim do Banco Central (Anos de 1995 – 2005) e IBGE (Anos de 1995 – 2005).

1 Em valores correntes.

2 Valor dos juros pagos ao final do ano, em valores correntes, dividido pelo saldo da DLSP no final do mesmo ano.

A tabela 3.3 apresenta o valor dos juros pagos em cada ano, atualizado pelo IPCA até dezembro de 2005. Somando-se os onze anos, chega-se a um valor de 1,58 trilhão de reais. Esse valor é cerca de uma vez e meia o valor da DLSP em dezembro de 2005. Na seção 3.3, quando será apresentada a contribuição dos juros para o aumento da DLSP, será feita uma comparação entre os juros que se pagou da dívida pública no Brasil e o que teriam

De acordo com a equação (2.1), as receitas das privatizações são incluídas entre as receitas não financeiras do setor público. Estas servem para financiar o consumo ou o investimento do governo, pagar juros das dívidas interna e externa ou abater o principal tanto da dívida pública interna quanto da externa. Considerando que não haja mudanças na carga tributária, percebe-se que, na ausência das privatizações, e sem mudanças nos gastos com custeio e investimento do setor público, e com pagamento de juros da dívida pública (interna e externa), haveria aumento na base monetária ou na dívida pública interna ou externa, ou em ambas; qualquer desses três tipos de aumentos elevaria a DLSP.

Com as privatizações puderam-se obter recursos no momento em que o governo não tinha alternativa para financiar os seus déficits nominais a não ser por meio de emissão de títulos de muito curto prazo pagando altas taxas de juros ou indexados a variáveis altamente voláteis, o que deixaria a administração da dívida pública com muito mais dificuldades do que de fato foi encontrada. Sem as privatizações, teria ocorrido um aumento muito grande no déficit primário, o que aumentaria a dívida pública. Primeiro, pela ação das próprias empresas estatais. Sem os ajustes ocorridos antes das privatizações, muitas das empresas privatizadas teriam muitas dificuldades em disputar o seu mercado com empresas do setor privado, principalmente com a desregulamentação e a abertura desses mercados à competição estrangeira. Segundo, os Estados e a União, sem os recursos obtidos com as vendas de suas empresas que foram direcionados para os gastos que não são relacionados diretamente com a dívida pública, ou seja, com gastos de custeio ou investimentos, esses mesmos gastos teriam ocorrido sem as privatizações. Sem outra contrapartida para fazer frente a essas despesas, esses governos teriam incorridos em déficits primários que seriam cobertos com a emissão de dívida pública a altíssimos custos financeiros para o setor público.

Desta forma, pode-se considerar como receita das privatizações (vendas e concessões) as dívidas que passaram para a iniciativa privada, o principal da dívida pública abatida e a parte que foi direcionada para o custeio ou investimento públicos. Isto porque sem essas receitas, esse custeio ou investimento, que foi financiado com a receita das privatizações, o teriam sido pelo aumento da dívida pública. Portanto, é plausível considerar que toda a receita obtida com as privatizações, neste período em

análise, como meio para evitar o aumento da DLSP, seja diretamente ou indiretamente, ao impedir a emissão de mais dívida pública.

Tabela 3.4 – Valores totais por ano e por tipo de privatização e como percentagem do PIB

Ano	Estaduais	PND	Telecomunicações	Em milhões de reais <sup>1</sup>	
				Total <sup>2</sup>	%PIB
1995	-	1.732	-	1.732	0,25
1996	1.813	5.120	-	6.933	0,86
1997	16.692	8.260	5.174	30.126	3,37
1998	12.573	3.352	28.305	44.230	4,85
1999	7.250	252	217	7.719	0,70
2000	5.751	14.493	-	20.244	1,77
2001	74	2.537	3.916	6.527	0,53
2002	-	2.141	728	2.869	0,22
2003	-	-	-	-	-
2004	-	753	-	799	0,05
2005	-	954	-	970	0,05

Fontes: BNDES, BACEN e IBGE.

1 Valores atualizados pelo IPCA do mês subsequente da privatização até dezembro do mesmo ano.

2 Inclui as dívidas que passaram para a iniciativa privada.

Conforme a tabela 3.4 mostra, as privatizações ocorridas a partir de 1995, principalmente, até o ano de 2002, foram de fundamental importância para que a dívida pública brasileira não tivesse tomado um caminho que tendesse à explosão.

Nos anos de 1995 e 1996, as privatizações brasileiras corresponderam a 0,25% do PIB e 0,86% do PIB respectivamente, que mostra o crescimento nas receitas obtidas com as alienações de empresas estatais.

Das tabelas 3.1 e 3.2 observa-se que, nos anos de 1997 e 1998, houve um salto muito grande da relação dívida/PIB (cujas causas serão quantificadas e analisadas adiante), de 34,5% para 43,3%, mesmo sendo esses os anos em que as privatizações mais contribuíram para a sustentabilidade da dívida pública, com 3,37% do PIB e 4,85% do PIB, respectivamente, notadamente levando-se em conta o alto custo da dívida nesses dois anos.

A partir de 1999, o ano em que as privatizações foram muito importantes para a DLSP foi 2000, quando as receitas chegaram a mais de R\$ 20 bilhões em valores de dezembro de 2000, correspondendo a 1,77% do PIB daquele ano. Os anos de 1999, 2001 e 2002 tiveram números mais modestos no que diz respeito aos valores das privatizações; 0,70%, 0,53% e 0,22% do PIB, respectivamente.

No ano de 2003 não se obteve receita proveniente de privatização; e nos anos de 2004 e 2005 obteve-se uma receita muito modesta, correspondendo, respectivamente, a 0,04% e a 0,05% do PIB.

Portanto, as privatizações ocorridas no Brasil a partir de 1995 ajudaram o setor público a segurar a trajetória explosiva da dívida pública. Isto se torna mais claro quando se verifica que o valor das privatizações ocorridas entre os anos de 1996 e de 2000 correspondeu a cerca de 11% do PIB deste último ano.

Na tabela 3.5, observa-se que as privatizações foram importantes para a DLSP não apenas pelas dívidas abatidas, dívidas transferidas para a iniciativa privada ou pelo fato de ter evitado a emissão de mais dívida, mas fundamentalmente em razão das altas taxas às quais a dívida pública estava indexada nesse período. Com as privatizações, o setor público brasileiro deixou de pagar um montante extraordinário de juros que certamente iria ser incorporado à dívida pública já existente.

Considerando o período como um todo, em valores de dezembro de cada ano, obteve-se um total de R\$ 122,149 bilhões com as vendas das empresas no âmbito dos Programas Estaduais de Desestatizações, da Lei das Telecomunicações e do Programa Nacional de Desestatizações. Esse valor, atualizado pelo IPCA para dezembro de 2005, chega a um total de R\$ 204,1 bilhões. Esse último valor deve ser considerado do ponto vista estático. Mas para considerar do ponto de vista da dinâmica da dívida pública brasileira, deve ser considerado outro índice de atualização, que é a taxa de juros implícita da DLSP, conforme discutido anteriormente. Essa é a forma mais adequada de medir a verdadeira contribuição das receitas obtidas com as privatizações para a diminuição ou evitar a explosão da dívida pública no Brasil no período em análise.

Tabela 3.5 - Contribuição das privatizações para a diminuição da DLSP

Em milhões de R\$				
Ano	% juros	Valor histórico <sup>1</sup>	Atualizado até 2005 pelo IPCA	Atualizado até 2005 pelos juros da DLSP
1995	24,5	1.732	3.533	6.709
1996	17,5	6.933	12.907	26.444
1997	14,8	30.126	53.301	100.094
1998	18,9	44.230	76.980	123.596
1999	24,6	7.719	12.332	17.311
2000	15,5	20.244	30.519	39.308
2001	13,1	6.527	9.139	11.206
2002	12,9	2.869	3.570	4.363
2003	15,9	-	-	-
2004	13,4	799	845	924
2005	15,7	970	970	970
Valor total		122.149	204.096	330.926

Fonte: Boletim do Banco Central (anos de 1995 a 2005).

1 Atualizado pelo IPCA da data da privatização até dezembro do mesmo ano.

Conforme visto na tabela 3.5, considerando a dinâmica da dívida pública brasileira, as taxas de juros às quais ela é indexada, os valores arrecadados e as dívidas das ex-estatais que passaram para as mãos do setor privado, e atualizando pela taxa média que o setor público brasileiro pagou de juros nesse período chega-se a um valor de R\$ 330,9 bilhões ao final de 2005, correspondente a 17% do PIB desse ano. Esse valor pode ser considerado uma sub-estimativa visto que muitas das dívidas que o setor público abateu com a verba das privatizações eram as mais caras, ou seja, o setor público pagava por elas uma taxa de juros superior à taxa média.

### 3.2.2 A contribuição do superávit primário para diminuir a dívida

Foi visto no capítulo 2 que o superávit primário, nos primeiros quatro anos do período, foi muito baixo, apesar das receitas extraordinárias, principalmente as provenientes das concessões; e que nos anos seguintes o setor público foi mais parcimonioso em seus gastos. No entanto, conforme visto na tabela 3.6 abaixo, de 1998 em diante o setor público trabalhou com um aumento sistemático da carga tributária bruta. Em 1997 ela era de 29,7% do PIB e em 2005 era de 37,4% do PIB. Entre 1995 e

2005, a carga tributária bruta no Brasil aumentou 9,6 pontos percentuais do PIB. Isso leva-nos a concluir que nesses anos se o governo teve que fazer algum contingenciamento de gastos em alguma área, isso ocorreu apenas isoladamente, e foi mais que compensado por aumento de gastos em outras áreas.

Conforme observado na tabela 3.6, de 1995 até 1998 o superávit primário do setor público consolidado era inexistente, tendo na média desse período ficado negativo, caracterizando-se como um déficit primário. De 1999 até 2005, o setor público consolidado brasileiro tem apresentado recorrentemente crescimento em seu superávit primário, o que tem contribuído extraordinariamente para inibir a trajetória crescente da DLSP. Deve-se lembrar, conforme visto no capítulo 2, que o setor público passou a trabalhar sob um regime de restrição orçamentária de forma efetiva somente a partir de 1999, com o acordo com o FMI<sup>21</sup>, as renegociações de dívidas com os estados e municípios que mais deviam e, com maior ênfase em 2000, com a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Como o resultado da previdência social faz parte do superávit do governo federal, nota-se na tabela 3.7 que, se a previdência social apresentasse equilíbrio em suas contas, certamente os valores apresentados do superávit do setor público consolidado seria muito mais robusto. Vê-se nessa tabela que, principalmente, de 1998 em diante, a previdência social brasileira tem apresentado sistematicamente déficits crescentes, sendo cobertos pelo governo, o que diminui o superávit primário. Em valores de 2005, no período de 1995 e 2005 o déficit acumulado da previdência foi de R\$ 229,8 bilhões.

Tabela 3.6 – Superávit primário do setor público consolidado e a carga tributária bruta entre 1995 e 2005

Ano	Em % do PIB										
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Superávit primário	0,27	0,1	-0,9	0,0	3,1	3,5	3,8	3,9	4,4	4,6	4,8

<sup>21</sup> Após a assinatura desse acordo, a política fiscal nos três níveis de governo e nas empresas estatais experimentou uma mudança drástica, com o país passando a operar sob um regime de restrição orçamentária efetiva.

Carga tributária bruta	29,8	29,0	29,7	31,8	32,8	32,6	34,0	35,6	34,9	35,9	37,4
---------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Fonte: Banco Central e Receita Federal  
Valores negativos significam déficits.

