

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

Ricardo dos Santos Souto

**COMPORTAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: DA ESTABILIZAÇÃO
ECONÔMICA AO FIM DO GOVERNO LULA**

PORTO ALEGRE

2014

RICARDO DOS SANTOS SOUTO

**COMPORTAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: DA ESTABILIZAÇÃO
ECONÔMICA AO FIM DO GOVERNO LULA**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de
Graduação em Ciências Econômicas da
Faculdade de Ciências Econômicas da
UFRGS, como requisito parcial para obtenção
do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Eugênio Lagemann

Porto Alegre

2014

RICARDO DOS SANTOS SOUTO

**COMPORTAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: DA ESTABILIZAÇÃO
ECONÔMICA AO FIM DO GOVERNO LULA**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de _____ de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Eugênio Lagemann – Orientador
UFRGS

Profa. Dra. Rosa Angela Chieza
UFRGS

Prof. Dr. Stéfano Florissi
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu Orientador Eugênio Lagemann por ter aceitado o desafio de me auxiliar nessa empreitada. Um professor diferenciado principalmente pelo seu carisma, pela atenção que dá aos alunos e, em especial, pela confiança depositada em mim no decorrer do semestre. Agradeço também a minha família, que sempre me apoiou nos momentos mais difíceis, servindo de alicerce para eu seguir em frente, sem o qual eu não teria atingido esse objetivo.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo apresentar o comportamento da dívida pública brasileira desde a entrada do Plano Real até o final do mandato do Presidente Lula. Primeiramente será feita uma exposição do referencial teórico presente na literatura referente ao tema. Nesse tópico serão apresentados alguns princípios macroeconômicos e os conceitos básicos que são fundamentais ao entendimento do caso. Em seguida será exposta a trajetória da dívida pública brasileira durante os governos de Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio Lula da Silva. Antecedendo à análise de FHC será feita uma síntese histórica desde o Brasil colônia até a entrada do Plano Real, a fim de contextualizar os dezesseis anos que seguiram à estabilização econômica. Este estudo busca verificar como a gestão pública atuou para administrar o tamanho e a composição da dívida, analisando as políticas econômicas que impactaram nas inflexões observadas e no perfil da dívida no período em questão.

Palavras-chave: Dívida Pública. Finanças Públicas. Política Fiscal. Resultado Primário.

ABSTRACT

This paper aims to present the behavior of the Brazilian public debt since the Real Plan until the end of President Lula government. First an exposition of the theoretical framework of the literature subject. In this topic will be presented some macroeconomic principles and the basic concepts that are fundamental to the understanding of the case. After will be exposed the Brazilian public debt trajectory during the governments of Fernando Henrique Cardoso and Luiz Inácio Lula da Silva. Before the period referred to FHC a historical analysis will be taken from colonial period until the beginning of Real Plan, in order to contextualize the sixteen years that followed the economic stabilization. This essay seeks to ascertain how the public administration acted to manage the size and composition of debt, analyzing economic policies that impacted the observed inflections and debt profile over the referred period.

Keywords: Public Debt. Public Finances. Fiscal Policy. Primary Result.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	6
2	REFERENCIAL TEÓRICO DA DÍVIDA PÚBLICA E ORÇAMENTO DO GOVERNO	8
2.1	CONCEITOS BÁSICOS	8
2.1.1	Dívida Bruta e Dívida líquida	11
2.1.2	Dívida Pública Federal (DPF)	11
2.1.3	Fontes de dados	12
2.2	GERENCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA	13
2.2.1	Restrição orçamentária	14
2.2.2	Necessidades de financiamento do setor público (NFSP)	16
2.2.3	Financiamento do déficit público	17
2.2.4	Equivalência Ricardiana	20
2.3	MARCOS REGULATÓRIOS DA DÍVIDA PÚBLICA	21
2.3.1	Lei de Responsabilidade Fiscal	23
2.4	EVOLUÇÃO E SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA	26
3	DESEMPENHO DA DÍVIDA NOS GOVERNOS DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO	28
3.1	ORIGEM E HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA	28
3.1.1	Do Brasil colônia até 1963: um retrospecto	29
3.1.2	De 1964 a 1994: Evolução institucional	32
3.2	FINANÇAS PÚBLICAS NA FASE DA ESTABILIZAÇÃO	36
3.2.1	Plano Real: Novo panorama das contas públicas	37
3.2.2	Os ajustes a partir de 1999	44
4	DESEMPENHO DA DÍVIDA NOS GOVERNOS DE LUIZ INÁCIO LULA DA SILVA	49
4.1	NOVA PERCEPÇÃO QUANTO AOS RUMOS DA ECONOMIA	50
4.2	MUDANÇA DE PERFIL E CONSOLIDAÇÃO DA ESTABILIDADE	54
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
	REFERÊNCIAS	60

1 INTRODUÇÃO

Desde a entrada do Plano Real, a economia brasileira vem apresentando relativo alívio nas suas contas públicas, se comparada com sua história até aquele momento. Desde o Brasil colônia, foram implementados diversos planos para ajustar as contas do governo, em sua maioria fracassados, haja vista o período entre o fim dos anos 1970 e início de 1990, quando as tentativas de ajuste no balanço de pagamentos causavam graves desequilíbrios internos.

Políticas macroeconômicas no passado já causavam déficits orçamentários, já que o gasto público foi por vezes o fator principal do crescimento econômico. O desalinhamento entre as despesas e as receitas do governo, nesse sentido, determinantes do endividamento público, implicam ajustes fiscais e monetários, que, por conseguinte, contribuem para o déficit ou superávit fiscal. Esse componente cíclico é a motivação do estudo da dívida pública, objeto desse texto, uma vez que se trata de um dos indicadores mais controversos da situação fiscal de um ente político.

A dívida pública desempenha relevante papel no contexto econômico de um país. Essa ferramenta de gestão governamental, ao indicar o tamanho do passivo nas contas públicas, também funciona como um sinalizador de política econômica. Apesar disso, o serviço da dívida, termo que já adquiriu caráter pejorativo dentre os indicadores fiscais, é alvo recorrente de críticas na gestão dos governantes. No entanto, esse instrumento é, de fato, essencial ao funcionamento da máquina pública, uma vez que o financiamento dos projetos do governo, quando produtivos, pode ser suavizado de forma intertemporal, gerando equidade entre as gerações, o que diminui os impactos distributivos. De outra forma, os gastos presentes teriam que ser todos absorvidos pelo aumento indiscriminado da carga tributária.

Observando essa lógica, o presente trabalho se justifica como uma releitura da trajetória da dívida pública brasileira nos 16 anos posteriores à entrada em vigor do Plano Real. Esse período comporta também uma guinada histórica no contexto político brasileiro, pois subiram à Presidência da República dois governantes substancialmente distintos quanto às suas ideologias, suposição que empiricamente não se constatou na gestão da dívida pública.

O objetivo geral deste trabalho é: apresentar os principais conceitos e teorias referentes à dívida pública, suas causas e impactos na economia. Retratar o comportamento do endividamento desde a entrada do plano real até o fim do governo de Luiz Inácio Lula da Silva.

Os objetivos específicos são: analisar a tendência do endividamento nos governos FHC e Lula, expondo as principais atitudes de cada governo na gestão da dívida e provar que a guinada no rumo político do país não representou qualquer desajuste no arcabouço institucional quanto à busca da melhor gestão do endividamento público, ao contrário disso, se observou considerável melhora no controle do déficit do governo.

Para isso, além desta introdução, o trabalho está dividido em cinco capítulos detalhados da seguinte forma: Após essa introdução, o segundo capítulo inicia por uma gama de conceitos que serão úteis à leitura do restante do texto. Serão definidos os conceitos dos principais indicadores fiscais, como setor público e os tipos de dívida. Também consta um aprofundamento na questão da restrição orçamentária e da poupança do governo, a fim de obter a dívida líquida e as necessidades de financiamento do setor público. A questão regulatória é levantada a fim de se ter a noção da rigidez inerente ao orçamento do governo, já que os fundamentos econômicos costumam não considerar a legalidade nas decisões econômicas. Por fim, será abordada a teoria econômica em relação ao gasto público e à relação dívida-PIB.

O terceiro capítulo trata em especial do comportamento da dívida pública no governo de Fernando Henrique Cardoso. Para introduzir o tema, o capítulo traz um histórico da evolução dos indicadores fiscais e do contexto econômico desde o Brasil colônia, chegando a 1994, ano da eleição de FHC e entrada em vigor do Plano Real. Os ajustes inerentes ao primeiro governo serão apresentados, assim como o resultado primário, as privatizações e o desequilíbrio externo. A diante, será apresentado o ajuste fiscal, juntamente com a mudança do regime cambial e a política de metas de inflação. Também serão abordadas as reformas, com ênfase na criação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

O quarto capítulo terá foco no Governo de Luiz Inácio Lula da Silva. Será feito um balanço macroeconômico diante da incerteza política do novo governo quanto à continuidade das reformas na gestão anterior. Serão observados alguns indicadores para formalizar a queda na dívida pública, dando ênfase ao setor externo e ao crescimento econômico. A expansão do gasto e o resultado primário também serão analisados. Por fim, será verificada a mudança na composição da dívida, o pagamento da dívida externa e o Fundo Soberano do Brasil.

As considerações finais terão ênfase nas perspectivas para o futuro e na afirmação de que a agenda política dos novos governantes tende a reduzir a incerteza quanto ao alinhamento entre suas políticas macroeconômicas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO DA DÍVIDA PÚBLICA E ORÇAMENTO DO GOVERNO

O segundo capítulo deste trabalho tem o objetivo de introduzir ao leitor os conceitos básicos inerentes à dívida pública. A primeira seção traz definições que serão necessárias até o fim desse estudo, apresentando os indicadores e a nomenclatura utilizada nessa área de pesquisa. A seção dois destaca a restrição orçamentária e decompõe, a seguir, os principais indicadores de endividamento utilizados pelo governo, que são a dívida líquida do setor público e as necessidades de financiamento do setor público. Ao final da seção será abordada a relevância da gestão ativa da dívida pública com a Equivalência Ricardiana. A terceira seção é dedicada à regulação que dispõe sobre finanças públicas no Brasil, retratando e comentando as principais normas que orientam e corrigem os rumos do endividamento público. Por fim, a última seção aborda a sustentabilidade da dívida pública e discute a evolução da razão dívida-PIB.

2.1 CONCEITOS BÁSICOS

O Brasil adota o critério formal de administração pública. A estrutura organizacional do Estado brasileiro divide o setor público, em sentido amplo, em três poderes (Legislativo, Executivo e Judiciário). Portanto, somente é administração pública, juridicamente, aquilo que nosso direito assim considera. Mas, afinal, o que é setor público? Em especial à economia brasileira, a publicação do Banco Central nos traz a seguinte interpretação:

Em função das peculiaridades histórico-institucionais do Brasil, o conceito de setor público utilizado para mensuração da dívida líquida e do déficit público é o de setor público não-financeiro mais Banco Central. Consideram-se setor público não-financeiro as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não-financeiras federais, estaduais e municipais, além da Itaipu Binacional. Incluem-se também no conceito de setor público não financeiro os fundos públicos que não possuem característica de intermediários financeiros, isto é, aqueles cuja fonte de recursos é constituída de contribuições fiscais ou parafiscais. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008, p. 131).

A dívida pública é um conjunto de obrigações de qualquer natureza contraídas pelo Estado, e resulta da diferença entre receitas e despesas. “Em outras palavras, só há dívida quando há déficit (despesas maiores que receitas), embora muitas vezes ocorra defasagem entre a realização do déficit e a contabilização da dívida.” (MEDEIROS; SILVA, 2009, p. 102).

