

**ESCOLA DE GOVERNO PROF. PAULO NEVES DE CARVALHO**  
**XVII Curso de Graduação em Administração Pública**

**CONSIDERAÇÕES SOBRE OS ÚLTIMOS 25 ANOS DA  
DÍVIDA PÚBLICA DO ESTADO DE MINAS GERAIS**

**Ângelo Emílio de Carvalho Fonseca**

**Belo Horizonte**

**2009**

# **Livros Grátis**

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

Milhares de livros grátis para download.

**Ângelo Emílio de Carvalho Fonseca**

**CONSIDERAÇÕES SOBRE OS ÚLTIMOS 25 ANOS DA  
DÍVIDA PÚBLICA DO ESTADO DE MINAS GERAIS**

Monografia apresentada ao XVII Curso de Graduação em Administração Pública da Escola de Governo Prof. Paulo Neves de Carvalho, como requisito para obtenção do título de Graduado em Administração Pública.

Orientador: Prof. Doutor Reginaldo Pinto Nogueira Júnior.

**Belo Horizonte**

**2009**

F676c Fonseca, Ângelo Emílio de Carvalho

Considerações sobre os últimos 25 anos da dívida Pública do Estado de Minas Gerais / Ângelo Emílio de Carvalho Fonseca. – Belo Horizonte: Fundação João Pinheiro /Escola de Governo Prof.º Paulo Neves de Carvalho, 2009.

100 f. : il.

Orientador: Professor Doutor Reginaldo Pinto Nogueira Júnior.  
Monografia (graduação) – Fundação João Pinheiro /Escola de Governo Prof.º Paulo Neves de Carvalho. XVII Curso de Graduação em Administração Pública.

1. Dívida Pública. 2. Finanças públicas. 3. Investimento público. 4. Estado de Minas Gerais. III. Título.

CDU: 336.3

# **Ângelo Emílio de Carvalho Fonseca**

## ***Considerações sobre os últimos 25 da Dívida Pública do Estado de Minas Gerais***

Monografia apresentada ao XVII Curso de Graduação em Administração Pública da Escola de Governo Prof. Paulo Neves de Carvalho, como requisito para obtenção do título de Graduado em Administração Pública.

---

Prof. Doutor Reginaldo Pinto Nogueira Júnior (Orientador) – Escola de Governo Prof. Paulo Neves de Carvalho

---

Prof<sup>ª</sup> Doutora Carla Cristina Aguilard de Souza – Escola de Governo Prof. Paulo Neves de Carvalho

---

Prof. Mestre Raimundo de Sousa Leal Filho – Escola de Governo Prof. Paulo Neves de Carvalho

**Belo Horizonte, 28 de outubro de 2009.**

## **AGRADECIMENTOS**

A toda equipe da Escola de Governo Prof. Paulo Neves de Carvalho por terem me propiciado uma formação acadêmica de que muito me orgulho.

A todos os professores com quem convivi em minha vida estudantil pelos ensinamentos e pela dedicação.

Aos meus familiares pelo apoio incondicional.

Aos colegas da faculdade pelo companheirismo de sempre.

## RESUMO

Este trabalho aborda o comportamento da dívida pública fundada do Estado de Minas Gerais entre 1984 e 2008, bem como seu impacto sobre o investimento público no mesmo período. Seu objetivo foi descrever o comportamento da dívida fundada total nos últimos 25 anos e também o comportamento dos elementos que a compõem, como dívida contratual externa e interna e dívida mobiliária externa e interna, analisar a relação entre dívida pública e investimento governamental e identificar quais variáveis determinam o comportamento do investimento, comparar dois contratos de empréstimo celebrados pelo Governo de Minas Gerais junto a organismos financeiros nacional e internacional. Para se atingir o primeiro dos objetivos citados, colheu-se os dados nos Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais entre 1983 e 2008 e analisou-se sua evolução, em comparação com a bibliografia correlata. Para se atingir o segundo objetivo, procedeu-se com uma análise de regressão múltipla, em que a variável dependente se constitui dos gastos anuais do Estado com investimentos e inversões financeiras, e as variáveis independentes são despesa anual de custeio, receita corrente e dívida fundada total em um momento, e dívida fundada externa e interna num segundo momento. Para se atingir o terceiro objetivo, descreveu-se as características financeiras principais de cada contrato, submetendo-as posteriormente a uma comparação, utilizou-se a bibliografia pertinente a fim de subsidiar a comparação de fundamentos teóricos. Verificou-se que a dívida pública estadual tem se constituído como instrumento precário de financiamento da atividade governamental, que o comportamento do investimento público do Estado explica-se basicamente pela variação da receita corrente anual e que há consistentes indícios de que a contratação de empréstimo junto a organismos financeiros internacionais está imbuída de riscos, que tendem a aumentar excessivamente seus encargos financeiros efetivos. Enfim, os procedimentos inerentes ao endividamento público devem ser revistos a fim de se obter uma legitimação mais consistente e um benefício maior à sociedade.

Palavras-chave: Dívida pública. Finanças públicas. Investimento público. Estado de Minas Gerais.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b>	<b>6</b>
<b>2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS</b>	<b>9</b>
2.1 O Estado e seus múltiplos conceitos	10
2.1.1 <i>As peculiaridades de um Estado federativo</i>	11
2.2 Breve histórico do intervencionismo estatal	13
2.2.1 <i>Revoluções burguesas e o liberalismo econômico</i>	14
2.2.2 <i>Crise do liberalismo econômico</i>	16
2.2.3 <i>O Keynesianismo</i>	17
2.2.4 <i>O neoliberalismo</i>	20
2.3 As funções econômicas do Estado	21
2.4 As formas de financiamento dos entes federativos brasileiros	23
2.5 Dívida pública e seus efeitos na economia	25
2.5.1 <i>Conceito de dívida pública</i>	26
2.5.2 <i>A teoria convencional da dívida pública</i>	27
2.5.2.1 <u>Efeitos no curto prazo</u>	27
2.5.2.2 <u>Efeitos no longo prazo</u>	29
2.5.2.3 <u>Efeitos sobre a taxa de câmbio e as contas externas</u>	31
2.5.3 <i>Teoria da equivalência ricardiana</i>	32
<b>3 A DÍVIDA PÚBLICA DE MINAS GERAIS ENTRE 1984 E 2008</b>	<b>34</b>
3.1 A evolução da Dívida Mobiliária Externa entre 1984 e 2008	36
3.2 A evolução da Dívida Mobiliária Interna entre 1984 e 2008	40
3.3 A evolução da Dívida Contratual Externa entre 1984 e 2008	43
3.4 A evolução da Dívida Contratual Interna entre 1984 e 2008	45
3.4.1 <i>A renegociação da dívida do Estado de Minas Gerais em 1998</i>	48
3.4.1.1 <u>A moratória empreendida pelo Governo Itamar Franco em 1999</u>	53
<b>4 O INVESTIMENTO PÚBLICO DO ESTADO DE MINAS GERAIS ENTRE 1984 E 2008</b>	<b>56</b>
4.1 Conceitos fundamentais	57
4.2 O comportamento do investimento público do Estado de Minas Gerais entre 1984 e 2008	58
4.3 Análise de regressão múltipla dos gastos com investimentos e inversões financeiras do Estado de Minas Gerais, entre 1984 e 2008	64
4.3.1 <i>Resultados encontrados</i>	66
<b>5 COMPARAÇÃO ENTRE CONTRATOS DE DÍVIDA INTERNA E EXTERNA</b>	<b>72</b>
5.1 O contrato 02.2.222.3.1	72
5.2 O contrato L7329-BR	74
5.3 Comparação entre os custos nominais dos empréstimos 02.2.222.3.1 e L7329-BR	76
5.4 Custo nominal <i>versus</i> custo efetivo dos empréstimos externos	78
5.5 O custo efetivo no contrato L7329-BR	81
5.6 Considerações sobre contrato de risco e risco cambial	84
<b>6 CONCLUSÃO</b>	<b>89</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>93</b>

## 1 INTRODUÇÃO:

O comportamento da dívida pública tem um impacto direto sobre o ambiente macroeconômico e seu ônus recai sobre a população, seja por suportar um aumento na carga tributária, ou por outras medidas que busquem financiar o déficit público. Desta forma, um estudo aprofundado sobre a questão é bastante pertinente, ainda mais ao se considerar o acelerado crescimento do déficit público brasileiro a partir da segunda metade da década de 1970.

o processo de deterioração das finanças públicas no Brasil, remonta o período 1974-80 e resulta da natureza e envergadura da política anticíclica levada a cabo pelo Estado naquele período. (...) A origem de natureza financeira do processo de deterioração das finanças públicas, deve ser entendida no contexto da política de ajuste monetário do balanço de pagamentos, praticada após 1976, com elevação da taxa interna de juros que visava reduzir a absorção doméstica e, pela ampliação do diferencial de juros, incrementar a tomada de recursos externos. (...) Nos anos 80, a crise do padrão de financiamento do setor público, que havia sido gestada em grande parte na segunda metade da década de 70, explicita-se na sua integralidade. (ROSAR, 1999, p. 1-3)

A dívida líquida brasileira passou de 35,5% do PIB em 1982 para 50,5% do PIB em 1989. Após este período, houve uma retração que duraria até junho de 1995, momento em que voltaria a crescer vertiginosamente. (CARNEIRO, R. M. *apud* ROSAR, 1999) Segundo Rezende (2006-b), a dívida do setor público brasileiro, que em meados de 1994 estava em torno de 30% do PIB, em 1999 já alcançava os 47% do PIB.

A propósito, segundo as teorias econômicas sobre a dívida pública, a necessidade de financiamento do setor público impacta o cidadão de tal maneira que passa a se constituir como variável fundamental a ser analisada nas decisões de consumo ou poupança individual dos cidadãos.

Para se atingir os objetivos propostos, procedeu-se com revisão da bibliografia correlata. Os dados que foram submetidos à análise foram coletados nos Balanços Gerais do Estado entre 1983 e 2008, quando então sofreram correção inflacionária a fim de permitir uma comparação mais realística de seu comportamento. O índice de preços utilizado na correção

monetária foi o IPC-A, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, e justifica-se a utilização deste índice pelo seguinte:

As razões pelas quais o IPCA é o melhor índice são as mesmas que levaram o BC a elegê-lo como o da meta de inflação. Por ser um índice de preços ao consumidor, ele reflete melhor a inflação que interessa à população. Os IGPs da FGV são determinados em sua maior parte (60%) pelo IPA, que refletem preços que não entram diretamente a cesta de consumo da população. Além disso, os IPAs têm notórios problemas metodológicos, como, por exemplo, o de não observarem os preços efetivos das transações, usando apenas os preços listados pelas empresas vendedoras. Além de ser um melhor índice, o IPCA já é o índice escolhido pelo BC para aferir a meta de inflação. Assim, para evitar eventuais diferenças entre dois índices de preços distintos (o chamado “risco de base”), é desejável que o indexador da dívida seja o mesmo que o da meta perseguida pelo BC. (GARCIA, 2001, p. 2)

A monografia está assim estruturada:

→ No próximo capítulo, serão apresentados os fundamentos teóricos que nortearam a elaboração deste trabalho, sempre evidenciando a relação destes com a dívida pública. O marco inicial da construção teórica constitui-se na definição do conceito de Estado, que seja conveniente a esta abordagem, pois tal instituição é que tem o poder de impor um espectro de comportamento aos seus subordinados, a fim de promover a harmonia e o bem da coletividade.

→ No terceiro capítulo será buscado atingir o primeiro objetivo deste trabalho, qual seja o de descrever o comportamento da dívida fundada do Estado de Minas Gerais – Administração Direta entre 1984 e 2008, bem como de seus componentes (dívida contratual interna e externa e dívida mobiliária interna e externa). Além disso, serão tecidas considerações particulares sobre dois episódios importantes neste lapso de tempo que são a renegociação da dívida em 1998 e a moratória empreendida pelo Governo Itamar Franco em 1999.

→ No quarto capítulo, buscar-se-á atingir o segundo objetivo que é o de analisar a influência da dívida estadual sobre os gastos anuais com investimentos públicos e inversões financeiras, além de descrever o comportamento desta variável no período considerado. Para isso, procedeu-se com uma análise de regressão múltipla, em que a variável dependente era

justamente os gastos citados anteriormente, e as variáveis independentes eram receita corrente anual, despesa de custeio anual e dívida, ora na íntegra, ora fracionada em dívida interna e externa.

→ No capítulo seguinte, será feita a comparação entre dois contratos de dívida celebrados pelo Governo do Estado de Minas Gerais, ora com organismo financeiro nacional, ora com organismo financeiro estrangeiro, no sentido de apontar, entre outros, seu custo nominal e tecer considerações sobre seu custo efetivo. O objetivo nesta parte do trabalho é, pois, o de buscar compreensão sobre os aspectos positivos e negativos de cada modalidade de financiamento abordada e que orientam a sua contratação.

→ Finalmente, na conclusão, sucintamente, serão reunidos os principais achados deste estudo.

## **2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS:**

Neste capítulo, serão apresentados os fundamentos teóricos que subsidiam este estudo. O marco inicial consiste em se definir um conceito de Estado que seja conveniente ao trabalho. E, para isso, utiliza-se alguns outros conceitos de Estado, teoricamente formados em diversas perspectivas, e que se constituirão como referências de partida. Fundamental também é apontar em que circunstância a dívida pública se constitui como característica precípua ao funcionamento da instituição abordada. Em seguida, tratar-se-á de aspectos comuns a um Estado Federativo, pois o objeto deste estudo é a dívida pública de um ente federativo, qual seja o Estado de Minas Gerais. Serão apresentadas também considerações sobre o federalismo brasileiro em uma perspectiva fiscal, no sentido de se afirmar a relativa independência nas fontes de financiamento do gasto público entre os entes federativos brasileiros.

Nos tópicos seguintes, serão apresentados os períodos da história, em que se defendeu ou refutou a maior ou menor presença do Estado no ambiente econômico, tentando identificar o tratamento que era dispensado à dívida pública em cada tempo. O marco inicial é a formação dos estados nacionais europeus, que será seguida pelas revoluções liberais burguesas, pelo liberalismo político-econômico, pela crise deste liberalismo, pelo surgimento do ideário keynesiano, pelo ressurgimento das idéias liberalizantes no movimento neoliberal, até os dias de hoje.

O próximo tópico apontará e descreverá as três funções que o Estado desempenha no ambiente econômico e em que medida a dívida pública influi no desempenho destas funções. Oportuno também é relatar, em prosseguimento, as formas legítimas de que se valem os entes federativos brasileiros para financiar suas ações. Por fim, restringindo o objeto de análise, busca-se definir o conceito de dívida pública, bem como apresentar o tratamento que é dado a este instituto pela ciência econômica.

## 2.1 O Estado e seus múltiplos conceitos:

Há diversas maneiras de se conceituar o Estado, que podem variar quanto à perspectiva de análise e também quanto à autoria do conceito.

Em uma perspectiva sociológica, “uma sociedade é a união moral de seres racionais e livres, organizados de maneira estável e eficaz para realizar um fim comum e conhecido de todos”. (AZAMBUJA, 2008, p. 18) O homem se organiza em sociedade com o intuito de facilitar o desenvolvimento de suas aptidões físicas, morais e intelectuais e, através da qual, se sujeita a um conjunto de normas de natureza moral ou político-jurídica. (AZAMBUJA, 2008)

Há diversas modalidades de experimentações sociais como a família, as instituições de ensino e as instituições religiosas, e, para Azambuja,

o Estado é, (...), uma sociedade, pois se constitui essencialmente de um grupo de indivíduos unidos e organizados permanentemente para realizar um objetivo comum. E se denomina *sociedade política*, porque, tendo sua organização determinada por normas de direito positivo, é hierarquizada na forma de governantes e governados e tem uma finalidade própria, o *bem público*. (AZAMBUJA, 2008, p. 18).

Certamente, o conceito de bem público citado por Azambuja (2008) não coincide com o conceito econômico (bem não rival e não excludente), qual seja o de meio para “criar e manter as condições necessárias ao bem-estar e à felicidade dos homens”. (AZAMBUJA, 2008, p. 188-189) Observe-se que, quando Azambuja (2008) diz “felicidade dos homens”, imediatamente pode-se depreender que a ação estatal deve se orientar não pelos interesses individuais, mas pelos interesses da coletividade.

Ou então, de forma mais incisiva, entende-se bem público como sendo o:

conjunto dos meios de aperfeiçoamento que a sociedade politicamente organizada tem por fim oferecer aos homens e que constituem patrimônio comum e reservatório da comunidade (...); consolidação e proteção dos quadros naturais que mantêm e disciplinam o esforço do indivíduo, como a família, a corporação profissional; elaboração, em proveito de todos e de cada um, de certos instrumentos de progresso, que só a força coletiva é capaz de criar (...); enfim, coordenação das atividades particulares e públicas tendo em vista a satisfação harmoniosa de todas as necessidades legítimas dos membros da comunidade. (DABIN, apud LANGOSKI, 2008)

Não obstante a definição do conceito sociológico de Estado, fundamental é entender a representação que esta instituição tem no universo político-jurídico e econômico. Para a teoria econômica, o Estado é um dos agentes de cujas ações implicam em efeitos sobre o ambiente econômico, seja por meio da oferta de bens públicos, pela correção de falhas de mercado, redistribuição de riquezas ou supervisão e regulamentação do sistema como um todo. Em verdade, as funções econômicas do Estado serão melhor tratadas nos tópicos seguintes. (VINHA, 2005).

Já para a teoria político-jurídica, há uma pluralidade de conceitos desde os que definem o Estado como instituição que enuncia o Direito e com ele não se confunde, conforme Kelsen (SILVA, D., 2006), até os que estabelecem que o Estado é a instituição que contempla simultaneamente os três elementos: povo, território e soberania (OLIVEIRA, 2005)

Enfim, a partir da multiplicidade de conceitos que se apresentam, pode-se construir uma outra definição que se mostra mais conveniente a este estudo, qual seja a de o Estado como uma instituição que constringe parcialmente o livre arbítrio do indivíduo, a partir do que lhe permite a promoção do bem estar da coletividade e, para isso, possui fontes legítimas de financiamento de suas ações, entre as quais figura o endividamento público, objeto deste estudo.

### ***2.1.1 As peculiaridades de um Estado federativo:***

Não obstante a definição de Estado, fundamental é tecer algumas considerações sobre as peculiaridades de um Estado Federativo porque o objeto deste estudo é a dívida

pública de um ente federativo e suas implicações ao longo do tempo. Sobre o tema, José Alfredo de Oliveira Baracho ensina que

tecnicamente, o federalismo é uma divisão constitucional de poderes entre dois ou mais componentes dessa figura complexa que decorre da existência de um Estado que possa apresentar formas de distribuição das tarefas políticas e administrativas. (BARACHO, 1986, p. 54)

Desta forma, considerando que o artigo primeiro da Constituição da República estabelece que o Brasil se organiza sob a forma de uma República Federativa (BRASIL, 1988-b), os entes federados, União, Estados e Municípios possuem prerrogativas próprias, que, em alguns casos, podem ser concorrentes, mas lhes possibilitam a liberdade de estabelecer certas diretrizes que atendam aos seus anseios político-administrativos próprios.

Como ressaltado por Kerbaury (2001), o federalismo não consiste em uma simples descentralização administrativa, mas no reconhecimento constitucional de múltiplas esferas de poder decisório no mesmo território. Barbosa (2009) defende a importância dessa característica da República Brasileira por entender que, assim, aumenta-se as possibilidades de participação ativa da sociedade e protege as liberdades básicas e direitos individuais dos cidadãos.

A propósito, evidência da importância do federalismo na lógica político-administrativa do Estado brasileiro, tem-se que as unidades da Federação atuam indiretamente no processo legiferante nacional, através da atuação dos seus senadores. O Senado Federal constitui-se de 81 parlamentares, cuja função não é primordialmente a de representar os interesses da população, uma vez que a representação fidedigna dos interesses desses, considerados individual ou coletivamente, é exercido pelos membros da Câmara dos Deputados, mas o de seus Estados de origem ou domicílio. (NICOLAU, apud KERBAUY, 2001)

Para este estudo, torna-se suficiente apontar que os entes federados têm competência e certa liberdade para contrair dívida, mediante autorização do respectivo Poder Legislativo competente, devendo, porém, atender aos limites de endividamento estabelecidos pelo Senado Federal, por edição de resolução, nos termos do artigo 52, VI e IX da Constituição da República. (BRASIL, 1988-b)

O ato normativo que estabeleceu os limites da dívida foi a Resolução [do Senado Federal - RSF] N °40. Sendo assim, a dívida consolidada líquida dos Estados e Distrito Federal deveria se manter inferior a duas vezes a receita corrente líquida, ao final do décimo quinto exercício financeiro contado do encerramento do ano da publicação da resolução, que ocorreu em 2001. Assim, esse limite será válido até para o final do exercício financeiro de 2017. A receita corrente líquida seria apurada somando-se as receitas arrecadadas no mês em referência e nos onze anteriores, excluídas as duplicidades. (PEREIRA, 2008, p. 34)

Fernando Rezende (1999-a, p. 3) alerta para a precípua necessidade de se reforçar o federalismo, sob a égide fiscal, conforme o seguinte: “A imposição de controles e limites ao gasto, ao endividamento e à competência dos governos subnacionais para instituir e regular tributos enfatizam a necessidade de reforçarmos os laços que podem aumentar a cooperação na Federação”.

Como se percebe, embora esteja instituído na organização jurídico-política do país, o federalismo ainda demanda aperfeiçoamentos constantes, inclusive em termos de política fiscal, para que esta multipolaridade decisória seja efetiva e se traduza em benefícios para a garantia da coesão social pacífica.

## **2.2 Breve histórico do intervencionismo estatal:**

Há muito se discute o papel do Estado na sociedade e na economia. De fato, ao longo do tempo, é possível perceber que a presença do Estado como agente orientador da vida social tem oscilado entre níveis mais ou menos significativos. E esta presença mais ou menos

significativa pode produzir reflexos nas políticas de financiamento do gasto público<sup>1</sup>, entre as quais figura a política de endividamento público, de forma que se torna necessário neste tópico apresentar estes episódios históricos de maior ou menor intervencionismo do Estado.

No contexto da formação dos estados nacionais europeus, notava-se um forte intervencionismo estatal ora em uma perspectiva econômica, financiando os grandes empreendimentos mercantes, ora em uma perspectiva jurídico-política, pela fragilidade ou ausência absoluta dos direitos e garantias individuais civis, sociais e políticos. Sobre a intervenção estatal em uma ótica econômica, Boris Fausto e Marx ensinam que:

(...) a política mercantilista pressupunha uma ampla intervenção do Estado, seja assumindo diretamente certas atividades econômicas, seja criando condições favoráveis a determinados grupos para alcançar os objetivos visados (FAUSTO, 2003, p. 55).

Hoje em dia, a supremacia industrial traz consigo a supremacia mercantil. No período manufatureiro propriamente dito, ao contrário, é a supremacia mercantil que proporciona a supremacia industrial. Daí o papel predominante que desempenhava naquela época o sistema colonial. Foi o "deus alheio" que se instalou no altar, ao lado dos antigos ídolos da Europa, até derrubar, um belo dia, todos eles de uma vez. Proclamou o lucro o último e único objetivo da humanidade. O sistema do crédito público, isto é, das dívidas do Estado, cujas origens já descobrimos na Idade Média em Gênova e Veneza, passou a tomar posse, durante o período manufatureiro, de toda a Europa. O sistema colonial com seu comércio ultramarino serviu-lhe de estufa. [...] A dívida pública torna-se uma das alavancas mais enérgicas da acumulação primitiva. (MARX, apud KURZ, 1992)

Já em uma ótica jurídico-política, pode-se reconhecer a marca principal do período, qual seja o direito da majestade soberana de impor leis aos súditos sem o consentimento deles. (ANDERSON, 1998) Ou seja, apesar de se constatar a existência de normas jurídicas, não se pode afirmar que uma ordem jurídica democrática com direitos subsistia.

### ***2.2.1 Revoluções burguesas e o liberalismo econômico:***

---

<sup>1</sup> Não se está dizendo que há uma relação direta necessária entre maior intervencionismo estatal e maior endividamento público. Mas apenas que as oscilações no tamanho que o Estado representa na economia podem associar-se, em alguns momentos, a mudanças nas formas de financiamento do gasto público e do endividamento.

Já nos idos dos séculos XVII e XVIII, importantes movimentos revolucionários resultaram em uma sujeição do Estado à supremacia do interesse público, por meio do reconhecimento de ordens jurídicas constitucionais, primeiro na Inglaterra, em 1689, depois na França, em 1789. Certamente, a derrocada do regime político absolutista permitia o desenvolvimento maior do capitalismo, conforme o seguinte:

Em toda parte, interna e externamente, os obstáculos à expansão do capitalismo iam caindo e sendo substituídos por formas de incentivo, muitas vezes sem que a burguesia intervisse diretamente ou usasse sua força para manter-se no poder. Bastou-lhes valer-se do fato indiscutível de que a velha ordem ruía (...). (MICELI, 1994, p.43.).

Contemporaneamente, um outro movimento de cunho sócio-econômico, ao qual muitos historiadores estabeleceram a alcunha de Revolução Industrial, se configurou. A organização das unidades produtivas claramente foi modificada, bem como a expropriação do conhecimento técnico dos mestres e artesãos se tornou evidente. A evolução do patrimônio tecnológico da época foi fundamental para a conquista crescente de ganhos de produtividade na produção.

Em 1712, Thomas Newcomen desenvolveu uma máquina que trabalhava a vapor e se destinava a extrair água acumulada nas minas de carvão da Inglaterra. Em 1769, James Watt aperfeiçoaria o que, para aquele tempo, já era uma grande inovação. Pelo seguinte texto, pode-se depreender a dimensão das modificações sociais provocadas pela revolução:

A Revolução Industrial teve conseqüências dramáticas para todos os grupos de trabalhadores. (...) Os operários nas fábricas tinham de se ajustar a um modo de vida inteiramente novo. Muitos entravam nas fábricas com grande relutância. (HENDERSON, 1969, p. 122)

Erro crasso seria desprezar o pensamento econômico neste período que:

fundamenta-se (...) na liberdade individual e no comportamento racional dos agentes econômicos. Ao Estado caberia assegurar essa liberdade, proteger os empreendimentos e os direitos de propriedade; manter a ordem e a segurança dos cidadãos; investir na educação, saúde e em certas obras públicas. (SOUZA, 2009, p. 12)

Entre os principais pensadores, destaca-se especialmente Adam Smith que, com a edição da obra “A riqueza das nações” (1776), conquistou a opinião pública defendendo a

idéia de que o fato gerador da riqueza é tão somente o trabalho e que os agentes econômicos se orientam basicamente em conformidade com uma espécie de ganância individual, de forma que o resultado coletivo proveniente das somas individuais das condutas individuais gera uma situação econômica socialmente mais benéfica.