Observa-se que a previdência social tem se apresentado como o grande problema para ser resolvido pelas autoridades do governo e do Congresso Nacional. Isso aparece claramente ao observar a tabela 3.7. Em valores atualizados até o final de 2005 pelo INPC, em 1995 o déficit foi de 1,8 bilhão de reais e em todos os anos os seus resultados foram sempre caracterizados por déficits crescentes, chegando em 2005 com 38,4 bilhões de reais. O aumento na arrecadação tributária, como visto na tabela 4.6, está servindo, em parte, para fazer frente a esse crescimento contínuo do déficit previdenciário. Em 2005, em termos brutos, o setor público arrecadou em torno de R\$ 147 bilhões a mais do que se tivesse mantido o mesmo percentual de arrecadação de 1995 com relação ao PIB. Como o déficit previdenciário no último ano em análise foi de R\$ 38,4 bilhões, conclui-se que, em 2005, 26% do aumento da carga tributária bruta verificado no período foi para pagar o déficit da previdência.

Tabela 3.7 – Resultados da Previdência Social de 1995 a 2005

Ano	Em bilhões de R\$ <sup>1</sup>											
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Total
Despesas com benefícios previdenciários	73,8	80,4	89,1	99,1	102,9	109,4	116,0	122,9	128,3	135,8	149,2	1.206,9
Arrecadação líquida <sup>2</sup>	72,0	78,3	81,1	82,6	82,8	88,5	92,2	94,9	92,4	101,3	110,8	976,9
Saldo	-1,8	-2,0	-8,0	-16,5	-20,0	-20,9	-23,8	-28,0	-35,9	-34,5	-38,4	-229,8

Fontes: Anuário Estatístico da Previdência Sócia – AEPS,  
Boletim Estatístico da Previdência Social – BEPS e  
Banco de Dados do IPEA – IPEADATA

1 Em valores de dezembro de 2005, atualizados pelo INPC.

2 Arrecadação líquida correspondente ao somatório das arrecadações e das receitas oriundas de recuperação de créditos, menos as transferências ao sistema S.

A contribuição do superávit primário ocorrido em todos os níveis de governo e nas empresas estatais para a contenção do crescimento da dívida pública brasileira no período em análise deve ser medida atualizando o superávit em cada ano pela taxa

média de juros pagos pela DLSP, conforme está sendo considerado com todos os fatores que contribuem para a variação da dívida pública. Mas, conforme também está sendo apresentado em todos os fatores discutidos aqui, serão apresentados os valores históricos dos superávits primários em cada ano e os valores corrigidos pelo IPCA até dezembro de 2005, o que mede a contribuição dos superávits primários para a redução ou a não explosão da dívida pública brasileira do ponto de vista estático. No entanto, a forma mais adequada de medir a contribuição dos superávits primários para a redução da dívida pública é a que leva em conta a remuneração dessa dívida que é representada pela taxa média de juros sobre a dívida pública, conforme discutido anteriormente.

Da tabela 3.8, observa-se que, de 1999 em diante, o setor público brasileiro tem, a cada ano, em valores nominais, aumentado o seu superávit primário. Em valores históricos, no período de 1995 a 2005 o superávit primário foi de R\$ 408,4 bilhões; em valores corrigidos pelo IPCA até dezembro de 2005; foi de R\$ 491 bilhões; e, atualizado até 2005 pela taxa média de juros pagos sobre a DLSP, esse valor passa para R\$ 571,8 bilhões. Esse último valor é o que deve ser considerado como a contribuição do superávit primário para a contenção da DLSP no período em análise.

Tabela 3.8 - Contribuição dos superávits primários para a diminuição da DLSP

Ano	Valor histórico	Em milhões de R\$	
		Atualizado até 2005 pelo IPCA	Atualizado até 2005 pelos juros da DLSP
1995	1.845	3.763	7.147
1996	809	1.506	3.086
1997	-8.051	-14.244	-26.750
1998	123	214	344
1999	34.167	54.586	76.626
2000	39.987	60.283	77.644
2001	47.067	65.900	80.805
2002	51.538	64.125	78.371
2003	66.657	75.879	87.457
2004	81.075	85.773	93.804
2005	93.225	93.225	93.225
Valor total	408.442	491.010	571.758

Fonte: Boletim do Banco Central (1995 a 2005).

Isso comprova a importância do superávit primário para as finanças do setor público brasileiro nesse período, notadamente de 1999 em diante.

### **3.2.3 A contribuição do crescimento do PIB para diminuir a relação dívida/PIB**

Conforme visto nas equações (1.8) e (1.48), a taxa de crescimento da economia é de fundamental importância para manter a sustentabilidade da dívida pública. A evolução da relação dívida/PIB depende, além do superávit primário, do produto da razão da dívida acumulada em relação ao PIB vezes a diferença entre a taxa de juros reais e a taxa de crescimento.

No capítulo 1, foi visto que a variação do coeficiente da dívida pública,  $(B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1})$ , é igual à soma de dois termos. O primeiro é a diferença entre a taxa real de juros e a taxa de crescimento da economia vezes o coeficiente inicial da dívida. O segundo termo é a razão entre o déficit primário e o PIB.

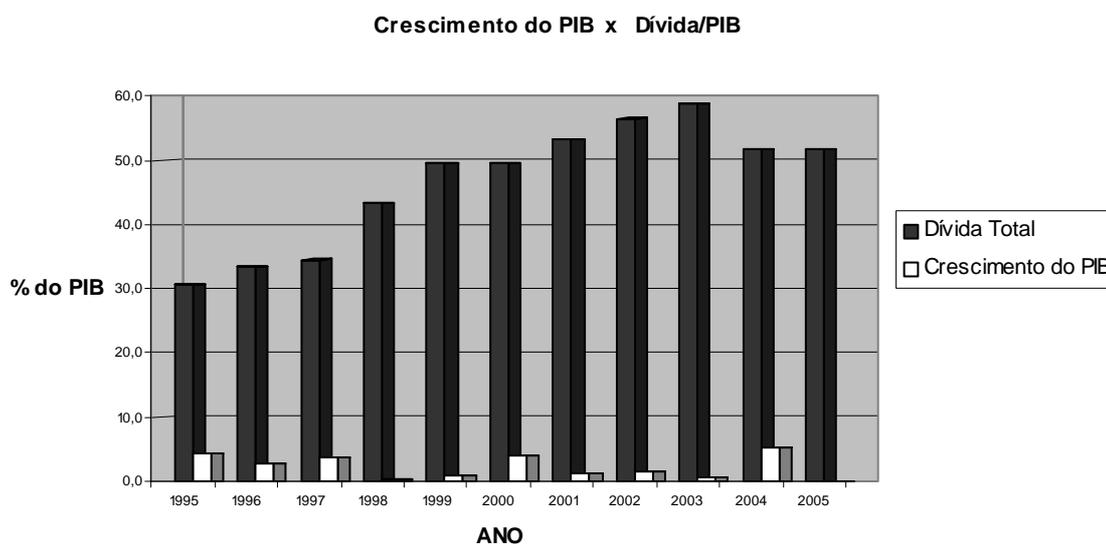
Conforme observado na tabela 2.4, os anos em que o crescimento do PIB contribuiu razoavelmente para a sustentabilidade da relação dívida/PIB foram 1995, 1997, 2000 e 2004. Nos outros anos do período, a taxa de crescimento do PIB foi extremamente decepcionante, com contribuição modesta para diminuir a relação mencionada.

Deve-se observar que a contribuição do crescimento do PIB para diminuir a dívida pública também se dá indiretamente por meio do aumento da arrecadação sem majoração da carga tributária em relação ao PIB. Essa contribuição é muito difícil de ser medida, e por isso não será apresentada aqui. Nesta subseção, será analisada apenas a contribuição do crescimento da economia para diminuir a relação DLSP/PIB.

O crescimento econômico, mesmo o nominal, é de muita importância para diminuir a relação DLSP/PIB, porque essa relação, como a própria definição indica, é o saldo da dívida líquida total ao final do ano dividida pelo valor total da produção ocorrida nesse mesmo ano. No entanto, do ponto de vista da dinâmica da economia, a melhor medida para definir a contribuição do crescimento da economia para a diminuição da relação DLSP/PIB é por meio do crescimento real, descontado a inflação.

No gráfico 3.1 são apresentados o saldo da dívida líquida do setor público consolidado em cada ano e a taxa de crescimento da economia no mesmo ano. No gráfico, observa-se que, os anos em que a economia menos cresceu foram os anos em que a dívida mais aumentou, como se vê nos anos de 1998, 1999, 2001, 2002 e 2003. A única exceção foi o ano de 2004; no entanto outros fatores contribuíram para isso, como a valorização da taxa de câmbio, como será visto mais adiante.

Gráfico 3.1 – Crescimento do PIB x a relação DLSP/PIB entre 1995 e 2005



Fonte: Boletim do Banco Central (1995 a 2005).

No gráfico 3.1 está claro que o crescimento da economia foi de pouca importância para diminuir a relação DLSP/PIB no período em análise, em razão do baixo desempenho econômico apresentado pela economia brasileira.

Observando a equação (1.8) e a tabela 3.9, verifica-se que o diferencial entre a taxa média real de juros paga sobre a DLSP e o crescimento do PIB brasileiro foi extremamente alto, com exceção de 1995, 2002 e 2004. Nota-se que os anos em que a economia menos cresceu foram aqueles em que a taxa média de juros foi maior, 1998 e 1999, quando a economia cresceu 0,2% e 0,9%, respectivamente e as taxas médias de juros reais foram 17,0% e 14,4%, respectivamente.

Tabela 3.9 – Taxa de crescimento do PIB

	Em %											
Discriminação	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
Juro real médio <sup>1</sup>	1,7	7,1	9,1	17,0	14,4	9,0	5,0	0,3	6,0	5,4	9,4	
Crescimento do PIB	4,2	2,8	3,7	0,2	0,9	3,9	1,3	1,5	0,6	5,2	2,3	
Diferença <sup>2</sup>	-2,5	4,3	5,4	16,8	13,5	5,1	3,7	-1,2	5,4	0,2	7,1	

Fontes: BACEN e IBGE (Dados primários)

1 Taxa média de juros paga pela DLSP deflacionada pelo IPCA.

2 Diferença entre o juro real médio pago sobre a DLSP e o crescimento do PIB.

### 3.2.4 A contribuição do reconhecimento de dívidas para aumentar a dívida pública

Nesta subsecção será abordada a questão da importância do reconhecimento de dívidas pelo setor público para o aumento da dívida pública no Brasil.

Na tabela 2.5 estão apresentados os valores referentes ao reconhecimento de dívida extraídos do Boletim do BACEN nos diversos anos. Pelos números apresentados naquela tabela, o reconhecimento de dívidas líquidas pelo setor público foi bastante significativo, e contribuiu muito para aumentar a dívida pública.

Para obtermos a contribuição do reconhecimento de dívidas pelo governo ao aumento da DLSP utilizaremos a taxa de juros implícita que o setor público pagou no período sobre a DLSP (coluna %DLSP da tabela 2.7) como *Proxy* para os juros pagos sobre essas dívidas reconhecidas, de acordo com o que se vem utilizando nesta dissertação para medir a contribuição dos diversos fatores para a variação da DLSP.