Segundo Portugal (2009, p. 13), “O endividamento público é o instrumento apropriado para financiar o investimento público na construção de ativos de elevado custo e longa duração, como uma hidrelétrica, um porto ou uma estrada.” O endividamento também pode financiar despesas emergenciais ou extraordinárias, como, por exemplo, as de uma calamidade pública. Por outro lado, o uso do endividamento não é apropriado para suprir despesas correntes do Estado, como pagamento de salários ou aluguéis.¹

Quanto aos tipos de dívida pública, Medeiros e Silva (2009) as classificam em Dívida Líquida, que considera tanto os ativos como os passivos do governo; e Dívida Bruta, que considera apenas os passivos do governo.

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) é o indicador de endividamento mais importante das estatísticas fiscais, uma vez que o Governo Federal a utiliza como um dos “termômetros” da situação fiscal do país, ou seja, é o indicador utilizado nas decisões de política econômica. Segundo Giambiagi e Além (2011, p. 54), a DLSP corresponde à “Soma consolidada dos valores da dívida líquida do Tesouro, INSS e Banco Central, dos estados e municípios e das empresas estatais junto ao: a) sistema financeiro público e privado; b) setor privado não financeiro e c) resto do mundo.”. No Brasil, o conceito de dívida líquida também considera o ativo do Banco Central, incluindo as reservas internacionais, e o passivo, incluindo a base monetária.

A dívida bruta, por sua vez, é classificada em relação à origem, à abrangência e à natureza.

Em relação à origem, Medeiros e Silva (2009) a separam em interna e externa. A dívida interna é aquela denominada na moeda doméstica, enquanto a dívida externa é composta por outras moedas do resto do mundo. Esse critério é o que melhor capta a pressão que o fluxo da dívida exerce, ao longo do tempo, sobre o balanço de pagamentos, assim como os riscos associados a uma possível crise cambial. O Brasil utiliza esse critério de classificação em relação à origem.

¹Esse tema será melhor explorado na seção Marcos regulatórios da dívida pública.

Outra possibilidade destacada por esses autores classifica a dívida interna como aquela que está em poder dos residentes do país, enquanto externa é aquela em poder dos não residentes. Esse critério é proposto pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) para que os países divulguem suas estatísticas de dívida pública. No entanto, é extremamente difícil obter, com as centrais de liquidação e custódia, informações sobre os detentores dos títulos de dívida.

Um terceiro critério em relação à origem é a utilização de um fórum de eleição, para discussão de controvérsias entre credores e devedores. Assim, a corte eleita para resolução das causas, no âmbito do poder judiciário, poderia classificar a dívida como interna. A dívida externa, portanto, seria aquela em que a corte eleita para resolução das pendências teria sede em outro país. Esse critério é o menos usual por suas dificuldades operacionais.

Em relação à abrangência, Medeiros e Silva (2009, p. 105) destacam que “[...] além de setor público, os conceitos mais utilizados são os de governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central), governo federal (Tesouro Nacional e INSS), governo geral (governos federal e governos regionais), governos regionais (governos estaduais e municipais) e empresas estatais (empresas estatais federais, estaduais e municipais).”.

Em relação à natureza, a dívida pública é classificada em contratual ou mobiliária. A dívida contratual se origina de um contrato, que define as características da dívida. A dívida mobiliária se origina a partir da emissão de um título. Esses títulos dão origem à Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) e a parte da Dívida Pública Federal externa (DPFe).

A (DPMFi) pode ser classificada quanto à emissão, negociação ou detentores.

A forma de emissão pode ser classificada em “oferta pública”, quando a emissão ocorre por leilão (Letras do Tesouro Nacional – LTN, Letras financeiras do Tesouro – LFT e Notas do Tesouro Nacional – NTN);² e sob a forma “direta”, nesse caso trata-se de um contrato específico ou uma determinação legal. A maior parte desses títulos não tem contrapartida em recursos financeiros. Eles são geralmente utilizados na implementação de políticas públicas e aumentam o estoque da dívida líquida. Já quanto à negociação, os títulos classificam-se como negociáveis, quando não há restrição à livre negociação no mercado, e inegociáveis, quando a propriedade dos títulos não pode mudar de detentor, seja por motivos legais ou operacionais. Atualmente o estoque de títulos da DPMFi possui apenas títulos negociáveis. Quanto aos detentores, os títulos podem estar em poder do público ou na carteira

² Lei nº 10.179 de 6 de fevereiro de 2001.

do Banco Central. Nesse caso o estoque da DLSP não se altera, uma vez que os títulos da DPMFi estariam contabilizados no ativo do Banco Central e no passivo do Tesouro Nacional. Assim, as contas se anulam na consolidação dos balanços do setor público. (MEDEIROS; SILVA, 2009).

2.1.1 Dívida Bruta e Dívida líquida

Conforme o Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central do Brasil, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) é definida da seguinte forma:

A Dívida Bruta do Governo Geral abrange, assim, o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. Os débitos são considerados pelos valores brutos, sendo as obrigações vinculadas à área externa convertidas para reais pela taxa de câmbio de final de período (compra), metodologia que também vale para obrigações e haveres externos da Dívida Líquida do Setor Público. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2012, p. 8).

São deduzidos do cálculo da DBGG os passivos de um ente cujo credor seja outro ente que seja abrangido pelo conceito de Governo Geral. Dessa forma, são desconsiderados os créditos, representados por títulos, que se encontram em poder de outros órgãos, entes políticos, fundos públicos federais etc.

A Dívida Líquida do Governo Geral (DLGG) corresponde à dívida do Governo central, mais os estados e municípios, com o setor privado não financeiro e o sistema financeiro, tanto público quanto privado, empresas estatais, o Banco Central e o resto do mundo.

2.1.2 Dívida Pública Federal (DPF)

A DPF está dividida em dois tipos: a Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi) e a Dívida Pública Federal externa (DPFe). A DPMFi é composta por títulos

emitidos pelo governo federal. Um dos aspectos mais importantes da DPMFi é sua composição, pois ela influencia nos cálculos de risco financeiro e de refinanciamento.

Medeiros e Silva (2009, p. 111) listam os principais títulos emitidos atualmente pelo Tesouro Nacional em seus leilões para refinanciamento da DPF:

- Letras do Tesouro Nacional (LTN): são títulos com rentabilidade definida (taxa fixa) no momento da compra. Forma de pagamento: no vencimento.
- Letras Financeiras do Tesouro (LFT): são títulos com rentabilidade diária vinculada à taxa de juros básica da economia (taxa média das operações diárias com títulos públicos registrados no sistema Selic ou simplesmente taxa Selic). Forma de pagamento: no vencimento.
- Nota do Tesouro Nacional, série B (NTN-B): são títulos com rentabilidade vinculada à variação do IPCA, acrescida de juros definidos no momento da compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal).
- Nota do Tesouro Nacional, série F (NTN-F): são títulos com rentabilidade prefixada, acrescida de juros definidos no momento da compra. Forma de pagamento: semestralmente (juros) e no vencimento (principal).

Além do estoque, outro indicador de extrema importância na gestão da dívida pública é o prazo médio. Em geral, se busca alongar o tempo médio de permanência do título em circulação. O cálculo desse indicador é realizado para cada título ou contrato, e sua metodologia considera tanto os fluxos do principal quanto os juros apropriados por competência. Esses fluxos também são utilizados para calcular o percentual da dívida vincenda em 12 meses, que é outro indicador de risco, e o custo médio de financiamento da dívida.

A DPFe é composta por contratos e títulos do governo federal emitidos no mercado internacional cujos recebimentos devam ocorrer em moeda estrangeira, conforme a classificação em relação à origem, apresentada anteriormente. O estoque da DPFe é contabilizado com a mesma metodologia da DPMFi e sua maior parte está lastreada em dólares dos EUA e euros.

2.1.3 Fontes de dados

A busca por informações sempre faz parte do cronograma de pesquisadores e interessados em finanças públicas. Por isso Giambiagi e Além (2011) destacam que, no Brasil, o encarregado da apuração das estatísticas das Contas Nacionais (CN) é o IBGE. Nelas consta a situação financeira global do país, ou seja, inclui-se também o setor governamental.

Durante muito tempo essa foi uma fonte importante das estatísticas utilizadas para avaliação da situação fiscal brasileira. No entanto seus dados deixaram de ser referência nos estudos sobre o tema. Segundo Giambiagi e Além (2011), três motivos levaram a isso:

- a) discrepâncias entre os dados das Contas Nacionais e os do Banco Central;
- b) as CN são informações anuais, com grande defasagem e sujeitas a revisões de importantes informações; e
- c) na revisão metodológica do IBGE de 1997, não constavam os dados correspondentes à formação de poupança do governo, que era o dado mais importante da publicação em termos fiscais. Dessa forma os dados do IBGE deixaram de ser referência, passando-se a dar mais importância aos dados do Banco Central.

O registro do Banco Central, nos dias de hoje, é interpretado por todos os analistas como sendo o resultado fiscal por excelência (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011). Ele corresponde à diferença entre receitas e despesas, sem detalhar, no entanto, as causas do desequilíbrio entre essas variáveis. A fonte de informações responsável por esse grau de detalhamento é a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), que consolida os dados do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central).

A Secretaria do Tesouro Nacional divulga em janeiro de cada ano o Plano Anual de Financiamento da Dívida Pública Federal (PAF). Esse instrumento de transparência pública é editado desde 2001 com periodicidade anual. Ele tem a função de divulgar as metas para a gestão da DPF, com os objetivos, diretrizes e estratégias adotadas pelo governo. O PAF traz os valores mínimos e máximos projetados para cada indicador considerado relevante da DPF, como estoque, prazo médio, composição e percentual vincendo em 12 meses. Além disso, o documento também apresenta um capítulo com os riscos financeiros e de refinanciamento.

2.2 GERENCIAMENTO DA DÍVIDA PÚBLICA

A dívida pública (variável de estoque) é uma consequência dos déficits orçamentários de governos passados (variável de fluxo). Dornbusch (2006) acrescenta que, entre outras consequências, com um aumento da dívida teremos uma redução no crescimento econômico, uma vez que, quanto menor é a poupança do governo, menor é o investimento privado e a

formação de capital. Isso ocorre porque os déficits do governo absorvem poupança privada, já que os agentes compram títulos ao invés de comprar ações de empresas ou financiar outros investimentos produtivos.

2.2.1 Restrição orçamentária

Interessa agora entender como se processa o aumento da dívida do governo. Para efeito de Contas Nacionais, o conceito de “governo” inclui o governo central, os estados e os municípios, mas exclui as empresas estatais (GIAMBIAGI; ALÉM 2011).

A restrição orçamentária do governo afirma que o déficit orçamentário do ano t determina a variação da dívida no ano t .

Considerando todas as variáveis em termos reais, Blanchard (2011, p. 500) define o déficit orçamentário como:

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

Onde B_{t-1} é a dívida pública no final do ano $t - 1$, ou, de maneira equivalente, no início do ano t ; r é a taxa de juros, nesse caso constante. Logo, rB_{t-1} são os pagamentos de juros reais sobre a dívida pública no ano t ; G_t são os gastos do governo com bens e serviços no ano t ; e T_t são os impostos menos as transferências durante o ano t .

Assim, considerando as convenções contábeis, o déficit orçamentário será igual ao gasto do governo, incluindo o pagamento de juros sobre a dívida, menos os impostos líquidos de transferências. Acrescentando a dívida pública no final do ano t (B_t) à equação (2.1) obtém-se a restrição orçamentária do governo:

$$B_t - B_{t-1} = \text{déficit}_t \quad (2)$$

Portanto, se o governo apresentar um déficit, a dívida pública irá aumentar. Mas se apresentar um superávit, a dívida pública diminuirá.

A partir da definição de déficit da equação (2.1), e igualando em (2.2), reescreve-se a restrição orçamentária do governo como:

$$B_t - B_{t-1} = rB_{t-1} + G_t - T_t \quad (3)$$

Como visto, a restrição orçamentária do governo relaciona a variação do estoque da dívida durante o ano t , o pagamento de juros sobre a dívida acumulada, os gastos do governo, os impostos e as transferências.