Este fenômeno foi chamado de mão invisível do mercado e evidenciou que a presença do Estado na economia, naquele momento, era cada vez mais indesejada e desnecessária, bem como o ambiente se tornava bastante inóspito à constituição de dívidas públicas.

Algum tempo depois, David Ricardo, outro célebre pensador, inspirado na obra de Smith, editou “Princípios de Economia Política e Tributação” (1817), em que, por meio da idéia da vantagem comparativa, que dispunha que um país deveria se dedicar à produção dos bens que lhe propiciavam uma maior produtividade relativa e, por conseguinte, deveria importar produtos, mesmo que pudesse produzi-los por um preço mais baixo, considerando que este fato lhe proporcionava um ganho comparativo maior.

Nesta defesa do livre comércio internacional, pode-se depreender das palavras de Ricardo que mais uma vez a intervenção do Estado por meio da imposição de barreiras alfandegárias mostrava-se em dissonância com os primados econômicos predominantes na época.

### ***2.2.2 Crise do liberalismo econômico:***

No final do século XIX e começo do século XX, alguns importantes fatos históricos abalaram os pilares do liberalismo econômico. Nos idos de 1870, duas importantes regiões européias constituíram-se em estados nacionais, quais sejam a Itália e Alemanha. A partir de

então, essas duas recém criadas potências econômicas ingressaram na competição por mercados estrangeiros com as demais potências anteriormente estabelecidas.

Imprescindível também é citar o enorme desenvolvimento que os Estados Unidos da América estabeleceu na segunda metade do século XIX, após a Guerra de Secessão (1865), e durante todo o século XX. De maneira análoga, os EUA também iniciaram a conquista de influência em outros países na América Latina, por meio da Doutrina Monroe e do Destino Manifesto, e pela anexação de territórios no Pacífico como o Havaí (1898), por exemplo.

Criou-se um grave mal estar internacional com a disputa de territórios entre os países europeus na Ásia e África, como por exemplo, na ocasião das primeira e segunda crises do Marrocos, em 1905 e 1911 respectivamente, em que a Alemanha contrapunha-se aos interesses da França e do Reino Unido sobre o país africano. Associado a outros entraves diplomáticos e políticos, esta situação culminou na primeira guerra mundial em 1914. (FROMKIN, 2005)

Alguns anos mais tarde, mais especificamente em 1929, uma grave crise econômica atingiu os Estados Unidos e contaminou, por consequência, boa parte dos demais países. Até mesmo a incipiente economia brasileira foi fortemente abalada em função da redução das exportações do principal produto da pauta, o café.

Segundo (HOBSBAWM, 2003, p. 99), “a Grande Depressão destruiu o liberalismo econômico por meio século... e obrigou os governos ocidentais a dar às considerações sociais prioridade sobre as econômicas em suas políticas de Estado”. Em suma, ficou claro que o mercado por si só não era capaz de harmonizar o convívio social, como apregoava o pensamento econômico clássico.

### ***2.2.3 O Keynesianismo:***

O ambiente sócio-econômico e político, no qual o ideário keynesiano se propagou é marcado por forte desemprego, redução nos estoques de capitais em função das guerras e depreciação generalizada nos padrões de vida das populações em quase todo mundo.

Keynes inicia sua análise criticando a teoria de Say, ou teoria dos mercados, que estabelece que a demanda agregada da economia sempre se iguala à oferta agregada, de modo que não pode haver crises de superprodução. (DAMICO, 1985) Say justifica seu pensamento da seguinte maneira:

(...) o dinheiro é apenas a viatura do valor dos produtos (...), o dinheiro desempenha somente um ofício passageiro nessa dupla troca; e, terminadas as trocas, verifica-se sempre que produtos foram pagos com produtos. É bom observar que um produto acabado oferece, a partir deste instante, um mercado para outros equivalentes a todo montante de seu valor. (SAY, 1983, p. 138-139)

No mesmo sentido conclui Stuart Mill, dizendo que:

o que constitui os meios de pagamento das mercadorias são as próprias mercadorias. Os meios de que cada indivíduo dispõe para pagar a produção alheia são produtos que ele mesmo possui. Todos os vendedores são, no próprio sentido da palavra, compradores. Se pudéssemos duplicar repentinamente as forças produtoras de um país, poderíamos duplicar a oferta de mercadorias em todos os mercados, mas ao mesmo tempo duplicaríamos o poder aquisitivo. Todo o mundo duplicaria simultaneamente a procura e a oferta; todos poderiam comprar o dobro, pois teriam duas vezes mais para oferecer em troca (MILL *apud* KEYNES, 1996, p. 56)

Portanto, Say e Mill defendem que as crises de mercado são corrigidas pelo próprio mercado. Em perspectiva diferente, Keynes entende que não necessariamente o mercado por si só irá corrigir suas próprias inconsistências.

Para ele, o governo tem um papel fundamental no sentido de estimular a demanda agregada, em momentos de crise, para se igualar à oferta agregada, mesmo que pela acumulação de déficits públicos. (VICTORINO, 2004)

Desta forma, Keynes também critica o mito do orçamento equilibrado, que preconizava que os governos não devem gastar além do que arrecadam, porque, em situações de crise, o déficit fiscal possui um vigoroso poder de igualar oferta e demanda do mercado. (VICTORINO, 2004)

Muitos governantes receberam as idéias keynesianas. Possivelmente, o exemplo mais evidente disto seja a implantação da política do New Deal, pelo presidente Franklin D. Roosevelt, a partir de 1933, pela qual o governo financiava obras de infra-estrutura para realocar os trabalhadores desempregados e aquecer a demanda agregada.

Neste período, os EUA acumularam sucessivos déficits públicos que eram financiados pelo endividamento do Estado. Em 1933, este déficit correspondeu à 4,5% do PIB, em 1934 a 5,9% e em 1935 a 4%.

O superávit orçamentário americano só retornou timidamente em 1947, quando representou 1,7% do PIB, conforme tabela seguinte.

Tabela 2.1:

SUMÁRIO DAS RECEITAS, DESPESAS, E DÉFICITS OU SUPERÁVITS COMO PORCENTAGEM DO PIB: 1930-1950 (Governo dos Estados Unidos da América)										
Ano	PIB (em bilhões de US\$)	Total			Orçamentário			Extra-orçamentário		
		Receita	Despesa	Superávit ou Déficit	Receita	Despesa	Superávit ou Déficit	Receita	Despesa	Superávit ou Déficit
1930	97,5	4,2	3,4	0,8	4,2	3,4	0,8	.....	.....	.....
1931	83,9	3,7	4,3	-0,6	3,7	4,3	-0,6	.....	.....	.....
1932	67,7	2,8	6,9	-4	2,8	6,9	-4	.....	.....	.....
1933	57,6	3,5	8	-4,5	3,5	8	-4,5	.....	.....	.....
1934	61,2	4,8	10,7	-5,9	4,8	10,7	-5,9	.....	.....	.....
1935	69,7	5,2	9,2	-4	5,2	9,2	-4	.....	.....	.....
1936	78,5	5	10,5	-5,5	5	10,5	-5,5	.....	.....	.....
1937	87,8	6,1	8,6	-2,5	5,8	8,6	-2,8	0,3	—*	0,3
1938	89	7,6	7,7	-0,1	7,2	7,7	-0,5	0,4	—*	0,4
1939	89	7,1	10,3	-3,2	6,5	10,3	-3,8	0,6	—*	0,6
1940	96,7	6,8	9,8	-3	6,2	9,8	-3,6	0,6	—*	0,6
1941	114	7,6	12	-4,3	7	11,9	-4,9	0,6	*	0,6
1942	144,2	10,1	24,4	-14,2	9,5	24,3	-14,8	0,6	*	0,6
1943	180,1	13,3	43,6	-30,3	12,7	43,6	-30,9	0,6	*	0,6
1944	209	20,9	43,7	-22,8	20,3	43,6	-23,3	0,6	0,1	0,6
1945	221,3	20,4	41,9	-21,5	19,8	41,8	-22	0,6	0,1	0,5
1946	222,7	17,6	24,8	-7,2	17,1	24,7	-7,6	0,6	0,1	0,5
1947	234,6	16,4	14,7	1,7	15,8	14,6	1,2	0,6	0,1	0,5
1948	256,4	16,2	11,6	4,6	15,6	11,5	4,1	0,6	0,1	0,5
1949	271,5	14,5	14,3	0,2	13,9	14,1	-0,3	0,6	0,2	0,5
1950	273,4	14,4	15,6	-1,1	13,7	15,4	-1,7	0,8	0,2	0,6

\* 0,05% ou menos.

Fonte: <http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy09/sheets/hist01z2.xls>

Acessado em: 30/08/2009

#### **2.2.4 O neoliberalismo:**

O pensamento neoliberal tem como seu precursor defensor Friedrich A. Hayek, que, com a edição de “O caminho da servidão”, em 1944, defendia os primados econômicos clássicos e criticava o excessivo intervencionismo estatal que se constituía com cada vez mais vigor. Todavia, o estado de bem estar social e o keynesianismo ainda possuíam grande influência e atendiam às conveniências dos governantes da época. (MORAES, 2001)

O neoliberalismo pode ser concebido como 1 - uma ideologia ou uma forma de ver e entender o ambiente social, 2 - um movimento intelectual organizado que se destinava à produção científica e acadêmica, ou 3 - um conjunto bem definido e individualizado de políticas públicas que os governantes neoconservadores adotaram, sobretudo a partir da década de 70, em atendimento às diretrizes estabelecidas pelo Banco Mundial, FMI e pelo Tratado de Bretton Woods (1945). (MORAES, 2001)

O ambiente econômico da época indicava uma situação de “estagflação”, caracterizado por baixo crescimento econômico e altas taxas de inflação. (MORAES, 2001) Na década de 70, dois choques do petróleo abalaram a economia mundial e dispararam o início de um período recessivo, marcado também por hostilidades político-militares tais como a guerra do Yom Kipur, em 1973, a retirada americana na guerra do Vietnã, entre outros.

A excessiva regulamentação estatal era cada vez mais evidente. Ao mesmo tempo, vários governos ao redor do mundo eram eleitos com o compromisso de desatar as amarras ao desenvolvimento que o próprio Estado concorria para sua consolidação. Em 1979, Margareth Thatcher foi eleita premier britânica, em 1980, Ronald Reagan conquistou o governo americano e em 1982, Helmut Kohl chegava ao mais alto escalão executivo do governo alemão.

Entre as principais medidas adotadas<sup>2</sup>, destaca-se a desregulamentação de vários setores da economia, redução do gasto público, ajuste fiscal, desenvolvimento de mecanismos que fortaleciam o mercado, redução da estrutura governamental e do aparato do Estado.

Conclusivamente, pode-se perceber que a história econômica é irrigada por movimentos de maior ou menor influência do Estado que pode, em alguns momentos, vincular-se a modificações estruturais no funcionamento da política fiscal e do endividamento público. Esta relação não é, como já dito anteriormente, direta e necessária, isto é, Estados mais representativos no ambiente econômico não estão rigorosamente mais endividados ou aplicam determinada e certa política fiscal.

Recentemente, uma recessão econômica atingiu diversas nações, inclusive o Brasil, e as medidas que os respectivos governos adotaram foi a promoção de políticas de incentivo à reconstituição da demanda agregada, financiada pelo aumento no déficit público e incentivada por redução nas taxas de juros.

Tal fenômeno se contrapõe à tendência liberalizante imediatamente anterior experimentada por estes Estados. Em verdade, fato é que o tamanho que os governos representam na economia corresponde aos anseios de cada período específico, de modo que a definição de um parâmetro fixo ideal se constitui em tarefa utópica.

### **2.3 As funções econômicas do Estado:**

Neste tópico serão apresentadas, com maior detalhe, as três funções econômicas do Estado, que já tinham sido mencionadas na definição deste. Não obstante, fato é que o

---

<sup>2</sup> Em verdade, tais medidas não foram necessariamente comuns a todos os governos neoliberais. Por exemplo, o déficit público do governo norte-americano nos dois mandatos de Ronald Reagan e no mandato de George Herbert Walker Bush (1989-1993) foi substancialmente maior que nos governos que lhes antecederam e lhes sucederam.

endividamento, como forma de financiamento do gasto público, tem papel fundamental em todas elas, particularmente na função estabilizadora.

A moderna teoria econômica aponta para três funções primordiais do Estado. Conforme Gondim (2004), essas funções são a alocativa, a distributiva e a estabilizadora. Quando o Estado aloca seus recursos com a finalidade de disponibilizar certos bens e serviços à comunidade, que o setor privado, a rigor, não ofereceria, ele está desempenhando a sua função alocativa.

Estes bens podem ser públicos, semipúblicos (meritórios) ou privados (econômicos). O bem público é caracterizado por ser não-rival e não excludente ou então por ter seus benefícios a característica da indivisibilidade. O bem é rival quando a sua utilização por alguém inviabiliza a utilização do mesmo por outra pessoa, e excludente quando é possível restringir o acesso ao referido. Um exemplo clássico de bem público citado pelos manuais de economia é a defesa nacional. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Já o bem semipúblico apresenta as características de bem privado, isto é, pode ser oferecido livremente pelo mercado, mas, em função de sua natureza, deve ser consumido, via de regra, por todos, o que não ocorreria se apenas o mercado o oferecesse, pois a natureza deste é eminentemente excludente, como demonstra a tradicional representação gráfica de um mercado perfeito. São exemplos de bens semipúblicos a saúde e a educação.

Finalmente, os bens privados são os rivais e os excludentes, cujo fornecimento pode ser realizado pelo mercado sem nenhum entrave. Geralmente, o Estado os oferece quando o mercado evidencia em desinteresse, seja pela incerteza de seus retornos financeiros, seja pelo grande vulto de dinheiro necessário ao seu oferecimento. (RIANI & ANDRADE, 2002)

O Estado exerce sua função econômica distributiva quando retira riqueza dos mais abastados da sociedade e transfere direta ou indiretamente aos menos abastados, promovendo

correções na desigualdade social, e exerce sua função estabilizadora, quando, por meio de política fiscal ou monetária, busca corrigir o comportamento de variáveis macroeconômicas.

Em relação à função estabilizadora, o endividamento público é um importante meio de se estabilizar o ambiente macroeconômico, seja retirando moeda do mercado pela compra de títulos de dívida pelo Banco Central nos leilões de *open market*, seja pelo incentivo da demanda agregada reduzindo impostos ou pela expansão das compras governamentais e aumentando o déficit a ser financiado futuramente.

#### **2.4 As formas de financiamento dos entes federativos brasileiros:**

Neste tópico, serão descritas as maneiras que os entes federativos brasileiros possuem de angariar recursos para a consecução dos seus objetivos ou políticas públicas, em sentido estrito. Política pública, em sentido amplo, é o meio pelo qual o poder público modifica de alguma maneira a realidade social. De forma mais incisiva, Maria das Graças Rúa aponta que política pública é o “conjunto de decisões e ações destinadas à resolução de problemas políticos”. (RUA, 1998, p. 731)

Segundo Aliomar Baleeiro, receita pública é “a entrada que, integrando-se ao patrimônio público sem quaisquer reservas, condições ou correspondência no passivo, vem acrescer o seu vulto, como elemento novo e positivo”. (BALEEIRO, 1987, p. 116) Entretanto, sem questionar a validade do conceito apresentado, não é conveniente adotá-lo neste estudo, pois ele exclui do seu escopo os ingressos de recursos provenientes de operações de crédito, porque estes possuem correspondência no passivo contábil.

Mais conveniente é adotar o conceito de receita integrante do “Manual de Contabilidade aplicada ao setor público – Volume I”, instituído pela portaria conjunta STN/SOF nº 2 de 6 de agosto de 2009, qual seja,

receita, pelo enfoque orçamentário, corresponde a todos os ingressos disponíveis para a cobertura das despesas orçamentárias e para as operações que, mesmo sem o ingresso de recursos, financiem despesas orçamentárias, como é o caso das chamadas operações de crédito em bens e/ou serviços. (BRASIL, 2009-f, p. 19)

As receitas orçamentárias subdividem-se em receitas de capital, que, nos termos do parágrafo 2º do artigo 11 da Lei 4.320, são

as provenientes da realização de recursos financeiros oriundos de constituição de dívidas; da conversão, em espécie, de bens e direitos; os recursos recebidos de outras pessoas de direito público ou privado, destinados a atender despesas classificáveis em Despesas de Capital e, ainda, o superávit do Orçamento Corrente. (BRASIL, 1964-c)

e receitas correntes, que são, nos termos do parágrafo 1º do artigo 11 da Lei 4.320,

as receitas tributárias, de contribuições, patrimonial, agropecuária, industrial, de serviços e outras e, ainda, as provenientes de recursos financeiros recebidos de outras pessoas de direito público ou privado, quando destinadas a atender despesas classificáveis em Despesas Correntes. (BRASIL, 1964-c)

As receitas tributárias são os recursos provenientes da arrecadação de impostos, taxas e contribuições de melhoria, enquanto as receitas de contribuição são as provenientes de contribuições sociais, contribuições de intervenção sobre o domínio econômico e contribuições de interesse das categorias profissionais ou econômicas. (BRASIL, 2009-f)

Neste momento observa-se uma impropriedade, pois conforme Sacha Calmon, as contribuições são espécies de tributos de forma que separá-las da categoria de receitas tributárias constitui-se inadequação. (COÊLHO, 2002)

A receita patrimonial é constituída pelos recursos provenientes da fruição do patrimônio, da exploração de bens móveis e imóveis, e da participação societária. A receita agropecuária é a que se origina do exercício de atividades agropecuárias animal e vegetal pelo Estado. A receita industrial é a obtida mediante atividade industrial de exploração mineral, de

transformação, de construção e outras, provenientes de atividades industriais definidas como tal pelo IBGE. (BRASIL, 2009-f)

Finalmente, as receitas de serviços são as obtidas mediante a prestação de serviços de transporte, saúde, comunicação, portuário, armazenagem, de inspeção e fiscalização, judiciário, de processamento de dados, vendas de mercadorias e produtos inerentes à atividade da entidade e outros serviços; e as transferências correntes são os recursos provenientes de outras entidades e que se destinem a financiar despesas correntes. (BRASIL, 2009-f)

## **2.5 Dívida pública e seus efeitos na economia:**

A dívida pública e suas oscilações ao longo do tempo causam importantes efeitos sobre a economia, seja sobre o nível de poupança doméstica, investimentos ou formação de capital, além de orientar movimentos na taxa de juros, nas transações externas e na taxa de câmbio de forma que não se lhe pode negar estudo aprofundado.

Em 1994, a dívida líquida do setor público brasileiro representava pouco menos de 30% do Produto Interno Bruto, enquanto em 1999, passou a representar algo em torno de 47%. Neste mesmo período, observa-se uma taxa SELIC média de pouco mais de 12,5% ao ano em 1994 e de pouco mais de 25,5% ao ano em 1999. A taxa SELIC aumentou muito neste período a fim de estabelecer um fluxo constante de entrada de moeda estrangeira como sustentação à política da âncora cambial, que, por conseguinte, elevou bastante a dívida pública.

Uma oscilação tão brusca como a descrita anteriormente causa preocupação nos credores que passam a desconfiar da capacidade de pagamento dos compromissos assumidos pelos governos, exigindo uma contrapartida cada vez maior, e nos cidadãos e nas empresas sobre os quais recai indiretamente o ônus de pagamento. (REZENDE, 2006-b)

Por este motivo, torna-se conveniente, no primeiro momento, delinear o conceito de dívida pública e seus sub-conceitos, além de, em seguida, abordar as duas principais teorias econômicas que tratam dos efeitos da dívida pública no ambiente macroeconômico, que são a teoria convencional, explicitando seus efeitos no curto e no longo prazo e sobre as contas externas e taxa de câmbio, além da teoria da equivalência ricardiana.

### ***2.5.1 Conceito de dívida pública:***

A dívida pública é uma instituição econômica tão antiga quanto o próprio Estado e representa as obrigações de natureza financeira deste perante outras pessoas de direito público ou privado que se destinam a financiar parte de seus gastos e/ou alcançar certos objetivos na gestão econômica, como controlar o nível de atividade, crédito e consumo, além de realizar captação de moeda estrangeira, nos termos da Nota técnica nº14 do DIEESE (2006), de fevereiro de 2006.

Em verdade, a primeira dívida pública realizada pelo Estado, conforme Hermann, baseia-se na emissão monetária ou cunhagem de metais, também conhecida como “receita de senhoriagem”, pela qual o ente público se apropria de uma riqueza da sociedade simplesmente por deter o monopólio da emissão monetária, sem que isto importe diretamente na consecução de seus objetivos enquanto tal. (HERMANN, 2003)

Em relação ao Estado Brasileiro, sua primeira dívida pública tem como fato gerador a sua própria constituição, mediante o reconhecimento da independência por Portugal e pela inscrição de dívida correspondente a dois milhões de libras esterlinas a título de indenização. (MALERBA, 2006) Gradativamente, principalmente a partir do século XVIII, tornou-se comum entre os países capitalistas constituírem dívidas contratuais com bancos, em função do rápido desenvolvimento do sistema bancário-financeiro. (HERMANN, 2003)

Conforme Hermann (2003), esses negócios jurídicos, que no princípio eram celebrados em situações de extrema necessidade em razão de calamidade ou urgência como uma guerra, por exemplo, se tornaram muito úteis, a partir de 1940, para promover políticas públicas e controlar desequilíbrios nas variáveis macroeconômicas.

Em uma perspectiva contábil-jurídica, pode-se subdividir a dívida pública conforme a sua dimensão temporal, sendo que os compromissos exigíveis no prazo inferior a 12 meses são despesas do próprio exercício, enquanto as que superam sua exigibilidade em 1 ano integram a dívida fundada. (HARADA, 2008)

Já a dívida fundada pode ser fracionada em externa, cujo credor constitui-se como pessoa jurídica ou física estrangeira, ou interna, se o credor for pessoa física ou jurídica nacional. Além disso, subdivide-se a dívida fundada em contratual, realizada mediante a celebração de negócios jurídicos de natureza contratual, ou mobiliária, que se consubstancia na emissão de títulos de dívida ou títulos de crédito.

Conforme Borges, título de crédito é “o documento, no qual se materializa, se incorpora a promessa da prestação futura a ser realizada pelo devedor, em pagamento da prestação atual realizada pelo credor”. (BORGES, 1983, p. 8) Isto é, o título de crédito representa em si a obrigação de pagar e, quem o porta, constitui-se, a rigor, como credor, de forma que, se o título deixa, por algum motivo, de existir, o mesmo ocorrerá com a obrigação assumida pelo devedor.

### ***2.5.2 A teoria convencional da dívida pública:***

#### **2.5.2.1 Efeitos no curto prazo:**

Quando os governos se endividam, no curto prazo, espera-se que os gastos públicos mantenham-se constantes<sup>3</sup> e que os recursos ingressantes dos compromissos futuros assumidos permitam uma redução nos impostos. Esta redução de impostos significa que os cidadãos terão uma maior quantia de dinheiro para consumir (incentivo à demanda agregada). (REZENDE, 2006-b)

O aquecimento na demanda agregada será expresso por um deslocamento na sua respectiva curva gráfica, que, por conseguinte, estabelecerá um novo ponto de equilíbrio em que a produção nacional e os preços serão maiores. A inclinação da curva da oferta agregada é orientada pelo nível de utilização da capacidade produtiva instalada.

Ressalte-se que estes efeitos são temporalmente limitados, pois a dívida pública não pode crescer indefinidamente, em ritmo superior ao do crescimento real da economia. Portanto, em algum momento, o governo deverá retomar a tributação a que antes havia renunciado, para suportar os efeitos do endividamento.

Significativo também é o efeito sobre as taxas de juros do mercado. Quando o governo recorre ao mercado a fim de obter financiamento, passa a pressionar o mercado de crédito orientando um movimento de crescimento nas taxas de juros cobradas, desde que não haja acomodação da expansão fiscal pela política monetária do Banco Central. (REZENDE, 2006-b)

Este aumento nas taxas de juros afetará também o setor privado que reduzirá seus investimentos e, conseqüentemente, reduzirá o impacto sobre o produto nacional. Este fenômeno é conhecido como efeito *crowding out*. (REZENDE, 2006-b)

Fernando Rezende estabelece que o efeito *crowding out* poderá ser maior ou menor, dependendo da forma que o governo atuará. Caso o poder público se dedique a ofertar bens

---

<sup>3</sup> Na realidade, nem sempre os gastos do governo se mantêm constantes. Nestas hipóteses, portanto, o endividamento público não seria acompanhado de um corte nos impostos. Isto é, o endividamento estaria sendo empregado na expansão das compras governamentais. E, no mesmo sentido, estar-se-ia estimulando a produção nacional. Todavia, futuramente, espera-se a adoção de medidas a fim de cobrir o déficit público gerado, como o aumento na arrecadação tributária por exemplo.

privados, concorrendo com o mercado, o efeito será mais lesivo à economia. Diferentemente, caso o governo se dedique a oferecer bens públicos, ou semi-públicos, que geram externalidades positivas, o efeito *crowding out* será menos lesivo.

Em verdade, esta questão não é pacífica na literatura econômica. Desde uma perspectiva estrita de eficiência paretiana, trata-se de uma questão de produtividade relativa entre o setor privado e o setor público, em que, não necessariamente, será sempre favorável ao primeiro, conforme atestam casos bem-sucedidos de empresas estatais.

#### **2.5.2.2 Efeitos no longo prazo:**

Como já dito anteriormente, o crescimento da dívida pública é limitado. Se em algum momento não for aplicado um mecanismo de ajuste fiscal, certamente se iniciará um processo de hiperinflação, como experimentado pela Alemanha (1920), e pela Bolívia (1980).

Para se explicar os efeitos do endividamento público no longo prazo, parte-se da identidade clássica da renda nacional, representada por:  $Y = C + G + I + (X - M)$ , em que  $Y$  é a renda nacional,  $C$  é o consumo das famílias,  $G$  é o gasto do governo,  $I$  é o gasto com investimento e  $(X - M)$  é o saldo da balança comercial do país, conforme REZENDE (2006-b).

Seguindo o pensamento de REZENDE (2006-b), a variável  $G$  pode ser decomposta em  $C_g$  e  $I_g$ , que representam respectivamente o consumo do governo e o gasto do governo com investimento.

Outra identidade utilizada é  $Y - T = C + S_p$ , em que  $Y$  continua representando a renda nacional,  $T$  representa os impostos depois de deduzidas as transferências,  $C$  o consumo das famílias e  $S_p$  a poupança privada.

Esta identidade se origina da máxima de que, excluindo-se o montante do Estado, impostos arrecadados menos a transferências, sobra tão somente o consumo das famílias e o que elas não consumiram e se torna investimento ou poupança pública. Pode-se também reorganizar a mesma identidade da seguinte maneira:  $Y - C = S_p + T$ .