Conforme visto anteriormente, essas dívidas reconhecidas são referentes a diversos tipos de dívidas como o reconhecimento das dívidas do FCVS, a capitalização dos bancos federais, transferência de verba para o fundo de pensão dos funcionários da Petrobrás, liquidação dos bancos Comind e Auxiliar, securitização de diversas dívidas entre outros tipos de passivos do governo. Deve-se frisar que algumas dessas ocorrências não necessariamente devem ser tratadas como reconhecimento de dívida, como o caso dos aportes aos bancos públicos federais.

Conforme visto no capítulo 2, sempre existe a possibilidade de haver dívidas para serem reconhecidas pelo setor público ao longo do tempo. O que pode variar é o tipo de dívida e o montante a ser reconhecido ou a necessidade de socorrer financeiramente um ente do setor público. Deve-se considerar que diversos tipos de dívidas que passaram de um ente do setor público para outro por meio de acordos, como o caso dos acordos assinados envolvendo dívidas dos estados e municípios que passaram para o governo federal, não envolvem diretamente aumento da dívida líquida.

Observa-se a partir da tabela 3.10 que as dívidas líquidas reconhecidas pelo setor público de 1996 a 2005 em valores nominais do ano em que foram reconhecidas alcançaram R\$ 112,9 bilhões e que, quando atualizadas pelo IPCA, chegam a R\$ 171,4 bilhões nesse mesmo período. Quando atualizadas pela taxa média de juros pagos sobre a DLSP, alcançam, neste último ano, 2005, R\$ 257,32 bilhões. Este é um valor considerável, correspondente a 13,25% do PIB de 2005.

Em todos os anos surgiram diversos passivos que o governo passou a reconhecer como dívida pública, aumentando consideravelmente a DLSP. No entanto, deve ser feita a ressalva de que o ato de reconhecimento contribuiu para a solução de diversos problemas que vinham se arrastando por muito tempo e que, se eles não tivessem sido reconhecidos e não iniciasse o seu pagamento, certamente, no longo prazo, o setor público brasileiro iria arcar com custos muito maiores do que de fato arcou ao reconhecer essas dívidas. No caso dos aportes aos bancos públicos federais, caso o governo não tivesse realizado essa ação, no futuro não muito distante poderia ocorrer uma falta de competitividade no mercado financeiro por parte dessas instituições, e o setor público e a sociedade teriam que pagar um preço muito mais alto do que pagou ao realizar esses aportes.

Tabela 3.10 – Contribuição dos reconhecimentos de dívida para o aumento na DLSP

Ano	Valor histórico	Em milhões de R\$	
		Atualizado até 2005 pelo IPCA	Atualizado até 2005 pelos juros da DLSP
1996 <sup>1</sup>	19.078	35.518	72.768
1997	4.242	7.505	14.094
1998	15.215	26.481	42.517
1999	14.014	22.389	31.429
2000	8.673	13.075	16.841
2001 <sup>1</sup>	26.999	37.802	46.352
2002	14.286	17.775	21.724
2003	604	688	792
2004	6.516	6.894	7.539
2005	3.262	3.262	3.262
Valor total	112.889	171.388	257.319

Fonte: Boletim do Banco Central (Anos de 1995 a 2005).

<sup>1</sup> Inclui os aportes de verba aos bancos públicos federais ocorridos em 1996 e em 2001.

### **3.2.5 A contribuição das desvalorizações da taxa de câmbio para a variação da dívida pública**

Conforme visto em outras partes desta dissertação, aqui será tratada a contribuição da variação da taxa de câmbio para a variação da DLSP. Os números utilizados são oriundos das publicações do BACEN, e aqui serão apresentados conforme foi feito nas outras partes desta seção, ou seja, em valores históricos, em valores atualizados até dezembro de 2005 pelo IPCA, e em valores atualizados pela taxa de juros paga sobre a DLSP, também até dezembro de 2005.

Como é a partir de 1998 que o Banco Central do Brasil passa a publicar separadamente o quanto da variação da dívida pública se deve à variação da taxa de câmbio, e porque entre os anos de 1995 e 1997 a contribuição líquida para a dívida pública da valorização ou desvalorização cambial certamente não foi muito relevante, optou-se por começar a medir tal contribuição somente a partir de 1998. Deste último ano até 2002 é que efetivamente a desvalorização cambial contribuiu para aumentar a DLSP, notadamente nos anos de 1999 e de 2002. De 2003 até 2005 a valorização cambial contribuiu significativamente para a diminuição da dívida pública no Brasil, principalmente em 2003. No entanto, esta contribuição teve magnitude bem inferior à das desvalorizações ocorridas anteriormente.

Como visto anteriormente, a variação cambial modifica a dívida pública porque o setor público possui dívida externa e dívida interna indexada à variação cambial, que sempre aumenta quando a confiança na moeda do nosso país diminui. Quando ocorre uma desvalorização da taxa de câmbio, o valor da dívida pública externa aumenta porque essa dívida convertida para o real passa a ser maior em razão do dólar em relação ao real agora ser mais caro do que antes. Ao contrário, quando ocorre valorização na taxa de câmbio, a dívida pública externa tende a diminuir, porque a mesma dívida ao ser convertida de dólar para real se torna menor pelo motivo inverso ao apresentado acima, ou seja, com o real valendo mais se compra mais dólares com a mesma quantidade de reais.

No caso da dívida pública interna indexada à variação cambial, quando ocorre uma desvalorização na taxa de câmbio, o setor público paga, além de outros tipos de indexadores, a variação do câmbio. Essa contribuição para a variação da dívida depende do montante da dívida pública que esteja indexada à variação do câmbio. Quando existe uma tendência para ocorrer valorização cambial, o percentual da dívida pública indexada à variação cambial é bastante reduzido, como é verificado nos últimos anos do período em análise.

Conforme se observa na tabela 3.11, a desvalorização cambial contribuiu de forma fundamental para o crescimento da DLSP. Nessa tabela, vê-se que os anos em que a taxa de câmbio mais contribuiu foram 1999 e 2002. O primeiro foi o ano em que a moeda brasileira sofreu o primeiro grande ataque, e a taxa de câmbio do real em relação ao dólar norte-americano passou em dezembro de 1998 de 1,21 para 1,84 em dezembro de 1999, chegando a 1,97 em outubro de 1999, conforme visto no anexo 4. O segundo, foi o ano em que a variação da taxa de câmbio mais contribuiu para aumentar a DLSP. Nesse ano, a variação do câmbio foi muito grande, passando em dezembro de 2001 de uma média de 2,36 reais por dólar para 3,63 em dezembro de 2002, sendo que em outubro de 2002 a taxa de câmbio média foi de 3,81 reais por dólar. Apenas nesses dois anos a desvalorização cambial contribuiu com R\$ 216,6 bilhões em valores históricos e em R\$ 379,5 bilhões em valores atualizados pela taxa de juros média sobre a DLSP para o aumento da dívida pública.

Tabela 3.11 - Contribuição das desvalorizações cambiais para o aumento na DLSP

Ano	Em milhões de R\$		
	Valor histórico	Atualizado até 2005 pelo IPCA	Atualizado até 2005 pelos juros da DLSP
1998	6.853	11.927	19.150
1999	69.380	110.844	155.598
2000	18.345	27.656	35.621
2001	37.431	52.408	64.262
2002	147.225	183.181	223.878
2003	-64.309	-73.207	-84.376
2004	-16.194	-17.132	-18.736
2005	-18.202	-18.202	-18.202

Valor total	180.529	277.475	377.194
-------------	---------	---------	---------

---

Fonte: Boletim do Banco Central (Anos de 1998 a 2005).

Após o repique do câmbio em 2002, a partir de janeiro de 2003 a moeda brasileira tendeu sempre a se valorizar diante da moeda norte-americana. Isso proporcionou uma ajuda bastante significativa para a redução da DLSP. Em valores históricos, essa contribuição foi de R\$ 98,7 bilhões, e em valores atualizados pela taxa de juros média foi de R\$ 121,3 bilhões.

No período de 1998 a 2005, a contribuição total da variação do câmbio para a dívida pública brasileira foi de R\$ 180,5 bilhões em valores históricos, de R\$ 277,5 bilhões atualizados até dezembro de 2005 pelo IPCA e de R\$ 377,2 bilhões atualizando pela taxa média de juros da DLSP.

### **3.3 Taxas de juros sobre a DLSP**

Nesta seção será analisada a contribuição dos juros para o aumento da DLSP. Em qualquer tipo de empréstimo é lícito e lógico que se exija um valor a mais ao final do empréstimo, além do principal; ou se cobra um aluguel por mês ou ano de vigência desse empréstimo até o mesmo ser liquidado. No caso dos empréstimos do setor público brasileiro no período em que estamos analisando, esse valor a mais ou aluguel representado pela taxa média de juros paga pela DLSP revelou-se muito mais alto do que os praticados na grande maioria dos países. Em razão disso, buscou-se fazer uma comparação entre os efeitos sobre a DLSP da média das taxas de juros reais praticadas nos países considerados desenvolvidos e da taxa média de juros da dívida pública do Brasil.

Conforme visto na seção 2 deste capítulo, as taxas de juros que remuneravam a dívida pública no período em análise foram extremamente altas, e

certamente foram a principal causa do forte aumento do endividamento público, apesar dos esforços com as privatizações e o aperto fiscal. Na tabela 3.12 abaixo, é apresentado quanto o setor público brasileiro pagou de juros em cada ano entre 1995 e 2005, o quanto teria sido pago se a dívida fosse remunerada de acordo com os juros médios reais praticados nos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)<sup>22</sup> nesse mesmo período e a diferença entre esses dois tipos de remuneração.

Com os valores apresentados nessa tabela, observa-se que se a DLSP fosse remunerada pelas taxas de juros reais praticadas nos países da OCDE, a média dos juros pagos em cada ano seria de apenas 68,55% do que efetivamente o setor público brasileiro pagou em apropriação de juros. Isso se deu em razão do alto diferencial entre a remuneração da DLSP e os juros praticados nos países da OCDE. Enquanto as dívidas nesses países eram remuneradas, em média com atualização pelo IPCA do ano, no período de 1995 a 2005, por 11,55%, a dívida pública brasileira era remunerada por 16,98%, em média, considerando o mesmo período de onze anos.

Tabela 3.12 - Taxa média de juros reais nos países da OCDE.

Em milhões de R\$ <sup>1</sup>					
Ano	Juros efetivamente pagos	%DLSP	Tx. Juros OCDE real incluindo o IPCA	Utilizando as taxas de juros da OCDE	Diferença
1995	51.065	24,5	25,73	53.637	-2.572
1996	46.464	17,3	12,4	33.380	13.084
1997	45.621	14,8	7,98	24.612	21.009
1998	72.887	18,9	4,24	16.361	56.526
1999	127.245	24,6	11,48	59.303	67.942
2000	87.446	15,5	9,36	52.712	34.734
2001	86.444	13,1	11,3	74.678	11.766

<sup>22</sup> Essa média é composta pelos juros pagos sobre os principais títulos públicos em moedas dos seguintes países: Áustria, Austrália, Bélgica, Canadá, França, Alemanha, Itália, Japão, Coreia do Sul, Inglaterra, Nova Zelândia, Noruega, Espanha, Suíça, Suécia, Estados Unidos, Hungria, Dinamarca, República Tcheca e Polônia. A partir de 1999 os países citados acima que passaram para o Euro os seus títulos também passaram a ser cotados na moeda da União Européia.