Nesse ponto já é possível obter o “resultado primário”, o principal indicador de resultado utilizado nas estatísticas fiscais do governo. Nessa ótica, o déficit do governo, visto aqui como a variação da dívida, pode ser decomposto em dois itens:

$$\begin{array}{ccc} \text{Variação da dívida} & \text{Pagamento de juros} & \text{Resultado Primário} \\ \hline \underbrace{B_t - B_{t-1}} & = \underbrace{rB_{t-1}} & + \underbrace{G_t - T_t} \end{array}$$

O lado esquerdo da equação representa as necessidades de financiamento do governo no conceito “operacional”. Rearranjando a equação, o conceito de “resultado primário”, portanto, desconta a despesa com juros reais das necessidades operacionais de financiamento do governo (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011, p. 50).

É possível, a partir de (3), decompor o déficit orçamentário em termos de poupança e investimento do governo. Torna-se conveniente escrever agora a variação da dívida como as necessidades de financiamento do governo ($B_t - B_{t-1} = NFG$). Nessa ótica, o investimento do governo (I) é extraído dos gastos e compõe um dos termos da equação. Assim:

$$NFG = rB_{t-1} + G_t + I_t - T_t \quad (4)$$

Por definição, a poupança do governo no período t (S) é a diferença entre a renda do governo e os seus gastos. Dessa forma sabe-se que

$$S_t = T_t - (G_t + rB_{t-1}) \quad (5)$$

Substituindo (5) em (4) tem-se

$$NFG = I_t - S_t \quad (6)$$

Portanto, é possível perceber que uma poupança positiva também pode gerar endividamento do governo, uma vez que seus investimentos em infraestrutura, p. ex. não teriam viabilidade sem o aumento da dívida.

2.2.2 Necessidades de financiamento do setor público (NFSP)

O saldo das NFSP corresponde à variação da DLSP. Anteriormente foi mencionado que o Banco Central do Brasil é o responsável pelas estatísticas oficiais das necessidades de financiamento do setor público (NFSP). No Brasil esse dado é medido “abaixo da linha” e seu critério de contabilização ocorre pelo regime de caixa. O BACEN utiliza os critérios do manual de estatísticas fiscais, elaborado pelo FMI, no qual as NFSP correspondem à variação do endividamento do setor público não financeiro, em relação ao setor financeiro e ao sistema privado, doméstico e do resto do mundo. (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011).

Uma questão importante nesse ponto é conhecer como são tratadas as privatizações no cálculo da DLSP, dada a grande importância que tiveram nos ajustes fiscais da segunda metade dos anos 1990, quando as concessões de serviços públicos e a alienação de ativos estatais tiveram efeito significativo sobre a redução do crescimento da dívida pública e também sobre seu perfil.³

O Banco Central do Brasil não considera o impacto das privatizações no cálculo das NFSP. No entanto, há um abatimento no estoque da DLSP. Giambiagi e Além (2011) esclarecem que isso ocorre porque a apuração da dívida não computa os ativos “reais” do governo, apenas os de caráter financeiro. Assim, as privatizações não são tratadas como receita na apuração do resultado – exceção dada às empresas estatais de telefonia. Esse tratamento é conferido desde 1991, quando, no mote das negociações com o FMI, um memorando técnico estabeleceu, para o cálculo das NFSP, a diferenciação entre as receitas de privatização de empresas públicas e a variação da DLSP. Dessa forma tem-se que

$$\Delta DLSP = NFSP - \text{Privatizações} + \text{Outros ajustes patrimoniais} \quad (7)$$

³ Para um debate mais profundo sobre os reflexos das privatizações na dívida pública entre 1995 e 1999, ver Carvalho (2001).

onde Δ indica a variação. Dessa forma, mesmo que haja um déficit nas contas públicas, a dívida pode ser reduzida por meio das privatizações. O componente “Outros ajustes patrimoniais” refere-se aos chamados “esqueletos”, que correspondem ao reconhecimento de dívidas passadas não contabilizadas anteriormente.

A razão desse cálculo está ligada ao fato de se avaliar o impacto do setor público sobre a demanda agregada. Diferente de um investimento, que estimula a economia, ou da tributação, que faz o contrário, na privatização existe apenas a transferência de recursos entre o setor privado e o público. Por esse motivo as privatizações não modificam o saldo das NFSP.

2.2.3 Financiamento do déficit público

Uma vez conhecidos os motivos do endividamento público, agora cabe analisar as alternativas existentes quando não há receitas que cubram a totalidade dos gastos do setor público.

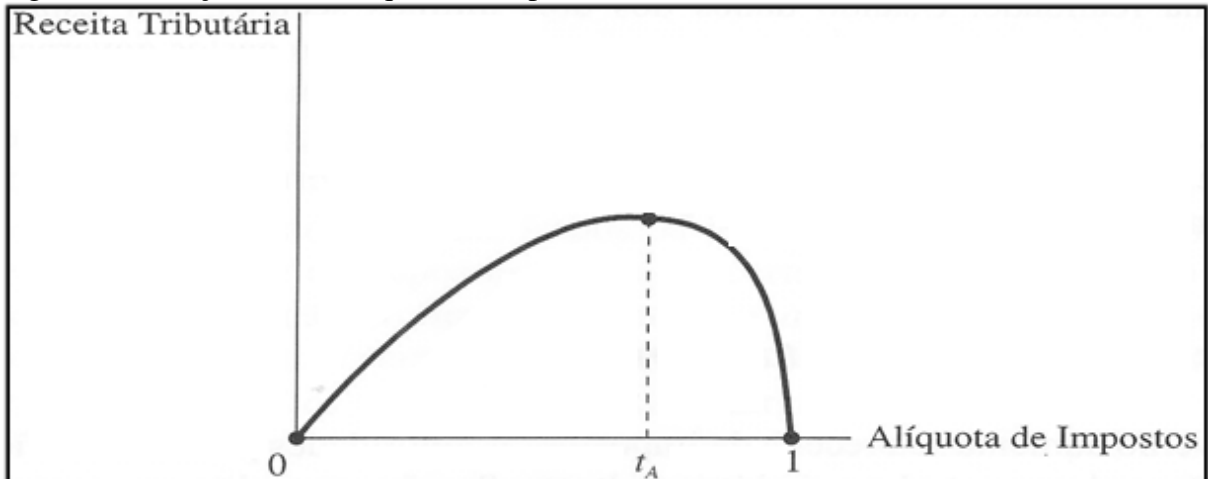
Os governantes contam com certo grau de discricionariedade quanto ao financiamento do déficit. As alternativas de cobertura podem ser listadas da seguinte forma:

- a) com mudanças na política tributária;
- b) com a venda de ativos do governo (privatização);
- c) com a emissão de títulos da dívida pública e outros tipos de endividamentos; e
- d) por meio de senhoriagem, que é a emissão de base monetária.

Apesar do dever de manter um sistema tributário mais eficiente e justo, o Estado por vezes se utiliza desse mecanismo para ajustar seu resultado. Por ser de simples implementação, a majoração de tributos retira poupança do setor privado e repassa ao setor público. O efeito da elevação da carga tributária faz a geração atual arcar com o ônus do déficit integralmente.

No entanto, um possível efeito ambíguo da elevação das alíquotas pode ser representado pela “Curva de Laffer”. O princípio básico dessa curva é demonstrar que há um nível de alíquotas que maximiza a receita obtida pelo governo. Aumentos dos tributos além desse ponto tornam-se contraproducentes, pois desestimulam as atividades produtivas, gerando queda na receita (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011).

Figura 1 – Relação entre a alíquota de impostos e a receita tributária total: a curva de Laffer.



Fonte: Sachs (2000, p. 230)

Em síntese, a Figura 1 demonstra que se a alíquota tributária é nula, a receita também será. No mesmo sentido, se a alíquota for de 100%, não haverá receita, já que ninguém estará disposto a trabalhar para transferir toda sua renda para o governo. Logo, no ponto máximo da curva, a receita é maximizada. A partir desse ponto, tanto aumentos (lado direito), quanto reduções na alíquota (lado esquerdo), terão efeito redutor na arrecadação tributária.

Outra alternativa de cobertura do déficit é recorrer às privatizações. Esse modelo transfere ativos do setor público para o setor privado, no entanto retira a possibilidade de auferir receitas futuras provenientes daquela estrutura. Por isso é imprescindível que um programa de privatização seja acompanhado de reformas na estrutura fiscal do governo, já que no futuro não será possível recorrer a essa ferramenta. No Brasil, o Plano Nacional de Desestatização propiciou a redução da dívida pública e melhoria do seu perfil, alongando os prazos e reduzindo os custos etc. (CARVALHO, 2001).

O déficit também pode ser financiado pela emissão de títulos da dívida pública e pelo endividamento contratual, os quais formam o estoque da Dívida Pública Federal (DPM). Dessa forma se mantém a renda disponível e o consumo presente em transferindo o ônus às gerações futuras. Como visto, esse tipo de dívida quando denominada em moeda doméstica forma a DPMFi, e o montante denominado em moeda estrangeira forma o estoque da DPFe.

Atualmente apenas o Tesouro Nacional tem permissão para emitir títulos da dívida. Essa condição foi imposta por força da Lei complementar nº. 101 de 4 de maio de 2000, que no artigo 34 traz a seguinte redação: “O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta lei complementar.” Além do Banco Central, Estados e municípios também estão proibidos de emitir títulos de dívida. A Emenda

Constitucional 3/1993 passou a permitir que Estados e municípios emitissem títulos até dezembro de 1999 apenas para financiar precatórios judiciais. Nesse sentido, a Lei nº. 9.496 de 1997, em consonância com o Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste fiscal dos Estados⁴, disciplinou a renegociação do endividamento mobiliário das unidades da Federação. O governo Federal, ao assumir parte da dívida mobiliária dos Estados e do Distrito Federal, limita-os a não emitir títulos públicos no mercado interno enquanto suas dívidas financeiras forem superiores às suas receitas líquidas anuais.

Por fim, existe o financiamento por meio da senhoriagem, que é a receita obtida pelo governo resultante do poder de monopólio da emissão de moeda. A senhoriagem ocorre por meio do fluxo de criação de base monetária, gerando a transferência de recursos do meio privado para o setor público. Dessa forma o governo pode se financiar sem assumir novos compromissos associados ao pagamento de juros. No Brasil essa ferramenta foi muito utilizada na época de alta inflação.

Jaloretto (2010) menciona que a literatura econômica destaca três formas de mensuração de senhoriagem:

- a) por senhoriagem monetária, que é a variação nominal da base monetária;
- b) pelo imposto inflacionário, incorporando a inflação em seus cálculos; e
- c) pelo custo de oportunidade, conceito que utiliza a taxa de juros nominais na sua composição.

A escolha do conceito mais adequado leva em conta o papel que a moeda desempenha na economia e suas condições, como taxa de inflação e taxa de câmbio.

⁴ No ano de 1995 o Conselho Monetário Nacional, por intermédio da Resolução nº 162, iniciou a construção do arcabouço legal que levaria às futuras medidas de ajuste fiscal a serem adotadas pelos Estados e Distrito Federal. Na ocasião criou-se o Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal de Estados, que visava à implementação de medidas que permitissem àqueles entes alcançar o equilíbrio orçamentário sustentável. Esse planejamento culminou com a promulgação da Lei nº 9.496 de 1997. O programa foi assinado por 25 Estados (Amapá e Tocantins não o fizeram) e apresenta metas anuais para um triênio, considerando a evolução das finanças estaduais, os indicadores macroeconômicos para o novo período e a política fiscal adotada pelos governos estaduais. A cada ano é avaliado o cumprimento das metas e compromissos do exercício anterior. Também anualmente poderá ser realizada a atualização de metas para um novo triênio. Estes procedimentos deverão ser observados enquanto perdurar o contrato de refinanciamento. (BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional, 2013).

2.2.4 Equivalência Ricardiana

A questão que surge agora se centraliza na relevância do gerenciamento ativo da dívida pública. Baghdassarian (2004) aponta, em seu seminal trabalho, que há pelo menos duas abordagens distintas quanto aos impactos dos impostos e do nível de endividamento do governo na demanda agregada. A primeira abordagem segue a linha Keynesiana tradicional, que entende que uma redução nos impostos, mesmo que tenha impacto negativo sobre o endividamento, teria imediatamente um reflexo sobre o consumo, elevando, assim, a demanda agregada da sociedade.