Em suma, tem-se:

$$Y = C + G + I + (X - M) \quad (1), \text{ e}$$

$$Y - C = S_p + T \quad (2).$$

Ao se juntar a primeira identidade com a primeira, tem-se o seguinte:

$$S_p + T = G + I + (X - M) \quad (3)$$

Decompondo-se a variável G, e reorganizando a equação 3, tem-se:

$$I + (C_g + I_g - T) = S_p - (X - M) \quad (4)$$

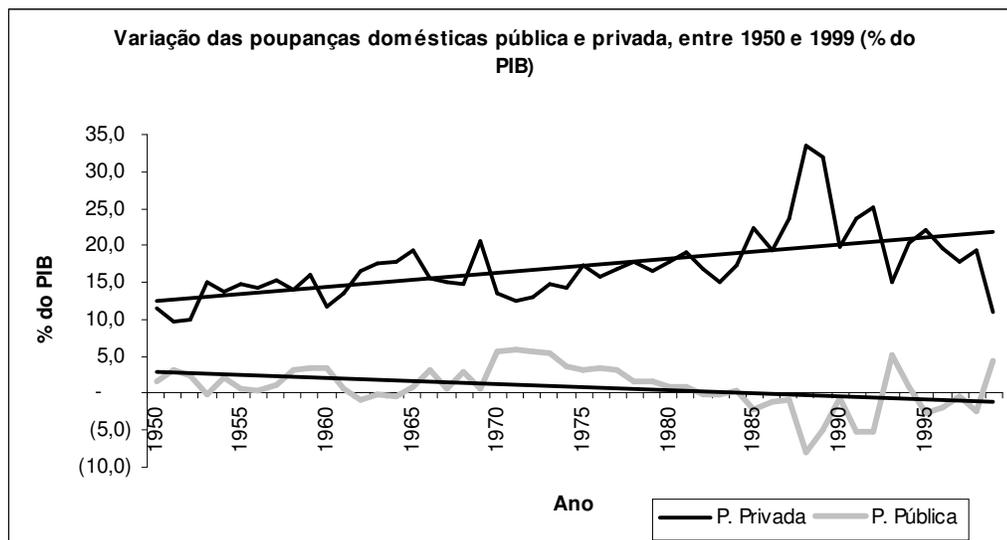
Finalmente, considerando que  $(X - M)$  constitui-se no investimento externo líquido ou despoupança externa ( $S_{ext}$ ), tem-se a quinta identidade, conforme o seguinte:

$$I + (C_g + I_g - T) = S_p + S_{ext}$$

Conclui-se, pois que o déficit público somado ao investimento do setor privado é equivalente à soma da poupança privada interna e externa. Entretanto, para os defensores da teoria convencional da dívida pública, esta conclusão não se constitui em uma relação de proporcionalidade direta.

Comprovações empíricas apontam para o fato de que uma redução de R\$ 1 na poupança pública leva a um aumento menor que R\$ 1 na poupança privada, de forma que a poupança nacional (poupança privada e pública) sofre um decréscimo. (REZENDE, 2006-b) Na realidade econômica brasileira, pode-se comprovar as assertivas da teoria convencional da dívida pública, conforme o seguinte gráfico:

Gráfico 2.1:



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE (Estatísticas do século XX)  
[http://www.ibge.gov.br/seculoxx/economia/contas\\_nacionais/2\\_fbkf.xls](http://www.ibge.gov.br/seculoxx/economia/contas_nacionais/2_fbkf.xls), acessado em: 20/08/2009.

Ressalte-se que, embora os deslocamentos na poupança do governo orientem efeitos antagônicos na poupança privada, a relação não é fielmente proporcional.

### **2.5.2.3 Efeitos sobre a taxa de câmbio e as contas externas:**

Segundo LANZANA (2004), o déficit na balança de pagamentos, que representa as transações financeiras e comerciais de um país com os demais, é formado pelo saldo da balança de transações correntes e pelo saldo da balança de capitais<sup>4</sup>.

O saldo nas transações correntes, por sua vez, constitui-se do saldo da balança comercial, do saldo da balança de serviços (fretes pagos e recebidos, exportações líquidas das importações de outros serviços produtivos como turismo, engenharia, etc.), da renda líquida recebida do exterior em função do pagamento pelos serviços de fatores e do saldo resultante das transferências unilaterais. Já a balança de capitais compreende os ingressos líquidos de capitais estrangeiros e os empréstimos externos. Quando se registra déficit na balança de

<sup>4</sup> As novas normas do Fundo Monetário Internacional - FMI recomendam a organização das contas do balanço de pagamentos em transações correntes, conta de capital e conta financeira.

pagamentos, deve-se cobri-lo com os recursos que integram a reserva nacional de moeda estrangeira.

A relação entre déficit público e déficit em conta corrente, conforme REZENDE (2006-b) ficou conhecida como hipótese dos déficits gêmeos, porque os movimentos de um afetam diretamente o comportamento do outro.

Esta relação pode acontecer de duas maneiras: a primeira se dá quando a redução de impostos incentiva positivamente a demanda agregada. Desta forma, ter-se-á também um aquecimento na demanda por bens e serviços importados, incentivando a ocorrência de um déficit na balança comercial, que, por consequência, causará um déficit na balança de pagamentos.

A segunda se dá em razão de o déficit público pressionar positivamente a taxa de juros interna, de forma que a diferença entre os juros internos e externos favorece a entrada de moeda estrangeira (superávit na balança de capitais). Desta forma, esta quantidade de moeda estrangeira que ingressou no país irá sobrevalorizar a moeda nacional, incentivando, novamente, a importação de bens e causando um déficit na balança comercial.

### ***2.5.3 Teoria da equivalência ricardiana:***

Para os defensores da teoria da equivalência ricardiana, os movimentos nas poupanças privada interna ou externa, ou na poupança do governo, não irão afetar a poupança nacional, pois consideram que estas modificações geram efeitos na proporção de um pra um.

Além disso, os efeitos, no presente, decorrentes da redução dos impostos e do aumento do déficit público serão, na mesma proporção, compensados no futuro, porque os impostos não arrecadados no presente serão poupados para arcar com os impostos adicionais do futuro.

Aos teóricos desta teoria é permitido concluir neste sentido porque partem de três pressupostos, quais sejam: 1 – os agentes econômicos orientam suas ações presentes considerando os movimentos futuros nas variáveis macroeconômicas (visão do tipo *forward-looking*); 2 – o setor público, assim como os demais agentes econômicos, defrontam-se com restrições orçamentárias, que em algum momento demandarão efeitos corretivos; e 3 – as famílias decidem seu padrão de consumo não com base na sua renda disponível, mas com base na renda permanente, que se baseia nos rendimentos esperados em valor presente, descontados os impostos. (REZENDE, 2006-b)

A crítica a esta teoria é bastante consistente e pode ser refutada simultaneamente pelas seguintes razões: a teoria é muito simplista ao considerar uma irreal racionalidade por parte dos agentes econômicos; a teoria se desenvolve com base em um ambiente econômico ideal, o que não retrata o verdadeiro ambiente econômico frequentemente encontrado; e estudos empíricos comprovam que a proporção nos movimentos nas poupanças não obedecem à proporção de um pra um, conforme estudos de Corbo e Schmidt-Hebbel, em 1991 (apud REZENDE, 2006-b), que em estudo sobre a economia de 13 países em desenvolvimento encontraram um coeficiente de compensação de 0,47 entre as poupanças privada e pública, e de Edwards, 1995 (apud REZENDE, 2006-b) que em estudo amostral sobre dois grupos de países desenvolvidos e em desenvolvimento, encontrou coeficientes de compensação de 0,58 para os primeiros e 0,43 para os demais.

### **3 A DÍVIDA PÚBLICA DE MINAS GERAIS ENTRE 1984 E 2008:**

O processo de endividamento do Estado de Minas Gerais, na realidade, iniciou-se há vários anos. Já em 1897 a “Província de Minas Gerais” recorria ao mercado financeiro para obter empréstimos para promover a consolidação do desenvolvimento da província. (RIANI & ANDRADE, 2002, p. 3)

Já em princípios do século XX, mais precisamente em 1913 e 1928, o Estado foi pioneiro ao captar recursos no mercado inglês, cujas libras esterlinas financiaram o desenvolvimento do parque ferroviário do Estado. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Como se observa, a constituição de dívidas, sejam internas ou externas, foi prática recorrente para financiar o gasto do Estado de Minas Gerais há muito tempo.

Especificamente nos últimos 25 anos, em termos reais (dados corrigidos pelo IPC-A, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE) a Dívida Fundada Total do Estado - Administração Direta cresceu 6,2 vezes.

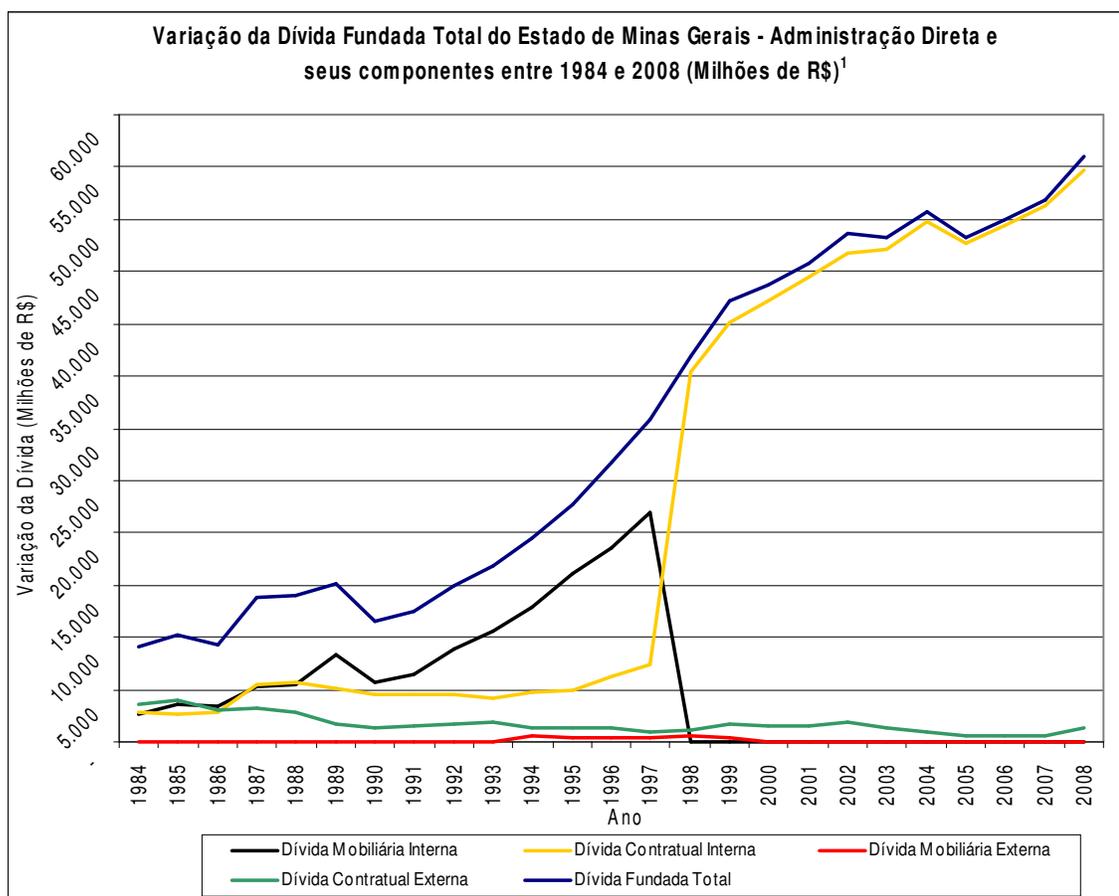
Os principais fenômenos que nortearam o comportamento da dívida estadual neste período serão descritos nos tópicos seguintes, quando serão analisados os componentes da dívida fundada separadamente.

O gráfico seguinte explicita o comportamento da dívida fundada total e dos seus componentes no período entre 1984 e 2008. Neste gráfico, percebe-se que a trajetória da dívida fundada total é bastante ascendente no período, apresentando poucos e suaves pontos de inflexão. Em 1998, pode-se observar a extinção do saldo da dívida mobiliária interna em função da renegociação da mesma.

Neste mesmo momento, verifica-se um grande aumento na dívida contratual interna, pois o saldo da dívida interna por títulos foi incorporado a esta, a partir do que se configura como o maior componente da dívida fundada total.

Quanto à dívida contratual externa, tem-se que sua representatividade é cada vez menor ao longo do tempo, enquanto a dívida externa por títulos só apresenta registro entre 1994 e 2000, quase imperceptível no gráfico.

Gráfico 3.1:

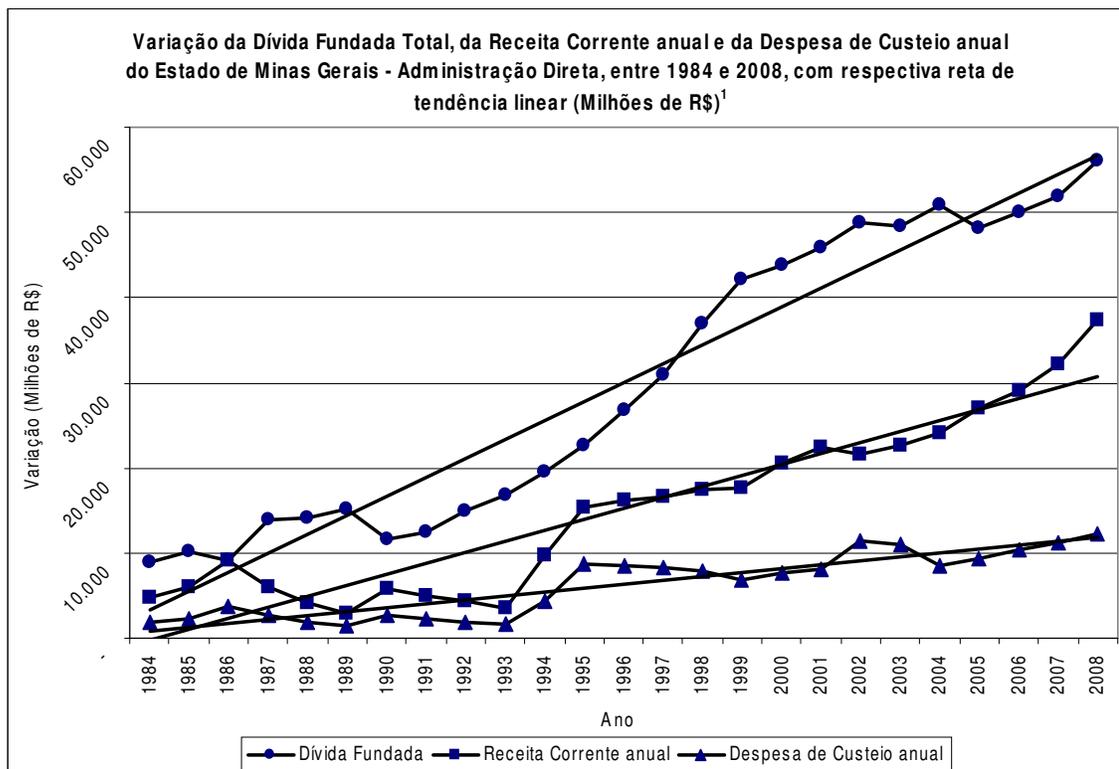


Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

Ao se comparar a evolução da dívida fundada total com a evolução da receita corrente e da despesa de custeio anuais, percebe-se uma inclinação maior da reta de tendência da dívida fundada, indicando que esta grandeza cresceu em um ritmo mais intenso que as demais, conforme o gráfico 3.2, a seguir, reproduz.

Gráfico 3.2:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)  
 1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

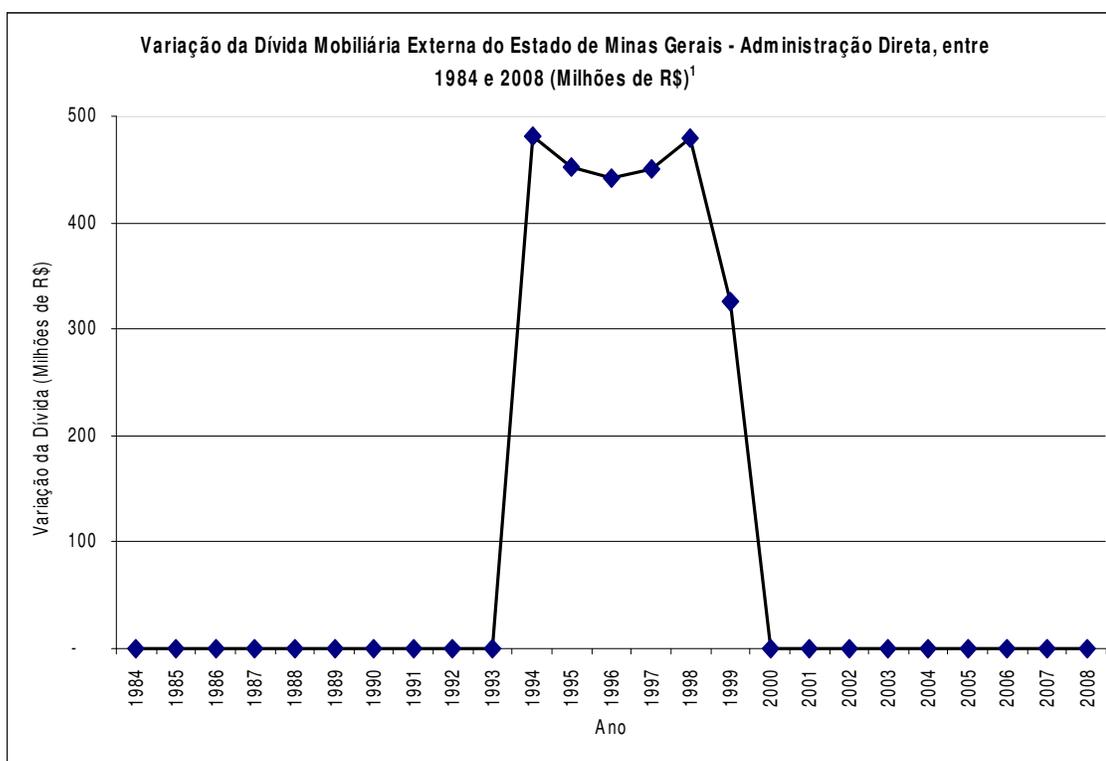
### 3.1 A evolução da Dívida Mobiliária Externa entre 1984 e 2008:

A Dívida Mobiliária Externa se realiza mediante a emissão de títulos públicos no exterior, que podem ser as notas, letras ou bônus. As Letras do Tesouro são títulos de curto prazo, com resgate não superior a dois anos, enquanto as Notas possuem um prazo de resgate que varia entre dois e dez anos.

Por fim, os Bônus do Tesouro são “papéis de longo prazo emitidos com prazo de maturação superior a dez anos. Eles apresentam características similares às Notas do Tesouro, pois são emitidos a uma taxa de juros fixa, pagam juros semestralmente e são resgatados ao par”. (DURÃES, 1997, p. 36)

A dívida mobiliária externa do Estado de Minas Gerais somente apresenta registros no período de 1984 a 2008, entre os anos de 1994 e 2000, o que a caracteriza como bastante irregular instrumento de endividamento público do Estado de Minas Gerais nos últimos tempos. O gráfico a seguir demonstra a variação desta dívida no período considerado, cujos dados foram corrigidos pelo IPC-A, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE.

Gráfico 3.3:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

O registro da dívida mobiliária externa entre 1984 e 2008 se baseia na emissão de bônus do Tesouro Estadual, autorizado pela Lei nº. 11.116, de 25/06/1993. Tais bônus eram emitidos em duas séries, A e B.

A série A se caracterizava por apresentar juros pré-fixados de 7,875% ao ano, com pagamento semestral, prazo de resgate de cinco anos após a emissão, vencimento em 10/02/1999 e totalizavam a quantia de US\$ 100.000.000,00. A série B se caracterizava por

apresentar juros pré-fixados de 8,25% ao ano, com pagamento semestral, prazo de resgate de seis anos após a emissão, vencimento em 10/02/2000 e totalizavam também a quantia de US\$ 100.000.000,00.

Conforme RIANI & ANDRADE (2002), as emissões podem ser *clean*, quando se destinam tão somente a vender os respectivos títulos, ou *collateral*, quando oferecem, além do título, uma vantagem adicional. Neste caso, trata-se de títulos *collateral*, acompanhados de *warrant* de ações da CEMIG. Ou seja, quem adquirisse os papéis em questão, poderia exercer o direito preferencial de comprar ações da CEMIG, por um preço pré-estabelecido. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Quando se analisa a evolução da dívida externa por títulos do Estado em termos nominais, a preços correntes, observa-se um aumento no saldo de 42,83% entre 1994 e 1998, quando ainda não havia sido realizado nenhum resgate (o primeiro resgate ocorre em 10/02/1999 e se refere aos bônus série A). Entretanto, no mesmo período, em termos reais e a preços de 2008, encontra-se uma redução de pouco menos de 0,45%. Ou seja, a dívida em questão não foi afetada significativamente pela taxa de câmbio.

Contudo, em princípios de 1999, conforme MURARO, SPREEN & ROKA (2000),

o governo brasileiro decidiu cortar o apoio artificial à moeda brasileira. O Real passou então a flutuar no mercado monetário internacional o que resultou numa grande desvalorização desse contra o dólar americano. (...) No final de Fevereiro de 1999, o Real caiu para 1,95 para a troca com o dólar. Em Maio/99 o Real reagiu um pouco passando a 1,67 para a troca com o dólar, mas voltou a cair para 1,80-1,90 em Setembro/99. (MURARO, SPREEN & ROKA, 2000)

O dólar americano encerrou o dia de 31/12/1998 sendo cotado em R\$ 1,2087 para venda no mercado livre e R\$ 1,2102 para venda no mercado flutuante. Em 31/12/1999, a mesma moeda foi cotada em R\$ 1,7890 para venda no mercado único. Este impacto na taxa de câmbio se refletiu também na composição da dívida mobiliária externa de Minas Gerais, uma vez que, entre 1998 e 1999, o saldo da dívida externa por títulos se reduziu em termos

reais apenas 32,05%, quando se esperava uma redução próxima de 50%, em função de se ter resgatado metade dos títulos emitidos.

Com relação à taxa de juros nominal, observa-se, considerando uma capitalização composta, 0,6111% ao mês para os bônus série A e 0,6627% ao mês para os bônus série B, que são inferiores à taxa SELIC no período, conforme a tabela abaixo:

Tabela 3.1:

Taxa SELIC mensal						
Mês/Ano	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Janeiro</b>	0,00%	2,58%	1,73%	2,67%	2,18%	1,46%
<b>Fevereiro</b>	3,63%	2,35%	1,67%	2,13%	2,38%	1,45%
<b>Março</b>	2,60%	2,22%	1,64%	2,20%	3,33%	1,45%
<b>Abril</b>	4,26%	2,07%	1,66%	1,71%	2,35%	1,30%
<b>Mai</b>	4,25%	2,01%	1,58%	1,63%	2,02%	1,49%
<b>Junho</b>	4,04%	1,98%	1,61%	1,60%	1,67%	1,39%
<b>Julho</b>	4,02%	1,93%	1,60%	1,70%	1,66%	1,31%
<b>Agosto</b>	3,84%	1,97%	1,59%	1,48%	1,57%	1,41%
<b>Setembro</b>	3,32%	1,90%	1,59%	2,49%	1,49%	1,22%
<b>Outubro</b>	3,09%	1,86%	1,67%	2,94%	1,38%	1,29%
<b>Novembro</b>	2,88%	1,80%	3,04%	2,63%	1,39%	1,22%
<b>Dezembro</b>	2,78%	1,80%	2,97%	2,40%	1,60%	1,20%

Fonte: Secretaria da Receita Federal do Brasil

A emissão dos títulos em questão parece, pois, ter sido bem sucedida para o Estado em termos financeiros até 1998, excluindo-se da análise o efeito *collateral* dos papéis. A emissão no formato *collateral*, que oferece ao adquirente vantagens maiores, é condizente, pois, conforme (ARDEO & VILLELA, 1996), os títulos estaduais apresentam maior risco, devendo, portanto, apresentar vantagens adicionais a fim de conquistar o investidor e concorrer com os títulos do Tesouro Nacional, de menor risco.

Entretanto, a partir de 1999, com a flexibilização do mercado de câmbio no Brasil, evidenciou-se que a dívida externa poderia ser seriamente afetada por oscilações nos valores de moedas estrangeiras, de forma que esta característica permite classificar esses compromissos assumidos como sendo de risco, pois, conforme Silva, Cabral & Baghdassarian (2009),

O risco de mercado pode ser definido como a incerteza relacionada aos custos esperados oriunda da volatilidade das variáveis de mercado (juros, câmbio, inflação etc.). No mercado financeiro, esse tipo de risco está associado à volatilidade dos preços dos ativos, mas no caso da dívida pública esse risco refere-se a mudanças no valor da carteira (estoque da dívida). (SILVA, CABRAL & BAGHDASSARIAN, 2009, p. 178)

No ano de 1999, pois, a realização da dívida mobiliária externa definitivamente não se mostrou tão bem sucedida quanto havia sido nos cinco anos anteriores, em termos financeiros.

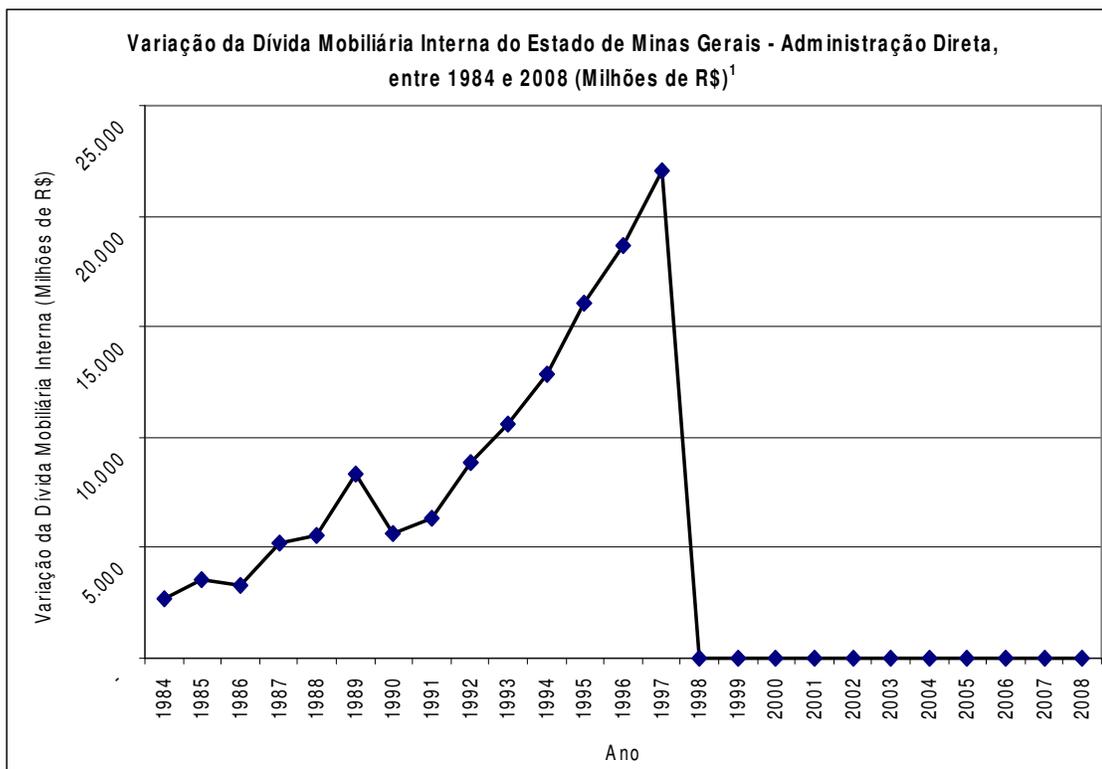
### **3.2 A evolução da Dívida Mobiliária Interna entre 1984 e 2008:**

A Dívida Mobiliária Interna do Estado de Minas Gerais cresceu 8,187 vezes, em termos reais (correção pelo IPC-A), no período 1984-1997.