2002	114.004	12,9	15,64	137.805	-23.801
2003	145.203	15,9	11,39	104.007	41.196
2004	128.256	13,4	10,02	95.891	32.365
2005	157.146	15,7	7,52	75.387	81.759

Fontes: BACEN e OCDE

1 Em valores correntes.

Na tabela 3.13 é apresentado em sua segunda coluna o valor histórico em cada ano da diferença entre o que o setor público brasileiro pagou de juros e o que teria sido pago se a DLSP fosse remunerada pelos juros reais médios praticados nos países da OCDE. Essa coluna é a mesma da última coluna da tabela 3.12; foi apresentada aqui apenas para realçar a terceira e a quarta coluna. A terceira coluna mostra essa diferença atualizada até 2005 pelo IPCA, e a quarta e última coluna mostra-a atualizada até 2005 pela média da remuneração da DLSP em cada ano.

Esse diferencial entre a remuneração média da DLSP e a taxa média real de juros dos países da OCDE tem-se mostrado bastante grande. Levando em conta os valores históricos nos onze anos da análise, esse diferencial é de R\$ 334,08 bilhões. Quando atualizado pelo IPCA até dezembro de 2005, esse diferencial passa a ser de R\$ 492,09 bilhões; e, quando atualizado pela taxa média de remuneração da DLSP, esse diferencial passa para R\$ 644,1 bilhões, correspondendo a 33,2% do PIB de 2005. Isso comprova que o custo da dívida consubstanciado pelos altos juros praticados no país foram os fatores principais para o aumento vertiginoso da dívida pública brasileira entre 1995 e 2005.

Tabela 3.13 - Atualização do diferencial entre os juros pagos pela DLSP e os juros pagos nos países da OCDE

Em milhões R\$			
Ano	Valor histórico da diferença entre os juros pagos pela DLSP e os pagos nos países da OECD	Atualizado até 2005 pelo IPCA	Atualizada até 2005 pela relação juros/DLSP
1995	-2.572	-6.421	-9.963
1996	13.084	26.684	49.906

1997	21.009	39.108	69.803
1998	56.526	100.002	157.955
1999	67.942	118.236	152.373
2000	34.734	55.485	67.444
2001	11.766	17.737	20.200
2002	-23.801	-33.323	-36.193
2003	41.196	51.255	54.051
2004	32.365	36.841	37.446
2005	81.759	86.493	81.759
Valor total	334.008	492.096	644.781

---

Fontes: BACEN, IBGE e OCDE (dados primários)

Conforme visto na seção 2, essa alta remuneração da dívida pública brasileira elevou muito a contribuição dos fatores para aumentar ou diminuir a DLSP. Ou seja, se a remuneração da dívida fosse menor certamente as contribuições dos fatores seriam muito menores do que as apresentadas na segunda seção deste capítulo.

Portanto, com uma dívida pública que fosse remunerada como o são as dívidas públicas nos países desenvolvidos, o Brasil teria tido um custo muito menor na sua dívida pública do que de fato teve. Isso é refletido nessa diferença astronômica, que conforme visto acima, apenas considerando do ponto de vista estático sem considerar a dinâmica da dívida pública, ou seja, sem considerar que o governo emitiu dívida para pagar os juros e, portanto, passando a ser remunerada também pela taxa média de juros, o setor público brasileiro pagou no período em análise cerca de R\$ 492 bilhões (desconsiderando a dinâmica da DLSP determinada pela taxa média de sua remuneração) além do que teria pago se a sua dívida pública fosse remunerada como são as dívidas públicas dos países desenvolvidos.

### **3.4 DLSP sem os ajustes**

Nesta seção será mostrado de quanto seria a DLSP se as privatizações, os superávits e déficits primários e os reconhecimentos de dívidas não tivessem ocorrido como de fato ocorreram.

Para isso são necessárias algumas hipóteses:

- a) os gastos com custeio e investimento, tanto nos três níveis de governo quanto nas empresas estatais, são os mesmos, com ou sem a ocorrência de cada fator;
- b) as taxas de juros e as outras formas de remuneração da dívida pública brasileira são as mesmas, tanto com ou sem a ocorrência de cada fator;
- c) a carga tributária bruta é a mesma, tanto com a presença dos fatores quanto na ausência dos mesmos;
- d) o governo não monetariza os seus déficits mais do que de fato o fez com a presença desses fatores. Ou seja, o governo não emitiria mais moeda do que realmente emitiu e;
- e) as condições econômicas tanto internas quanto externas são as mesmas tanto com a presença quanto na ausência desses fatores.

### **3.4.1 A DLSP sem as privatizações**

Como discutido acima, para avaliar a contribuição das privatizações no Brasil para a DLSP não devem ser consideradas apenas as dívidas que realmente foram abatidas com os recursos obtidos das vendas das empresas estatais ou de dívidas dessas empresas que passaram para a iniciativa privada, mas também os recursos arrecadados por meio da venda dessas empresas que o governo utilizou para investimento e custeio, porque na ausência desses recursos o governo seria levado a emitir mais dívida pública para se contrapor ao déficit primário ou para cobrir a insuficiência de superávit primário.

Ao observar as tabelas 3.1 e 3.3, verifica-se que as mesmas mostram, respectivamente, os valores nominais da DLSP em dezembro de cada ano e os valores obtidos com as privatizações entre 1995 e 2005, em valores de dezembro do ano da realização da privatização, atualizado pelo IPCA até dezembro de 2005 e atualizado até 2005 pela taxa de rendimento médio anual da DLSP. Conforme discutido em diversas partes deste trabalho, esta última medida é a mais apropriada para determinar a contribuição de cada fator para a variação da dívida pública.

Como, de acordo com a tabela 3.1, a dívida pública em dezembro de 2005 era de R\$ 1.002.485.000.000,00 e conforme a tabela 3.5, o total das privatizações no período em análise atualizado até 2005 pelo rendimento médio da DLSP foi de R\$ 330.926.000.000,00, conclui-se que na ausência das privatizações que ocorreram nesse período a DLSP seria de R\$ 1.333.411.000.000,00, ou seja, seria de um trilhão, trezentos e trinta e três bilhões e quatrocentos e onze milhões de reais em dezembro de 2005, um valor 33% maior do que o saldo da dívida com as privatizações. Portanto, conclui-se que as privatizações foram muito importantes para que a DLSP não tomasse um caminho explosivo, e; a sociedade brasileira teria sofrido muito mais do que de fato sofreu.

### **3.4.2 A DLSP sem o superávit primário**

Conforme visto ao longo deste trabalho, o superávit primário tem sido de grande importância para garantir a sustentabilidade da dívida pública brasileira e permitir que a sociedade brasileira tenha um custo menor com essa dívida.

Como visto anteriormente, em dezembro de 2005 a DLSP era de um trilhão, dois bilhões e quatrocentos e oitenta e cinco milhões de reais, e na tabela 3.8 verifica-se que o superávit primário do setor público no período de 1995 a 2005 atualizado pela taxa média de juros pagos sobre a DLSP, foi de R\$ 571.758.000.000,00. Se o superávit primário desse período fosse apenas atualizado monetariamente, seria de R\$

491.010.000.000,00; portanto, vê-se que essa economia que o governo conseguiu fazer, denominada superávit primário, lhe proporcionou um ganho de R\$ 80.748.000.000,00, proporcionado pelos juros que o setor público deixou de pagar. Esse valor é o resultado da diferença entre os superávits primários atualizados até 2005 pela taxa média de juros sobre a DLSP e os superávits primários atualizados pelo IPCA até dezembro de 2005.

Se o governo não tivesse obtido superávit primário como de fato obteve, mas sempre trabalhasse no equilíbrio do ponto de vista dos gastos primários, a DLSP ao final de 2005 seria de R\$ 1.574.243.000.000,00, em torno de 57% a mais do que efetivamente alcançada no final desse ano. Apesar de muitas críticas que recebe de diversas áreas da sociedade brasileira, a verdade é que o superávit primário tem se mostrado de eficácia bastante significativa para segurar a dívida pública, e conseqüentemente evitado que o setor público pague um valor extremamente alto de juros.

### **3.4.3 A DLSP sem os reconhecimentos de dívidas**

O reconhecimento de dívidas por parte do governo foi uma atitude que, por um lado proporcionou a solução de diversos problemas que levariam a muito mais dificuldades para serem solucionados no longo prazo; por outro, levou o governo a contabilizar em sua dívida líquida passivos que antes não eram considerados como dívidas e cuja existência era ignorada.

Conforme visto na tabela 3.10, o valor total das dívidas reconhecidas, incluindo os aportes às instituições financeiras federais, atualizadas pela taxa média de juros paga sobre a DLSP até 2005, foi de R\$ 257.319.000.000,00. Portanto, caso não existissem esses passivos ocultos que o governo teve de incluir em sua dívida e a necessidade de realizar aportes financeiros aos bancos do governo federal, a DLSP em dezembro de 2005 seria de R\$ 745.166.000.000,00, cerca de 25,7% a menos do que de fato foi o saldo dessa dívida ao final de 2005. Portanto, se não tivessem ocorrido os

reconhecimentos de dívidas nem os aportes aos bancos federais, a DLSP em dezembro de 2005 seria de 38,37% do PIB.

O reconhecimento de dívidas foi de importância fundamental para o aumento da dívida pública, mas a sua importância é mais realçada, como aconteceu com todos os fatores, por conta dos juros e dos outros indexadores da dívida pública. O valor total do reconhecimento de dívida atualizado pelo IPCA foi de R\$ 171.388.000.000,00, R\$ 85.931.000.000,00 menor do que o atualizado pela média dos juros da DLSP. Esses 85,9 bilhões de reais podem ser considerados como os juros que se pagou por essas dívidas reconhecidas e os aportes financeiros aos bancos federais.

#### **3.4.4 A DLSP sem as desvalorizações da taxa de câmbio**

A variação da taxa de câmbio contribuiu para a DLSP de forma distinta de 1998 a 2002 e de 2003 a 2005. No primeiro período, com as desvalorizações e o grande percentual de dívida interna indexada à taxa de câmbio teve-se uma grande contribuição para o aumento da dívida pública. No segundo período, houve valorização e esta contribuiu para diminuir a nossa dívida pública, embora com muito menos intensidade da verificada com as desvalorizações no primeiro período.

Ao atualizar pelo IPCA, as desvalorizações cambiais de 1998 a 2002 foram de R\$ 386.016.000.000,00 e as valorizações cambiais ocorridas de 2003 a 2005 foram de R\$ 108.541.000.000,00, o que atualizado monetariamente foi de R\$ 277.475.000.000,00.

A contribuição das desvalorizações e valorizações cambiais para a DLSP também deve ser atualizada pela taxa média de juros paga sobre essa dívida. Por essa medida, de 1998 a 2002 as desvalorizações contribuíram para aumentar a DLSP em R\$ 498.508.000.000,00 e entre 2003 e 2005 as valorizações contribuíram para diminuir essa dívida em R\$ 121.314.000.000,00, o que significa para o período de 1998 a 2005 a variação cambial contribuiu em R\$ 377.194.000.000,00 para aumentar a DLSP.

Portanto, caso não tivessem ocorrido nem as desvalorizações nem as valorizações, ou seja, a taxa de câmbio tivesse ficado estável, em dezembro de 2005 a DLSP seria de R\$ 625.291.000.000,00, 38% a menos do que a apresentada naquele mês. Portanto, se não tivessem ocorrido as desvalorizações nem as valorizações no período em análise a DLSP em dezembro de 2005 seria de 32,20% do PIB.