A segunda abordagem, de teor neoclássico, conhecida como Equivalência Ricardiana, defende que a resposta dos agentes a um corte nos impostos não afeta o consumo atual, uma vez que a elevação do nível de endividamento no setor público corresponderia a uma elevação, em igual teor, na carga tributária no futuro (com base no valor presente). Por esse motivo os indivíduos poupariam o excedente a fim de compensar o futuro aumento dos impostos. Essa manutenção do dispêndio não teria efeito na demanda agregada. Nesse sentido, a decisão entre elevar a dívida ou os tributos se tornaria irrelevante.

Essa proposição foi apresentada por David Ricardo, mas tem se dado ênfase ao trabalho de Robert Barro (BARRO, 1989), que afirmou ser irrelevante o papel da dívida pública, assim como sua composição ótima. Essa proposição salienta que o financiamento por títulos apenas protela a tributação, tornando-se equivalente à taxação corrente. Com base nesse conhecimento, as famílias elevam sua poupança em detrimento da poupança do governo.

Para ilustrar essa teoria, cabe sintetizar a restrição orçamentária intertemporal do governo com dois períodos de tempo, onde r é a taxa de juros nominais:

$$G_1 + I_1 + \frac{G_2 + I_2}{(1+r)} = T_1 + \frac{T_2}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)} \quad (8)$$

De acordo com a equação (2.8), o valor presente dos gastos do governo deve ser igual ao valor presente dos tributos somados à dívida restante no fim do segundo período. Dessa forma, caso haja déficit no presente, este deve ser coberto com um aumento dos impostos no futuro. Com base nesse conhecimento, a restrição orçamentária das famílias não depende da evolução dos impostos no tempo, mas do seu valor presente. (SACHS, 2000).

Baghdassarian (2004) aponta três hipóteses que condicionam a existência da Equivalência Ricardiana: “a) os agentes devem possuir um horizonte infinito de planejamento; b) devem existir mercados completos; e c) os impostos são não distorcivos (*Lump Sum Taxes*).”.

Uma limitação dessa teoria está no fato de que o horizonte de empréstimos do setor público é mais longo do que o das famílias. Assim, se o governo reduzir os impostos atuais, pode acumular dívidas durante décadas antes de aumentar os impostos no futuro para cobri-las. Entretanto, para Robert Barro, a equivalência ricardiana é válida mesmo quando a elevação dos tributos é adiada para um futuro distante. Ele afirma que as famílias estão preocupadas com os impostos que seus filhos ou netos precisarão pagar. Por isso, a atual geração vai querer aumentar sua poupança privada mesmo que o aumento dos impostos seja esperado para décadas futuras. (SACHS, 2000).

Mankiw (2010) argumenta a favor da abordagem tradicional dizendo que as pessoas carecem de uma percepção de longo prazo, talvez por não compreenderem plenamente as implicações dos déficits orçamentários. Ele coloca que algumas pessoas seguem regras práticas simples na decisão de gastar seu dinheiro, pressupondo que os impostos no futuro serão iguais aos impostos no presente. Por isso, a redução dos impostos no presente fará a pessoa acreditar que sua renda vitalícia aumentou.

Já para os defensores da abordagem ricardiana, a política fiscal pressupõe que as pessoas são racionais quando tomam decisões de consumo e de quanto destinar à poupança privada a partir das decisões do governo. Essa abordagem pressupõe a inexistência de miopia ou restrição de liquidez, pois as pessoas têm um nível considerável de conhecimento e de percepção em relação ao futuro.

2.3 MARCOS REGULATÓRIOS DA DÍVIDA PÚBLICA

A Constituição Federal de 5 de outubro de 1988 estabeleceu o atual modelo orçamentário brasileiro. Em consonância com a Lei nº. 4.320 de 17 de março de 1964, a carta magna estabeleceu novas regras de gestão das finanças públicas. Essas regras são essenciais na gestão eficiente da coisa pública, tornando não apenas a eficácia, mas principalmente a efetividade na prestação do serviço ao cidadão, em características de um bom governante.

Juridicamente, o orçamento público se materializa por meio de uma lei ordinária de iniciativa do Poder Executivo e tem validade anual. Essa lei estima a receita e fixa a despesa do ente público e é elaborada no exercício anterior à sua execução.

Até o final da legislatura o orçamento deve ser votado e aprovado. Posteriormente, é sancionado pelo chefe do Poder Executivo e se transforma em lei.

A Carta Magna de 1988 consolidou o vínculo entre orçamento e planejamento, estabelecendo três instrumentos com esse propósito: o Plano plurianual (PPA), a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e a Lei Orçamentária anual (LOA).

O PPA é elaborado no primeiro ano do mandato e estabelece as prioridades do governo por quatro anos, encerrando-se no primeiro ano do mandato do governo seguinte. Essa lei organiza “[...] de forma regionalizada, as diretrizes, objetivos e metas da administração pública federal para as despesas de capital e outras delas decorrentes e para as relativas aos programas de duração continuada.” (BRASIL, 1988). O plano plurianual faz, ainda, a conexão entre os objetivos de longo prazo e a LOA.

“A lei de diretrizes orçamentárias (LDO) compreenderá as metas e prioridades da administração pública federal, incluindo as despesas de capital para o exercício financeiro subsequente, orientará a elaboração da lei orçamentária anual, disporá sobre as alterações na legislação tributária e estabelecerá a política de aplicação das agências financeiras oficiais de fomento.” (Art. 165, §2º da CF/1988). A LDO define quais despesas podem ser custeadas com as receitas de emissão de títulos públicos, dentre os quais constam o serviço da dívida interna e externa e outros encargos.

Na lei orçamentária anual (LOA) consta o valor do refinanciamento da Dívida Pública Federal. Caso seja já necessário aumentar o valor da dotação orçamentária para o pagamento da dívida, a LOA autoriza a suplementação desse valor por créditos adicionais, que são instrumentos de ajuste orçamentário para cobrir a falta de recursos durante a execução do orçamento. Para utilizar esse artifício devem ser indicadas as fontes dos recursos correspondentes.

2.3.1 Lei de Responsabilidade Fiscal

A estrutura institucional da administração financeira no Brasil, no tocante às regras de transparência, segue “[...] as melhores práticas difundidas pelos organismos internacionais de referência, em particular o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional e o *International Organization of Supreme Audit Institutions* (INTOSAI).” (VIEIRA, 2009, p.243). Tal transparência foi reforçada com a promulgação da Lei Complementar nº. 101, de 4 de maio de 2000 - Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) - que estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade da gestão fiscal. Os principais objetivos dessa lei são proporcionar o equilíbrio orçamentário do setor público, estabelecendo limites para despesas com funcionalismo; proibição de socorros financeiros entre União, Estados e Municípios; limites de despesas em final de mandatos e limites de endividamento público.

Quanto aos conceitos básicos mais importantes da dívida e endividamento, relacionados ao tema desse trabalho, o art. 29 da LRF adota as seguintes definições:

- I - dívida pública consolidada ou fundada: montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses;
 - II - dívida pública mobiliária: dívida pública representada por títulos emitidos pela União, inclusive os do Banco Central do Brasil, Estados e Municípios;
 - III - operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros;
 - V - refinanciamento da dívida mobiliária: emissão de títulos para pagamento do principal acrescido da atualização monetária.
- § 2º Será incluída na dívida pública consolidada da União a relativa à emissão de títulos de responsabilidade do Banco Central do Brasil.
- § 3º Também integram a dívida pública consolidada as operações de crédito de prazo inferior a doze meses cujas receitas tenham constado do orçamento. (BRASIL, 2000, não paginado).

Ainda acerca dos conceitos de dívida, Vieira (2009) recorre ao Decreto Federal nº 93.872 de 1986 (art. 115), que regulamenta a Lei nº. 4.320/64. Ele define, assim como na LRF, que a dívida pública abrange a dívida flutuante e a dívida fundada ou consolidada.⁵

⁵ Os conceitos empregados neste ponto foram extraídos do artigo do professor Lagemann (2011) que sintetiza muito bem as definições legais pertinentes ao tema.

O Decreto supracitado define que a dívida flutuante compreende os compromissos exigíveis, cujo pagamento independe de autorização orçamentária. Nessa linha, o art. 92 da Lei nº. 4.320/64, em conjunto com a LC nº. 101/2000 lista, de forma exaustiva, os componentes da dívida flutuante da seguinte forma:

- a) os restos a pagar, processados, excluídos os serviços da dívida. Em geral são obrigações financeiras, com fornecedores de obras e serviços públicos. Esses compromissos equivalem às despesas orçamentárias já realizadas, mas que ainda não foram pagas até o dia 31 de dezembro de cada exercício;
- b) os serviços da dívida a pagar. Em sentido amplo, esse item estaria incluído em restos a pagar, pois também se relaciona às despesas orçamentárias já realizadas, mas ainda não pagas, associadas a juros, encargos e amortizações da dívida pública. (Decreto Federal nº. 9.872/86, art. 67);
- c) os depósitos. Os depósitos são obrigações financeiras relacionadas a valores recebidos pela administração pública de agentes externos. Também se incluem aqui as cauções em dinheiro que deverão ser devolvidas a quem de direito e garantias de execução de contratos;
- d) os débitos de tesouraria. Entendidos também como operações de crédito por antecipação de receita (ARO), essas dívidas são operações que servem para cobrir déficits financeiros. Comparadas a uma empresa, são equivalentes a empréstimos para capital de giro para cobertura de seu fluxo de caixa (art. 7º, inciso II da Lei nº 4.320/64 e art. 38 da LRF). Ressalta-se que essa dívida poderá se tornar consolidada, caso as operações de crédito, mesmo de prazo inferior a doze meses, tenham suas receitas providas no orçamento. (§ 3º do art. 29 da LC nº 101/2000).

Quanto à dívida fundada ou consolidada, o artigo 98 da lei 4.320 de 1964 define que a dívida fundada será contraída para atender a desequilíbrio orçamentário ou a financeiro de obras e serviços públicos.

A receita corrente líquida é definida pela Lei Complementar nº. 101 de 2000, no art. 2º, inciso IV, da seguinte forma:

IV - receita corrente líquida: somatório das receitas tributárias, de contribuições, patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências correntes e outras receitas também correntes, deduzidos:

- a) na União, os valores transferidos aos Estados e Municípios por determinação constitucional ou legal, e as contribuições mencionadas na alínea a do inciso I e no inciso II do art. 195, e no art. 239 da Constituição;
- b) nos Estados, as parcelas entregues aos Municípios por determinação constitucional;

c) na União, nos Estados e nos Municípios, a contribuição dos servidores para o custeio do seu sistema de previdência e assistência social e as receitas provenientes da compensação financeira citada no § 9º do art. 201 da Constituição.

Destaca-se aqui que ao somatório das receitas devem se incluídos os valores relativos ao fundef e à Lei Kandir, Lei Complementar nº. 87 de 1996.

A LRF incluiu na LDO dois anexos de grande importância em relação à condução da política fiscal e à dívida pública:

- a) o Anexo de Metas fiscais, em que são estabelecidos os resultados nominal e primários esperados do próximo exercício e montante da dívida pública para o exercício a que se refere e para os dois seguintes, avaliação de metas relativas ao ano anterior e as metodologias e cálculos utilizados; e
- b) o Anexo de Riscos Fiscais, onde são enumerados os passivos contingentes, que são dívidas que ainda não foram contabilizadas, mas que por algum dispositivo jurídico podem aumentar a dívida pública, e outros riscos que podem afetar as contas públicas, contendo as providências a serem tomadas, caso se concretizem.

Tanto a Lei de responsabilidade fiscal como a Constituição Federal estabelecem limites de endividamento. Em seu art. 167, inciso III, a CF/1988 veda “a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta”. Essa proibição é caracterizada como “Regra de Ouro”, pois veda a captação de recursos provenientes de novos endividamentos para serem destinados às despesas correntes.