Mesmo considerando a turbulência macroeconômica do período, fato é que a dívida interna por títulos evoluía sem controle, de forma que passou a demandar medidas de racionalização por parte da União.

Possivelmente, a medida mais drástica foi a proposta de renegociação de finais de 1997, e firmada pelo Governo do Estado no início de 1998, que transferiu a responsabilidade pelos títulos para o Governo Federal que, em contrapartida, obteve créditos por força de contrato junto ao Tesouro Estadual, conforme revela o gráfico seguinte.

Gráfico 3.4:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

A intervenção federal na dívida pública dos Estados e Municípios justifica-se pelo seguinte:

Com relação ao endividamento, o risco é de que, com a efetivação do estado de insolvência das grandes unidades da Federação, instale-se grave crise de liquidez no sistema financeiro, iniciada nos (mas não restrita aos) bancos estaduais e privados que as vêm financiando. Evidentemente, uma crise dessas proporções tem efeitos macroeconômicos sérios, pondo em risco a própria estabilidade econômica do país. (ARDEO & VILLELA, 1996, p. 2)

Riani & Andrade (2002) apontam os principais fatos que afetaram o comportamento da dívida interna por títulos no período em questão. Segundo os pesquisadores, na segunda metade da década de 1970, praticamente não houve novas emissões de títulos por parte do Governo de Minas Gerais. Contudo, a partir da década de 1980, esta passou a ser a principal alternativa de recursos adicionais.

Até 1988, vigoravam as Obrigações Reajustáveis do Tesouro de Minas Gerais - ORTM, que se submetiam à correção monetária, taxas de juros semestrais e renovava-se

apenas o principal. Depois de 1989, com o advento do Plano Verão, as ORTM foram substituídas pelas Letras Financeiras do Tesouro de Minas Gerais - LFTMG, criadas pela Lei 9589/88, que eram remunerados pela taxa média diária de juros, e os juros vencidos incorporavam-se ao principal. Esta taxa de juros atrelava-se à oscilação da taxa *overnight*, que era muito elevada. Em verdade, neste período (1989), a curva de variação da dívida mobiliária interna é bastante ascendente.

A partir de 1990, com a edição do Plano Collor, as LFTMG são substituídas pelos Bônus do Tesouro de Minas Gerais - BTMG, por meio da Lei 8024/90, que apresentavam uma taxa de correção menor, correspondente ao primeiro ponto significativo de inflexão no gráfico. Nos idos de 1991 e 1992, uma nova conversão transforma os BTMG em LFTMG, que foram corrigidas em relação à data da conversão inicial, o que correspondeu a um novo aumento grande no saldo da dívida interna por títulos.

A partir de então, o crescimento da dívida mobiliária interna é constante, fomentando expectativas de risco cada vez maiores por parte dos credores e, por consequência, remuneração proporcional ao risco crescente. Este comportamento motivou sucessivas medidas de contenção da dívida como o plano de troca temporária de títulos estaduais por federais, com o mesmo custo de rolagem do Governo Federal em 1991; a proibição da instituição de novos títulos públicos a partir de 1993 até 1999, com a edição da Emenda Constitucional nº. 3, com exceção da emissão de precatórios judiciais e os demais títulos necessários à rolagem da dívida existente mediante autorização do Senado Federal. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Entretanto, as medidas não surtiram efeitos significativos na redução da dívida, pois os títulos não tinham apenas o principal corrigido, mas sua integralidade, pois distingui-los era cada vez mais difícil, de forma que a rolagem da dívida era quase completa. (RIANI &

ANDRADE, 2002) Em verdade, a partir de 1991 até 1997, não se observa nenhuma inflexão na curva do gráfico apresentado anteriormente.

A partir de 1993, outro fator de grande efeito aumentativo da dívida consiste nas altas taxas de juros pagas pelo Governo Federal, que, por conseguinte, afetava também os títulos estaduais. As altas taxas de juros no período 1994-98 são explicadas pela adoção do mecanismo de âncora cambial. Com a implantação do Plano Real em 1º de julho de 1994, fundamental era atrelar a variação da recém criada moeda ao comportamento do dólar.

Todavia, para se manter um fluxo constante de entrada de moeda estrangeira no Brasil, era necessário adotar altas taxas de juros, pois este movimento não era naturalmente orientado pelo saldo da balança de pagamentos ou pelo saldo da balança comercial, mas era artificialmente obtido. Algumas medidas eram adotadas como pequenas desvalorizações do Real, mas insuficientes. (SILVA, M., 2002)

A medida mais incisiva foi a flexibilização do câmbio em 1998, que possibilitou taxas cambiais um pouco mais realísticas e que variavam em conformidade com os movimentos nas variáveis macroeconômicas internas e externas. (SILVA, M., 2002)

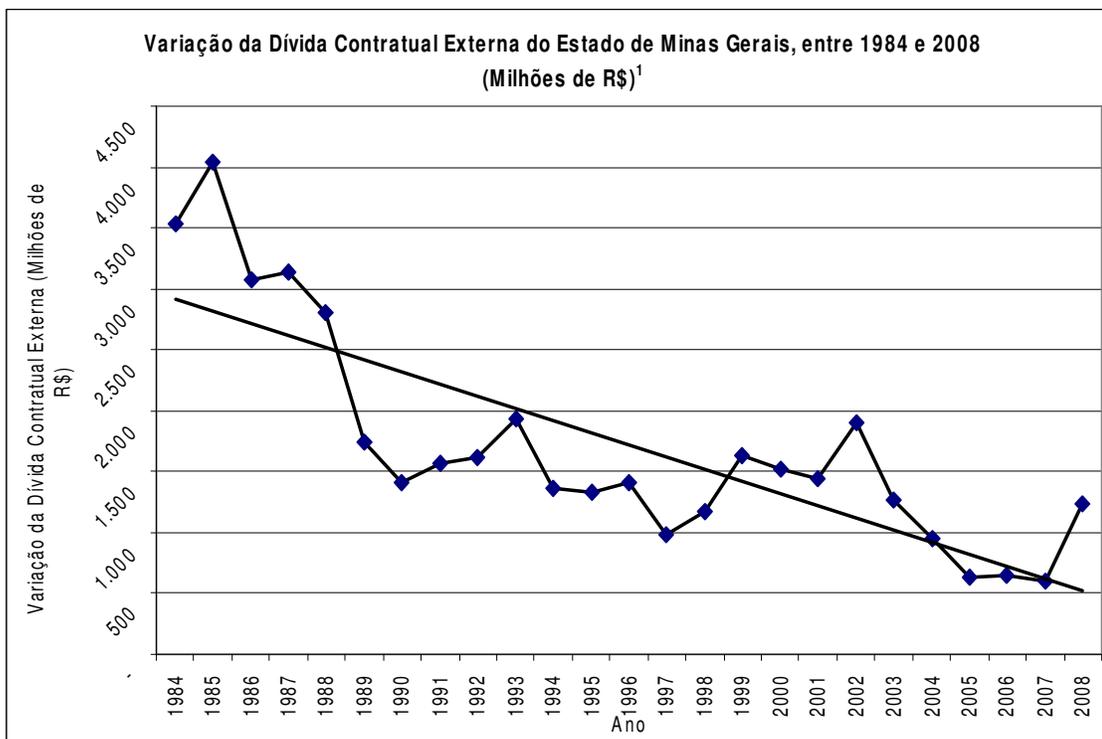
Para se conter a evolução da dívida interna por títulos, novas medidas foram tomadas como a troca de títulos estaduais por federais, que tinham maior liquidez no mercado, em junho de 1994, possibilitando uma redução no *spread* pago pelo Estado. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Entre julho de 1994 e julho de 1997, o Estado de Minas Gerais praticamente quitava apenas os altos juros do período, momento em que a União propôs um plano de refinanciamento em função do caos que havia se instaurado nas finanças públicas das unidades da Federação.

### **3.3 A evolução da Dívida Contratual Externa entre 1984 e 2008:**

A dívida contratual externa se fez sempre presente nos últimos 25 anos nos balanços contábeis do Estado de Minas Gerais. O gráfico seguinte demonstra o comportamento da variável em questão:

Gráfico 3.5:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

Quatro características são muito evidentes na trajetória da dívida externa por contratos neste período: a primeira se refere à redução do número de credores do Estado ao longo do tempo, pois em 1984 eram 20 instituições financeiras em 7 países, executando desembolsos em sete moedas diferentes, enquanto em 2008 eram somente 5 instituições financeiras em 3 países diferentes, conforme demonstra os respectivos Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais.

A segunda característica se refere à redução no peso da dívida externa por contratos na Dívida Fundada Total, que em 1985 representava quase 40 %, sendo a maior responsável

pela sua composição, enquanto em 2007 representava apenas 1,15%, demonstrando que esta forma de financiamento do Estado foi aos poucos desprestigiada em detrimento das demais.

Finalmente, a terceira característica consiste na evidente tendência de queda na dívida contratual externa, demonstrada pela inclinação negativa da reta de tendência linear, e a quarta característica se refere à grande variabilidade do saldo desta dívida em torno da reta de tendência.

É possível citar alguns fatos que possivelmente prejudicaram a contratação de novos empréstimos no período considerado, como a instituição de rígidos limites ao endividamento de Estados e Municípios após a edição da Lei Complementar 101/01 (Lei de Responsabilidade Fiscal), a influência política sobre o processo de concessão de garantias pela União<sup>5</sup>, e o endêmico clientelismo na política brasileira e estadual que confere descrédito perante instituições financeiras de fomento como Banco Mundial - BIRD, Banco Interamericano de Desenvolvimento - BID e Banco Japonês de Cooperação Internacional - JBIC, afugentando as possibilidades de negócios.

### **3.4 A evolução da Dívida Contratual Interna entre 1984 e 2008:**

A Dívida Contratual Interna do Estado de Minas Gerais – Administração Direta cresceu 31,42 vezes nos últimos 26 anos e, desde 1998, é a principal determinante da Dívida Fundada Total, representando em 2008 97,78% dos exigíveis de longo prazo do Estado. Esta mudança no comportamento da dívida interna por contratos pode ser parcialmente explicada pela incorporação da Dívida Mobiliária Interna após 1998, que será tratado separadamente

---

<sup>5</sup> As unidades da Federação não são pessoas de Direito Público Internacional. (MIRANDA, 2006, p. 193) Desta forma, para que seja possível a execução em juízo das obrigações estipuladas em contrato, exige-se a constituição de um garantidor que tenha capacidade jurídica, como a República Federativa do Brasil, por exemplo.

neste estudo, e pela incorporação de débitos da dívida contratual externa nos idos da década de 80.

Na primeira parte da década de 1980, o Governo de Minas assumiu compromissos de natureza contratual com organismos financeiros nacionais, como Banco Nacional de Habitação - BNH, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE, hoje BNDES, e Caixa Econômica Federal – CEF, a fim de financiar as ações sociais do plano de governo. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Contemporaneamente, houve a transformação de compromissos externos em internos, quando a União, devido à dificuldade de o Estado honrar estes acordos, assumiu a responsabilidade pelos contratos externos do Governo de Minas e, em contrapartida, obteve um novo contrato entre o Estado e o Banco do Brasil, em conformidade com os Avisos MF 030 e MF 09. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Em 1987, constam novos ingressos em função de operações por Antecipação de Receita Orçamentária – ARO, conforme voto CMN 340, e por refinanciamento de dívidas junto ao Sistema Financeiro Estadual, conforme Voto CMN 548. Em 1989, integram a dívida interna por contratos empréstimos junto ao Banco Central do Brasil para prover o saneamento de bancos estaduais, como Credireal e Minascaixa. (RIANI & ANDRADE, 2002)

No período compreendido entre 1990 e 1993 não houve novas contratações, ingressando somente recursos provenientes de contratos já assinados. Em 1994, houve um processo de renegociação dos contratos junto ao BNDE e Caixa Econômica Federal, no amparo da Lei 8.727 de 05/11/1994. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Em 1995, aconteceu uma mutação qualitativa na dívida que não importou em redução da mesma, que consistiu na aquisição pelo Governo do Estado de créditos da CEMIG junto ao Governo Federal, que, por conseguinte, foram utilizados para amortização de

obrigações junto à União. Todavia, criou-se um novo compromisso perante a companhia energética do Estado.

No ano de 1996, é assinado um contrato com a Caixa Econômica Federal de R\$ 351,8 milhões, em valores nominais, amparado pela Lei nº 12.204 de 17/06/1996 e pelo voto 162/95 do Conselho Monetário Nacional, que se destinava a financiar o Programa de Desligamento Voluntário – PDV (R\$ 76,1 milhões), pagamento do 13º salário (R\$ 190 milhões) e para promover a transformação de uma dívida flutuante, referente à ARO/95, em dívida fundada (R\$ 85,7 milhões). (RIANI & ANDRADE, 2002)

Neste momento, explicita-se a precariedade do planejamento público na época, principalmente em uma perspectiva financeira, no âmbito do Governo de Minas Gerais, uma vez que se utilizou de um mecanismo excepcional de financiamento do gasto público para cobrir despesas correntes que todo ano figuram no orçamento público (abono salarial dos servidores públicos).

No mesmo ano, verifica-se a contratação de uma obrigação junto ao Unibanco, que totalizava R\$ 327,3 milhões, em valores nominais, com a permissão da Lei nº 11.966 de 01/11/1995 e com a anuência do voto 162/95 do CMN e da Resolução BACEN nº 2316, pela qual se buscava converter dívida mobiliária de ARO junto a bancos privados em dívida contratual. (RIANI & ANDRADE, 2002)

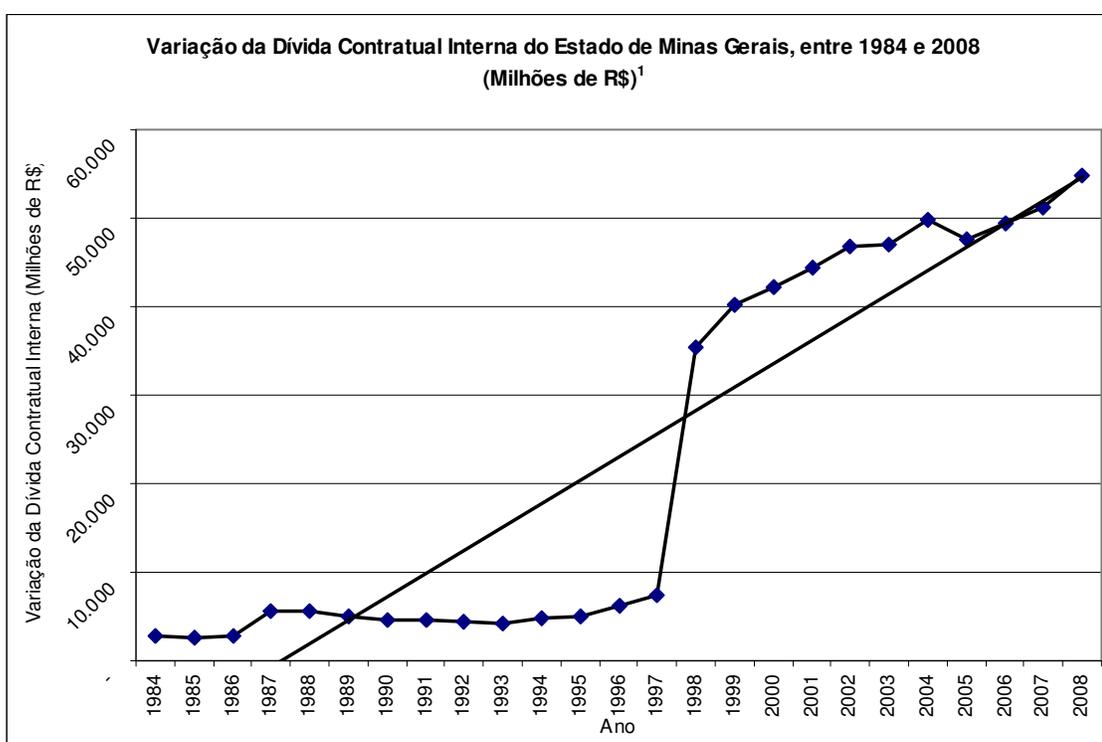
Finalmente, em 1997, firma-se um contrato com a Caixa Econômica Federal, em conformidade com o voto 162/95 do Conselho Monetário Nacional, de R\$ 346,3 milhões, que se destinava a financiar o saneamento do Credireal. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Ressalte-se que este contrato foi incorporado ao montante da renegociação de princípios de 1998. De 1998 até 2008, são firmados outros esporádicos e pouco expressivos contratos, que não modificam significativamente o saldo da dívida em questão, como o

contrato 02.22.2.31, em 2005, junto ao BNDES, cujo saldo em 31/12/2008 era de R\$ 50.050.000,00.

O quadro a seguir demonstra as variações na Dívida Contratual Interna do Estado de Minas Gerais entre 1984 e 2008. O movimento mais ascendente ocorre em 1998, quando os títulos públicos estaduais são incorporados à dívida interna contratual.

Gráfico 3.6:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

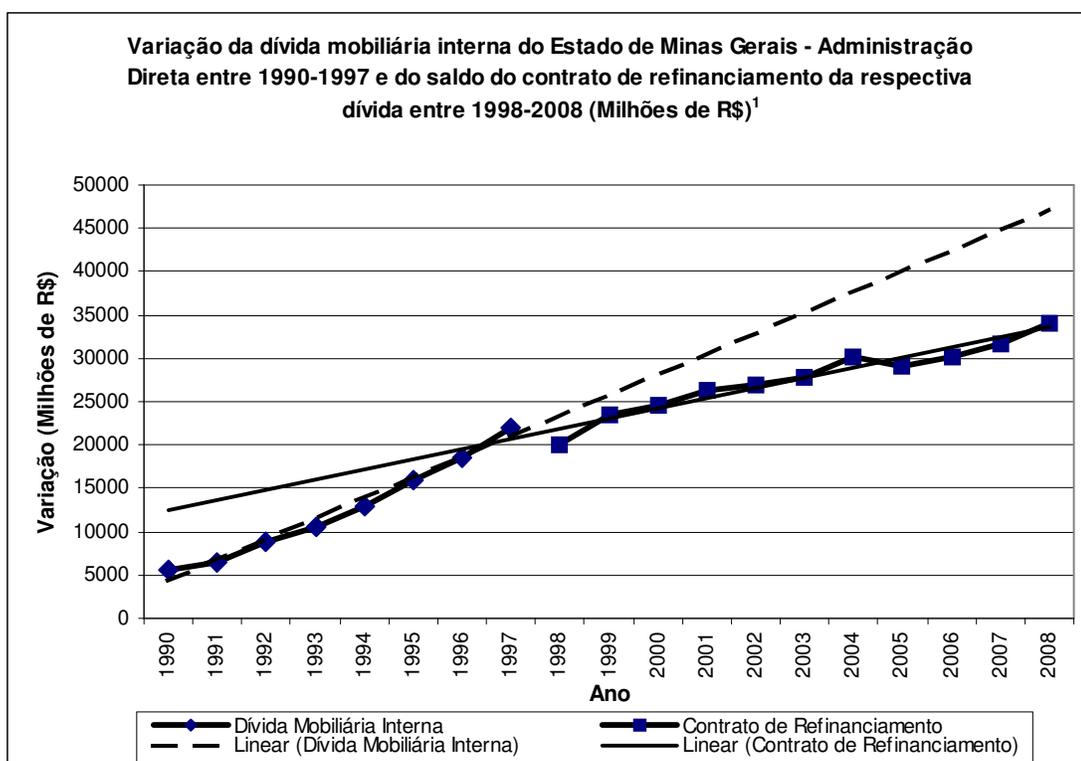
1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

### 3.4.1 A renegociação da dívida do Estado de Minas Gerais em 1998:

Com relação à renegociação da dívida do Estado de Minas Gerais em 1998, há opiniões antagônicas sobre o sucesso da operação. Conforme Santos (2003, p. 51), “a situação anterior dos estados era insustentável. Não havia mais como continuar a sistemática até então

vigente (...) [a renegociação] foi um negócio altamente favorável aos estados”. Isto porque, em verdade, o saldo desta dívida passou a evoluir em ritmo menos intenso após 1998, conforme demonstra o gráfico seguinte. A comparação não é perfeitamente apropriada porque também são objetos da renegociação alguns outros contratos, que se incorporam à dívida mobiliária interna, além do fato de a União ter assumido mais de R\$ 1.591 milhões do montante refinanciado.

Gráfico 3.7:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

Para RIANI & ANDRADE (2002), contudo, analisando a questão, a negociação não foi positiva, pois o Estado passou a gastar três vezes mais com o serviço da dívida em questão, mas que importou em uma redução de apenas 9,75% da dívida caso ela não fosse renegociada conforme dados de 31/12/2004. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Compunha a renegociação R\$ 11.353 milhões referentes às letras financeiras do Tesouro Estadual não pagas em 31/03/1996, R\$ 40 milhões referentes a contratos firmados

com o Banco do Brasil, conforme voto 63/97 do CMN, R\$ 281 milhões referentes a contratos junto à Caixa Econômica Federal, conforme voto CMN 162/95, e R\$ 151 milhões referentes a saldos devedores junto a instituições privadas. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Deste montante, a União assumiu R\$ 1.591 milhões, sendo que os R\$ 10.235 milhões restantes constituíram-se, pois, em objeto do contrato, que deveriam ser pagos em 360 parcelas mensais. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Duas opções foram oferecidas ao Governo de Minas para iniciar o cumprimento do contrato, quais sejam a de quitar à vista 10% do devido, cujo restante seria remunerado pelo IGP-DI acrescido de 7,5% de juros a.a., ou quitar 20% da dívida à vista, cujo restante seria remunerado pelo IGP-DI acrescido de 6% de juros a.a., escolhendo o Estado a primeira opção. (RIANI & ANDRADE, 2002)

O pagamento da parcela inicial foi possível pela venda de ações do BEMGE e Credireal, venda do CEASA/MG e Companhia de Armazéns e Silos do Estado de Minas Gerais - CASEMG, além de outros créditos. (RIANI & ANDRADE, 2002)

No mesmo contexto, foi permitido pelo Senado Federal, pela Resolução SF nº. 45 de 29/05/1998, a contratação de um novo empréstimo pelo Governo de Minas, no valor de R\$ 4.344 milhões, no âmbito do Programa de Apoio e Reestruturação ao Ajuste Fiscal dos Estados, que se destinava a viabilizar a privatização do BEMGE, a liquidar obrigações do BDMG contraídas no processo de privatização do Credireal e transformá-lo em agência de fomento, liquidar obrigações da Minascaixa e liquidar obrigações junto à CEF decorrentes da privatização do Credireal. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Em relação aos encargos, surge o primeiro ponto polêmico do contrato, pois o índice de correção inflacionária adotado, IGP-DI, apresentou comportamento diverso dos demais, principalmente se comparado ao IPC-A, índice oficial de inflação.

Em 1998, o IGP-DI acumulado no ano foi de 1,71% e o IPC-A no mesmo período foi de 1,65%, bastante próximos. Em 2008, porém, o IGP-DI correspondeu a 9,1%, enquanto o IPC-A foi de 5,9%. Acrescido de 7,5% de juros, o encargo pago em 2008 foi de aproximadamente 16,6%, que se confronta com uma taxa SELIC média de 12,42% no mesmo período.

Em setembro de 2009, a taxa SELIC já se encontra no patamar de 8,75% a.a., de forma que uma revisão nos mecanismos de remuneração do saldo refinanciado, tanto do índice de correção quanto dos juros, torna-se pertinente.

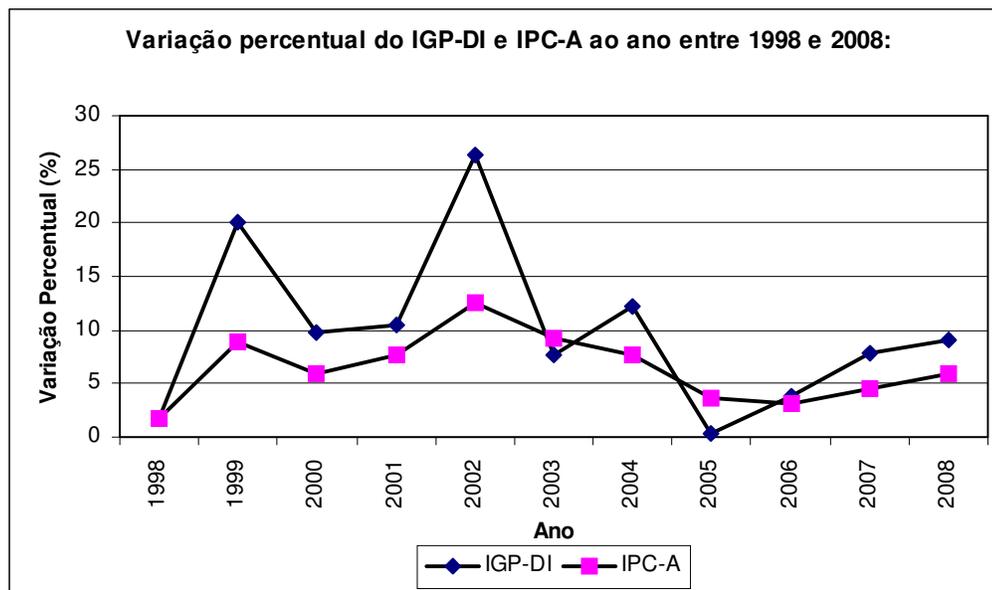
A tabela e o gráfico seguintes demonstram o comportamento do IGP-DI e do IPC-A entre 1998 e 2008.

Tabela 3.2:

IPC-A e IGP-DI a.a. entre 1998 e 2008			
Ano	IGP-DI (%)	IPC-A (%)	Diferença
1998	1,71	1,66	0,05
1999	19,99	8,94	11,05
2000	9,8	5,97	3,83
2001	10,4	7,67	2,73
2002	26,41	12,53	13,88
2003	7,66	9,3	-1,64
2004	12,13	7,6	4,53
2005	0,33	3,59	-3,26
2006	3,79	3,14	0,65
2007	7,9	4,46	3,44
2008	9,11	5,9	3,21

Fonte: Ipeadata, acessado em 05/09/2009.