Ao comparar os valores apresentados no último e no penúltimo parágrafo percebe-se que a diferença entre a variação cambial atualizada pela taxa média de juros da DLSP e a atualizada pelo IPCA é de R\$ 99.719.000.000,00. Esse valor representa uma estimativa de juros pagos sobre o montante da variação cambial que afetou a DLSP no período de 1998 a 2005.

### **3.4.5 A DLSP sem a presença dos fatores**

Nesta subseção será apresentado um resumo das subseções anteriores nas quais foram descritos os valores da DLSP se cada fator não tivesse ocorrido. Privatizações, superávits primários, reconhecimento de dívidas e desvalorizações cambiais foram fatores determinantes para a variação da dívida pública brasileira no período em análise. Mas, conforme analisado na seção 3.3, as taxas de juros praticadas no período foram o fator determinante para que o setor público brasileiro sofresse tanto com a sua dívida, principalmente a sua dívida interna.

Na tabela 3.14, encontram-se descritos os valores da DLSP se cada fator não tivesse ocorrido, e também se a remuneração da nossa dívida pública fosse igual à dos países pertencentes à OCDE. Se não tivesse ocorrido nenhuma privatização entre 1995 e 2005 a DLSP seria 33% maior do que a verificada ao final de 2005. Se não tivessem ocorrido os superávits primários a DLSP seria 57% maior no mesmo período. Se não tivesse ocorrido o reconhecimento de dívidas por parte do governo a DLSP seria 25,7% menor. Se não tivessem ocorrido as desvalorizações essa mesma dívida teria sido 38% menor. E se nenhum dos fatores acima não tivesse ocorrido a DLSP seria 26,75% maior.

No entanto, se todos os fatores mencionados acima tivessem ocorrido, mas a nossa dívida pública fosse remunerada pela taxa média de juros dos países da OCDE e tudo mais igual ao que de fato aconteceu, a nossa DLSP ao final de 2005 seria de R\$ 357 bilhões.

Tabela 3.14 – A DLSP na ausência de cada um dos fatores

Descrição do fator ausente	Em R\$	
	Valor da DLSP em dezembro de 2005 sem o fator	Maior ou menor do que o verdadeiro saldo da DLSP em dezembro de 2005
DLSP sem as privatizações	1.333.411.000.000,00	33% maior
DLSP sem os superávits primários	1.574.243.000.000,00	57% maior
DLSP sem os reconhecimentos de dívidas	745.166.000.000,00	25,7% menor
DLSP sem as desvalorizações cambiais	625.291.000.000,00	38% menor
DLSP sem a ocorrência dos fatores acima	1.270.656.000.000,00	26,75% maior
DLSP com juros iguais aos da OCDE	357.704.000.000	64,32% menor

Fontes: BACEN, BNDES e IBGE (dados primários).

A tabela acima é elucidativa da importância de cada fator para o saldo da DLSP ao final de 2005. Dos quatro primeiros fatores, o mais importante foram os superávits primários, seguidos pelas desvalorizações cambiais. A importância dos fatores que diminuem a DLSP foi maior do que a dos fatores que a aumentam, como é observado em seu valor sem ocorrência de nenhum fator. Como discutido anteriormente, a grande importância desses fatores foi proporcionada, principalmente, pela alta remuneração da nossa dívida pública, que foi muito superior à praticada nos países desenvolvidos. Isto é comprovado acima que mostra que se tivesse ocorrido tudo que de fato ocorreu no Brasil durante esse período, mas que a DLSP tivesse uma remuneração média igual à dos países da OCDE o nosso país teria apropriado, no mínimo, em juros R\$ 644,7 bilhões a menos, que é suficiente para se concluir que a DLSP em dezembro de 2005 seria 64,32% menor do que o seu valor efetivamente existente nesse ano.

### 3.5 Resumo

A DLSP entre 1995 e 2005 aumentou de 208,5 bilhões de reais para R\$ 1,002 trilhão de reais, aumento de R\$ 480,8% em termos nominais e 184,7% em termos reais. Nesse mesmo período, essa dívida em relação ao PIB passou de 30,5% para 51,6%, sendo que 49 pontos percentuais correspondem à dívida interna e 2,6 pontos percentuais à dívida externa.

O total dos juros apropriados pelo setor público atualizado pelo IPCA de janeiro de 1995 até dezembro de 2005 foi de R\$ 1,062 trilhão, se a atualização for feita pela taxa média de juros paga pela DLSP o valor total passa para R\$ 1,58 trilhão.

O valor total da contribuição das privatizações realizadas no período para a redução da DLSP foi de R\$ 330,9 bilhões, concentradas, principalmente, nos anos de 1997 e 1998.

Apesar de a Previdência Social ter apresentado déficits recorrentes e crescentes durante todo o período, principalmente a partir de 1998, o superávit primário contribuiu muito para a não explosão da dívida pública brasileira, notadamente, a partir de 1999. A sua contribuição total foi de R\$ 571,7 bilhões, no entanto, a sociedade brasileira incorreu num aumento acentuado da carga tributária bruta, que passou de 29,8% do PIB em 1995 para 37,4% do PIB em 2005. Desse aumento na arrecadação de impostos e tributos, nesse último ano, cerca de 26% serviu para pagar o déficit da previdência social.

Quanto à relação DLSP/PIB, o fraco crescimento da economia ajudou muito para que essa relação mantivesse uma tendência sempre ascendente em boa parte do período. A diferença entre a taxa de crescimento da economia e taxa de juros reais média foi muito alta, chegando em 1998 em 16,8%.

O reconhecimento de dívidas por parte do governo e os aportes de recursos aos bancos públicos federais ocorridos entre 1996 e 2005 contribuíram muito para o aumento da DLSP. A contribuição total nesse período foi de R\$ 257,3 bilhões, que correspondem a 12,25% do PIB em 2005.

As variações cambiais ocorridas entre 1998 e 2005 contribuíram muito para as variações na DLSP, tanto para aumentá-la quanto para diminuí-la. De 1998 até 2002 em razão das desvalorizações que ocorreram em todos esses anos, principalmente, nos anos de 1999 e 2002, e pelo fato de haver um aumento acentuado da dívida pública interna indexada à taxa de câmbio, a variação cambial proporcionou um aumento muito grande na dívida pública. No período de 2003 até 2005, a variação cambial contribuiu para diminuir a dívida pública, no entanto, essa contribuição foi bem mais modesta do que a contribuição para aumentá-la ocorrida no período anterior. As razões disso foram que a magnitude das valorizações foi muito menor do que a das desvalorizações, e a dívida pública indexada à variação cambial era significativamente menor à do período anterior. Para o período como um todo, a contribuição das variações cambiais foi de R\$ 377,2 bilhões.

O principal responsável pelo aumento da dívida pública no período de 1995 a 2005 foram os juros médios aos quais essa dívida estava indexada. Enquanto as dívidas públicas nos países da OCDE eram remuneradas, em média, no período de 1995 a 2005 por 11,55%, a dívida pública brasileira era remunerada por 16,96%, em média, considerando o mesmo período de onze anos analisados aqui. Se a DLSP fosse indexada

#### **4 - Conclusão**

Esta dissertação discutiu e analisou os motivos principais da evolução da dívida líquida do setor público do Brasil entre 1995 e 2005 e dos seus custos financeiros. Na análise, constatou-se que a gestão de política econômica adotada pelo Brasil a partir de 1999 foi basicamente ortodoxa, buscando orçamento equilibrado e controle da relação dívida/PIB. Constatou-se que o causador principal do aumento na dívida pública do Brasil nesse período foi a alta taxa de juros determinada pela política monetária adotada. No primeiro capítulo, foi visto que nesta concepção a política monetária deve se pautar pelo controle da inflação, para o qual o principal meio é a taxa

de juros básica, a taxa SELIC, enquanto a política fiscal deve ter por um de seus objetivos a estabilização da relação dívida/PIB, para o que o principal meio é a obtenção de superávits primários pelo setor público. Essa política ortodoxa, apesar da ocorrência de mudanças no ambiente internacional que repercutiram sobre o fluxo de capital estrangeiro e sobre a variação cambial, o que levou os gestores da política econômica a manterem uma alta taxa de juros conjugada com fortes desvalorizações cambiais, e mesmo tendo a principal parte da dívida atrelada à taxa SELIC, culminou ao final do período em uma tendência decrescente da relação dívida/PIB.

De forma diversa ao enfoque da teoria ortodoxa, a teoria keynesiana avalia que a administração da dívida pública deve privilegiar a colocação de títulos de longo prazo em períodos com inflação e título de curto prazo em período de baixa atividade. Desse modo, a gestão da dívida pública possibilita a estabilização do nível de atividade, visto que conforme a curva de rendimentos ascendentes a taxa de juros de longo prazo é mais elevada do que a taxa de juros de curto prazo. No entanto, para as duas escolas do pensamento, é melhor para o governo manter a dívida pública a níveis baixos.

Ainda no primeiro capítulo, foi analisado o modelo de sustentabilidade fiscal de Blanchard et alii (1990), no qual é derivada uma taxa de imposto sustentável,  $t^*$ , que é igual aos valores dos gastos e transferências futuros, mais a diferença entre a taxa de juros *ex ante* e a taxa de crescimento da economia vezes a relação dívida/PIB. Se essa taxa é maior do que a taxa corrente,  $t$ , então ou os gastos e transferências terão que diminuir, ou os impostos terão que aumentar. Ou seja, na ausência de superávits primários, a taxa de impostos deve ser tal que produza receitas suficientes para manter a relação dívida/PIB constante.

No primeiro capítulo, foi também analisado um modelo dos efeitos fiscais da privatização (Montiel 2003), no qual se conclui que as empresas podem ser vendidas se forem lucrativas nas mãos da iniciativa privada e também que, mesmo se a empresa for lucrativa nas mãos do governo, este pode ficar fiscalmente melhor vendendo-a, caso essa empresa seja mais lucrativa nas mãos do setor privado.

No segundo capítulo, foi apresentada uma descrição dos fatores que contribuem para a redução da dívida pública e conseqüentemente para a redução da

relação dívida/PIB. A privatização no Brasil deu-se em três fases distintas. Na primeira fase, ocorrida durante a década de 1980, foram vendidas 38 empresas de médio e pequeno porte que já haviam pertencido à iniciativa privada, arrecadando-se US\$ 726 milhões, em valores da época. Na segunda fase, ocorrida entre 1991 e 1994, foram vendidas empresas de maior porte e historicamente estatais. Nessa fase foram arrecadados US\$ 8,61 bilhões. Em 1995 foi iniciada a terceira fase, com a participação dos estados, das empresas do setor de telecomunicação, mineração e setor elétrico. Nessa fase, o processo de privatização, ao contrário das outras fases, proporcionou ganhos fiscais consideráveis.

O valor total arrecadado com as privatizações entre 1995 e 2005 foi US\$ 94,428 bilhões entre receita de vendas e dívidas transferidas. Das receitas, 95% foram em dinheiro e 5% em moedas de privatização. A participação do capital estrangeiro foi de 53% e 47% do capital nacional. Os anos em que mais se arrecadou com as privatizações foram 1997 e 1998.

O resultado primário do governo até 1998 foi extremamente baixo. Nos quatro primeiros anos da análise, o setor público brasileiro apresentou um déficit primário de 0,13% do PIB. No entanto, a partir de 1999, o setor público consolidado passou a apresentar superávit primário de forma crescente em todos os anos, sempre superior a 3,5% do PIB.