Além disso, a legislação impõe regras para formação de estoque e para o fluxo da dívida pública. A LRF submeteu ao Senado Federal o dever de regulamentar alguns limites da dívida pública. A resolução nº. 40/2001 do Senado Federal impõe que a dívida fundada ou consolidada não poderá exceder a 350% da Receita Corrente Líquida (RCL) na União, 200% da RCL nos Estados e DF e 120% da RCL nos municípios. Quanto à dívida flutuante, a LRF em seu artigo 42 aboliu a chamada “herança fiscal”, que consistia na transferência de restos a pagar entre mandatos distintos. Atualmente, a contratação de fornecedores de obras, bens e serviços está limitada à disponibilidade de caixa.

Em relação às operações de crédito, as resoluções do Senado Federal nº. 43 de 2001 e nº. 48 de 2007 pregam que a União não poderá ultrapassar 60% da RCL em contratações de operações de crédito por ano fiscal. Quanto aos Estados, municípios e DF, os limites por ano

são de 16% da RCL para contratação de operações de crédito e 11,5% para gastos com o serviço da dívida.

A LRF compara a relação da dívida e seus compromissos com a receita corrente líquida (RCL), que é uma variável financeira. Ela indica a capacidade efetiva de pagamento de um ente federativo ante seus compromissos. Lagemann, (2011)⁶ enaltece a divisão entre dois critérios utilizados para avaliar o comportamento da dívida pública, a tradicional e a utilizada atualmente pela LRF. A tradicional tem seu foco no crescimento econômico, elaborando indicadores a partir da relação entre PIB ou PNB (variáveis econômicas) e o saldo da dívida ou o serviço da dívida, por exemplo, que são variáveis financeiras. Já a forma adotada pela LRF consagra a comparação entre variáveis financeiras para avaliar o comportamento da dívida. Dessa forma, o saldo da dívida ou seus serviços são cotejados com sua capacidade de pagamento, quais sejam, a receita ou desdobramentos dela, como a RCL destacada anteriormente.

2.4 EVOLUÇÃO E SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA

A despeito da competência outorgada aos poderes Executivo e Legislativo de normatizar o gerenciamento da dívida pública, o reflexo do endividamento nos outros indicadores macroeconômicos requer uma análise de seus fundamentos. Nesse sentido, um dos principais indicadores de sustentabilidade da política fiscal, isto é, da solvência da dívida pública de uma nação, é a razão dívida pública/PIB.

A ideia por trás desse indicador é relacionar o volume de endividamento de um país com seu potencial de geração de riquezas (PIB). Se a razão é crescente significa que o crescimento da dívida pública é superior ao aumento da atividade econômica. Portanto, a arrecadação potencial a ser gerada para o pagamento dessa dívida não é capaz de cobrir ao menos o pagamento dos juros suficientes para estabilizar a relação dívida/PIB.

Giambiagi e Além (2011) fornecem uma equação para saber em que condições a relação dívida pública/PIB é constante ao longo do tempo. Para manter a relação dívida pública/PIB estável, o superávit primário do setor público, expresso como proporção do PIB (h), em qualquer período de tempo t , deve satisfazer:

⁶ LAGEMANN, E. **Déficit e dívida pública**: apontamentos. Porto Alegre, maio 2011.

$$h = d \cdot [(i - y) / (1 + y)] - s \quad (9)$$

Onde s caracteriza a receita de senhoriagem em proporção do PIB, d é a relação dívida pública/PIB, y representa a taxa de variação nominal do PIB e i representa a taxa nominal de juros.

Essa equação demonstra que o superávit primário desejado para estabilizar a relação dívida/PIB é uma função direta da taxa de juros e da própria relação dívida/PIB. Isso indica que quanto maior é a dívida ou a taxa de juros, maior o esforço feito pelo governo para arcar com o pagamento dos juros. Por outro lado, a equação demonstra uma relação inversa com o crescimento real da economia. Assim, quanto maior é o crescimento da economia, maior é a facilidade de manter estável a relação dívida pública/PIB. Enfim, quanto mais o governo consegue se financiar por meio de senhoriagem – sem acelerar o processo inflacionário – menor é a necessidade de cortar gastos ou elevar tributos.

A relação dívida/PIB é um dos critérios mais óbvios de medir se um país tem condições de arcar com seus compromissos, sem correr o risco de *default*. Fortuna (2011) acrescenta que o FMI utiliza, para efeitos de divulgação, como medidas básicas de crédito de um país, a dívida pública/PIB e o superávit primário. No entanto os mercados financeiros e as agências de classificação utilizam outras medidas financeiras e econômicas para avaliar se um país tem capacidade de manter o serviço regular de sua dívida externa. Entre outros critérios são calculados: o déficit público/PIB, dívida externa/exportações, volume de reservas internacionais etc. Além desses indicadores, os modelos acrescentam outros dados macroeconômicos que influenciam a confiança em crises e moratória, como a abertura comercial, por exemplo.

Costa (2009) salienta que não há um teste de sustentabilidade capaz de indicar de forma inequívoca se o endividamento de um país segue uma trajetória sustentável. Ele acrescenta que, na prática, a sustentabilidade da dívida envolve grande incerteza quanto ao comportamento das variáveis, tornando o processo difícil de ser antecipado. Além disso, as decisões passam por avaliações políticas, diferentes crenças e posturas de governantes presentes e futuros.

3 DESEMPENHO DA DÍVIDA NOS GOVERNOS DE FERNANDO HENRIQUE CARDOSO

O atual patamar de estabilidade macroeconômica que vive o Brasil não é fruto apenas dos avanços institucionais e da aplicação dos conceitos econômicos pelos gestores públicos. Os erros e acertos do passado foram determinantes na construção do modelo empregado a partir de 1994 e que até agora se demonstra sustentável na gestão da dívida pública. Nesse sentido, é indispensável verificar os primórdios do nosso endividamento para perceber a evolução nas práticas de gestão da dívida pública em relação aos governos FHC e Lula.

O capítulo inicialmente traz um apanhado da evolução histórica do endividamento anterior a 1994. Esse período está dividido em duas subseções, a fim de destacar o início do endividamento do setor público no Brasil e a mudança institucional ocorrida durante a década de 1960. O capítulo segue, na segunda seção, com a entrada em vigor do Plano Real, seis meses antes do início do mandato de FHC e seus efeitos no âmbito macroeconômico do país. Será analisada a trajetória da dívida pública e alguns fatores do seu comportamento, assim como a questão do seu financiamento. O capítulo também abordará a queda da inflação e os resultados do governo durante a transição, seguindo com as dificuldades enfrentadas nas contas públicas destacando seus principais gastos.

3.1 ORIGEM E HISTÓRIA DA DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA

A dívida interna brasileira tem origem desde o século XVI, quando os governantes do período colonial já tomavam empréstimos (SILVA, 2009). Historicamente sabe-se que o patrimônio público confundia-se com o patrimônio pessoal destes governantes. Além disso, a maior parte dos detalhes desses endividamentos era desconhecida: o tamanho da dívida, as condições do empréstimo e sua finalidade. Documentos históricos já relatavam até mesmo ameaças de colapsos econômicos entre o fim do século XVIII e início do século XIX, quando Dom João VI determinou o pagamento de dívidas por meio de apólices que renderiam juros.

Esses aspectos permaneceram inalterados por muito tempo na nossa história econômica, e somente a partir do século XX foram criadas ferramentas que alinham a gestão da dívida no Brasil com as melhores práticas internacionais.

3.1.1 Do Brasil colônia até 1963: um retrospecto

Segundo Bouças (1950⁷ *apud* Silva *et al.*, 2009), o primeiro registro de escrituração das finanças públicas da Colônia foi ordenado pelo Vice-Rei Vasconcelos e Souza. Esses levantamentos apontam que na segunda metade do século XVIII houve elevado crescimento da dívida pública, uma vez que o Brasil acumulava sucessivos déficits provenientes de guerra.

Os déficits se intensificaram a partir da chegada da Família Real portuguesa e seus súditos em 1808. Nesse período as tropas de Napoleão ocupavam Portugal, limitando os recursos provenientes da metrópole, que os utilizavam para subsidiar o exército português.

A necessidade de levantar o numerário de que careciam os gastos públicos crescentes, demandou a criação do primeiro Banco do Brasil, em 1808, que iniciou definitivamente suas operações em dezembro de 1809. Juntamente com a implantação do papel-moeda, o início da independência econômica ganhara destaque com a abertura dos portos. Apesar desse avanço, em 1821 foi constatada a insolvabilidade do Banco do Brasil, situação que ficaria ainda mais crítica com o retorno de D. João VI para Portugal, já que as garantias representadas pelas joias e alfaías da Coroa perdiam efeito. (Bouças⁸, 1950 *apud* Silva *et al.*, 2009).

Após a Independência do Brasil, o Imperador D. Pedro I, por meio de decreto, cria uma comissão para promover a apuração e a institucionalização da dívida pública interna. Essa comissão estabeleceu o arcabouço legal básico para criação da Lei de 15 de novembro de 1827, considerada a “pedra fundamental” na institucionalização do crédito público no Brasil. Essa norma trouxe dispositivos que reconheciam dívidas passadas e regras para o registro e criação de novas dívidas. Mas o principal avanço foi a criação da Caixa de Amortização, primeira instituição criada com a finalidade de administrar a dívida pública. Essa estrutura possibilitou uma gestão mais autônoma da dívida, além de implantar procedimentos para melhorar a segurança e a transparência das contas governamentais.

Em 1945 a Caixa de Amortização faria a transferência da responsabilidade pela administração do meio circulante para a então criada Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), embrião do futuro Banco Central.

Foi a partir da Lei de 15 de novembro de 1827 que iniciou a história da dívida interna fundada, com a emissão de 12 mil contos de réis. A partir de 1860 houve um salto na

⁷ BOUÇAS, V. História da dívida externa. 2. ed. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1950.

⁸ BOUÇAS, V. História da dívida externa. 2. ed. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1950.

evolução da dívida interna fundada no Brasil. Seu peso relativo, por vezes, foi superior ao serviço da dívida externa durante o Império.

A evolução da dívida externa no período imperial foi composta por 15 empréstimos, sendo a maioria (11) entre 1850 e 1889, além da assunção de uma dívida contraída por Portugal em 1823. Conforme Abreu (1999, p. 1), “[...] a história da dívida externa brasileira caracteriza-se pela ocorrência de dois longos ciclos de endividamento, seguidos, nos dois casos, de moratórias, renegociações temporárias e acordos permanentes.”.

Silva (2009, p. 43) coloca que “É interessante observar também que todos os empréstimos foram contraídos em libras [...] Empréstimos em outras moedas só viriam a se tornar mais comuns na época da República, começando por empréstimos com francos franceses em 1905 e ganhando força com outros dólares americanos a partir da década de 1930.”. Quanto aos títulos, o volume de emissões foi elevado na década de 1860, principalmente devido às despesas com a Guerra do Paraguai.

O Brasil chegava a 1889 com a credibilidade afetada, uma vez que não resgatava títulos desde 1839. Em outubro daquele ano, o governo lançou uma megaoperação de conversão de débitos antigos em um único empréstimo com juros de 4% e prazo mais longo, uniformizando a dívida.

Ainda sob a tutela da Caixa de Amortização, a administração da dívida pública gozou de relativa estabilidade com a chegada do período republicano, apesar das dificuldades de financiamento interno e externo. Quanto à composição, a dívida interna era completamente fragmentada, devido à diversidade de instrumentos com taxas de juros e prazos distintos. Em 1902 uma consolidação tentou resolver o problema, mas as emissões sem nenhuma padronização continuaram e uma nova consolidação seria feita em 1956.