Gráfico 3.8:



Fonte: Ipeadata, acessado em 05/09/2009.

Em referência à questão, foi apresentado na Câmara dos Deputados o Projeto de Lei nº 6019/2005, que buscava amenizar a questão, de forma que, se aprovada, a Lei permitiria que o IGP-DI fosse substituído pelo IPC-A sempre que a diferença entre o primeiro superasse o segundo em 10%. Todavia, o projeto não prosperou e foi arquivado em 02/10/2007. As variações entre os índices podem ser causadas por diferenças na metodologia de cálculo, periodização, cesta de consumo ou região de abrangência.

Outro ponto do contrato que gera profundas discordâncias se refere ao limite imposto para amortização da dívida que em novembro de 98 era de 6,79% da receita líquida real, de 12% em dezembro de 1998, 12,5% no ano de 1999 e 13% a partir de 2000. O que ocorre é que, freqüentemente, devido ao limite, o Estado fica impossibilitado de amortizar o compromisso, de forma que esta parcela da dívida integra um novo saldo intitulado de saldo residual que deverá ser quitado ao término dos 30 anos. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Ressalte-se, por fim, que, além dos compromissos já descritos, o Estado de Minas Gerais se submeteu a um rígido ajuste fiscal que previa a proibição de emitir novos títulos públicos no mercado interno enquanto a sua dívida financeira superasse a receita líquida real

anual e que proibia a contratação de novos empréstimos caso as metas estabelecidas no ajuste não fossem atingidas. (RIANI & ANDRADE, 2002)

Em suma, percebe-se que a renegociação restringiu ainda mais a capacidade de investimento do Estado, pois passou a demandar mais recursos para financiar o serviço da dívida correspondente, enquanto seu saldo pouco se reduziu no período. Apresentam maior pertinência, pois, as críticas ao processo de renegociação.

#### **3.4.1.1 A moratória empreendida pelo Governo Itamar Franco em 1999:**

Após as eleições de 1998, assume o Governo de Minas Gerais Itamar Franco, que logo em 06 de janeiro de 1999 decretou moratória por, a princípio, 90 dias da dívida negociada, com a justificativa de que o caos havia se instaurado nas finanças públicas estaduais e que não foi possível acordar uma solução junto ao Governo Federal. (VICTORINO, 2004)

Em verdade, o governo Eduardo Azeredo havia assumido o compromisso de reduzir o déficit público operacional de 18% em 1997 para 10% no ano seguinte, mas o que de fato aconteceu foi a ampliação do déficit operacional em 1998 para 32,4%. Além disso, o mesmo governo havia se comprometido a ampliar a receita própria do Estado em 12,8% em 1998, mas acabou restringindo-a em 2,7%. O que de fato evidencia que as contas públicas estaduais tiveram uma depreciação muito grande no ano de 1998. (VICTORINO, 2004)

Victorino (2004) aponta para uma análise política da situação afirmando que o Governo Azeredo, que tinha sintonia partidária com o Governo Central, teve um tratamento bastante privilegiado se comparado ao Governo Itamar Franco, que não detinha tal sintonia, pois, mesmo tendo descumprido diversas metas do acordo de refinanciamento, o Governo Eduardo Azeredo não sofreu as retaliações previstas. Ressalte-se que Itamar Franco impediu

que Eduardo Azeredo se tornasse o primeiro governador de Minas Gerais reeleito, ao vencê-lo no segundo turno com ampla maioria.

Em contramedida à moratória, o Governo Central determinou o bloqueio de repasses ao Estado de Minas Gerais, valendo-se de prerrogativas contratuais, que, em verdade, foram destinados a quitar as obrigações do Estado em relação ao acordo de refinanciamento, de forma que a moratória, conforme Victorino (2004), teve um impacto financeiro nulo ao Estado.

Excetuando-se os aspectos políticos do evento, fato é que o acordo de renegociação, embora tenha tido um objetivo benéfico, que era o de disciplinar a evolução da dívida mobiliária estadual, afetou bastante o comprometimento financeiro do Estado e que o Governo Central da época, bem como os que o sucederam, não evidenciaram grande disposição em flexibilizá-lo.

Além disso, pode-se inferir que, se não possibilitou benefícios financeiros ao Estado, a decretação da moratória é acompanhada de um aumento na desconfiança dos credores, que, por conseguinte, propicia maior risco e exigem remunerações maiores aos créditos emprestados, conforme observa Lourenço (2007), ao tratar de avaliação de risco de países:

o conceito da intensidade de risco do País é determinado com base na capacidade de pagamento dos títulos de longo prazo, negociados no mercado internacional, com encaixe em algumas categorias que podem oscilar entre excelente pagador, grau de investimento (investimento prudente), especulativo, diminuta qualidade e inadimplente (default). Lembre-se que o grau especulativo abarca nações que registraram episódios de decretação de moratória de suas dívidas. (LOURENÇO, 2007, p. 9)

Em suma, quanto maior o risco avaliado pelas agências especializadas, maior deverá ser a taxa de rendimento sobre o capital emprestado e episódios de moratória contribuem para aumento no risco, ademais, de maneira análoga, o mesmo ocorre com unidades da federação que não honram seus compromissos. (LOURENÇO, 2007, p. 9)

Por fim, ressalte-se a fragilidade do ambiente econômico na época, que se caracterizava pela crescente pressão cambial e pela crise econômica no México, que, segundo SOARES, F. (2006), foi afetado pelo episódio em questão, conforme o seguinte:

Apesar do anúncio do acordo com o FMI e a liberação da primeira parcela dos recursos – ocorrida em dezembro de 1998 -, num montante de US\$ 9,2 bilhões, a saída de capitais teve continuidade. Más notícias ocorridas no período abalaram ainda mais a credibilidade dos investidores em relação à política econômica brasileira. A primeira se refere à perda por parte do governo, em dezembro daquele ano, de uma importante votação relativa à previdência social. A segunda está relacionada à declaração de moratória, em janeiro de 1999, pelo novo Governador do Estado de Minas Gerais, Itamar Franco (SOARES, F. 2006, p. 32)

#### **4 O INVESTIMENTO PÚBLICO DO ESTADO DE MINAS GERAIS ENTRE 1984 E 2008:**

Nos últimos tempos têm merecido destaque as discussões sobre os entraves institucionais ao crescimento econômico brasileiro. Segundo o Banco Mundial, o Brasil ocupa o 119º lugar em um ranking de 155 países dispostos em função da facilidade para se fazer negócios. (BANCO MUNDIAL, 2006-a) É neste contexto que se insere a expressão custo Brasil, que se refere ao conjunto de dificuldades postas ao produtor nacional a fim de lhe usurpar competitividade no ambiente de negócios.

Entre as medidas para se minimizar o chamado custo Brasil figuram a promoção de reformas institucionais, em matéria previdenciária a fim de solucionar o rombo orçamentário da Previdência Social, em matéria tributária para se corrigir distorções no sistema e simplificar a arrecadação de tributos, em matéria financeira para se melhorar a oferta de crédito e reduzir custos inerentes e inadimplência, em matéria fiscal para se moralizar o endividamento público, em matéria jurídica *stricto sensu* para se garantir o primordial princípio da segurança jurídica na eficácia dos contratos, bem como facilitar o registro de propriedade intelectual e garanti-la, e de natureza administrativo-política com o intuito de se reforçar as instituições democráticas brasileiras e reduzir o clientelismo político e a corrupção. (BANCO MUNDIAL, 2006-a; GIAMBIAGI & PINHEIRO, 2006)

Tão importante quanto a promoção das reformas supracitadas, seria empreender um projeto de investimento maciço com o intuito de se melhorar a incipiente infraestrutura de transportes e energética brasileira que encarece os custos de produção. Estes investimentos poderiam ser providos pelo poder público, por meio de todos os entes federativos, com recursos próprios, e em regime de parcerias público-privadas ou concessões reguladas. Deve-se estar atento neste aspecto ao efeito *crowding out* já relatado neste estudo.

Portanto, passa-se neste capítulo a analisar o comportamento do investimento público do Estado de Minas Gerais<sup>6</sup> nos últimos 25 anos. Para isso, serão apresentados no próximo tópico alguns conceitos fundamentais à compreensão da matéria. Ao fim, será exposto uma análise de regressão a fim de identificar os fatores que têm influenciado o comportamento da variável no período considerado, principalmente a dívida pública fundada e a dívida contratual externa que tem merecido destaque neste trabalho.

#### **4.1 Conceitos fundamentais:**

A portaria conjunta STN/SOF nº 3 de 2008, define os gastos públicos com investimentos como sendo o conjunto de despesas orçamentárias que se destinam ao “planejamento e execução de obras, inclusive aquisição de imóveis considerados necessários à realização destas últimas, e aquisição de instalações, equipamentos e material permanente.” (BRASIL, 2008-g)

Já os gastos com inversões financeiras são as despesas orçamentárias que visam a “aquisição de imóveis ou bens de capital já em utilização; a aquisição de títulos representativos do capital de empresas ou entidades de qualquer espécie, já constituídas, quando a operação não importe aumento do capital; e com a constituição ou aumento do capital de empresas.” (BRASIL, 2008-g)

Comumente, utiliza-se a soma das variáveis supracitadas para se definir o volume de investimentos públicos do ente considerado porque, segundo Velloso (2009), “o grosso delas [inversões financeiras] é composto por aumento de capital de empresas estaduais com participações do Tesouro do Estado” - o que, indubitavelmente, caracteriza ampliação do

---

<sup>6</sup> Em grande medida as organizações integrantes da Administração Pública Indireta do Estado, como empresas públicas e sociedades de economia mista também contribuem para a promoção do investimento público. Entretanto, este estudo se aterá aos gastos com investimentos e inversões financeiras empreendidos pela Administração Pública Direta Estadual, bem como na utilização de outras variáveis.

investimento público estadual. Em verdade, está-se diante de uma problemática bastante ampla, uma vez que muitos outros gastos, que são contabilizados como despesas de custeio, caracterizam-se de fato como investimento social como a compra de material didático para estudantes por exemplo.

Entretanto, em face da dificuldade de se pacificar a questão, este estudo se absterá e utilizará como referência o que a própria Administração Pública estadual classifica como investimento, acrescido das despesas com inversões financeiras, pelas justificativas já citadas anteriormente.

#### **4.2 O comportamento do investimento público do Estado de Minas Gerais entre 1984 e 2008:**

Ao se analisar a evolução dos gastos com investimentos e inversões financeiras do Estado de Minas Gerais - Administração Direta, o ano de 1998 se destaca bastante por apresentar um aumento de 11 vezes, em termos reais, em comparação com o ano anterior.

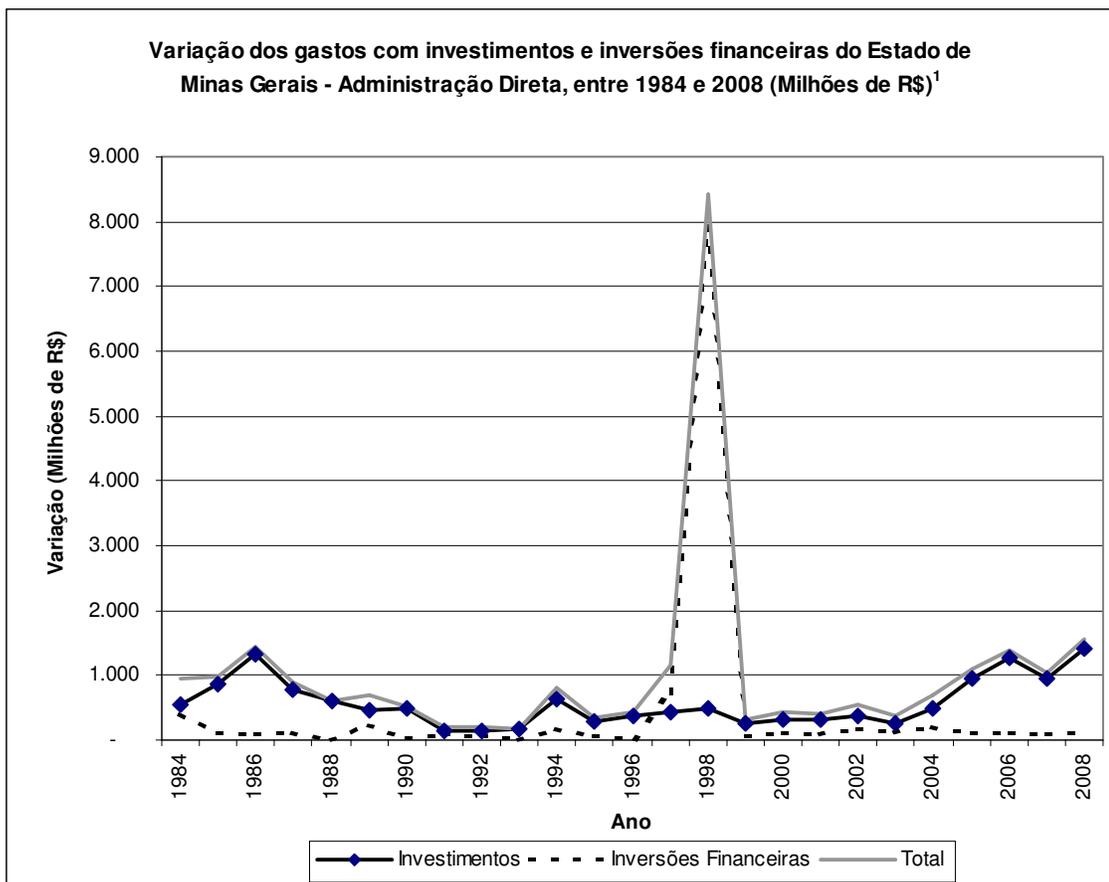
Tal aumento se deve, conforme relatório do Exmo. Sr. José Ferraz, conselheiro do Tribunal de Contas do Estado de Minas Gerais, ao processo de saneamento dos bancos estaduais empreendido no referido período. (MINAS GERAIS, 1999-c)

Segundo ele, 90% dos gastos com inversões financeiras em 1998 se referiam ao aumento de capital dessas instituições financeiras e ressalta também que este valor superou em pouco mais de 350% o fixado na respectiva Lei Orçamentária Anual. (MINAS GERAIS, 1999-c)

O parecer foi aprovado por maioria em plenário, e com ressalvas, em que foi vencido o voto do Conselheiro Moura e Castro. (MINAS GERAIS, 1999-c)

O gráfico seguinte demonstra as variações citadas.

Gráfico 4.1:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

Outro fenômeno bastante curioso se refere ao fato de os picos nos gastos com investimentos e inversões financeiras, em cada governo, ocorrerem justamente nos respectivos anos eleitorais, com exceção do governo Newton Cardoso (1987-1990), quando os referidos gastos foram sucessivamente decrescentes<sup>7</sup>.

Possivelmente, em função do pequeno tamanho da amostra, não se pode afirmar que há uma nítida tendência de os chefes do poder executivo mineiro concentrarem os gastos com investimentos nos anos eleitorais, mas uma observação descompromissada sobre o assunto é pertinente.

<sup>7</sup> Este fenômeno também é observado no Governo Eduardo Azeredo (1995-1998), excetuando-se o aumento aproximado de 90% das inversões financeiras referentes ao saneamento dos bancos estaduais.

A tabela seguinte demonstra os gastos com investimentos e inversões financeiras por governo no período considerado.

Tabela 4.1:

Gastos com investimentos e inversões financeiras do Estado de Minas Gerais - Administração Direta, entre 1983-2006, por governo, (Milhões de R\$) <sup>5</sup>			
Ano	Investimentos	Inversões Financeiras	Total
Governo Tancredo Neves / Hélio Garcia (1983-1986) <sup>1</sup>			
1.983	608	13	622
1.984	552	407	959
1.985	861	109	970
1.986	1.339	98	1.436
Governo Newton Cardoso (1987-1990) <sup>2</sup>			
1.987	781	115	896
1.988	608	7	615
1.989	461	239	700
1.990	499	15	514
Governo Hélio Garcia (1991-1994) <sup>3</sup>			
1.991	144	72	216
1.992	156	50	206
1.993	175	10	185
1.994	635	174	809
Governo Eduardo Azeredo (1995-1998) <sup>4</sup>			
1.995	296	62	359
1.996	387	34	421
1.997	425	715	1.140
1.998	497	792	1.289
Governo Itamar Franco (1999-2002)			
1.999	267	49	316
2.000	308	115	423
2.001	328	87	415
2.002	384	162	546
Governo Aécio Neves (2003-2006)			
2.003	251	128	380
2.004	493	203	696
2.005	965	119	1.083
2.006	1.278	106	1.385

Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais (SCCG/SEF-MG) / As células em negrito representam os anos eleitorais.

1: Tancredo Neves governou o Estado de 15/03/1983 a 14/08/1984, quando deixou o cargo para se candidatar à Presidência da República. Hélio Garcia governou entre 14/08/1984 e 15/03/1987.

2: Newton Cardoso governou o Estado entre 15/03/1987 e 15/03/1991.

3: O segundo governo Hélio Garcia foi entre 15/03/1991 e 01/01/1995. A partir de então os mandatos se iniciam em 1º de janeiro.

4: No governo Eduardo Azeredo, considerou-se apenas 10% dos gastos com inversões financeiras em 1998 para se excluir aproximadamente o efeito do saneamento dos bancos estaduais sobre a variável.

5: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

Sobre o assunto, Rogoff, em *Political Budget Cycle (1995)*, concluiu que os políticos que se encontram em processo de reeleição tendem a distorcer a política fiscal seja promovendo cortes de tributos, aumentando o volume de transferências ou aumentando os gastos que tenham visibilidade imediata, gerando déficits fiscais. (ROGOFF, apud MENEGUIN, 2000-a)

Como a tabela anterior contempla um período (1983-1997) em que o instituto da reeleição não se fazia presente<sup>8</sup>, torna-se conveniente ampliar a abordagem teórica, conforme MENEGUIN & BUGARIN (2003-b), que apontam para o fato de o governante no poder, impossibilitado de reeleger-se, ainda assim tem incentivos, embora menores, para eleger um sucessor que seja do seu partido, de forma que, para isso, colocará a máquina pública em seu favor e poderá concentrar gastos no ano eleitoral.

Retomando as considerações sobre o investimento público estadual, quando se retira o ano de 1998 da base de dados, possibilita-se uma análise mais realística.

Nestas condições, encontra-se uma média aritmética dos gastos com investimentos e inversões financeiras de R\$ 720 milhões ao ano e desvio padrão de 81,03.

Em verdade, o gráfico 4.2 apresentado abaixo evidencia o grande espaço existente entre a maior parte dos pontos do gráfico e a reta de tendência.

O coeficiente angular da reta de tendência é bastante expressivo também e alcança 8,1387, o que sugere que há uma tendência de crescimento nos gastos com investimentos ao longo do tempo em termos absolutos.

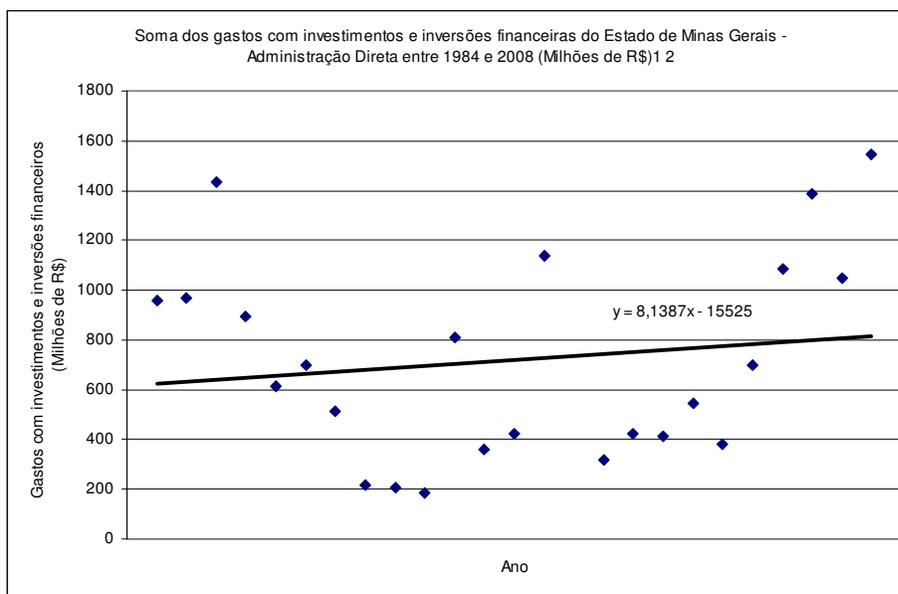
Entretanto, quando se analisa o percentual que esses gastos representam na despesa total, a situação é oposta uma vez que há uma trajetória de queda na participação percentual dos gastos com investimentos e inversões financeiras na despesa total.

---

<sup>8</sup> O instituto da reeleição foi positivado na Constituição da República por meio da promulgação da emenda constitucional nº 16, em 04 de junho de 1997.

Ou seja, os governos, que se sucederam no poder executivo mineiro, têm priorizado cada vez menos os investimentos públicos ao desembolsar os recursos de que dispõe, conforme o gráfico 4.3 a seguir demonstra enfaticamente.

Gráfico 4.2:

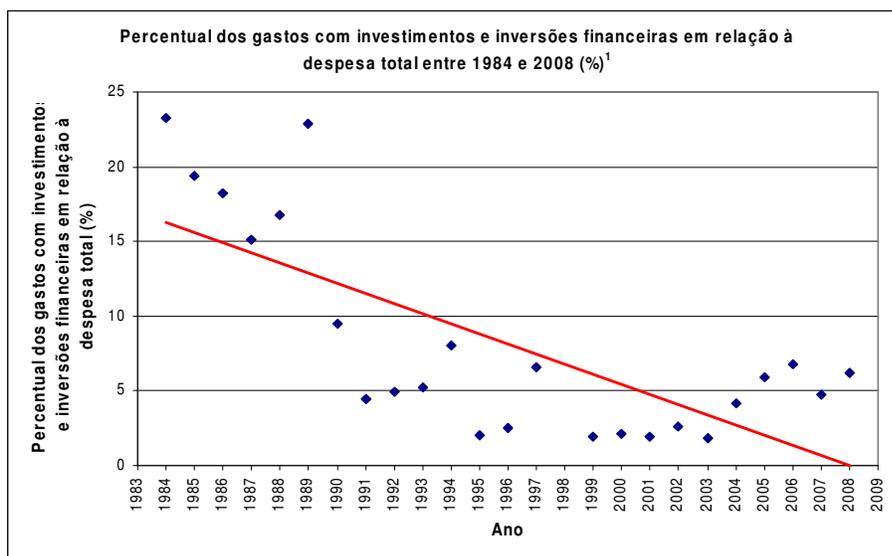


Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

2: Excluiu-se da base de dados o ano de 1998, pelos motivos já citados anteriormente.

Gráfico 4.3:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Excluiu-se da base de dados o ano de 1998, pelos motivos já citados anteriormente.

Ao se comparar a evolução dos gastos anuais com investimentos e inversões financeiras e a evolução da dívida fundada total, encontra-se a mesma tendência de queda relativa, uma vez que em 1984 os gastos com investimentos equivaliam a 10,62% da dívida, enquanto em 2008 esta relação foi de 2,76%.

Ou seja, embora os gastos com investimentos tenham apresentado uma tendência ascendente no período em valores absolutos, a dívida fundada total cresceu em um ritmo muito mais intenso, causando esta redução relativa ao se comparar as duas evoluções.

Como possíveis influências sobre a redução do gasto relativo com investimento e inversões financeiras do Estado de Minas Gerais e dos demais entes federativos pode-se citar:

1) a imposição de limites mínimos para gastos com educação e saúde, que, em certa medida, engessam a liberdade de o governante definir a forma de aplicação dos recursos disponíveis,

2) crescimento de despesas permanentes como previdência social, por exemplo,

3) incipiente planejamento governamental que incentiva primordialmente o corte nos investimentos na iminência de descontrole nas finanças públicas e, finalmente,

4) a caótica situação da dívida pública que, em grande medida, tem sido apenas arrolada em vez de se caracterizar como instrumento excepcional de financiamento da máquina pública.

O gráfico 4.4 demonstra a evolução dos gastos anuais com investimentos e inversões financeiras, receita e despesa correntes anuais, a fim de corroborar a afirmação de que a representatividade dos primeiros tem decaído bastante ao longo do tempo considerado.

Em verdade, as trajetórias da despesa e receita correntes anuais é bastante similar até 2002, momento em que se distanciam até 2004. A partir de então, adotam novamente o mesmo comportamento evolutivo. Já os gastos anuais com investimentos são aproximadamente constantes no período.

Gráfico 4.4:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)

1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

2: Excluiu-se da base de dados o ano de 1998, pelos motivos já citados anteriormente.

### 4.3 Análise de regressão múltipla dos gastos com investimentos e inversões financeiras do Estado de Minas Gerais, entre 1984 e 2008:

Conforme TRIOLA (2005), uma análise de regressão múltipla busca identificar a afetação do comportamento de duas ou mais variáveis sobre o comportamento de outra. A regressão múltipla pode ser representada pela equação genérica “ $y_c = b_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_kx_k + \varepsilon$ ”

Após o processamento eletrônico dos dados, três informações são importantes: a primeira é o valor do coeficiente de cada variável  $x_k$  e de  $b_0$ , que indicam a forma como estas variáveis afetam a variável dependente  $y_c$ . Se o respectivo coeficiente for positivo, significa

que um aumento na variável independente influencia um aumento na variável dependente e, se for negativo, significa que um aumento em  $x_k$  diminuirá  $y_c$ .

A segunda informação consiste no chamado  $R^2$ , que “é uma medida de quão bem a equação de regressão múltipla se ajusta aos dados amostrais”. (TRIOLA, 2005 p. 417) Por exemplo, caso se encontre  $R^2 = 0,89$ , significa que 89% da variação da variável dependente pode ser explicada pelo comportamento das variáveis independentes. Quanto maior o valor de  $R^2$ , mais significativa será a regressão.

A terceira informação é o valor  $P$ , que “é uma medida da significância geral da equação de regressão múltipla”. (TRIOLA, 2005, p. 418) Este valor se associa ao teste F e para cada coeficiente individual ao teste t. Decorre de um teste de hipótese e estabelece a probabilidade de o dado em questão ser zero. Quanto menor o valor  $P$ , maior a significância da regressão.

O objetivo desta análise é identificar quais os fatores que orientam os gastos com investimentos e inversões financeiras e de que maneira eles atuam. Portanto, a variável dependente será a soma de investimentos e inversões financeiras e as independentes serão despesa de custeio, que é o conjunto de recursos aplicados diretamente na máquina pública como pagamento de pessoal e material de consumo por exemplo; receita corrente; saldo da dívida fundada total; e em outros dois cenários a dívida fundada total será fracionada em interna e externa<sup>9</sup> que tem merecido destaque neste estudo. Basicamente são essas as variáveis que se mostraram, pela lógica, relevantes sobre o comportamento dos gastos sob análise.