Ainda no segundo capítulo, foram examinados os principais fatores que contribuíram para aumentar a dívida pública brasileira no período em análise, que são os passivos contingentes, as variações na taxa de câmbio e as altas taxas de juros pagas sobre a dívida. A necessidade de explicitar esqueletos, principalmente nos casos dos aportes dos bancos federais, está estreitamente relacionada a dificuldades financeiras oriundas do desequilíbrio entre obrigações assumidas e ativos mantidos em carteira, ou seja, num descasamento patrimonial.

Até 1997, a taxa de câmbio manteve-se relativamente estável. No entanto, a partir de 1998 e notadamente a partir de 1999, com a livre flutuação do câmbio e com os ataques especulativos que antecederam e sucederam ao início da implantação do câmbio flutuante, associados ao fato de boa parte da dívida interna estar indexada à taxa de

câmbio, as desvalorizações do real levaram a aumentos significativos na dívida pública. Apenas nos anos de 1999 e 2002 esses ajustes foram de 6,5% do PIB e 9,4% do PIB, respectivamente. A partir de 2003, o real valorizou-se, o que proporcionou uma redução da dívida, embora em magnitude inferior à verificada quando das depreciações.

Em todo o período em análise, o total de juros pagos como proporção da DLSP foi extremamente alto. Os juros foram de fundamental importância para aumentar a dívida pública brasileira. Nos primeiros três anos o governo central, incluindo o Tesouro Nacional, o Banco Central e a Previdência Social, pagava juros equivalentes aos que os estados pagavam. Mas, de 1998 em diante, os governos estaduais passaram a pagar muito menos do que a União, em alguns anos chegando a pagar menos de um terço.

No terceiro capítulo foram quantificadas as causas das variações da DLSP. Nesse capítulo, foi visto que a política de esterilização do efeito monetário da acumulação de reservas em dólar mantidas pelo Banco Central, ocorrida, principalmente, nos três primeiros anos, contribuiu para aumentar os custos da dívida pública. Isso aconteceu porque, embora o crescimento das reservas em moedas estrangeiras reduza a DLSP, a emissão de dívida interna para esterilizar o efeito monetário dessas reservas eleva as despesas com juros, em razão dos custos de financiamento doméstico nesses três primeiros anos terem sido muito mais altos do que os juros que o setor público recebeu pelas reservas mantidas em moedas de outros países. Portanto, o efeito direto e imediato era nulo; no entanto, no longo prazo, esse diferencial de juros leva o setor público a pagar juros líquidos substanciais em razão desse efeito de esterilização.

A DLSP no final do ano de 1995 era de R\$ 208,5 bilhões, e no final de 2005 essa mesma dívida era de R\$ 1.002,5 bilhões, um aumento de R\$ 480,8% nominais e de 184,7% em termos reais. Com relação ao PIB, em 1995 a DLSP representava 30,5% e em 2005 51,6%, embora no final de 2003 fosse de 58,7%. Dessa dívida em 1995, a DLSP externa correspondia a 5,6% do PIB, e em 2005 essa dívida era de 2,6% do PIB.

Entre 1995 e 2005 obteve-se um total de R\$ 122,149 bilhões com as vendas das empresas estatais, o que, atualizado pelo IPCA para dezembro de 2005, atinge um

total de R\$ 204,1 bilhões. Esse último valor deve ser considerado do ponto de vista estático. Para considerar do ponto de vista da dinâmica da dívida pública brasileira, deve ser levado em conta outro índice de atualização, que é a taxa de juros implícita da DLSP, ou seja, o total de juros apropriados em cada ano em relação a DLSP nesse mesmo ano. Essa é a forma mais adequada de medir a verdadeira contribuição das receitas obtidas com as privatizações para diminuir ou evitar a explosão da dívida pública no Brasil no período em análise. Utilizando essa medida, chega-se a um valor de R\$ 330,9 bilhões com as privatizações.

O setor público consolidado a partir de 1999 passou a obter superávits primários crescentes; no entanto, a elevação da carga tributária cresceu no mesmo ritmo. Entre 1998 e 2005, o superávit primário passou de 0,0% do PIB para 4,8% do PIB, enquanto a carga tributária bruta nesse mesmo período passou de 31,8% do PIB para 37,4% do PIB, continuando com tendência crescente. Em todo o período, o superávit primário atualizado pelo IPCA foi de R\$ 491 bilhões, e atualizado pela taxa de juros implícita foi de R\$ 571 bilhões. Nota-se que o superávit primário foi de importância fundamental para manter a sustentabilidade da dívida pública, principalmente diante de altas taxas de juros e na ausência de crescimento econômico.

As dívidas reconhecidas pelo setor público, incluindo os aportes às instituições financeiras do governo federal, no período de 1996 a 2005, elevaram a DLSP em R\$ 257,32 bilhões. No entanto, essas ações contribuíram para solucionar diversos problemas que vinham se arrastando por muito tempo e que se não tivessem sido solucionados elevariam ainda mais os seus custos financeiros. Enquanto isso, a variação da taxa de câmbio acrescentou à dívida pública líquida R\$ 377,2 bilhões.

Se a DLSP fosse remunerada de acordo com taxas de juros reais praticadas nos países da OCDE, a média dos juros pagos em cada ano seria 68,55% do que efetivamente o setor público brasileiro pagou de juros. Enquanto que, se a dívida pública brasileira fosse remunerada com taxas de juros reais iguais às taxas médias da OCDE ela pagaria 11,55% ao ano, ela foi remunerada com uma taxa de 16,96%, em média, considerando o mesmo período de onze anos.

Caso não tivesse ocorrido nenhuma privatização entre 1995 e 2005, a DLSP seria 33% maior do que a verificada ao final de 2005. Se não tivessem ocorrido os superávits primários, a DLSP seria 57% maior no mesmo período. Se não tivesse ocorrido o reconhecimento de dívidas por parte do governo, a DLSP seria 25,7% menor. Se não tivessem ocorrido as variações do câmbio, essa mesma dívida teria sido 38% menor. E se nenhum dos fatores acima tivesse ocorrido, a DLSP seria 26,75% maior. Se todos os fatores mencionados acima tivessem ocorrido, mas a nossa dívida pública fosse remunerada pela taxa média real de juros dos países da OECD ou seja, por uma taxa nominal igual a esta taxa real acrescida pelo IPCA, e tudo mais igual ao que de fato aconteceu, a nossa DLSP ao final de 2005 seria de R\$ 357 bilhões, correspondendo a 18,38% do PIB. O mais impressionante é o valor total de juros, atualizado pelo IPCA até dezembro de 2005, que o setor público pagou nesse período de 1995 a 2005: R\$ 1,58 trilhão.

A política monetária aplicada no Brasil em todo o período foi a principal responsável pela apropriação de um valor extraordinário de juros e, conseqüentemente, pelo aumento da relação dívida/PIB. A política monetária restritiva e a política fiscal apertadas em quase todo o período tiveram como uma das conseqüências o baixo crescimento médio do PIB verificado no período, que foi um importante fator para o aumento da relação acima.

Assim, a sustentabilidade da dívida pública a longo prazo depende tanto da política fiscal quanto da política monetária adotadas. A política fiscal foi, aparentemente, altamente restritiva; no entanto, o superávit primário anual, que caracteriza uma política fiscal restritiva, foi mais do que compensado pelo aumento da carga tributária. Ou seja, o aumento dos impostos foi suficiente para cobrir os superávits primários na maior parte do período e ainda serviu para cobrir o caixa da previdência social, que apresenta déficits contínuos e crescentes. Este desequilíbrio da previdência

sustentabilidade da dívida pública, além de isso elevar exageradamente os custos financeiros para o setor público.

Apesar do grande custo financeiro para o setor público brasileiro, a DLSP está encontrando um caminho decrescente com relação ao PIB. Essa tendência decrescente é viabilizada principalmente pelo superávit primário alto e pela valorização do câmbio, verificada no final do período. No entanto, sem as privatizações ocorridas no período, certamente a dívida pública brasileira teria encontrado enormes dificuldades para alcançar esse caminho de sustentabilidade.

## 5 - Bibliografia

BALL, Laurence; MANKIW, N. Gregory. *What do budget deficits do?* Harvard University. Disponível em: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/mankiw/papers/whatdobudgetdeficitsdo.pdf>.

Acessado em 10/10/2005.

BARBOSA, Fernando de Holanda. *A Estabilização Inacabada*. Revista de Economia Mackenzie, São Paulo/SP, Ano 1, nº 1, p. 11-26. 2003.

BARRO, Robert J. *Are Government Bonds Net Wealth?* Journal of Political Economy. Vol. 82, n. 6 (November-December/1974), p. 1095-1117. 1974.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO SOCIAL. *Estudos especiais do BNDES. Privatização no Brasil, 1990-1994, 1995-2002*. Rio de Janeiro. 2003. Disponível em: [www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/priv\\_Gov.pdf](http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes/catalogo/priv_Gov.pdf). Acessado em 27/10/2005.

BLANCHARD, Oliver. *Macroeconomia: Teoria e Política Econômica*. Editora Campus. Rio de Janeiro. 1999.

BLANCHARD, Oliver; CHOURAQUI, Jean-Cloude; HAGEMANN, Robert P.; SARTOR, Nicola. *The sustainability of fiscal policy: New answers to an old question*. OECD Economic Studies, n. 15, Autumn. 1990.

BLANCHARD, Oliver; WEIL, Phillippe. *Dynamic efficiency, the riskless rate and debt ponzi games under uncertainty*. Working Paper Series MIT. Department of Economics. 2001. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/abstract=290840>. Acessado em 26/08/2005.

*Boletim do Banco Central. Diversos anos (1995-2005)*. Banco Central do Brasil. Brasília.

BRUNE, Nancy; GARRET, Geoffrey; KOGUT, Bruce. *The International Monetary Fund and the global spread of privatization*. IMF staff papers, vol. 51, n.2. 2004.

CALCAGNO, Alfredo; MANUELITO, Sandra; TITELMAN, Daniel. *La Convertibilidad em Argentina: Lecciones de una experiência*. Santiago de Chile, Mimeo. P. 3-11. 2001.

CALVO, Guillermo; TALVI, Ernesto. *Suden stop, financial factors and economic collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile*. NBER Working Paper Series. Cambridge, MA. P. 7-18. 2005

CARVALHO, Carlos Eduardo. *Crises cambiais, finanças públicas e estabilidade financeira na América Latina: Algumas lições da experiência recente*. 2004. São Paulo/SP, PUC/SP. (Texto para Discussão).

CARVALHO, Marco Antônio de Souza. *Privatização, dívida e déficit público no Brasil*. BNDES. Rio de Janeiro. 2001. (Texto para discussão, n. 847).

CLAVIJO, Fernando; VALDIVIESO, Susana. *Reformas estructurales y política macroeconómica: el caso de México 1982-1999*. Santiago, CEPAL/PNUD, Serie Reformas Económicas. P. 49-67. 2000.

DIAMOND, P. A. *National Debt in a Neoclassical Growth Model*. A.P.E. 60 (december 1965). 1965.

DÍVIDA Pública: *Plano Anual de Financiamento. Diversos anos (1995-2005)*. Tesouro Nacional do Brasil. Brasília.

ELMENDORF, Douglas W.; MANKIW, N. Gregory. *Government debt*. Havard University and NBER. 2005 Disponível em: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/mankiw/papers/govdebt.pdf>. Acessado em 15/11/2005.

*Estúdio Econômico de América Latina y el Caribe*. Publicação da CEPAL. Diversos números (1995-2005).