Fritsch (1990) relata que a economia brasileira da Primeira República estava sujeita a profundos desequilíbrios externos por razões estruturais. A economia primário-exportadora era extremamente vulnerável, dado o peso relativo das exportações de café. Além disso, as perturbações na economia internacional propiciavam flutuações nos preços pagos pelos países centrais. O autor destaca que até 1930 a receita da União era extremamente dependente do imposto de importação. O rápido crescimento das exportações de borracha no início do século XX proporcionou uma taxa de crescimento superior a 4% ao ano entre 1900 e 1913, no entanto esse *boom* aprofundou nossa dependência externa.

A partir dos anos 1890, o país passava por seguidas crises de balanço de pagamentos. Por isso, a dívida externa nesse período foi determinada por uma sucessão de empréstimos de consolidação, os *funding loan*, em 1889, 1914 e 1931. Apesar dessas renegociações e

suspensões de pagamentos de dívidas, a dívida externa não parou de crescer até 1943, quando foi feito um acordo que equacionou o pagamento do serviço da dívida externa.

A brutal queda no preço das exportações, causada pela crise de 1929, afetou o balanço de pagamentos brasileiro. Com a queda do fluxo de capitais estrangeiros, as reservas internacionais, “[...] que somavam 31 milhões de libras em setembro de 1929, caíram a 14 milhões em agosto de 1930 e haviam desaparecido em 1931.” (ABREU, 1990, p. 74). O mesmo autor acrescenta que os títulos em libras correspondiam a 65% do total da dívida pública externa no final de 1930; os títulos em dólares, 30% e o resíduo em florins.

Apesar da consolidação de 1943, que reduziu a dívida pública, o Brasil voltou a sofrer desequilíbrios externos no início dos anos 1950, devido ao relaxamento de controle sobre importações durante a Guerra da Coréia. O déficit em conta corrente secou as reservas internacionais, gerando uma crise externa em 1952. Tal fato fez dobrar a dívida externa entre 1946 e 1953, uma vez que a maior parte das importações era financiada com créditos comerciais.

Na segunda metade da década de 50, o plano de metas representou um impulso extraordinário ao desenvolvimento do país. No entanto, o plano resultou em sérias dificuldades não controláveis. De acordo com Orenstein e Sochaczewski (1990), a participação do governo no gasto total, que era de 19,0% em 1952, foi para 23,7% em 1961. A política desenvolvimentista de Kubitschek (1957-1960) determinava que o governo investiria nos setores de transporte, energia e em outras atividades industriais, como, por exemplo, a siderurgia. Além disso, com a ampliação da demanda por bens de capital, coube ao Estado fornecer as garantias necessárias que viabilizariam o financiamento dos empréstimos para importação. Apesar de Kubitschek ter iniciado negociações com o Fundo Monetário Internacional, em meados de 1959 o governo encerrou o processo de negociação, e em 1961, com a permanente crise no balanço de pagamentos, a dívida externa batia o dobro dos patamares de 1955 (SILVA, 2009).

As pressões sobre a conta corrente não baixaram depois da posse de Jânio Quadros. A crise política, o baixo crescimento e a elevação da inflação frustravam a tentativa de equilibrar as contas externas. Depois do impasse parlamentarista, com o fracasso do Plano trienal, os problemas econômicos se elevaram na curta gestão de Goulart. Com a elevação das taxas de inflação e da precariedade da máquina de arrecadação, o Estado sofria com elevados déficits fiscais, sendo a expansão monetária a principal forma de financiamento, o que pressionava os preços e elevava ainda mais a dívida pública. Esse contexto só começaria a se modificar a

partir de 1964, quando o reaparelhamento estatal e as reformas institucionais passaram a permitir maior acesso aos títulos do governo.

3.1.2 De 1964 a 1994: Evolução institucional

A estrutura da dívida pública, tanto interna quanto externa passou por profundas transformações a partir de 1964. Além de grandes avanços institucionais, o estoque da dívida sofreu considerável aumento.

Segundo Pedras (2009), a destituição do Governo Goulart e a posse do Marechal Castelo Branco na Presidência da República, além de um marco político, caracterizou uma mudança no mercado de capitais brasileiro. As mudanças ocorridas levaram a dívida pública federal interna a ter o padrão atual, tanto em volume quanto em composição.

Para viabilizar a intenção de promover um desenvolvimento sustentável da economia brasileira, foi implementado um programa de estabilização ortodoxo chamado Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG). O objetivo geral desse plano era combater a inflação sem prejudicar o ritmo da atividade econômica. Resende (1990, p. 229) explica que “Os pilares do PAEG e da política desinflacionária dos primeiros governos pós-1964 foram, sem dúvida, a política salarial e as reformas institucionais.”

Resende (1990) destaca que o diagnóstico das causas da inflação levou à elaboração de três “normas básicas” que norteavam o programa desinflacionário. Como resultado, o autor aponta a condução das políticas monetária e fiscal da seguinte forma:

Das três ‘normas básicas’ do programa desinflacionário do PAEG, a saber, contenção dos déficits governamentais, política salarial e política de crédito às empresas, a primeira foi a mais bem-sucedida. Os impostos diretos e indiretos foram imediatamente aumentados. O déficit do governo, como proporção do PIB, que era de 4,2% em 1963, já em 1964 declinava para 3,2%, em 1965 era apenas 1,6% e, em 1966, 1,1%. Também a forma de financiamento do déficit foi substancialmente alterada. Desde 1960, o déficit era quase que integralmente financiado pelas emissões de papel-moeda. Em 1965, 55% do déficit foram financiados através da venda de títulos da dívida pública e, em 1966, o déficit foi totalmente financiado pelos empréstimos junto ao público (RESENDE, 1990, p. 218).

Era necessário criar instrumentos que permitissem o financiamento do setor público sem gerar pressões inflacionárias. Assim, era importante tornar o mercado de títulos mais eficiente. Nesse sentido, Pedras (2009, p. 59) lista alguns dos objetivos do PAEG no tocante à

dívida pública: “[...] (a) obtenção de recursos adicionais para a cobertura do déficit da União; (b) o estímulo à poupança individual; e (c) a criação de um mercado voluntário para os títulos públicos.”. Para isso foram criadas diversas normas para que o setor financeiro pudesse desempenhar com eficiência seu papel de intermediador. Dentre elas, cabe destacar a Lei nº. 4.595, de 31/12/1964, que criou o Banco Central, o Conselho Monetário Nacional e instituiu a reforma bancária; e a Lei nº. 4.357, de 16/07/1964, que criou a correção monetária⁹ e a Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), um título padronizado de dívida pública. Esse mecanismo evitaria as perdas decorrentes da inflação, dando mais segurança ao investidor. De fato, naquele momento, um título indexado à inflação seria a escolha natural para manter o poder aquisitivo da moeda, fazendo com que as ORTNs representassem o impulso para a consolidação de um mercado de títulos no Brasil. Com o ganho de volume do mercado de títulos, o Banco Central criou em 1970 outro título para fins específicos de política monetária, as Letras do Tesouro Nacional (LTNs) (PEDRAS, 2009).

Como apresenta a tabela 1, apenas a partir de 1969 o financiamento pelo público passou a exceder as necessidades do governo, não obstante a dívida pública ter apresentado elevadas taxas de crescimento em volumes absolutos e em percentual do PIB.

Tabela 1 – Títulos em circulação, déficit da União e ORTNs

Ano	Títulos em circulação	Déficit da União	Colocação líquida de ORTN
1964	0,2	3,2	0,2
1965	1,2	1,6	0,9
1966	26	1,1	1,2
1967	3,5	1,7	0,6
1968	3,5	1,2	0,1
1969	4,4	0,6	0,6
1970	5,8	0,4	1,3
1971	6,6	0,3	1,3
1972	8,8	0,2	2,3

Fonte: Pedras, (2009, p. 60)

⁹“**Correção Monetária.** Mecanismo financeiro criado em 1964 pelo governo Castelo Branco. Consiste na aplicação de um índice oficial para o reajustamento periódico do valor nominal de títulos de dívida pública (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional) e privados (letras de câmbio, depósitos a prazo fixo e depósitos de poupança), ativos financeiros institucionais (FGTS, PIS, Pasep), créditos fiscais e ativos patrimoniais das empresas. Os índices de correção monetária são calculados de acordo com a taxa oficial de inflação, tendo por objetivo compensar a desvalorização da moeda. Com a decretação do Plano Cruzado, em fevereiro de 1986, e a criação da Obrigação do Tesouro Nacional (OTN) em substituição à ORTN, a correção monetária foi eliminada, sendo reintroduzida a partir de 1987, quando a inflação retornou a níveis muito elevados. Novamente, em 1991, em decorrência do Plano Collor 2, a correção monetária foi oficialmente abolida com a extinção do Bônus do Tesouro Nacional (BTN). Com o recrudescimento da inflação, a correção monetária volta a ser praticada até a adoção do Plano Real (1º/7/1994), quando é outra vez desativada.” (SANDRONI, 1999, p. 135).

No tocante à dívida externa, Lago (1990) coloca que entre 1967 e 1973 a taxa de crescimento anual foi de 19,3%. Além disso, sua composição também mudou. Em 1967 a participação dos empréstimos privados na dívida pública externa – que era quase a totalidade do total – foi de 26,9%, enquanto em 1973 essa participação subiu para 64,1%. O mesmo acrescenta que durante o “milagre econômico” a taxa de crescimento do PIB foi de 10,2% entre 1967 e 1973 e de quase 12,5% entre 1971 e 1973. Nesse período, o Banco Central cria as Letras do Tesouro Nacional, para fins de política monetária, fato considerado marcante no mercado de títulos públicos do país.

No período entre 1973 e 1978 a economia mundial foi condicionada preponderantemente pelo primeiro choque do petróleo, cujos efeitos foram adversos sobre os países não exportadores do produto, tanto industrializados, como os em desenvolvimento. As taxas de crescimento econômico interromperam seu padrão ascendente, e a inflação passou a aumentar, fazendo com que o público em geral voltasse a preferir as ORTNs.

Nos anos de 1980 a crise se agravou com o segundo choque do petróleo ocorrido em 1979. No início da chamada década perdida, em 1981, a economia sofreu uma queda de 4,0%, auge da recessão. Os choques externos seguidos das maxidesvalorizações levaram a inflação no Brasil a atingir patamares sem precedentes, chegando à casa dos três dígitos, esse patamar levou aos investidores a deixar as LTNs, dando preferência às ORTNs, que representavam novamente o principal instrumento de dívida pública. O efeito positivo foi o alongamento do prazo médio da dívida, que passou de 15 meses em 1972 para 26 meses ao final de 1983.

Apesar do crescimento econômico elevado nos anos de 1984 e 1985, em torno de 5,4% e 7,8% respectivamente, o endividamento público não foi controlado, e o recrudescimento da inflação obrigou o governo a manter os juros em torno de 10% a.a. Nesse sentido, a situação fiscal determinou a redução dos prazos médios das LTNs e ORTNs.

Com efeito o governo foi forçado a realizar mudanças institucionais na área fiscal. Em 1986 foi criada a Secretaria do Tesouro Nacional, visando centralizar e melhorar o controle dos gastos públicos. Além disso, foi extinta a Conta Movimento, que possibilitava a criação de moeda pelo Banco do Brasil, abolindo o trabalho paralelo ao do Banco Central.

As ORTNs passaram a ser denominadas OTNs, com a extinção da correção monetária. Em maio de 1986 foi criada a Letra do Banco Central (LBC), título remunerado pela taxa SELIC com indexação diária. Em seguida, o governo criou as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), com características idênticas às LBCs, mas de responsabilidade do Tesouro Nacional e com a finalidade de financiar os déficits orçamentários.

Em meio a essas mudanças institucionais e ao recrudescimento da inflação, seguia permanente a discussão entre a linha ortodoxa e os adeptos da escola estruturalista, que seriam depois denominados “heterodoxos”. A posição ortodoxa prevaleceu em meados de 1983, após a maxidesvalorização, quando um acordo com o FMI gerou uma queda nas NFSP. No entanto, a partir de 1985 o governo se orientaria no sentido de reduzir a inflação por meio da intervenção direta no sistema de preços, tais ações foram denominadas de “choques heterodoxos”, implementados, porém, sem levar em conta os efeitos nas NFSP, como pode ser verificado na Tabela 2.