Espera-se que o aumento na despesa de custeio tenha um efeito diminutivo sobre o investimento porque elas são essencialmente concorrentes, e que receita corrente, saldo da dívida fundada total, dívida fundada interna e externa tenham um efeito aumentativo sobre o

---

<sup>9</sup> Este estudo destaca especialmente a dívida contratual externa. Porém, devido à pequena representatividade da dívida mobiliária externa no período, não é impróprio o agrupamento destas duas variáveis em uma só (dívida fundada externa), pois a influência da segunda sobre a análise é igualmente pouco significativa.

investimento, pois, por serem fontes de financiamento, seu aumento, em tese, viabiliza os investimentos.

Quatro cenários de análise foram criados. O primeiro é composto pela variação percentual de um ano em relação ao anterior da despesa de custeio, receita corrente e dívida fundada total. No segundo cenário, foram utilizadas as mesmas variáveis anteriores, porém acrescidas de uma variável *dummy*, cujo objetivo é anular os efeitos do ano de 1998, em função do comportamento bastante atípico nos gastos com investimentos neste ano, como já demonstrado anteriormente.

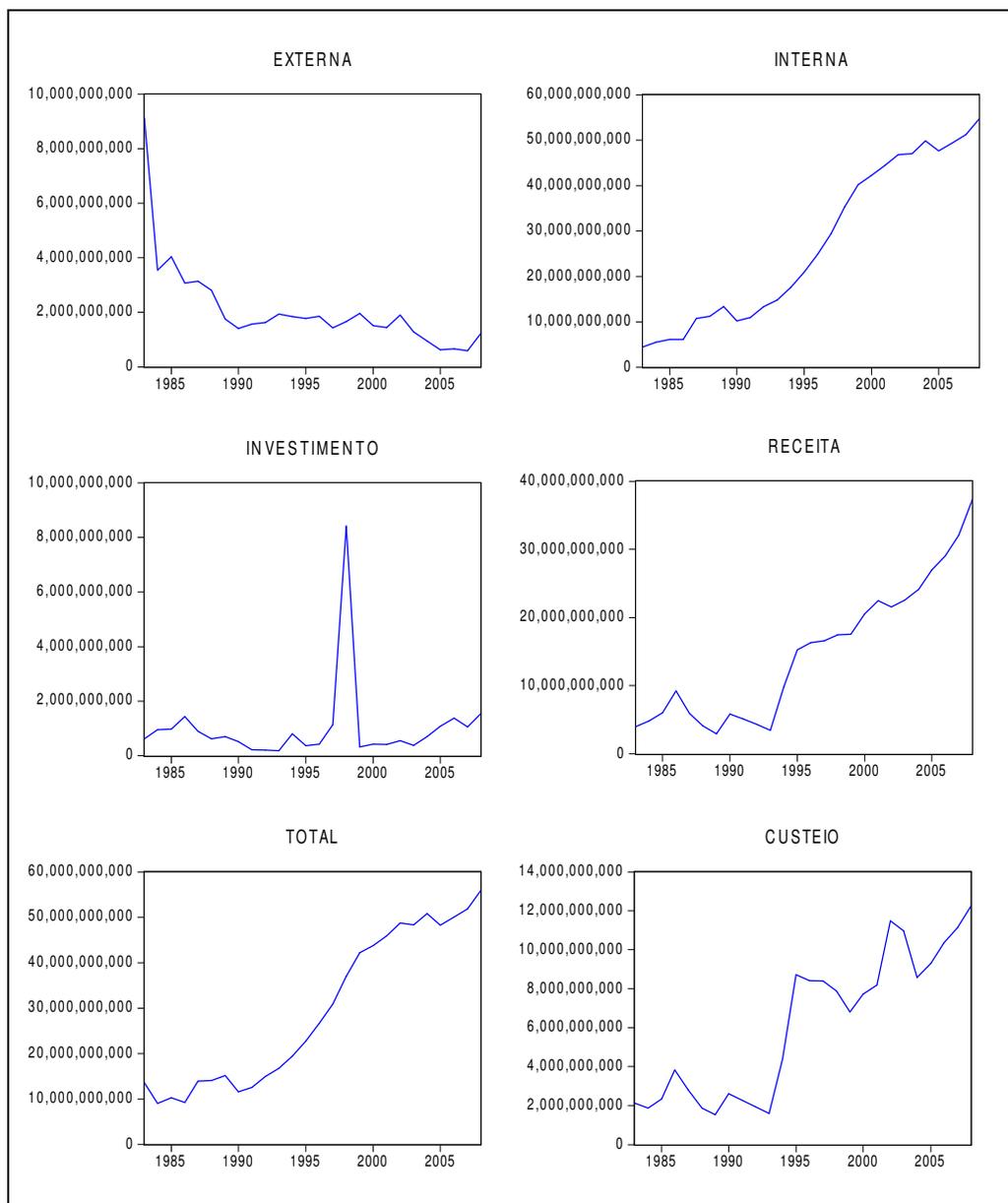
No terceiro cenário, serão utilizadas as variações percentuais anuais de despesa de custeio, receita corrente, dívida fundada externa e interna; e no quarto cenário, será incluída também a variável *dummy* com o intuito de anular a influência do ano de 1998.

A forma de cálculo das variações percentuais pode ser representada pela seguinte equação:  $V_p = \{[(V_t - V_{t-1}) / V_{t-1}] - 1\} \times 100$ , em que  $V_p$  representa o valor percentual ano a ano,  $V_t$  o valor absoluto em determinado ano e  $V_{t-1}$  o valor absoluto no ano imediatamente anterior. Ressalte-se que a evolução da variável dependente também foi considerada percentualmente de um ano em relação ao imediatamente anterior. Todos os valores absolutos foram corrigidos pelo IPC-A (FIBGE), e estão em preços de 2008.

#### **4.3.1 Resultados encontrados:**

O quadro seguinte demonstra a variação absoluta das variáveis sob estudo, em que “externa” se refere ao saldo da dívida fundada externa, “interna” ao saldo da dívida fundada interna, “investimento” à soma dos gastos do Estado de Minas Gerais – Administração Direta com investimento público e inversões financeiras, “receita” à receita corrente anual, “total” à dívida fundada total e “custeio” às despesas de custeio anuais do ente considerado.

Quadro 4.1<sup>1</sup>: Evolução das dívidas fundadas externa e interna, do gasto anual com investimento público e inversões financeiras, da receita corrente anual, da despesa de custeio anual e da dívida fundada total relativos ao Estado de Minas Gerais - Administração Direta entre 1983 e 2008:

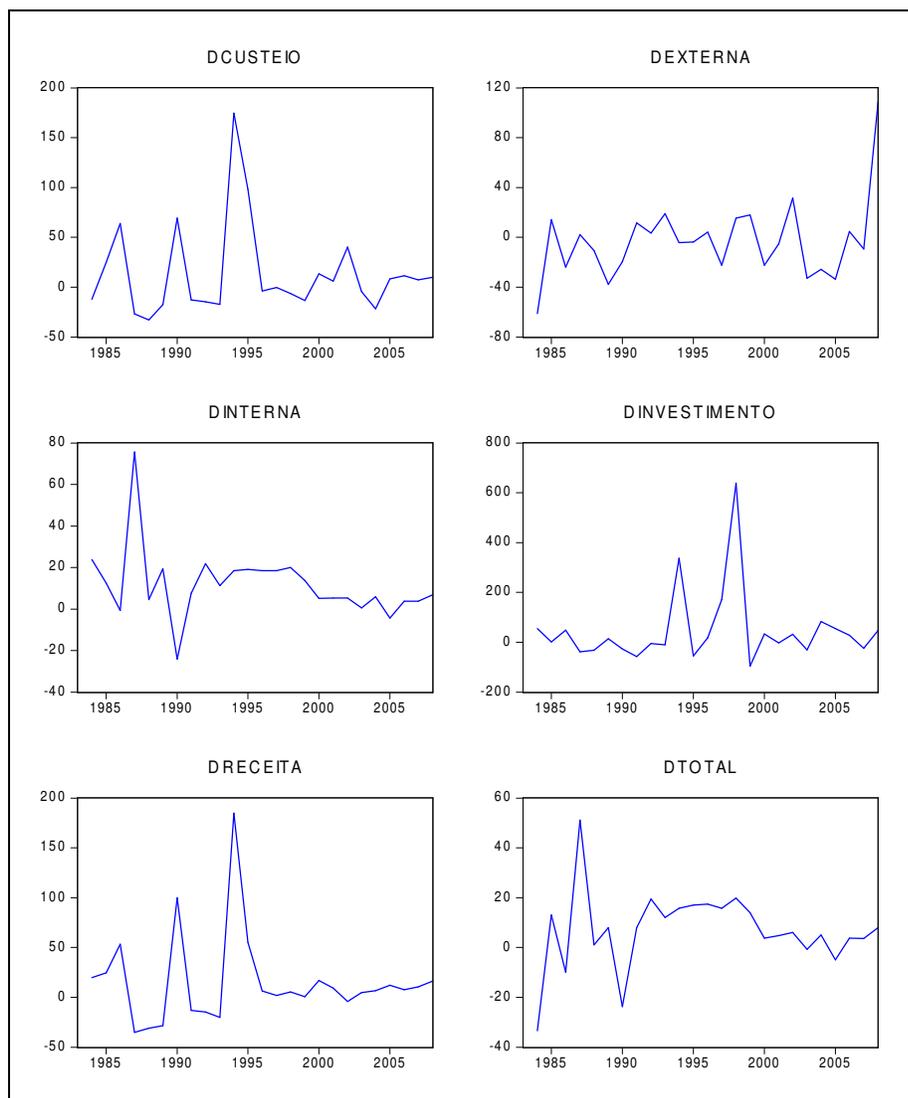


Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)  
1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

O quadro seguinte demonstra a variação relativa das variáveis sob estudo, em que “dexterna” se refere à variação percentual de um ano em relação ao anterior do saldo da dívida fundada externa, “dinterna” à variação percentual de um ano em relação ao anterior do

saldo da dívida fundada interna, “dinvestimento” à variação percentual de um ano em relação ao anterior da soma dos gastos anuais do Estado de Minas Gerais – Administração Direta com investimento público e inversões financeiras, “dreceita” à variação percentual de um ano em relação ao anterior da receita corrente anual, “dtotal” à variação percentual de um ano em relação ao anterior do saldo da dívida fundada total e “dcusteio” à variação percentual de um ano em relação ao anterior das despesas de custeio anuais do ente considerado.

Quadro 4.2<sup>1</sup>: Evolução da variação percentual anual da despesa de custeio anual, das dívidas fundadas interna e externa, dos gastos com investimento público e inversões financeiras, da receita corrente anual e da dívida fundada total relativos ao Estado de Minas Gerais - Administração Direta entre 1984 e 2008:



Fonte: Balanços Gerais do Estado de Minas Gerais - Administração Direta (SCCG/SEF-MG)  
1: Deflator: IPC-A (FIBGE), Dezembro/2008 = 100

Os resultados encontrados pela estimação em mínimos quadrados ordinários foram agrupados na tabela seguinte.

Tabela 4.2: Resultados encontrados na análise de regressão múltipla nos cenários 1, 2, 3 e 4:

Variável Independente	Cenário 1		Cenário 2		Cenário 3		Cenário 4	
	Coefficiente	Valor <i>P</i>						
Constante <sup>1</sup>	5,802534	0,8753	-4,477672	0,8075	13,088650	0,7682	-17,963120	0,4048
Receita Corrente	3,215521	0,1081	1,782909	0,0799	3,147839	0,1345	1,239502	0,2225
Despesa de Custeio	-2,080323	0,2722	-0,5923	0,5324	-2,000375	0,3194	-0,012315	0,9899
Dívida Fundada Total	2,948478	0,1805	1,000731	0,3660	-	-	-	-
Dívida Fundada Interna	-	-	-	-	1,883440	0,3430	1,151124	0,2272
Dívida Fundada Externa	-	-	-	-	1,169838	0,4725	-0,760804	0,3490
Dummy (1998)	-	-	610,1496	0,0000	-	-	638,6468	0,0000
R <sup>2</sup> (R-quadrado)	0,192744		0,811981		0,183053		0,826717	

1: Constante se refere ao intercepto da função de regressão. Na equação genérica supracitada equivale ao  $b_0$ .

Pelo exposto no quadro, torna-se evidente que a inclusão da *dummy* foi de fundamental importância para aumentar o valor de  $R^2$ , pois comparando os cenários 1 e 3 (sem *dummy*) com os cenários 2 e 4 (com *dummy*), o valor citado passa de algo em torno de 0,19 para aproximadamente 0,82.

Em relação ao comportamento da variável despesa anual de custeio, em todos os cenários a previsão inicial se confirmou na regressão, uma vez que o coeficiente sempre foi negativo. Porém, os respectivos valores *P* foram sempre altos, indicando que a significância da variável é muito baixa. Se o valor *P* for superior a 10%, não se costuma considerar o resultado conclusivo a um nível de significância aceitável.

A variável saldo da dívida fundada apresentou nos cenários 1 e 2, em que foi considerada, coeficientes positivos, como havia sido predito, mas os respectivos valores  $P$ , assim como em relação à variável despesa de custeio, apontaram para uma significância baixa da variável.

Ao se fracionar o saldo da dívida fundada total em interna e externa, os resultados são bastante diversos, pois com relação à dívida fundada interna, seu efeito continuou sendo aumentativo do investimento nos dois cenários, mas, com relação à dívida fundada externa, seu efeito é aumentativo no cenário 3 e diminutiva no cenário 4.

Possivelmente, isso se deve à baixa representatividade da dívida fundada externa sobre a composição da dívida fundada total. Ressalte-se também que o valor  $P$ , em todas as situações, indicou a baixa significância das variáveis.

Finalmente, quanto à receita corrente, os resultados permitem conclusões um pouco mais consistentes se comparados aos resultados das demais variáveis, pois no cenário 2 o valor  $P$  foi baixo (menor que 10%), de forma que sua significância é relativamente bem mais alta.

Além disso, as previsões sobre o comportamento da receita corrente se confirmaram, pois o coeficiente foi sempre positivo, de forma que o aumento na receita corrente tem um efeito aumentativo sobre os gastos com investimento e inversões financeiras.

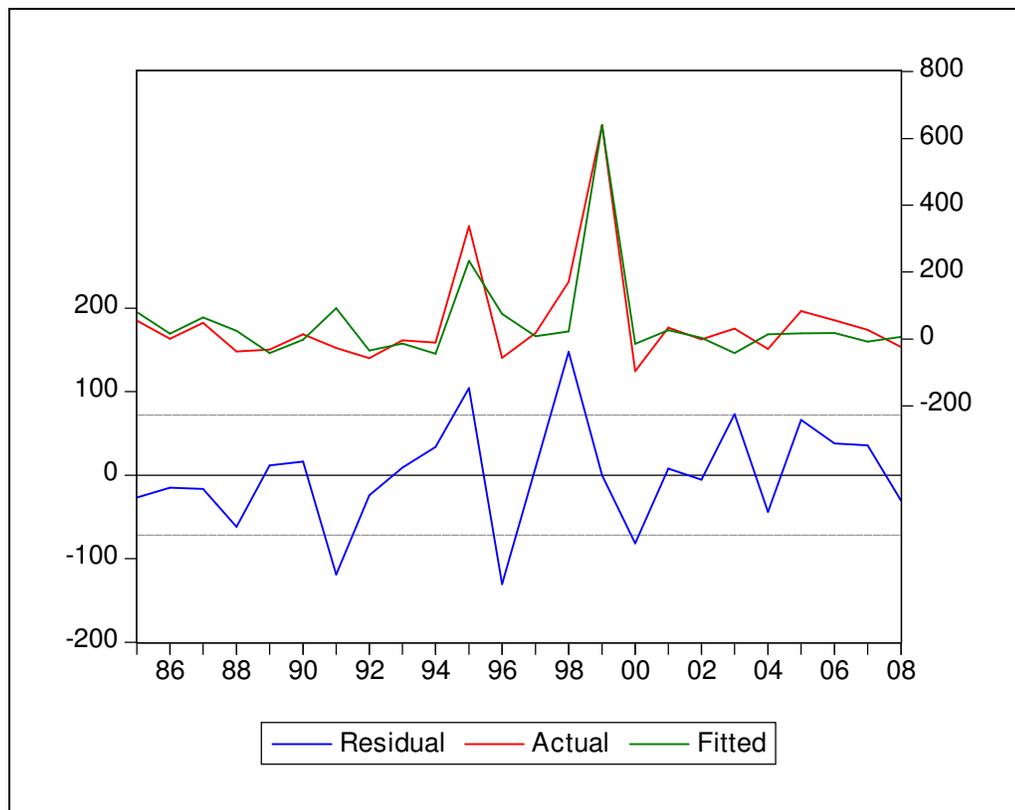
Em suma, o que explica, pois, a variação do investimento, dentre as variáveis consideradas, é basicamente a variação da receita corrente anual.

O gráfico seguinte demonstra a trajetória real do investimento, intitulada de “actual”, e a trajetória estimada pela função de regressão no cenário 2, com a variável *dummy*, intitulada de “fitted”. A função “residual” representa as diferenças entre “actual” e “fitted”.

Como se observa, as funções são bastante similares, corroborando o alto valor encontrado para  $R^2$ . Em outras palavras, a função de regressão encontrada tem uma

previsibilidade muito grande, pois a trajetória projetada é bastante similar à trajetória que de fato ocorreu.

Gráfico 4.5: Representação da curva estimada pela função de regressão, da real trajetória da variação anual dos gastos com investimentos e inversões financeiras do Estado de Minas Gerais - Administração Direta entre 1984 e 2008 e da diferença entre ambas:



## **5 COMPARAÇÃO ENTRE CONTRATOS DE DÍVIDA INTERNA E EXTERNA:**

Em função de a dívida fundada estadual se constituir atualmente apenas por dívida contratual, isto é, cuja relação jurídica se institui por força de contrato, neste capítulo serão analisados e comparados dois empréstimos celebrados pelo Governo de Minas Gerais, como mutuário, e na outra parte ora pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, ora pelo Banco Mundial de Reconstrução e Desenvolvimento - BIRD, como credores.

Certamente, os excertos que se evidenciarão ao longo do estudo não podem ser rigorosamente estendidos a toda dívida que integram, pois as características desses contratos não necessariamente são as mesmas dos demais contratos.

Esta análise terá uma orientação eminentemente financeira, não impedindo, porém, que algumas outras particularidades de natureza não financeira sejam abordados.

Com relação à escolha dos contratos, que serão objeto de estudo, uma dificuldade se evidenciou, qual seja a de se conseguir dois contratos que muito se assemelhavam a fim de evitar que significativas discrepâncias como valor do financiamento, data de contratação, prazo de carência, entre outras, inviabilizassem qualquer tipo de conclusão, pois as condições que foram acertadas e o contexto em que se inserem produzem diretamente um reflexo sobre as exigências impostas pelos credores.

Portanto, após minimizar ao máximo as diferenças entre ambos, foram escolhidos os contratos 02.2.222.3.1 junto ao BNDES e L7329-BR junto ao Banco Mundial.

### **5.1 O contrato 02.2.222.3.1:**

O contrato 02.2.222.3.1, celebrado entre o Estado de Minas Gerais e o BNDES em 10 de fevereiro de 2005, tem como objeto empréstimo de R\$ 53.770.000,00 e se destina a financiar restaurações e melhorias em 52,5 quilômetros do entroncamento da BR-381 com o município de Itabira-MG, compreendendo também trechos das rodovias MG-434 e MG-129 e o anel viário norte do município, que serão implementadas pelo Departamento de Estradas e Rodagem - DER/MG.

O período de carência é de 36 meses, o que significa que durante os três anos seguintes à assinatura do contrato não são exigidas amortizações ou pagamentos de encargos financeiros, e o período de amortização é de 84 meses, de forma que o primeiro pagamento foi escalonado para 15 de março de 2008 e o último para 15/02/2015.

Os encargos financeiros se compõem da alíquota da taxa de juros de longo prazo - TJLP e de *spread* de 3,5% ao ano.

Considera-se ainda uma comissão de 0,1% sobre o valor não desembolsado do financiamento. Foi dado como garantia os recursos a que o Estado de Minas Gerais tem direito referentes ao Fundo de Participação dos Estados<sup>10</sup>.

A TJLP foi instituída pela Medida Provisória nº 684 de 31 de outubro de 1994 e sucessivamente modificada por diplomas legais posteriores. Atualmente, a norma que disciplina a matéria é a Lei 9.365 de 16 de dezembro de 1996, que dispõe que a TJLP terá vigência de um trimestre-calendário e será calculada atendendo aos seguintes parâmetros: meta de inflação calculada *pro rata*<sup>11</sup> para os doze meses seguintes ao primeiro mês de

---

<sup>10</sup> A previsão legal do Fundo de Participação dos Estados figura no artigo 159 da Constituição da República que estabelece que “a União entregará: I - do produto da arrecadação dos impostos sobre a renda e proventos de qualquer natureza e sobre produtos industrializados, 47% na seguinte forma: a) 21,5% ao Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal.” (BRASIL, 1988, p. 101)

<sup>11</sup> *Pro rata* diz-se de algo que é proporcional a alguma coisa, isto é, relaciona-se à distribuição de um valor em base equitativa.

vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional e prêmio de risco<sup>12</sup>.

Além disso, a Taxa de Juros de Longo Prazo é fixada pelo Conselho Monetário Nacional, divulgada até o último dia útil do trimestre imediatamente ao anterior ao período de sua vigência e poderá ser utilizada em quaisquer operações realizadas nos mercados financeiro e de valores mobiliários, nas condições estabelecidas pelo Banco Central do Brasil e, no caso desse último mercado, também pela Comissão de Valores Mobiliários. (BRASIL, 1996-d)

## **5.2 O contrato L7329-BR:**

Já o contrato L7329-BR foi firmado entre o Estado de Minas Gerais, como mutuário, e o Banco Mundial, como credor, em 31 de janeiro de 2006. O valor do financiamento é de US\$ 35.000.000,00, que, no dia da assinatura, equivalia a R\$ 77.560.000,00. O valor desembolsado deverá ser empregado no Programa de Combate à Pobreza Rural - PCPR, cujo órgão responsável pela execução é o Instituto de Desenvolvimento do Norte e Nordeste de Minas - IDENE.

A estratégia de atuação do PCPR se dá apoiando investimentos comunitários, não reembolsáveis, de natureza produtiva, social e de infra-estrutura básica, executado diretamente pelas comunidades rurais. Ao todo, 188 municípios nas regiões Norte, Vale do Jequitinhonha, Vale do Mucuri e Central serão beneficiados.

Os projetos podem ser de infra-estrutura como, por exemplo, barragens, poços tubulares, cisternas, eletrificação rural, construção ou recuperação de estradas, pequenas

---

<sup>12</sup> De acordo com Besembinder, “o prêmio de risco depende de agregados econômicos, tais como inflação inesperada, mudanças de curto prazo nos rendimentos dos títulos públicos, na estrutura das taxas de juros, na produção industrial e no retorno do mercado financeiro.” (BESEMBINDER *apud* ARBEX & ROTATORI, 2000, p. 533)

pontes ou armazéns comunitários; produtivos, como casas de farinha, mecanização agrícola, unidades de beneficiamento, piscicultura, apicultura, ovinocultura ou oficina de confecções; e sociais, como construção ou reforma de escolas e postos de saúde, lavanderias comunitárias, centros sociais ou melhorias habitacionais.

O custo total do projeto é de US\$ 46.800.000,00, de forma que exigir-se-á uma contrapartida do Governo Estadual de US\$ 7.600.000,00, exigência recorrente nos financiamentos do Banco, e de US\$ 4.200.000,00 das comunidades beneficiárias.

O período de carência é de 54 meses, terminando em 31/07/2010, e a amortização ocorrerá semestralmente nos doze anos seguintes ao término da carência. Os encargos financeiros se compõem de taxa LIBOR acrescida de *spread*<sup>13</sup>.

Em verdade, esta modalidade de contrato é intitulada de empréstimo de *spread* fixo, ou simplesmente FSL (*fixed-spread Loan*)<sup>14</sup> que se caracterizam, entre outros, por terem seus encargos financeiros compostos pela taxa LIBOR e por uma alíquota adicional fixa durante todo o contrato referente ao *spread*, que neste contrato corresponde a 1% ao ano<sup>15</sup>.

Ou seja, mesmo que o *spread* seja fixo, os encargos financeiros ainda serão variáveis em função da variabilidade da taxa LIBOR.

*A London Interbank Offered Rate – LIBOR (Taxa Interbancária no Mercado de Londres) é a taxa de juros preferencial do mercado internacional, utilizado entre bancos de primeira linha no mercado de dinheiro (money market). A LIBOR é a taxa preferencial de juros oferecida para grandes empréstimos entre os bancos internacionais que operam com eurodólares. A taxa LIBOR é geralmente a base para outros grandes empréstimos em eurodólares a empresas e instituições governamentais com a avaliação de crédito inferior. (GUSMÃO, RAIFUR & LEMES JÚNIOR, 2008, p. 4)*

A forma de cálculo do *spread* fixo atende a três critérios, quais sejam: margem de custo projetada do financiamento do BIRD relativa à LIBOR em dólares dos Estados Unidos, mais ou menos um reajuste dos pontos base do *swap* para FSL's não baseados no dólar,

<sup>13</sup> Tanto o extrato de publicação do contrato no Diário Oficial do Estado, quanto a Lei nº 14.364 de 19/07/2002, que autoriza a contratação do empréstimo, dispõem que os encargos financeiros se compõem pela taxa LIBOR e *spread*, não indicando a alíquota deste último. (MINAS GERAIS, 2006-a; MINAS GERAIS, 2002-b)

<sup>14</sup> Os empréstimos de *spread* fixo passaram a vigorar entre os produtos do BIRD a partir de 1999, e permitem as opções de conversão na moeda do contrato e nas taxas de juros.

<sup>15</sup> Informação fornecida por técnicos da Secretaria de Estado da Fazenda de Minas Gerais.

*spread* do empréstimo padrão do BIRD de 0,75% e prêmio de risco de mercado. (BANCO MUNDIAL, 2005-b)

Em outras palavras, o *spread* é orientado pela previsão do custo da conversão de moedas no mercado, por meio de operações *swap*<sup>16</sup>, caso a moeda referencial do contrato não seja o dólar dos Estados Unidos da América, durante o período do financiamento, o que não ocorre neste contrato, uma vez que foi celebrado em dólares norte-americanos; pelo risco assumido em função do ambiente macroeconômico futuro obviamente desconhecido; acrescido da taxa padrão de 0,75% ao ano.