FERREIRA, Carlos Kawal Leal; FILHO, Murilho Rbotton; DUPITS, Adriana Beltrão. *Política monetária e alongamento da dívida pública: Uma proposta para discussão*. São Paulo, SP: PUCSP, 2004. (Texto Para Discussão).

FRIEDMAN, Benjamin M. *Deficits and Debt in the Short and Long Run*. Cambridge, MA. Working paper 11630. September, 2005. Disponível em [www.nber.org/papers/w11630](http://www.nber.org/papers/w11630). Acessado em 05/09/2005.

International Monetary Fund. *Government Finance Statistics Manual*. Washington D. C., August 2001.

GAPEN, Michael T.; GRAY, Dale F.; LIN, Cheng Hoon; XIAO, Yingbin. *Measuring and Analyzing Sovereign Risk with Contingent Claims*. IMF Working paper. August 2005.

GIABIANGI, Fábio e ALÉM, Ana Claudia. *Finanças Públicas: Teoria e Prática no Brasil*, 2ª Edição. Editora Campus. 2001.

GOLDFAJN, Ilan; GAURIDA, Carlos. *Fiscal Rules and Debt Sustainability in Brazil*. Banco Central do Brasil Technical Notes, nº 39, July. 2003.

HERMANN, Jennifer. *A Macroeconomia da Dívida Pública. Notas Sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)*. Rio de Janeiro, RJ, IE/UFRJ. 2004. (Texto para Discussão). Disponível em [http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a\\_macroeconomia\\_da\\_divida\\_publica\\_Jenifer\\_Herman.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco/a_macroeconomia_da_divida_publica_Jenifer_Herman.pdf). Acessado em 23/07/2006.

HYMAN, David N. *Public Finance: A contemporary application of theory to policy*. Sixth edition. The Dryden Press. Orland, FL. 1999.

LEITE, Guedes Leite; ARVATE, Paulo Roberto. *Uma Visão Institucional para a Dívida Pública no Brasil*. Revista de Economia Política. São Paulo, p. 69-84. Out./Dez. 2002.

LERNER, Abba P. *Functional Finance and the Federal Debt*. Social Research, vol. 10, nº 1, February, p. 38-52. 1943.

LERNER, Abba P. *Economics of Employment*. New York. MCGRAW-Hill. 1951.

LOPES, Mariana; DOMINGOS, Érica. *Composição Ótima para a Dívida Pública. Uma análise macro-estrutural*. Brasília, DF: Universidade de Brasília. 2004. (Texto para Discussão).

MARTINER, Ricardo; TROMBEM, Varinia. *La Sostenibilidad de la deuda pública*. Revista de la CEPAL, Santiago, n. 84, p. 101-114, Diciembre 2004.

MARTINER, Ricardo; TROMBEM, Varinia. *Tax reforms and fiscal stabilisation in Latin American countries*. Série Gestão Pública (CEPAL), p. 10-31, Junho 2004.

MASKIO, Sandro Renato. *Política fiscal pós-real assumindo os custos da estabilização*. Revista Eletrônica FAENAC. Disponível em: <http://revista.faienac.edu.br/materia.asp?idmateria=73>. Acessado em 04/11/2005.

MODIGLIANI, Franco. *Uma nova abordagem do mecanismo monetário e sua relação com a estrutura financeira*. 1980. Trabalho apresentado no ENCONTRO NACIONAL DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE ECONOMETRIA, Nova Friburgo, 1980.

MONTIEL, Peter J. *Macroeconomics in emerging markets*. Cambridge University Press. Cambridge. 2003.

NETO; Fernando de Aquino Fonseca; JOANÍLIO, Rodolfo Teixeira. *Volume, composição e sustentabilidade da dívida pública de liquidez brasileira no período de 1994-2002*. Brasília, DF: Universidade de Brasília, 2004. (Texto para Discussão).

NUNES, Ricardo da Costa; PERES, Selene Nunes. *Privatização e Ajuste Fiscal: A Experiência Brasileira*. Revista Planejamento e Políticas Públicas nº 17 – jun. de 1998.

OURIVES, L. H. da Costa. *A sustentabilidade da dívida pública brasileira na presença de déficit quase-fiscais*. STN. VII Prêmio Tesouro Nacional. Brasília. 2002.

PÊGO FILHO, Bolívar; LIMA, Edilberto Carlos Pontes; PEREIRA, Francisco. *Privatização, ajuste patrimonial e contas públicas no Brasil*. Brasília, DF: IPEA, 1999. (Texto para discussão n. 668).

PÊGO FILHO, Bolívar; PINHEIRO, Maurício Mota Saboya. *Passivos contingentes e a dívida pública no Brasil*. VIII Prêmio Tesouro Nacional, p. 21-79, Brasília, DF, 2003.

PINHEIRO, Armando Castela. *Privatização no Brasil: Por quê? Até onde? Até quando?* In GIAMBIAGI, Fábio; MOREIRA, Maurício Mesquita. *A economia brasileira nos anos 90*. 1ª edição. BNDES. Rio de Janeiro. 1999.

POLAKOVA, Hana. *Government Contingent Liabilities: A Hidden Risk to Fiscal Stability*. World Bank. Disponível em <http://www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/WPS1900series/wps1989/wps1989.pdf#search='Government%20Contingent%20Liabilities%3A>. Acessado em 25/11/2005.

*RELATÓRIO Anual do Banco Central do Brasil sobre a dívida pública brasileira*. Diversos anos (1995-2005).

RIGOLON, Francisco José Zagari ; GIAMBIAGI, Fábio. *O ajuste fiscal de médio prazo: O que vai acontecer quando as receitas extraordinárias acabarem?* Rio de Janeiro,RJ: BNDES, 1999. (Texto para discussão n.70).

ROCHA, Fabiana. *Déficit público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações*. Em Economia do setor público, organizadores: Ciro Biderman e Paulo Arvate. Editora Campus. São Paulo. 2004.

ROMAN, Rosana Marques Oliveira. *Dívida pública indexada: Aspectos teóricos e a experiência do Brasil no período pós-real*. 2004. 134 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2004.

SAMUELSON, P. A. *No Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money*. J. P. E. 66 nº 6 (december 1958).

SCHWARTSMAN, Alexandre. *Privatização “marvada”*. Folha de São Paulo, São Paulo, 15 nov. 2006. Caderno B, p. B2.

SICSÚ, João; MENDONÇA, H. F. *Deflação, Recessão e Recuperação Econômica: um modelo keynesiano*. Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro, v. 54, n. 4, p. 473-492. 2000.

SICSÚ, João; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. R. *Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para um crescimento auto-sustentado da economia brasileira*. In: João Sicsú; José Luis Oreiro; Luiz Fernando de Paula. (Org.). Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. , 2003, v., p. 65-115.

SILVA, Viviane Aparecida. *O impacto das moedas de privatização sobre a dívida pública*. II prêmio Tesouro Nacional. Brasília,DF, 1997. Disponível em. [www.stn.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/conteudo\\_mono\\_pr2.html](http://www.stn.fazenda.gov.br/Premio_TN/conteudo_mono_pr2.html). Acessado em 17/08/2005. Acessado em 12/11/2005.

TOWE, Christopher. *Passivo contingente do governo e a mensuração do impacto fiscal*. In Ministério da Fazenda/STN – Fundo Monetário Internacional (org.). Como medir o déficit público? Brasília. 1999.

VELLOSO, Raul. *Balanço da situação das contas públicas no pós-Real*. Trabalho apresentado no X Fórum Nacional. INAE/BNDES. Rio de Janeiro. 1998.

## 6 - Anexos

### Anexo 1 – Privatizações no âmbito dos Programas Estaduais de Desestatização

Empresa	Data do leilão	Preço de venda (US\$)	Dívida transferida (US\$)	Total (US\$)	Tx. Câmbio	Total (R\$)	Atualizado até o final do ano
Cerj	20/11/1996	587	364	951	1,033	982	987
Ferroeste	10/12/1996	25	0	25	1,039	26	26
Participações minoritárias		794		794	1,008	800	800
Banerj	26/6/1997	289	0	289	1,077	311	314
Riogás	14/7/1997	146	0	146	1,083	158	159
Ceg	14/7/1997	430	0	430	1,083	466	470
Coelba	31/7/1997	1.598	213	1.811	1,083	1.961	1.978
Credireal	7/8/1997	112	0	112	1,092	122	123
Cachoeira Dourada	5/9/1997	714	140	854	1,096	936	942
CEEE - N/NE	21/10/1997	1.486	149	1.635	1,103	1.803	1.814
CEEE - CO	21/10/1997	1.372	64	1.436	1,103	1.584	1.594
CPFL	5/11/1997	2.731	102	2.833	1,103	3.125	3.138
Enersul	19/11/1997	565	218	783	1,110	869	873
Cia. União de Seguros Gerais	20/11/1997	45	0	45	1,110	50	50
Cemat	27/11/1997	353	461	814	1,110	904	907
Energipe	3/12/1997	520	40	560	1,110	622	622
Cosen	12/12/1997	606	112	718	1,116	801	801
Metrô do Rio de Janeiro	19/12/1997	262	0	262	1,116	292	292
Participações minoritárias		2.388		2.388	1,081	2.581	2.581
Cornej	5/2/1998	29	0	29	1,124	33	33
Coelce	2/4/1998	868	378	1.246	1,137	1.417	1.419
Eletropaulo Metropolitana	15/4/1998	1.777	1.241	3.018	1,144	3.453	3.458
CRT	19/6/1998	1.018	822	1.840	1,157	2.129	2.132
Celpa	9/7/1998	388	116	504	1,157	583	580
Flumitrens	15/7/1998	240	0	240	1,163	279	278
Elektro	16/7/1998	1.273	428	1.701	1,163	1.978	1.968
Benge	14/9/1998	494	0	494	1,186	586	587
Emp. Bandeirante de Energia	17/9/1998	860	375	1.235	1,186	1.465	1.468
Terminal Garagem M. Cortês	28/10/1998	67	0	67	1,193	80	81
Bandepe	17/11/1998	153	0	153	1,201	184	185
Participações minoritárias		330		330	1,164	384	384
Congás	14/4/1999	988	88	1.076	1,661	1.787	1.882
Baneb	22/6/1999	147	0	147	1,770	260	272
Cesp - Parapanema	28/7/1999	682	482	1.164	1,789	2.082	2.158
Cesp - Tietê	27/10/1999	472	668	1.140	1,953	2.226	2.261
Gás Noroeste	9/11/1999	143	0	143	1,923	275	277
Participações minoritárias		216		216	1,851	400	400
Celpe	17/2/2000	1.004	131	1.135	1,769	2.008	2.112
Gás Sul	26/4/2000	298	0	298	1,807	538	562
Cemar	15/6/2000	289	158	447	1,800	805	839
Manus Saneamento	29/6/2000	106	0	106	1,800	191	199
Banestado	17/10/2000	869	0	869	1,909	1.659	1.674
Saelpa	30/11/2000	185	0	185	1,960	363	365
Banco do Est. Da Paraiba	8/11/2001	29	0	29	2,529	73	74
<b>TOTAL</b>		<b>27.948</b>	<b>6.750</b>	<b>34.698</b>		<b>43.632</b>	

Fonte: BNDES(2003)