Tabela 2 – Necessidades de financiamento do setor público – conceito operacional 1985/1994 (% PIB)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
NFSP operacionais	4,73	3,60	5,70	4,80	6,90	-1,38	0,17	1,88	0,79	-1,25
Resultado primário	2,67	1,64	-1,00	0,94	-1,00	2,31	2,71	1,57	2,19	5,21
Juros reais líquidos	7,40	5,24	4,70	5,74	5,90	0,93	2,88	3,45	2,98	3,96

FONTE: Giambiagi e Além (2011, p.109)

O Diagnóstico quanto ao componente inercial da inflação foi a contribuição primordial do pensamento heterodoxo, entretanto não foi dada grande importância ao ajuste fiscal. Por outro lado, os ortodoxos estavam certos em limitar o aumento da dívida, já que um déficit elevado não seria compatível com a estabilidade de preços, mas pecavam em achar que a indexação não teria efeito sobre a inflação e apenas a redução do déficit público reduziria o padrão crescente do processo inflacionário. Em função desse debate começou a crescer no meio econômico a tese de que o melhor plano de combate à inflação deveria ter componentes tanto heterodoxos, haja vista a âncora cambial; como ortodoxos, dada a importância ao ajuste fiscal que pregavam. A combinação desses componentes deu origem ao Plano Real. (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011).

Uma das drásticas medidas tomadas pelo Plano Collor em 1990 foi o congelamento de 80% dos ativos financeiros do país. Essa medida causou grande impacto na dívida pública, pois promoveu uma troca compulsória de títulos remunerados pela SELIC por outros com menor rendimento. Aliado a isso, a redução na liquidez da economia fez o Banco Central recomprar as LFTs do mercado. Somados ao superávit primário de 4% do PIB, esses fatores geraram uma queda de 82,5% da dívida em poder do público em 1990.

Para devolver os valores referentes aos ativos congelados, em 1991 foi criado um novo instrumento denominado de Notas do Tesouro Nacional (NTNs) que possuía diversas séries,

dependendo do indexador utilizado, como ao dólar (NTN-D), ao IGPM (NTN-C) e à TR (NTN-H). Dessa forma a base de investidores seria ampliada e os recursos seriam devolvidos à economia.

3.2 FINANÇAS PÚBLICAS NA FASE DA ESTABILIZAÇÃO

O Plano Real marcou o início de uma nova fase na história econômica do Brasil. Após uma série de planos fracassados visando à estabilização econômica, a nova moeda simbolizou a derrocada da inflação e a esperança na retomada do crescimento. A partir de 1990, a abertura econômica, iniciada no governo Collor, proporcionaria dinamizar a atividade econômica e elevar a competitividade, auxiliando na queda da inflação. No entanto, o início dos anos 1990 foi marcado por uma inflação que já superava a casa dos 1000% a.a., e entre 1990 e 1993 o crescimento médio real foi de 1,3% negativos (PEDRAS, 2009). A Dívida Líquida do Setor Público em 1993 foi de 32,6%, mas os juros nominais bateram os assustadores 67%, projetando futura elevação da dívida pública.

Como é possível observar pela Tabela 2, antes da entrada do Real houve uma clara melhora nas contas públicas. O resultado primário em 1989, que foi de 1,0% do PIB negativo, passou para 2,3% em 1990. Essa mudança ocorreu principalmente devido ao Plano Collor I, que introduziu novos tributos e aumentou alíquotas. Apesar da crise política em 1992, os esforços no combate à sonegação e a desvinculação de receitas ajudou o resultado primário a ultrapassar a marca de 0,5% do PIB em 1994 (BARROS DE CASTRO, 2005).

A liderança da equipe econômica do governo ficou a cargo de Fernando Henrique Cardoso, que no lugar de Elizeu Resende, assumiu o Ministério da Fazenda em maio de 1993, saindo do posto em março de 1994 para concorrer às eleições daquele ano. Naquele mesmo mês o governo de Itamar Franco introduz a Unidade Real de Valor (URV)¹⁰, que permitiu

¹⁰ “**Unidade Real de Valor (URV)**. Indexador criado em 1993, quando era ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso. Foi um dos principais elementos do Plano de Estabilização Econômica (Plano Real). Estreitamente vinculado à taxa de câmbio, este indexador foi utilizado inicialmente pelo governo federal para indexar suas receitas, sendo voluntária inicialmente sua adoção pelo setor privado. Na verdade, a URV transformou-se na prática numa moeda (unidade de conta) de transição e, quando o Plano Real foi decretado, em 1º/7/1994, quase todos os preços já eram cotados em URVs e cruzeiros reais na relação de 1 URV para 2750,00 cruzeiros reais, e ambos os valores equivalendo, a partir de então, a 1,00 real. A adoção dessa moeda de transição foi muito importante para que os preços se estabilizassem logo no segundo semestre de 1994 e a inflação, antes muito elevada, se reduzisse drasticamente, sem a necessidade do recurso ao congelamento de preços, como havia ocorrido nos planos anteriores.” (SANDRONI, 1999, p. 623).

uma acomodação dos preços relativos, e em 30/06/1994 o Real entra em circulação. O novo plano “[...] partia do mesmo princípio dos planos anteriores, isto é, que existia um componente inercial na inflação brasileira, mas dessa vez buscava-se conciliar a esse aspecto alguns componentes da cartilha ortodoxa, como a manutenção de elevadas taxas reais de juros.” (PEDRAS, 2009, p. 65).

3.2.1 Plano Real: Novo panorama das contas públicas

Giambiagi (2005) relata que o Plano Real foi bem sucedido no combate à inflação, diferente dos planos anteriores, que meses depois os preços subiam com mais força. Ele acrescenta, porém, que essa não era a visão no início de 1995, já que existia a possibilidade de que a indexação voltasse com força depois de alguns meses. De fato, a economia se aqueceu, pois no quarto trimestre de 1994 a expansão do PIB foi de 11% em relação ao mesmo período do ano anterior. Por isso houve certa resistência à queda da inflação, haja vista os 33% marcados pelo INPC¹¹ nos primeiros doze meses do Plano Real.

Diante da ameaça inflacionária foi necessário contra-atacar com as ferramentas disponíveis. A exagerada dependência em relação à administração da taxa de câmbio foi um dos mecanismos utilizados para manter a inflação baixa no período entre 1994 e 1998. Por si só esse fator já causa pressão sobre a dívida pública, mas somando-se aos recorrentes déficits primários a relação Dívida pública/PIB tenderia a se elevar.

¹¹ **Índice Nacional de preços ao consumidor (INPC)** é calculado pelo IBGE e tem como unidade de coleta estabelecimentos comerciais e de prestação de serviços, concessionária de serviços públicos e domicílios (para levantamento de aluguel e condomínio). A Periodicidade de coleta é mensal e é realizada nas regiões metropolitanas de Belém, Fortaleza, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo, Curitiba, Vitória e Porto Alegre, Brasília e municípios de Goiânia e Campo Grande. A população objetivo abrange famílias com rendimentos mensais entre 1 (um) e 40 (quarenta) salários mínimos, qualquer que seja a fonte de rendimentos. (IBGE, 2014).

Tabela 3 – Juros nominais (Selic), Inflação, Taxa de câmbio – médias anuais de julho de 1994 a 2002

	Juros nominais (Selic)	Inflação	Câmbio
1994 (Jul a Dez)	68,91%	44,06%	0,87
1995	53,38%	22,69%	0,92
1996	27,46%	9,72%	1,01
1997	25,02%	5,30%	1,08
1998	28,99%	1,74%	1,16
1999	25,85%	9,03%	1,81
2000	17,44%	6,15%	1,83
2001	17,34%	7,73%	2,35
2002	19,19%	13,04%	2,92

Fonte: Vale (2011, p.98)

Além da alta dos juros, o Banco Central reagiu com uma desvalorização controlada na taxa de câmbio em março de 1995 e uma posterior administração com banda mínima. Essas medidas tiveram êxito em relação à entrada de divisas, pois atraíram investidores pelo elevado retorno nas aplicações em moeda doméstica, fazendo com que as reservas internacionais fechassem o ano de 1995 em U\$52 bilhões.

Por outro lado, o efeito dessas medidas na atividade econômica não foi dos melhores. O PIB diminuiu mais de 3% somente entre o primeiro e o terceiro trimestre de 1995. Cabe destacar que na indústria esse movimento foi de 9% na queda da produção.

Para Giambiagi (2005) o Plano Real logrou êxito devido a dois fatores:

- a) a política monetária, para conter a atividade econômica e não sofrer o mesmo destino dos planos anteriores; e
- b) a situação do mercado internacional, que retornou à ampla liquidez e buscava rentabilidade em mercados emergentes.

Levy (2010, p. 23) ainda destaca que “Entre 1990 e 1994, o superávit primário do setor público consolidado foi em média de 3,4% do PIB por ano, mas declinou para um déficit médio de 0,2% do PIB nos quatro anos seguintes.”. Apesar desses dados, o autor acrescenta que não é possível afirmar que houve uma expansão fiscal a partir de 1994. Essa percepção enganosa de que as finanças públicas estavam sob controle pode ter sido reflexo de um mecanismo conhecido por “efeito anti-Tanzi”.¹² Esse efeito surtia do controle feito pelos

¹²“**EFEITO TANZI.** Relação entre a arrecadação tributária e as taxas de inflação desenvolvida pelo economista italiano Vito Tanzi. Como existe uma defasagem entre o fato gerador de um tributo e o momento de sua efetiva arrecadação, quanto maior for a inflação nesse período, menor será a arrecadação real do governo, provocada pela desvalorização da moeda na qual os impostos são pagos. A partir dos últimos anos da década de 80, o intenso processo inflacionário brasileiro contribuiu para a redução das receitas tributárias reais, de tal forma

gestores públicos em atrasar os pagamentos mantendo a arrecadação em dia. Dessa forma, a indexação das receitas fiscais atreladas a um conjunto de despesas pouco indexadas, no contexto de alta inflação, teria um impacto positivo para o resultado primário. Por isso o quadro observado na primeira metade dos anos 1990 foi de redução na razão dívida/PIB.

Em que pese o fato do elevado déficit público até 1989, Giambiagi e Além (2011) salientam que a trajetória da dívida pública foi decrescente durante os anos 1980 e início dos anos 1990 devido a três fatos:

- a) pelo crescimento do PIB, o qual teve uma variação acumulada de 24% entre 1985 e 1989;
- b) pelo financiamento através da senhoriagem, provocando a monetização da dívida, que gerando um expressivo imposto inflacionário; e
- c) pela subindexação da dívida, uma vez que a alta inflação corroía parte da dívida passada.

A senhoriagem real atingiu seu clímax em 1990, com média de 3,3% do PIB entre 1990 e 1994. Mas com a estabilização dos preços, essa média caiu para 0,5% entre 1995/98.

Quanto à concepção do novo plano de estabilização, Barros de Castro (2005) apresenta o Plano Real como um programa em três fases: a primeira tinha como função estabelecer o equilíbrio das contas do governo, que segundo os diagnósticos, era a principal causa da inflação; a segunda fase teria a função de criar a Unidade Real de Valor – URV, com a finalidade de elidir a memória de preços; a terceira fase teria foco no estabelecimento de regras para emissão e para estabilizar a nova moeda.