O contrato L7329-BR estabelece ainda uma comissão inicial de 1% sobre o valor do financiamento e comissões sobre o saldo não desembolsado de 0,85% ao ano, caso aconteça nos primeiros quatro anos do contrato, e de 0,75% ao ano, caso aconteça nos anos seguintes.

### **5.3 Comparação entre os custos nominais dos empréstimos 02.2.222.3.1 e L7329-BR:**

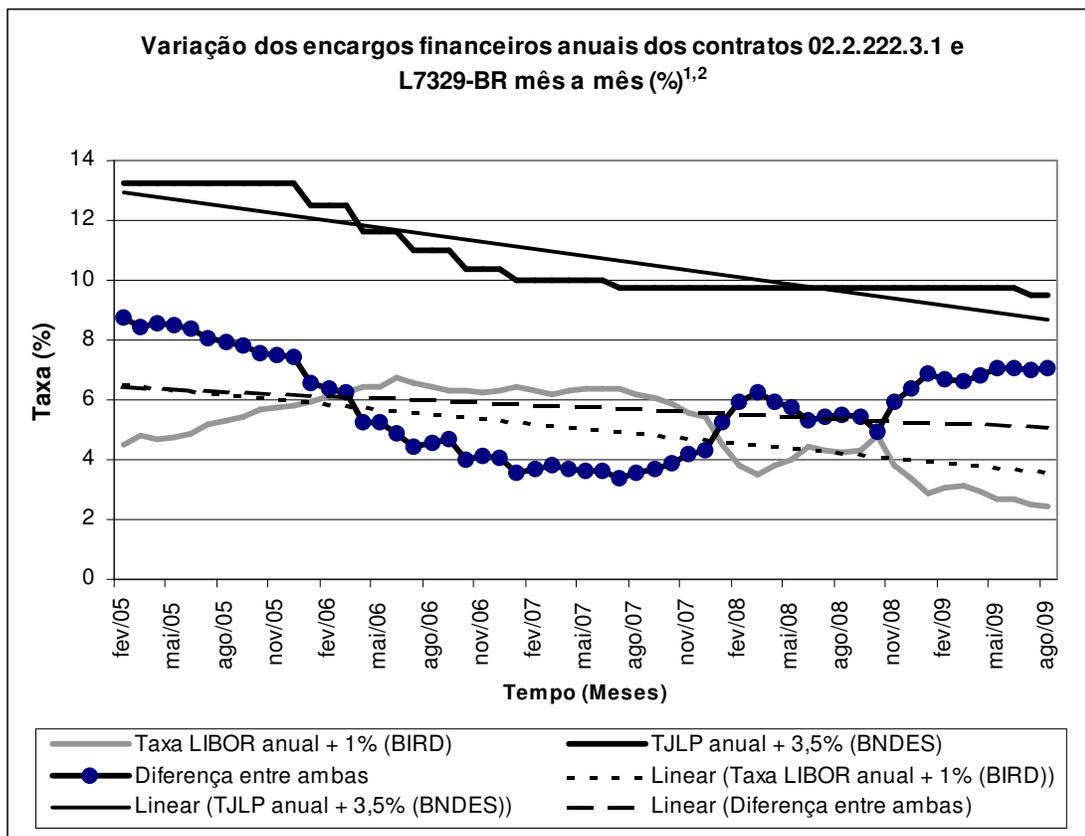
O gráfico seguinte demonstra a variação do encargo financeiro anual cobrado pelo BIRD, em relação ao contrato L7329-BR, composto de LIBOR anual acrescida de 1%, e do encargo financeiro anual cobrado pelo BNDES, em relação ao contrato 02.2.222.3.1, composto de TJLP anual acrescida de 3,5%.

Ressalte-se que não foi incluída a comissão inicial exigida pelo Banco Mundial, bem como também não foram incluídas as comissões sobre o saldo não desembolsado, exigida por ambas as instituições.

---

<sup>16</sup> Conforme resolução nº 2873 do Conselho Monetário Nacional, “são definidas como operações de swap aquelas realizadas para liquidação em data futura que impliquem na troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais”.(BRASIL, 2001-a)

Gráfico 5.1:



Fonte: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e *The Wall Street Journal* ([www.wsj.com](http://www.wsj.com))

1: A taxa LIBOR é cotada diariamente (dias úteis) no mercado de Londres, mas, por razões práticas, utilizou-se a média da taxa no mês.

2: Os valores indicados para o contrato L7329-BR são hipotéticos no período compreendido entre fevereiro de 2005 e janeiro de 2006, pois o contrato foi assinado em 31/01/2006. Estes dados foram citados para permitir a comparação entre ambos em um mesmo período.

Pelo gráfico, pode-se depreender que, em todo o período considerado, os encargos exigidos pelo Banco Mundial foram inferiores aos encargos exigidos pelo BNDES. Outra característica interessante é que a trajetória empreendida pelos encargos cobrados pelo BNDES foi sempre decrescente ou constante em todo o período considerado, de forma que, em consequência, sua respectiva reta de tendência é igualmente decrescente. De modo diferente, a trajetória empreendida pelos encargos cobrados pelo Banco Mundial apresenta comportamento bastante diversificado, oscilando entre movimentos ascendentes e descendentes. Porém, sua respectiva reta de tendência é decrescente, indicando que os movimentos descendentes são mais expressivos que os ascendentes.

Quanto à curva que indica a diferença entre ambas, tem-se que apresenta grande oscilação, mas sua reta de tendência é negativa, de modo que sugere uma redução na diferença entre os encargos comparados ao longo do tempo. A média aritmética dos encargos nominais cobrados pelo BNDES no período foi de 10,82% ao ano aproximadamente, enquanto a média aritmética dos encargos nominais cobrados pelo BIRD foi de 5,05%<sup>17</sup> ao ano aproximadamente.

Os resultados encontrados apontam para uma vantagem comparativa maior do empréstimo tomado junto ao BIRD, se comparado ao empréstimo tomado junto ao BNDES, pois o primeiro apresenta prazo de carência maior e custo financeiro nominal muito menor. Em verdade, este achado corrobora a opinião dos que defendem a contratação de empréstimos junto a organismos financeiros como o Banco Mundial, em função dos baixos encargos nominais oferecidos e de seu papel de financiador do desenvolvimento mundial, que não pactua com a lógica de funcionamento dos bancos comerciais.

#### **5.4 Custo nominal *versus* custo efetivo dos empréstimos externos:**

Diversos estudos criticaram o fato de os contratantes de empréstimos externos pautarem suas decisões apenas pelo custo financeiro nominal. Segundo estes estudos, o que deve, de fato, orientar esta decisão é o custo efetivo. Neste sentido concluíram Lapa, Marcial e Oliveira em 1989. Após analisarem 73 contratos de financiamento junto ao BIRD, o que se evidenciou aos pesquisadores citados foi que o custo efetivo encontrado era comparativamente muito alto, de forma que no quinquênio 1981-85 foram encontradas taxas superiores a 20% ao ano. (LAPA *et alii*, *apud* SOARES, R., 1999-b)

---

<sup>17</sup> Os encargos do BIRD incidem sobre o saldo em dólar, cujo valor em Real poderá ser relativamente maior ou menor dependendo das oscilações cambiais no período. Os efeitos do câmbio sobre o financiamento serão abordados minuciosamente nos tópicos 5.4 e 5.5 seguintes, que tratam dos custos efetivos.

Em relação ao estudo supracitado, o IPEA reagiu de forma cautelosa, quando, por meio de parecer, afirmou que o estudo é pertinente ao reavaliar a administração de contratos de empréstimos externos pela perspectiva de custo financeiro dos valores em questão, mas ressalta que a metodologia utilizada necessita ser reformulada para permitir uma conclusão mais embasada. Segundo o IPEA, a metodologia utilizada tende a superestimar o custo financeiro. (IPEA, *apud* SOARES, R., 1999-b)

Já o BIRD critica o estudo em função de três pilares, quais sejam: o fato de se considerar que alguns empréstimos estavam integralmente amortizados até 31/12/1988, o que de fato não tinha acontecido, gerando uma superestimação no custo financeiro efetivo encontrado; o fato de se ter utilizado o ano civil brasileiro como padrão em face do ano fiscal adotado pelo BIRD; e o fato de se ter convertido alguns contratos em outras moedas para o dólar norte-americano que tendia a pressionar positivamente o custo efetivo encontrado em função da volatilidade do dólar. (BIRD, *apud* SOARES, R., 1999-b)

Alguns anos mais tarde, Araújo (1991) concluiria que o fator que aumenta muito o custo efetivo dos empréstimos junto ao Banco Mundial é a volatilidade do dólar. (ARAÚJO, *apud* SOARES, R., 1999-b) Em 1997, Ricardo Soares atribuiria ao fato de o BIRD, dois meses antes da amortização, determinar em que moeda seria feito o pagamento, a responsabilidade pelo alto custo efetivo dos empréstimos. (SOARES, R., 1997-a)

Enfim, o mais contundente estudo seria o apresentado também por Ricardo Pereira Soares em 1999. Neste estudo, o pesquisador adota a mesma metodologia utilizada por Lapa, Maciel e Oliveira, entretanto, corrigindo as distorções apontadas pelos críticos. Quanto à diferença em se utilizar o ano civil brasileiro, Soares aponta que as diferenças são mínimas, ora no sentido de aumentar o custo efetivo, ora de se reduzi-lo, de forma que não se constitui como problema metodológico significativo, uma vez que, no longo prazo, tendem a se anular.

Foram analisados contratos de entes federativos brasileiros com o Banco Mundial entre 1980 e 1997. Os contratos, que já tinham sido desembolsados, ou cuja amortização já tinha se iniciado, foram excluídos para não comprometer a validade da metodologia.

Enfim, a comparação exige inicialmente que todos os desembolsos feitos pelo BIRD e todos os pagamentos feitos pelos entes federativos em relação aos respectivos contratos sejam contabilizados no período. Em seguida, deve-se calcular o custo efetivo, isto é, a diferença relativa entre a soma dos desembolsos e a soma dos pagamentos ao Banco, atendendo-se à lógica de que o custo efetivo “é medido pela taxa de juros que zera o fluxo líquido de recursos recebidos e pagos pelo país no período de vigência do empréstimo”. (SOARES, R., 1999-b)

Após análise de 33 contratos, o resultado encontrado aponta para um custo efetivo médio anual de aproximadamente 18% ao ano. Além disso, tem-se que a variabilidade entre os custos efetivos encontrados é muito grande, de forma que o menor foi de 14,02% ao ano no contrato 1729-0 e o maior de 27,46% ao ano no contrato 2269-0. A variação entre o maior e o menor custo efetivo encontrado foi de 96%. (SOARES, R., 1999-b)

O custo efetivo encontrado notadamente se contrapõe ao custo nominal estimado em 10% ao ano. A diferença entre ambos, aproximadamente 8 pontos percentuais, pode ser decomposta em outras duas taxas que se referem ao custo adicional normalmente não considerado pelos gestores públicos ao se disporem a contratar estes tipos de empréstimos. Estas duas taxas são de aproximadamente 4,3% ao ano e 3,7% ao ano, que correspondem respectivamente à desvalorização cambial e aos atrasos nos desembolsos sobre os quais incide uma já citada comissão. (SOARES, R. 1999-b)

Finalmente, Ricardo Soares conclui da seguinte maneira:

os empréstimos setoriais do Banco Mundial não devem ser considerados como uma possibilidade eficaz de captação de recursos externos, mesmo no momento atual de crise financeira, no qual o país tem dificuldade em realizar captações no mercado internacional. (...) Enfim, as justificativas para a contratação de recursos do BIRD – as de que estes são necessários e vantajosos – não foram confirmadas pelo estudo.

(...) À guisa de sugestão, para melhorar as condições de captação desses recursos, o país necessitaria implementar duas ações. A primeira é ajustar um mecanismo de seguro de variação cambial, para diminuir os pagamentos realizados pelo ajustamento cambial. A segunda é no sentido de negociar novas normas para os contratos. Entre as normas que podem ser negociadas sugere-se (...) a de que os valores pagos de abertura de crédito e de comissão de compromisso sejam parcialmente devolvidos ao país quando ocorrer cancelamento dos recursos contratados. Assim, se ocorressem atrasos e/ou cancelamentos, não somente os mutuários seriam penalizados com a elevação do custo efetivo; o Banco Mundial, solidariamente, também assumiria sua responsabilidade pelo insucesso do projeto. (SOARES, R., 1999-b, p. 36-37)

### **5.5 O custo efetivo no contrato L7329-BR:**

Em relação ao contrato L7329-BR, tem-se que ainda não é possível adotar a metodologia desenvolvida por Soares, R. (1999-b) a fim de se encontrar o seu custo efetivo e compará-lo ao custo nominal, pois o contrato ainda nem começou a ser amortizado. Todavia, as mesmas causas apontadas pelo autor como fontes do aumento no custo efetivo em comparação ao custo nominal se fazem presentes.

Não se está afirmando que houve atrasos no desembolso do contrato em questão e, em consequência, incidiu-se a comissão sobre o saldo não desembolsado, mas que há a previsão de cobrança desta taxa no contrato na hipótese de atraso na implementação do projeto, assim como havia nos contratos analisados por Soares. Conclui-se, pois, que as sugestões feitas pelo autor com relação a este fator aumentativo do custo efetivo não foram adotadas.

Em relação ao fator cambial, a situação é a mesma, uma vez que o contrato foi celebrado em dólares norte-americanos e não se evidenciou a contratação de um seguro cambial para se minimizar as flutuações do dólar frente ao Real brasileiro.

Poder-se-ia, de forma precipitada, afirmar que a previsão contratual de se alterar a moeda referencial do contrato tenderia a eliminar os riscos de uma flutuação no câmbio. Todavia, esta mudança não se evidencia ser tão simples e eficaz assim, pelos seguintes motivos:

1 – cobra-se alíquota pelo serviço sobre o saldo transformado, encarecendo o custo efetivo (BANCO MUNDIAL, 2005-b);

2 – conforme o parecer nº 1101/2007 da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, relatado pelo Senador Eliseu Resende, a conversão dependerá de autorização do poder legislativo competente, o que se configura como um processo relativamente moroso, que pode ser concluído em um momento em que não seja mais eficiente em conter a desvalorização cambial (BRASIL, 2007-h);

3 – conforme o manual de operações do BIRD, a conversão, em alguns casos, dependerá de operações *swap*, que, caso contratadas, viabilizará a disponibilidade de moeda (BANCO MUNDIAL, 2005-b);

4 – mesmo que o manual de operações do BIRD preveja a possibilidade de se converter o valor do contrato para a moeda do país contratante, esta possibilidade não aparenta ser muito acessível, caso contrário, o contrato já seria celebrado na moeda do país de origem, não necessitando da conversão futura (BANCO MUNDIAL, 2005-b);

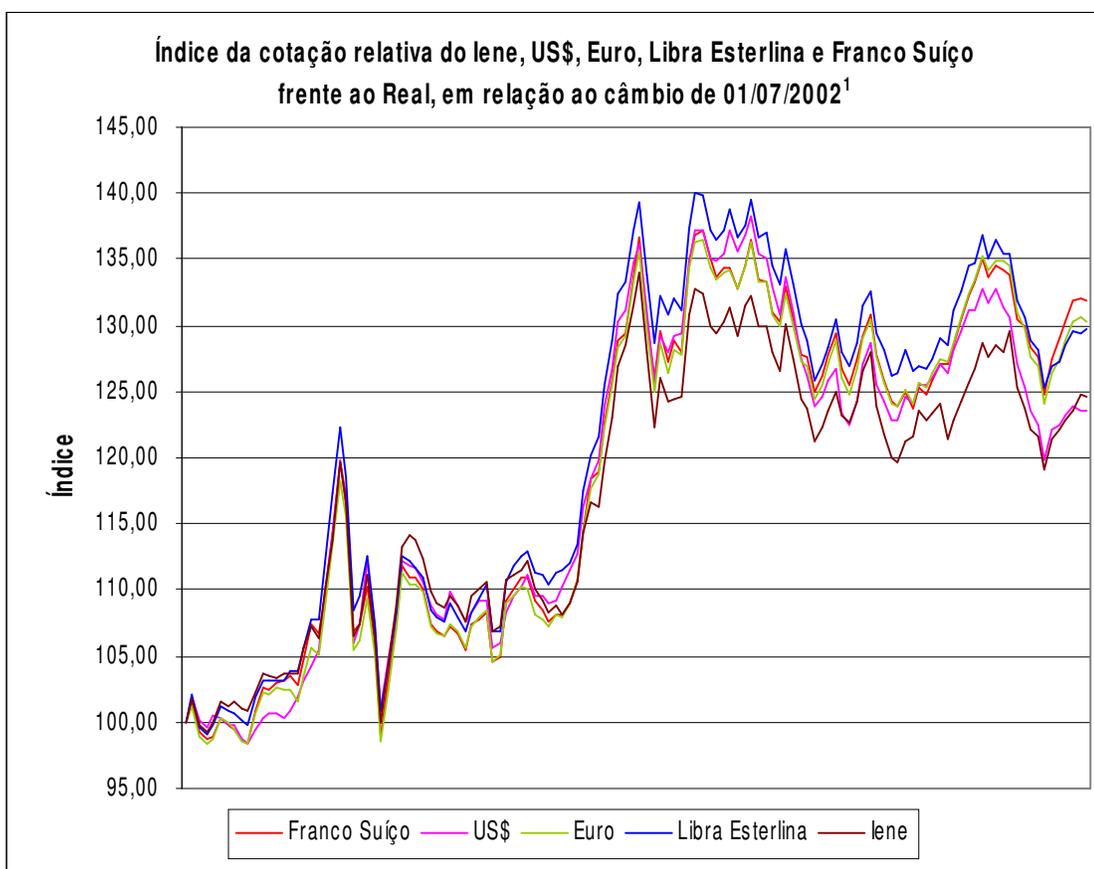
5 – “para quantias desembolsadas e pendentes, as conversões de moeda refletirão a taxa de mercado na qual o intercâmbio compensatório de moedas do BIRD é transacionado”.(BANCO MUNDIAL, 2005-b, p. 7) Ou seja, a conversão considerará as flutuações cambiais no mercado, de forma que a desvalorização no período não será menosprezada, pois esta influi no valor do câmbio no mercado.

6 – por fim, nos episódios de brusca modificação no valor do Real frente ao dólar, observa-se comportamento semelhante no valor do Real frente às outras moedas principais, de forma que os efeitos da conversão nessas moedas seriam pouco expressivos. Por exemplo, na ocasião das eleições presidenciais brasileiras de 2002, houve uma desconfiança no mercado sobre a candidatura do presidente Lula, de forma que esta desconfiança se refletiu na valorização de 23,56% do dólar frente ao Real no segundo semestre de 2002. E, no mesmo

período, observa-se valorizações de 30,27% no Euro, 29,70% na Libra Esterlina, 24,57% no Iene e 31,90% no Franco Suíço frente ao Real. Neste episódio relatado, a conversão, a propósito, seria desvantajosa em todas as moedas citadas, pois a valorização destas foi superior à do dólar<sup>18</sup>.

O quadro seguinte demonstra os índices das cotações relativas das moedas citadas anteriormente, frente ao Real brasileiro, em relação ao dia 01 de julho de 2002:

Gráfico 5.2:



Fonte: Banco Central do Brasil

1: O período considerado é de 01/07/2002 a 31/12/2002.

Conclui-se, portanto, que o contrato L7329-BR tem um potencial bastante significativo de apresentar os altos custos efetivos relatados por SOARES, R. (1999-b). Desta

<sup>18</sup> Considerou-se o câmbio oficial do Banco Central do Brasil, para venda, no período entre 01/07/2002 e 31/12/2002.

maneira, ele perderá, caso o potencial se efetive, vantagem comparativa em relação ao contrato 02.2.222.3.1 do BNDES.

Assim como SOARES, R. (1999-b), recomenda-se a contratação de um seguro cambial em face da imprevisibilidade da flutuação cambial futura, bem como a flexibilização, por parte dos agentes financeiros internacionais, das normas sobre o saldo não desembolsado.

Caso o custo da contratação do seguro cambial não acarrete um custo efetivo superior ao cobrado nos contratos de dívida interna, recomenda-se a celebração de empréstimos junto a organismos internacionais de fomento.

#### **5.6 Considerações sobre contrato de risco e risco cambial:**

Conforme Clóvis Bevilaqua, o contrato é um “acordo de vontades para o fim de adquirir, resguardar, modificar ou extinguir direitos.” (BEVILAQUA, 1934, p. 245) Já o risco, associa-se à idéia de incerteza, ou seja, manifesta-se na incapacidade de se prever o estado das coisas no futuro. Em perspectiva financeira, entende-se que o risco é a imprevisibilidade cujo “elemento central na sua estimativa e valoração é a volatilidade dos produtos financeiros (...), entendendo-se a volatilidade como uma medida da oscilação do produto em torno de um determinado valor.” (DELLASOPPA, 2008, p. 3)

Ao se fundir os três conceitos apresentados, pode-se depreender que o contrato de risco, para o sistema financeiro, é o acordo de vontades que permite a aquisição, resguardo, modificação ou extinção de direitos, cuja situação do objeto está imbuída de incerteza, em razão da volatilidade do valor dos produtos financeiros de que trata.

No contexto da implantação do Plano Real, os especialistas defendiam a importância do mecanismo da âncora cambial para o sucesso do plano. Isto é, o valor da moeda brasileira estava, em certa medida, associada ao valor do dólar norte-americano. Porém, esta situação

era insustentável ao longo do tempo, pois desfavorecia os produtos e serviços nacionais no mercado internacional e imprimia ao Governo Central, e, por conseqüência, à sociedade, um custo exorbitante para se manter artificialmente a paridade entre as moedas.

Desta forma, em algum momento o Governo Federal deveria adotar determinada medida com o intuito de tornar o mercado de câmbio flexível, em que o valor das moedas é orientado pela força do mercado. De fato, este momento se deu em janeiro de 1999, como já citado neste estudo, e surpreendeu muitas pessoas que tinham celebrado negócios que se orientavam pelo valor de alguma moeda estrangeira.

Este fenômeno desestabilizou inúmeras relações jurídicas que vigiam à época. Entre essas relações jurídicas, figuram boa parte dos contratos de *leasing*, cujo valor do objeto era afetado pelo valor do dólar norte-americano. Em função disto, o dano sobre a economia popular e sobre as finanças das famílias foi muito grande, pois quem devia, por força de contrato, determinada quantia, viu este valor aumentar muito e em curtíssimo espaço de tempo.

Em face da situação, muitas pessoas ingressaram em juízo a fim de solicitar uma revisão dos termos dos respectivos contratos, que haviam sido prejudicados pela mudança brusca do ambiente econômico em que se inseriam. A justiça brasileira concedeu a tutela jurisdicional no sentido de se revisar as cláusulas, por considerar que estas se tornaram muito onerosas a apenas uma parte da relação obrigacional.

Em verdade, a desvalorização cambial não remete diretamente ao conceito de risco financeiro descrito anteriormente, de tal maneira que a argumentação utilizada na concessão da tutela mostra-se procedente. Em relação aos contratos internacionais, por se submeterem à jurisdição diversa da brasileira não sofreram modificações, entre os quais se incluem os contratos de empréstimos externos.

Desde então, os contratos vinculados à moeda estrangeira passam a se configurar como contratos de risco, pois as partes que o pactuam têm, ou pelo menos, lhes é permitido tomar conhecimento de que os valores dos produtos financeiros negociados caracterizam-se pela volatilidade, podendo lhes favorecer ou não.

Em função disto, merece destaque, a partir de então, as atividades de gestão de risco no ambiente de negócios, que se dedicam a monitorar os riscos existentes, tentar prever o comportamento futuro das variáveis correlacionadas e analisar a viabilidade financeira do negócio que se apresenta.

Em relação aos empréstimos externos, Batista Jr. apresenta a seguinte proposta para minimizar os riscos inerentes ao negócio, conforme o seguinte:

Este objetivo poderia ser alcançado autorizando-se o Banco Central a vender aos tomadores de empréstimos externos contratos para entrega futura de câmbio indexados pela variação da ORTN<sup>19</sup>. Na prática, o contravalor em cruzeiros<sup>20</sup> das obrigações financeiras externas dos tomadores que optassem por comprar estes contratos futuros seria corrigido pela correção monetária e não pela correção cambial. O tomador de empréstimos externos (diretos ou indiretos) teria uma garantia formal (contratual) de que os seus custos financeiros não seriam afetados por uma possível mudança nas regras da política cambial. Embora a demanda por empréstimos externos dependa também de outras variáveis, a eliminação do risco cambial resultaria, tudo o mais constante, em aumento da demanda por empréstimos externos. Em conseqüência: a) aumentaria o fluxo de empréstimos externos (supondo alguma elasticidade da oferta); b) haveria redução da pressão sobre a taxa interna de juros, à medida que os tomadores de empréstimos com acesso ao mercado financeiros internacional se deslocassem da faixa “interna” para a faixa “externa” do mercado livre de crédito. (BATISTA JR., 1982, p. 268-269)

Batista Jr. defende a plausibilidade da sua solução defendendo a idéia de que o aumento na demanda por crédito externo criaria um influxo de moeda estrangeira, de forma que o mercado desta moeda tenderia a uma estabilização e faria as reservas nacionais de moeda crescer. Assim, não se trata de uma transferência de risco ao Banco Central, mas de uma neutralização do mesmo em face do desenvolvimento do mercado. (BATISTA JR., 1982)

---

<sup>19</sup> ORTN eram as antigas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, instituídas pela Lei nº 4.357/1964, regulamentadas pelo Decreto nº 54.252/1964 e extintas pelo Decreto nº 2.284/1986. Tratava-se de títulos públicos federais, emitidos pelo Tesouro Nacional, cuja remuneração se dava pelos índices inflacionários oficiais. Por muito tempo, a remuneração das ORTN constituía-se como indexador no mercado financeiro.

<sup>20</sup> Moeda corrente no Brasil, na época.

Esta medida nunca foi implementada, razão pela qual a comprovação empírica desta assertiva nunca pôde se efetivar.

Iwabe, Palácio & Midha, em artigo, estabelecem três formas de se minimizar o risco cambial. Estas formas são descritas no ambiente de negócio privado, mas podem facilmente ser adaptadas para o mercado de crédito externo, no qual os entes federativos brasileiros se comportam.

A primeira se refere à operação de *hedge*,

utilizando um NDF (*Non-deliverable Forward*), ou seja um contrato a termo. [Trata-se de] um acordo em que as duas partes envolvidas se comprometem a pagar ou receber o diferencial entre a taxa de NDF contratada e o PTAX (taxa média de câmbio divulgada diariamente pelo Banco Central do Brasil) em uma data futura pré-estabelecida sobre o valor nocional contratado. (IWABE, PALÁCIO & MIDHA, 2009, p. 32)

Neste caso, o que se observa, na verdade, é uma divisão ou minimização do risco. O que inviabiliza as operações de *hedge* é o prazo da operação, pois quanto maior o período considerado, menor a previsibilidade do valor da moeda, de forma que, a partir de determinado horizonte temporal, o risco será tamanho que irá desmotivar a contratação da operação por ambas as partes.