## Anexo 2 – Privatizações no âmbito do Programa Nacional de Desestatização

Empresa	Data do leilão	Preço de venda (US\$)	Dívida transferida (US\$)	Total (US\$)	Tx. Câmbio	Preço de venda (R\$)	Dívida transferida (R\$)	Total (R\$)	Final do Ano
Copene	15/8/1995	270	475	745	0,9420	254	447	702	741
CPC	29/9/1995	100	61	161	0,9528	95	58	153	160
Salgema	5/10/1995	139	44	183	0,9597	133	42	176	181
CQR	5/10/1995	2	0	2	0,9597	2	0	2	2
Pronor	5/12/1995	64	35	99	0,9683	62	34	96	96
Nitrocarbono	5/12/1995	30	7	37	0,9683	29	7	36	36
CBP	5/12/1995	0	0	0	0,9683	0	0	0	0
Polipropileno	1/2/1996	81	5	86	0,9811	79	5	84	90
Koppol	1/2/1996	3	67	70	0,9811	3	66	69	74
Deten	22/5/1996	12	0	12	0,9953	12	0	12	12
Polibrasil	27/8/1996	99	12	111	1,0134	100	12	112	113
EDN	26/9/1996	17	0	17	1,1930	20	0	20	20
Escelsa	11/7/1995	519	2	521	0,9288	482	2	484	516
Lght	21/5/1996	2.508	586	3.094	0,9953	2.496	583	3.079	3.203
Gerasul	15/9/1998	881	1.082	1.963	1,1809	1.040	1.278	2.318	2.343
Malha Oeste	5/3/1996	63	0	63	0,9861	62	0	62	66
Malha Centro-Leste	14/6/1996	316	0	316	1,0013	316	0	316	325
Malha Sul	20/9/1996	208	0	208	1,1930	248	0	248	251
Malha Sudeste	22/11/1996	871	0	871	1,0304	897	0	897	901
M. T. Cristina	13/12/1996	18	0	18	1,0373	19	0	19	19
Malha Nordeste	18/7/1997	15	0	15	1,0807	16	0	16	16
Malha Paulista	10/11/1998	206	0	206	1,1937	246	0	246	247
CVRD	6/5/1997	3.299	3.559	6.858	1,0683	3.524	3.802	7.326	7.446
Tecon 1	17/9/1997	251	0	251	1,0936	274	0	274	276
Meridional	4/12/1997	240	0	240	1,1136	267	0	267	267
Codesa - Cais de Capuaba	6/5/1998	26	0	26	1,1481	30	0	30	31
Codesa - Cais de Paul	6/5/1998	9	0	9	1,1481	10	0	10	10
Tecon 1 - Porto de Sepitiba	13/5/1998	79	0	79	1,1481	91	0	91	96
CDRJ	3/9/1998	27	0	27	1,1809	32	0	32	32
Porto Angra dos Reis	3/11/1998	8	0	8	1,1937	10	0	10	10
Datamec	23/6/1999	50	0	50	1,7654	88	0	88	92
Porto de Salvador	21/12/1999	21	0	21	1,8428	39	0	39	39
Banespa	20/11/2000	3.604	0	3.604	1,9480	7.021	0	7.021	7.062
Oferta pública - ações Petrobrás	2000	4.032	0	4.032	1,843	7.431	0	7.431	7.431
Oferta pública - ações Petrobrás	2001	808	0	808	2,353	1.901	0	1.901	1.901
Banco Estado Goiás	4/12/2001	269	0	269	2,3627	636	0	636	636
Banco E. Amazonas	24/1/2002	77	0	77	2,3779	183	0	183	205
Oferta pública - ações CVRD	20/3/2002	1.897	0	1.897	2,3466	4.452	0	4.452	4.936
Banco do Estado do Maranhão e três subsidiárias	11/2/2004	314	0	314	2,398	753	0	753	799
Banco do Estado do Ceará e a subsidiária BEC-DTVM	15/9/2005	434	0	434	2,198	954	0	954	970
Participações minoritárias		753	0	753		753	0	753	753
<b>TOTAL</b>		<b>22.620</b>	<b>5.935</b>	<b>28.555</b>		<b>35.063</b>	<b>6.336</b>	<b>41.399</b>	

BNDES (2003)

## Anexo 3 – Privatizações no âmbito da Lei das Telecomunicações

Empresa	Data do Leilão	Preço de venda	Dívida transferida	Total milhões US\$	milhões R\$	R\$ Final do Ano
Sistema Telebrás	9/7/1998	11.970	2.125	14.095	16.371	16.514
Telefonia celular - Banda A	9/7/1998	6.974	0	6.974	8.100	8.171
Oferta aos empregados	9/7/1998	293	0	293	340	343
Concessões						
Telefonia celular - Banda B	1997/1998	7.613	0	7.613	abaixo	
Telefonia celular - Banda D	13/2/2001	1.334	0	1.334	2.671	2.847
Telefonia celular - Banda D (sobras)	2002	18	0	18	53	53
Telefonia celular - Banda E	13/3/2001	482	0	482	1.007	1.069
Telefonia celular - Banda E (sobras)	2002	238	0	238	695	695
Empresas espelho	1999	128	0	128	201	217
TOTAL		29.050	2.125	31.175		
Telefonia celular - Banda B	Data	Milhões US\$	milhões R\$	R\$ Final do Ano		
Área 1	9/7/1997	2.453	2.651	2.674		
Área 2	8/8/1997	1.223	1.331	1.342		
Área 3	31/3/1998	1.327	1.504	1.506		
Área 4	6/4/1998	457	522	522		
Área 5	7/4/1998	729	832	831		
Área 6	14/4/1998	315	359	357		
Área 7	4/6/1997	314	337	340		
Área 8	27/11/1998	51	61	61		
Área 9	9/7/1997	232	254	256		
Área 10	8/8/1997	512	557	562		
TOTAL		7.613				
Empresas-espelho	Data	Milhões US\$	Milhões R\$	R\$ final do ano		
Áreas I e IV	15/1/1999	82	123	135		
Área III	5/5/1999	44	74	78		
Área II	27/8/1999	2	4	4		
TOTAL		128				

Fonte: BNDES (2003)

## Anexo 4 – Taxa de câmbio de janeiro/95 a dezembro/05

Ano	Mês	Taxa de Câmbio									
1995	1	0,8471	1998	1	1,1199	2001	1	1,9545	2004	1	2,8518
1995	2	0,8408	1998	2	1,1271	2001	2	2,0019	2004	2	2,9303
1995	3	0,8894	1998	3	1,1337	2001	3	2,0891	2004	3	2,9055
1995	4	0,9075	1998	4	1,1412	2001	4	2,1925	2004	4	2,9060
1995	5	0,8974	1998	5	1,1481	2001	5	2,2972	2004	5	3,1004
1995	6	0,9140	1998	6	1,1546	2001	6	2,3758	2004	6	3,1291
1995	7	0,9288	1998	7	1,1615	2001	7	2,4660	2004	7	3,0368
1995	8	0,9420	1998	8	1,1717	2001	8	2,5106	2004	8	3,0029
1995	9	0,9528	1998	9	1,1809	2001	9	2,6717	2004	9	2,8911
1995	10	0,9597	1998	10	1,1884	2001	10	2,7402	2004	10	2,8529
1995	11	0,9634	1998	11	1,1937	2001	11	2,5431	2004	11	2,7860
1995	12	0,9683	1998	12	1,2054	2001	12	2,3627	2004	12	2,7182
1996	1	0,9745	1999	1	1,5019	2002	1	2,3779	2005	1	2,6930
1996	2	0,9811	1999	2	1,9137	2002	2	2,4196	2005	2	2,5978
1996	3	0,9861	1999	3	1,8968	2002	3	2,3466	2005	3	2,7047
1996	4	0,9902	1999	4	1,6941	2002	4	2,3204	2005	4	2,5792
1996	5	0,9953	1999	5	1,6835	2002	5	2,4804	2005	5	2,4528
1996	6	1,0013	1999	6	1,7654	2002	6	2,7140	2005	6	2,4135
1996	7	1,0069	1999	7	1,8003	2002	7	2,9346	2005	7	2,3735
1996	8	1,0134	1999	8	1,8807	2002	8	3,1101	2005	8	2,3606
1996	9	1,1930	1999	9	1,8981	2002	9	3,3420	2005	9	2,2944
1996	10	1,0251	1999	10	1,9695	2002	10	3,8059	2005	10	2,2565
1996	11	1,0304	1999	11	1,9299	2002	11	3,5764	2005	11	2,2108
1996	12	1,0373	1999	12	1,8428	2002	12	3,6259	2005	12	2,2855
1997	1	1,0429	2000	1	1,8037	2003	1	3,4384			
1997	2	1,0493	2000	2	1,7753	2003	2	3,5908			
1997	3	1,0567	2000	3	1,7420	2003	3	3,4469			
1997	4	1,0609	2000	4	1,7682	2003	4	3,1187			
1997	5	1,0683	2000	5	1,8279	2003	5	2,9557			
1997	6	1,0746	2000	6	1,8083	2003	6	2,8832			
1997	7	1,0807	2000	7	1,7978	2003	7	2,8798			
1997	8	1,0879	2000	8	1,8092	2003	8	3,0025			
1997	9	1,0936	2000	9	1,8392	2003	9	2,9228			
1997	10	1,1001	2000	10	1,8796	2003	10	2,8615			
1997	11	1,1073	2000	11	1,9480	2003	11	2,9138			
1997	12	1,1136	2000	12	1,9633	2003	12	2,9253			

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil (1995-2005)

## Anexo 5 – Pagamento de juros com as taxas de juros na OCDE incluindo o IPCA

Ano	Juros pagos	%DLSP	Tx. Juros OCDE real incluindo o IPCA	Utilizando as taxas de juros da OCDE	Diferença	Tx. Juros nominais na OCDE	Inflação na OCDE	Juros reais na OCDE	IPCA
1995	51.065	24,5	25,73	53.637	-2.572	8,26	5,4	2,71	22,41
1996	46.464	17,3	12,4	33.380	13.084	7,11	4,4	2,60	9,56
1997	45.621	14,8	7,98	24.612	21.009	6,52	3,8	2,62	5,22
1998	72.887	18,9	4,24	16.361	56.526	5,92	3,3	2,54	1,66
1999	127.245	24,6	11,48	59.303	67.942	6,12	3,7	2,33	8,94
2000	87.446	15,5	9,36	52.712	34.734	6,71	3,4	3,20	5,97
2001	86.444	13,1	11,3	74.678	11.766	5,96	2,5	3,38	7,67
2002	114.004	12,9	15,64	137.805	-23.801	5,44	2,6	2,77	12,53
2003	145.203	15,9	11,39	104.007	41.196	4,46	2,5	1,91	9,3
2004	128.256	13,4	10,02	95.891	32.365	4,70	2,4	2,25	7,6
2005	157.146	15,7	7,52	75.387	81.759	4,28	2,6	1,64	5,79

Fontes: OCDE, Boletim do Banco Central (1995 – 2005) e IBGE.

# Livros Grátis

( <http://www.livrosgratis.com.br> )

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)  
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)  
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)  
[Baixar livros de Matemática](#)  
[Baixar livros de Medicina](#)  
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)  
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)  
[Baixar livros de Meteorologia](#)  
[Baixar Monografias e TCC](#)  
[Baixar livros Multidisciplinar](#)  
[Baixar livros de Música](#)  
[Baixar livros de Psicologia](#)  
[Baixar livros de Química](#)  
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)  
[Baixar livros de Serviço Social](#)  
[Baixar livros de Sociologia](#)  
[Baixar livros de Teologia](#)  
[Baixar livros de Trabalho](#)  
[Baixar livros de Turismo](#)