A segunda se refere à contratação do seguro cambial. Neste caso, o interessado pagaria certo valor contratual, que lhe permitiria se beneficiar da valorização cambial e não suportar o ônus de uma possível desvalorização. Os autores ressaltam, porém, que “o custo desse tipo de seguro pode ser proibitivo, especialmente quando a volatilidade das taxas de câmbio é alta”. (IWABE, PALÁCIO & MIDHA, 2009, p. 33)

A terceira se refere ao “*zero-cost collar*, ou *collar* sem custo”. (IWABE, PALÁCIO & MIDHA, 2009, p. 33) Nesta modalidade, o banco define uma faixa cambial que o cliente deverá suportar, além da qual, o banco arcará com o ônus ou benefício. A vantagem desta operação é que sobre ela não incide encargos, diferenciando-se das demais citadas. (IWABE, PALÁCIO & MIDHA, 2009)

Pelo exposto, viu-se que há medidas para se reduzir ou se anular o risco cambial, porém tais medidas têm um espectro de atuação limitado seja pelo custo inerente à operação, seja pela inviabilidade de se operar devido ao horizonte temporal ser demasiadamente longo. Fato é que o ideal seria a celebração de contratos internacionais, nos quais se incluem as operações de crédito, em moeda nacional.

Para isso, seria necessário que o Real se constituísse como moeda de curso internacional, conquistando credibilidade, o que não parece ser um objetivo tão longínquo. Já em setembro de 2005, o Brasil fez uma emissão do Global 2016, título soberano denominado em real, que “abriu o mercado de títulos em moeda local para um novo grupo de investidores internacionais, alcançando alta liquidez e apresentando baixos custos de transação no mercado secundário”. (BRASIL, 2006-e, p. 1) Além disso, conquistou o prêmio de melhor emissão de títulos soberanos em 2005.

Nos últimos tempos, Brasil e Argentina têm substituído o dólar norte-americano em suas transações comerciais pelo peso e real. Além disso, no dia 5 de novembro de 2008, o Congresso Nacional converteu a Medida Provisória nº 435/08 na Lei nº 11.803/2008, que permite que o Banco Central mantenha contas de depósito em reais tituladas por bancos centrais estrangeiros e por instituições domiciliadas ou com sede no exterior que prestem serviços de compensação, liquidação e custódia no mercado internacional e que os bancos autorizados a operar no mercado de câmbio do País possam dar cumprimento a ordens de pagamento em reais recebidas do exterior, mediante a utilização de recursos em reais mantidos em contas de depósito de titularidade de instituições bancárias domiciliadas ou com sede no exterior.

Ou seja, aos poucos, a moeda pátria vai conquistando lugar no mercado internacional e abrindo precedentes para sua adoção em contratos internacionais, inclusive de crédito.

## **6 CONCLUSÃO:**

Neste estudo, foi possível identificar que o endividamento público do Estado de Minas Gerais tem se constituído nos últimos 25 anos como um instrumento pouco eficiente de financiamento da atividade governamental. Isto porque a análise do comportamento da dívida estadual no período evidenciou que, em grande medida, ela foi apenas arrolada, em face de um planejamento financeiro caótico e de estratégias equivocadas de endividamento.

O ritmo de crescimento da dívida é muito grande no período, mas sem que isto importasse em uma disponibilização de recursos para a consecução dos objetivos da máquina administrativa na mesma proporção.

Quando o poder público contrai obrigações financeiras futuras, espera-se que este fato se vincule à necessidade precípua de se realizar uma determinada despesa naquele momento e que não pôde ser abarcada no planejamento orçamentário normal, porque importará em um ônus adicional ao contribuinte, devendo sua necessidade ser explicitamente justificada aos cidadãos. Excetuando-se, certamente, o endividamento com a finalidade de se promover ajustes macroeconômicos, cuja competência típica é do Governo Federal, que, por meio da emissão de títulos, pode influir no comportamento da taxa de inflação por exemplo.

Em diversas oportunidades, foi constatado que novos compromissos financeiros foram assumidos pelo Governo de Minas com o intuito de se honrar ou disciplinar outros compromissos anteriores, como, a exemplo, o contrato junto ao Unibanco para se converter dívida mobiliária por antecipação de receita orçamentária em dívida contratual, nos idos de 1996.

Além disso, mesmo as estratégias adotadas para se melhorar os aspectos qualitativos da dívida fundada, em grande medida, se mostraram estratégias relativamente fracassadas, em

perspectiva financeira, como o contrato de renegociação da dívida interna por títulos de 1998, pelas razões já citadas.

Ora, as pessoas privadas, naturais ou jurídicas, pautam suas decisões de endividamento por critérios, em maneira geral, vinculados à relação entre benefícios auferidos e custos inerentes, buscando sempre a melhor alternativa<sup>21</sup> que lhes apresenta, abstendo-se de impulsos casuísticos. Diferentemente, observa-se que as decisões de endividamento no setor público são muito influenciadas pelo oportunismo político, propiciando alternativas que se mostram benéficas apenas no calor das discussões, mas, que ao longo do tempo, revelam-se absolutamente impróprias.

Em função disso, torna-se imperioso apontar a necessidade de se adotar critérios rígidos de controle sobre o endividamento público, seja possibilitando a participação direta da população nos processos decisórios por meio de conselhos por exemplo, seja pelo fortalecimento do controle exercido por outras instituições como Ministério Público, Controladorias e Auditorias, ou seja pela criação de mecanismos de responsabilização de gestores que empreenderam endividamentos fracassados.

O processo de contratação de dívidas pelo poder público tem uma legitimidade aparente, pois depende de autorização do poder legislativo competente para sua concretização, mas nem sempre se verifica a coincidência entre a vontade popular e a expressa pelos seus representantes políticos.

Em relação ao impacto da dívida pública sobre o investimento estatal, observou-se que não há uma correlação nítida entre ambos, isto é, o aumento no endividamento não importa em um aumento no investimento público, ressalvando-se a precariedade da contabilização de gastos com investimentos pelo Estado. Em verdade, este achado apenas

---

<sup>21</sup> Segundo a Teoria da Racionalidade Limitada de Simon, as pessoas orientam suas decisões de maneira mais ou menos racional, em função de os custos implícitos à tarefa de se buscar todas as possibilidades e confrontá-las, a fim de se obter a melhor, serem muito altos, de forma que esta análise de possibilidades geralmente é imperfeita. (BUCHANAN & O'CONNEL, 2006)

corroborar a natureza precária do endividamento como fonte de financiamento da atividade governamental.

Ao se observar a trajetória dos gastos anuais com investimentos públicos e inversões financeiras, verifica-se, ao confrontá-la com a trajetória da receita corrente e das despesas de custeio anuais, que estas possuem uma evolução muito mais ascendente ao longo do tempo que aquela. Em verdade, os gastos com investimento têm uma variabilidade muito grande no curso do tempo, evidenciada pela grande dispersão dos pontos no gráfico correspondente.

Acrescenta-se que há uma clara tendência de os governantes estaduais concentrarem os gastos com investimentos no ano eleitoral. Com exceção do governo Newton Cardoso, em todos os demais no período 1984-2008 esta prática esteve presente.

Finalmente, ao se comparar dois contratos de empréstimos celebrados pelo Estado de Minas Gerais, ora com agente financeiro nacional e ora com agente financeiro internacional, nota-se que os fatores que fazem deste segundo altamente onerosos estão presentes, não podendo, entretanto, se atestar que tais fatores de fato se manifestaram.

A recomendação, neste caso, é a de que o gestor público esteja atento aos riscos inerentes ao endividamento público externo e que, em resposta, adote mecanismos de redução ou prevenção ao risco, como a contratação de um seguro sobre a desvalorização cambial, por exemplo. Tais mecanismos, por importarem em aumento de custo dos empréstimos, deverão ser computados na análise de viabilidade desta modalidade de financiamento.

Já em relação à contratação do empréstimo nacional, verificou-se que, embora seus custos nominais sejam relativamente mais altos, os encargos financeiros apresentaram uma trajetória sempre decrescente ou constante no período. Além disso, não há fatores de risco significativos que possam imprimir à respectiva trajetória financeira um comportamento absolutamente descontrolado e imprevisível.

Espera-se, portanto, que a moralização da utilização da dívida pública como instrumento de financiamento do poder público incorra em benefícios à população, seja pela menor carga fiscal sobre o contribuinte, seja pela maior percepção relativa de frutos decorrentes da sua constituição.

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:**

- ANDERSON, Perry. **Linhagens do Estado Absolutista**. São Paulo: Brasiliense, 1998.
- ARBEX, Marcelo A. & ROTATORI, Wilson Luiz. **Eficiência em Mercados Futuros, Prêmio de Risco e Bandas de Câmbio no Brasil**. São Paulo: Est. Econ., v. 30, nº 4, 2000. Disponível em: <<http://www.usp.br/estecon/index.php/estecon/article/download/530/239>> Acessado em: 27/09/2009.
- ARDEO, Vagner & VILLELA, Renato. **Credibilidade e a questão fiscal de Estados e Municípios**. São Paulo, Conjuntura Econômica, 1996. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/bf\\_bancos/n0000324.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/bf_bancos/n0000324.pdf)> Acessado em: 06/09/2009.
- AZAMBUJA, Darcy. **Teoria geral do Estado**. São Paulo: Globo, 2008.
- BALEEIRO, Aliomar. **Uma introdução à ciência das finanças**. Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- BANCO MUNDIAL – BIRD. **Doing business in Brazil**. Washington: The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2006-a. Disponível em: <[http://www.doingbusiness.org/Documents/doing\\_business\\_in\\_brazil\\_portuguese.pdf](http://www.doingbusiness.org/Documents/doing_business_in_brazil_portuguese.pdf)> Acessado em: 21/09/2009.
- BANCO MUNDIAL – BIRD. **Manual do serviço da dívida do Banco Mundial**. Washington: The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, 2005-b.
- BARACHO, José Alfredo de Oliveira. **Teoria Geral do Federalismo**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1986.
- BARBOSA, Washington Luís Batista. **Uma análise da Lei Complementar 123/06**. São Paulo, Revista Consultor Jurídico, 2009. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2009-set-01/capacidade-postulatoria-procuradores-estaduais-pacto-federativo>> Acessado em: 01/09/2009.
- BATISTA JR., Paulo Nogueira. **Contratos futuros de câmbio, risco cambial e demanda por empréstimos externos: uma sugestão de política econômica**. In: Revista Brasileira de Economia, vol. 36, nº 3. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1982.

BEVILAQUA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil commentado**. 4ª edição. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1934.

BORGES, João Eunápio. **Títulos de Crédito**. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2873, de 26 de julho de 2001**. Brasília, 26/07/2001-a.

BRASIL. Constituição, 1988. **Constituição da República Federativa do Brasil, 1988**. São Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 1988-b.

BRASIL. **Lei nº 4.320, de 17 de março de 1.964**. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Diário Oficial, Brasília, 1964-c.

BRASIL. **Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996**. Institui a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador, do Fundo da Marinha Mercante, e dá outras providências. Diário Oficial, Brasília, 18/12/1996-d.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Informe dívida**, Março de 2006. Brasília: STN, 2006-e. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes\\_da\\_Divida/Informe\\_LatinFinanc\\_e.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Informe_LatinFinanc_e.pdf)> Acessado em: 07/10/2009.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional e Secretaria de Orçamento Federal. **Portaria Conjunta nº 2**, de 06 de agosto de 2.009. Brasília, 2009-f.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional e Secretaria de Orçamento Federal. **Portaria Conjunta nº 3**, de 14 de outubro de 2.008. Brasília, publicada no Diário Oficial da União em 16/10/2008, 2008-g.

BRASIL. Senado Federal – Comissão de Assuntos Econômicos. **Parecer nº 1101/07** de relatoria do Senador Eliseu Resende. Brasília, 2007-h. Disponível em: <<http://www.senado.gov.br/sf/atividade/Materia/getTexto.asp?t=38460&c=PDF>> Acessado em: 01/10/2009.

BUCHANAN, Leigh & O'CONNEL, Andrew. **UMA BREVE HISTÓRIA DA TOMADA DE DECISÃO**. São Paulo: RM Editores Ltda. - Harvard Business Review, 2006. Disponível em: <[http://www.profjayrfigueiredo.com.br/GON\\_AC\\_23.pdf](http://www.profjayrfigueiredo.com.br/GON_AC_23.pdf)> Acessado em: 04/10/2009.

COÊLHO, Sacha Calmon Navarro. **Manual de Direito Tributário**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002.

DAMICO, Flávio Soares. **A lei de Say**. Porto Alegre: Ensaio FEE, 1985. Disponível em: <<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/download/903/1186>> Acesso em: 29/08/2009.

DELLASOPPA, Emílio E. **FORTUNA ET SAPIENTIA: O CONCEITO DE RISCO NA REFLEXÃO TEÓRICA RECENTE**. Rio de Janeiro: UERJ, 2008. Disponível em: <<https://www.casnav.mar.mil.br/spolm/artigos/artigos2008/050.pdf>> Acessado em: 07/10/2009.

DIEESE – DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. **Nota técnica nº 14: 10 perguntas e respostas para entender a dívida pública brasileira**. São Paulo: DIEESE, Fevereiro de 2006. Disponível em: <<http://www.dieese.org.br/notatecnica/notatecDividapublica.pdf>> Acessado em: 21/09/2009.

DURÃES, Marisa Socorro Dias. Teoria dos leilões: abordagem comparativa com ênfase nos leilões de títulos do Tesouro no Brasil e em outros países. Brasília : ESAF, 1997. 40 p. Monografia vencedora em 2º lugar no II Prêmio STN de Monografia, Dívida Pública, Brasília, out, 1997. Disponível em: <[http://www.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/IIpremio/divida/2afdpIVPTN/DURAES\\_Marisa\\_Socorro.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/IIpremio/divida/2afdpIVPTN/DURAES_Marisa_Socorro.pdf)> Acessado em: 06/09/2009.

FAUSTO, Boris. **História do Brasil**. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2003.

FROMKIN, David. **O último verão europeu: Quem começou a grande guerra de 1914?** Rio de Janeiro: Objetiva, 2005.

GARCIA, Márcio G. P. **DÍVIDA PÚBLICA E METAS PARA A INFLAÇÃO**. São Paulo: Jornal Valor Econômico, 08/01/2001. Disponível em: <<http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/NTN-C30anos.PDF>> Acessado em: 01/11/2009

GIAMBIAGI, Fábio & PINHEIRO, Armando Castelar. **Rompendo o marasmo**. São Paulo: Elsevier: Campus, 2006.

GONDIM, Fábio. **Administração Financeira e Orçamentária**. Brasília: Senado Federal, 2004. Disponível em: < <http://www.inlegis.com.br/arquivos/docs/arquivo-48.pdf> > Acessado em: 07/09/2009.

GUSMÃO, Ivonaldo Brandani; RAIFUR, Léo & LEMES JÚNIOR, Antonio Barbosa. **Estrutura de capital e a competitividade das empresas brasileiras: um estudo na BOVESPA no período de 1997-2007**. São Paulo: FEA/USP, 2008. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/11semead/resultado/trabalhosPDF/717.pdf>> Acessado em: 28/09/2009.

HARADA, Kiyoshi. **Alguns aspectos polêmicos da Lei de Responsabilidade Fiscal**. Brasília, Clubjus, 2008. Disponível em: <<http://www.buscalegis.ufsc.br/revistas/index.php/buscalegis/article/viewFile/21314/20878>> Acessado em: 17/09/2009.

HENDERSON, W. O. **A Revolução Industrial - 1780-1914**. Lisboa: Editora Verbo, 1969.

HERMANN, Jennifer. **A Macroeconomia da Dívida Pública: Notas sobre o Debate Teórico e a Experiência Brasileira Recente (1999-2002)**. Rio de Janeiro: IE/UFRJ. Disponível em: <[http://www.nudes.ufu.br/disciplinas/ppe/a\\_macroeconomia\\_da\\_divida\\_publica.pdf](http://www.nudes.ufu.br/disciplinas/ppe/a_macroeconomia_da_divida_publica.pdf)> Acessado em: 01/09/2009.

HOBSBAWM, Eric. **Era dos Extremos: o Breve Século XX (1914-1991)**. São Paulo: Companhia das Letras, 2003.

IWABE, Fábio, PALÁCIO, Daniela Cardoso & MIDHA, Ashish. **Gerenciando o risco cambial**. IBEF NEWS, 02/09/2009. São Paulo: Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças - IBEF, 2009. Disponível em: <<http://www.ibef.com.br/artigos/artigos.asp?ID=142>> Acessado em: 07/10/2009.

KERBAUY, Maria Teresa Micely. **Federalismo, descentralização e democracia**. Araraquara, Revista Estudos de Sociologia, 2001. Disponível em: <[http://www.fclar.unesp.br/soc/revista/artigos\\_pdf\\_res/10/04-kerbauy.pdf](http://www.fclar.unesp.br/soc/revista/artigos_pdf_res/10/04-kerbauy.pdf)> Acessado em: 17/09/2009.

KEYNES, John Maynard. **A TEORIA GERAL DO EMPREGO, DO JURO E DA MOEDA**. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda., 1996.

KURZ, Robert. **O colapso da modernização** - Da derrocada do socialismo de caserna à crise da economia mundial. São Paulo: Editora Paz e Terra, 1992.

LOURENÇO, Gilmar Mendes. **Observações sobre as avaliações de risco**. Análise Conjuntural, v. 29, nº 11-12, Brasília: IPARDES, Nov/Dez 2007. Disponível em:

<[http://www.ipardes.gov.br/publicacoes/ana\\_conjuntural/ana\\_conjuntural\\_bol\\_dez\\_07.htm](http://www.ipardes.gov.br/publicacoes/ana_conjuntural/ana_conjuntural_bol_dez_07.htm)>  
Acessado em: 23/09/2009.

LANGOSKI, Deisemara Turatti. **Estado, democracia participativa e empoderamento.** Revista Jus Vigilantibus, 28 de agosto de 2008. Disponível em: <<http://jusvi.com/artigos/35677/1>> Acessado em: 03/10/2009.

LANZANA, Antonio Evaristo Teixeira. PINHO, Diva Benevides; VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval (Orgs.). **Manual de Economia.** Equipe de Professores da USP. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

MALERBA, Jurandir. **A independência brasileira: novas dimensões.** Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

MENEGUIN, Fernando Boarato. **REELEIÇÃO E POLÍTICA FISCAL: UM ESTUDO DOS EFEITOS DA REELEIÇÃO NAS POLÍTICAS DE GASTOS PÚBLICOS.** Brasília: Editora da UNB, 2000-a.

MENEGUIN, Fernando B. & BUGARIN, Maurício Soares. **O que leva um governante à reeleição?** Brasília: Texto para discussão nº 305, UnB, 2003-b.

MICELI, Paulo. **As Revoluções Burguesas.** São Paulo: Atual, 1994.

MINAS GERAIS. **SECRETARIA DE ESTADO DA FAZENDA: Extrato de Publicação do Contrato L7329-BR que entre si celebram o Estado de Minas Gerais e o Banco Mundial.** Belo Horizonte: Minas Gerais, 2006-a.

MINAS GERAIS. **Lei nº 14364 de 19 de julho de 2002.** Autoriza o Poder Executivo a contratar empréstimo com o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento - BIRD -, destinado ao Projeto de Combate à Pobreza Rural da Região Mineira do Nordeste - PCPR -, e dá outras providências. Minas Gerais: Belo Horizonte, 2002-b.

MINAS GERAIS. Tribunal de Contas do Estado. **Balanço Geral do Estado de 1998.** Relator José Ferraz. Revista do Tribunal de Contas do Estado de Minas Gerais, Belo Horizonte, Ano XVII, n.04, 1999-c.

MIRANDA, Jorge. **Curso de Direito Internacional Público.** Estoril: Editora Principia, 2006.

MORAES, Reginaldo C. **NEOLIBERALISMO: de onde vem, para onde vai?** São Paulo: Editora SENAC, 2001.

MURARO, Ronald P., SPREEN, Thomas H. & ROKA, Fritz M. **O IMPACTO DA DESVALORIZAÇÃO DO DÓLAR DE 1999 NOS CUSTOS DE PRODUÇÃO DE LARANJAS EM SÃO PAULO.** Gainesville, Citrus Industry, 2000. Disponível em: <[http://www.megaagro.com.br/frutas/art\\_tec\\_desval.asp](http://www.megaagro.com.br/frutas/art_tec_desval.asp)> Acessado em: 11/09/2009.

OLIVEIRA, Liziane Paixão Silva. **A SOBERANIA FRENTE À GLOBALIZAÇÃO.** Brasília, Revista do Programa de Mestrado em Direito do UNICEUB, 2005. Disponível em: <<http://www.publicacoesacademicas.uniceub.br/index.php/prisma/article/view/188/164>> Acessado em: 14/09/2009.

PEREIRA, João Gabriel Miranda Alves. **Sustentabilidade da dívida pública dos estados brasileiros.** Belo Horizonte: UFMG/CEDEPLAR, 2008. Disponível em: <[http://www.cedeplar.ufmg.br/economia/dissertacoes/2008/Joao\\_Gabriel\\_Miranda\\_Alves\\_Pereira.pdf](http://www.cedeplar.ufmg.br/economia/dissertacoes/2008/Joao_Gabriel_Miranda_Alves_Pereira.pdf)> Acessado em: 01/11/2009.

REZENDE, Fernando. **Globalização, Federalismo e Tributação.** PLANEJAMENTO E POLÍTICAS PÚBLICAS, nº 20, Brasília, Dez de 1999-a. Disponível em: <<http://desafios.ipea.gov.br/sites/000/2/ppp/pdf/ppp20.pdf>> Acessado em: 17/09/2009

REZENDE, Fernando. **Finanças Públicas.** São Paulo: Editora Atlas, 2006-b.

RIANI, Flávio & ANDRADE, Silvana Maria Mendonça de. **Evolução recente e a renegociação da dívida pública do Estado de Minas Gerais.** In: Anais do X Seminário sobre a Economia Mineira, Diamantina, 2002. Belo Horizonte: Faculdade de Ciências Econômicas da UFMG, 2002. Disponível em: <[https://www.cedeplar.ufmg.br/seminarios/seminario\\_diamantina/2002/D26.pdf](https://www.cedeplar.ufmg.br/seminarios/seminario_diamantina/2002/D26.pdf)> Acessado em: 01/09/2009.

ROSAR, Orlando Oscar. **CONSIDERAÇÕES SOBRE A EVOLUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA NAS ÚLTIMAS TRÊS DÉCADAS.** In: IV Encontro Nacional de Economia Política, Porto Alegre, 1999. Disponível em: <<http://www.sep.org.br/artigo/ivcongresso35.pdf?PHPSESSID=e38bdc3de5b5ee5c50b7a50fb4462232>> Acessado em: 01/11/2009.

RUA, Maria das Graças. **As políticas públicas e a juventude dos anos 90.** In: Jovens acontecendo na trilha das políticas públicas. 2 v. Brasília: CNPD, 1998.

SANTOS, Darcy Francisco Carvalho dos. **Situação financeira dos estados brasileiros após a renegociação das dívidas de que trata a Lei nº 9.496/97.** Porto Alegre, 2003. Disponível em: <[http://www.sindaf.com.br/Downloads/Arquivo/Artigos/Situacao\\_financeira\\_estados.pdf](http://www.sindaf.com.br/Downloads/Arquivo/Artigos/Situacao_financeira_estados.pdf)> Acessado em: 12/09/2009.

SAY, J. B. **Tratado de economia política.** São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SILVA, Anderson Caputo, CABRAL, Rodrigo & BAGHDASSARIAN, William. **Gerenciamento de riscos da Dívida Pública Federal**, In: “Dívida Pública: A experiência brasileira.”, Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

SILVA, Daniel Cavalcante. **Direito e Estado: uma correlação entre Kelsen e Gramsci.** Jus Navigandi, Teresina, ano 10, n. 1061, 2006. Disponível em: <<http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=8359>>. Acessado em: 14 set. 2009.

SILVA, Maria Luiza Falcão. **PLANO REAL E ÂNCORA CAMBIAL.** São Paulo, Revista de Economia Política, vol. 22, nº 3 (87), 2002. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/87-1.pdf>> Acessado em: 07/07/2009.

SOARES, Fernando Antônio Ribeiro. **A Administração da Taxa de Câmbio no Plano Real e os Fundamentos Econômicos Brasileiros.** Brasília:UnB, 2006. Disponível em: <[http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/seges/EPPGG/producaoAcademica/Tese\\_%20FernandoSoares.pdf](http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/seges/EPPGG/producaoAcademica/Tese_%20FernandoSoares.pdf)> Acessado em: 23/09/2009.

SOARES, Ricardo Pereira. **Avaliação do financiamento do Banco Mundial ao Programa de Apoio ao Pequeno Produtor Rural do Nordeste.** Planejamento e Políticas Públicas, Brasília: IPEA, v. 15, 1997-a.

SOARES, Ricardo Pereira. **Dívida Pública Externa: Empréstimos do BIRD ao Brasil.** Texto para discussão nº 642, Brasília: IPEA, 1999-b. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/pub/td/td\\_99/td\\_642.pdf](http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_99/td_642.pdf)> Acessado em: 30/09/2009.

SOUZA, Nali de Jesus de. **UMA INTRODUÇÃO À HISTÓRIA DO PENSAMENTO ECONÔMICO.** Porto Alegre: NEP PUC-RS. Disponível em: <<http://pessoal.utfpr.edu.br/bondarik/arquivos/Uma%20Introducao%20a%20Historia%20do%20Pensamento%20Economico.pdf>> Acesso em: 29/08/2009

TRIOLA, Mario F. **Introdução à Estatística.** Rio de Janeiro: LTC, 2005.

VELLOSO, Raul. “Em 5 anos, Estados duplicam investimentos.” Entrevista concedida a Fernando Dantas. Jornal “O Estado de São Paulo”, São Paulo, 02/08/2009, 2009.

VICTORINO, Walter Alves. **O ENDIVIDAMENTO DE MINAS GERAIS NO CONTEXTO DO FEDERALISMO BRASILEIRO.** Belo Horizonte: Editora C/ Arte, 2004.

VINHA, Thiago Degelo. **ESTADO E ECONOMIA: O INTERVENCIONISMO ESTATAL NO ATUAL CENÁRIO JURÍDICO-ECONÔMICO BRASILEIRO.** Ourinhos/SP: Hórus – Revista de Humanidades e Ciências Sociais Aplicadas nº 03, 2005.

Este trabalho está licenciado sob uma Licença Creative Commons Atribuição-Uso Não-Comercial-Vedada a Criação de Obras Derivadas 2.5 Brasil. Para ver uma cópia desta licença, visite <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/br/> ou envie uma carta para Creative Commons, 171 Second Street, Suite 300, San Francisco, California 94105, USA.



<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/br/>

# 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](#)