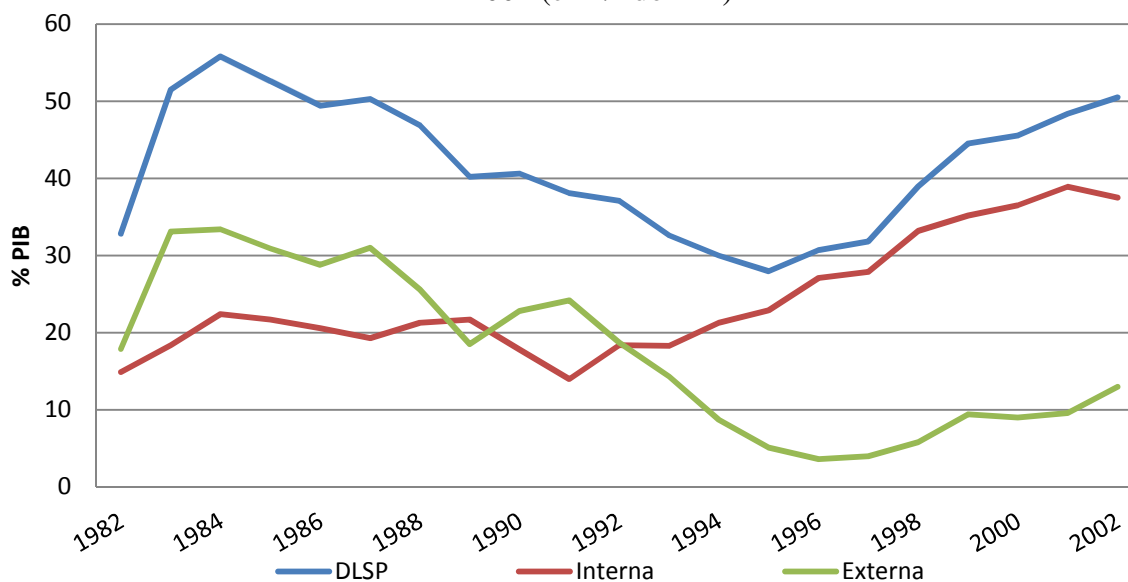
Para a primeira fase, o governo lançou, em maio de 1993, quando Fernando Henrique Cardoso ainda era o ministro da Fazenda, o Programa de Ação Imediata – PAI, visando redefinir metas de crédito entre entes políticos, bancos públicos e o Banco Central. O programa incluía também um acordo com o FMI e bancos credores. Outro esforço fiscal foi a aprovação do Fundo Social de Emergência – FSE, já em fevereiro de 1994. Esse fundo visava à desvinculação de receitas da União, que trabalhava com excessiva rigidez em seus gastos após a promulgação da Constituição Federal de 1988.

Os esforços introduzidos pelo PAI e pelo FSE não foram eficazes para promover o equilíbrio fiscal esperado. Dessa forma foi possível verificar que o ajuste das contas do governo não era condição *sine qua non* para atingir a estabilidade de preços. Em vez disso,

que foi necessário indexar os tributos (estabelecer correção monetária para o seu pagamento) para reduzir o Efeito Tanzi.” (SANDRONI, 1999 p. 197).

conforme se pode ver no Gráfico 1, houve o crescimento da relação Dívida/PIB durante o primeiro mandato do governo FHC.

Gráfico 1 – Dívida líquida do setor público (DLSP) total, interna e externa 1982-2002 (em % do PIB)



Fonte: Ipeadata, 2014

Um ponto que chama atenção no gráfico 2 é a participação relativa da dívida externa no total da Dívida Líquida do Setor Público. Conforme Giambiagi e Além (2011), essa participação, que chegava a 2/3 da dívida total em 1983, ano da maxidesvalorização; em 1990 ainda atinge o nível de 50% do total da dívida. Já em 1994 a dívida externa atinge 1/3 do total. Essa mudança de perfil foi ocasionada pelo processo de acumulação de reservas internacionais iniciada em 1991, quando eram inferiores a US\$9 bilhões, mas em 1994 chegaram a US\$36 bilhões. A esse processo se somou a venda de empresas estatais endividadas em US\$, deixando de constar no cômputo do endividamento.

O recrudescimento da dívida pública no período em questão ampara-se nos déficits fiscais aliados à despesa com juros. A Tabela 4 permite analisar, por meio das Necessidades de Financiamento do Setor Público, os fatores da inflexão de tendência a partir de 1994 e o perfil adquirido pela dívida.

Tabela 4 – Necessidades de financiamento do setor público – NFSP 1994-1998 (% PIB)

<i>Composição</i>	1994	1995	1996	1997	1998
NFSP	24,67	6,55	5,33	5,50	6,97
Governo Central	7,86	2,07	2,27	2,27	4,61
Estados e Municípios	12,08	3,27	2,50	2,81	1,88
Empresas Estatais	4,73	1,21	0,56	0,42	0,48
Superávit Primário/a	5,21	0,24	-0,09	-0,88	0,01
Governo Central/a	3,25	0,47	0,34	-0,25	0,51
Gov. Federal e BC/a	3,09	0,47	0,45	0,05	1,24
INSS/a,b	0,16	0,00	-0,08	-0,30	-0,73
Estados e Municípios/a	0,77	-0,16	-0,50	-0,68	-0,17
Empresas Estatais/a	1,19	-0,07	0,07	0,05	-0,33
Juros Nominais	29,88	6,79	5,24	4,62	6,98
Governo Central	11,11	2,54	2,61	2,02	5,12
Estados e municípios	12,85	3,11	2,00	2,13	1,71
Empresas Estatais	5,92	1,14	0,63	0,47	0,15

Fonte: Giambiagi e Além (2011, p. 138) adaptado pelo autor

/a (-) = Déficit

/b Arrecadação líquida do INSS – Benefícios previdenciários

Cabe ressaltar que os dados de 1994 restaram prejudicados, uma vez que até a metade daquele ano a receita do governo ainda era fortemente beneficiada pelo “efeito Tanzi”. Isso causou um superávit primário na casa dos 5,2% do PIB, muito acima da média de 2,2% registrada nos três anos anteriores. Da mesma forma é imprecisa a comparação do superávit primário de 1994 com os anos seguintes, uma vez que aquela estatística era contaminada pela inflação.

Comentários metodológicos à parte, o resultado primário quase nulo do setor público completou o ciclo do endividamento. Analisando de forma desagregada, percebe-se que a deterioração do resultado primário foi uma constante em todo o período, sendo que nas três esferas de governo o movimento foi uníssono.

A Tabela 2 demonstra que o setor público obteve um superávit de 2,9% do PIB no período de 1991/1994. Já na Tabela 4 esse resultado se converteu em déficit de 0,2% do PIB nos anos 1995/1998, com tendência de queda até 1997 e uma leve melhora em 1998. No caso específico do governo central, as causas dessa deterioração podem ser analisadas na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultado Primário do Governo Central 1994/1998 (% PIB)

<i>Discriminação</i>	1994	1995	1996	1997	1998
Receita total	18,92	16,77	16,14	16,93	18,74
Tesouro/BC	13,91	12,15	11,33	12,22	14,02
INSS	5,01	4,62	4,81	4,71	4,72
(-) Transferências a estados e municípios	2,55	2,60	2,53	2,66	2,91
Receita líquida	16,37	14,17	13,61	14,27	15,83
Despesas não financeiras	13,95	13,57	13,42	14,00	15,04
Pessoal	5,14	5,13	4,84	4,27	4,56
Benefícios previdenciários	4,85	4,62	4,89	4,01	5,45
Demais despesas	3,96	3,82	3,69	4,72	5,03
Despesas FAT	0,55	0,48	0,49	0,53	0,54
LOAS/RMV	-	-	-	0,08	0,12
Subsídios e subvenções	-	-	-	0,29	0,30
OCC	3,41	3,34	3,20	3,82	4,07
Discrepância estatística	0,83	-0,13	0,15	-0,52	-0,28
Superávit primário	3,25	0,47	0,34	-0,25	0,51

Fonte: Giambiagi e Além (2011, p. 140) adaptado pelo autor

(a) Critério de pagamento efetivo pelos órgãos.

(b) Diferença entre os dados “acima” e “abaixo” da linha.

Giambiagi e Além (2011) listam as causas mais importantes do aumento do gasto público durante o período analisado:

- a) o aumento das transferências a estados e municípios, diretamente relacionado com a maior receita (0,4% do PIB).
- b) o aumento do gasto de benefícios previdenciários do INSS (0,6% do PIB).
- c) o aumento das ‘outras despesas de custeio de capital’ (OCC) (1,1% do PIB).

A situação fiscal foi agravada por uma profunda crise financeira dos estados. Enquanto o governo central teve superávits primários na média de 0,3% do PIB entre 1995 e 1998, os estados e municípios tiveram em média déficits de 0,3% do PIB, contrastando com a situação que tiveram de 1988 a 1994, com superávit primário de 0,2% do PIB.

Embora haja desequilíbrios, os municípios possuem menos margem para endividar-se, por isso têm uma dívida modesta. Isso acontece porque a restrição de crédito os obriga a trabalhar de forma a encaixar o orçamento dentro da receita prevista. Fato que não impede as recorrentes dificuldades no pagamento do funcionalismo.

A piora fiscal dos estados tem origem basicamente no gasto com pessoal, tanto ativos como inativos. Nesse sentido, o governo federal procurou implementar algumas modificações para conter o gasto crescente. Dentre elas constam:

- a) regras mais rígidas para o uso de precatórios;

- b) o fim do financiamento dos tesouros por bancos estaduais;
- c) melhor controle no uso das “antecipações de receitas orçamentárias”;
- d) o fim do financiamento por meio das privatizações de empresas estatais; e
- e) a renegociação de dívidas mobiliárias estaduais.

O crescimento nas despesas com benefícios previdenciários tem respaldo na Constituição Federal de 1988. Os aspectos mais notáveis nesse sentido foram em relação à concessão de aposentadorias rurais; à criação do Regime Jurídico Único (RJU), estabelecendo vantagens ao funcionalismo público; e à criação da aposentadoria por tempo de serviço, proporcionando as aposentadorias precoces.

Outro ponto que merece destaque diz respeito às despesas com “outras despesas de custeio de capital” (OCC), que correspondem aos fatores discricionários do orçamento público. Trata-se de uma rubrica que não está sujeita à mesma rigidez constitucional de outros gastos públicos. O OCC corresponde às despesas do governo central, excetuados quatro grandes itens:

- a) pessoal;
- b) benefícios previdenciários;
- c) transferências constitucionais; e
- d) juros da dívida pública.

É nessa conta, por exemplo, que se expressa o conflito entre a área econômica e os outros ministérios, parlamentares ou gestores públicos. Todos procurando encaixar suas demandas dentro do orçamento. A alocação dessa verba pode ser perfeitamente justificável, pois, de fato, áreas como educação ou reforma agrária contam com programas dispendiosos.

Giambiagi (2002) ressalta que três elementos, embora não afetem as NFSP, quando ocorrem afetam a dívida líquida do setor público. Esses elementos são representados pelos “ajustamentos patrimoniais”. Tais ajustes foram responsáveis por um incremento na dívida DLSP de 21,5% do PIB em 2002

O primeiro elemento corresponde aos chamados “esqueletos”, que são o reconhecimento de dívidas antigas que afetavam a demanda agregada, mas não eram captadas pelas estatísticas fiscais. Essas dívidas, inicialmente não registradas, são conhecidas na literatura como *hidden liabilities* ou “passivos ocultos”.

O segundo item corresponde à variação da dívida como resultado da mudança da taxa de câmbio. O impacto das sucessivas desvalorizações pressiona a dívida interna indexada ao dólar e a dívida externa pública.

Por último, esse autor destaca a venda de ativos públicos, ou seja, as privatizações. Esse mecanismo foi utilizado para abater o estoque da dívida pública, sendo que os setores que mais se destacaram foram o de telecomunicações e de energia elétrica, seguido do siderúrgico, financeiro, mineração, petroquímico etc. Entre 1991 e 1996, em que pese a abundância de capitais externos, a atração de recursos foi baixa, determinando apenas um posicionamento favorável do Brasil em relação aos países emergentes. Até esse ponto o Estado sinalizava comprometimento com as chamadas “reformas de mercado”.

Além da entrada direta de recursos, as desestatizações foram de suma importância aos cofres públicos por retirar a pressão associada ao investimento dessas empresas, que lançavam na mão do governo a carga da despoupança gerada, já que eram, de forma geral, deficitárias.

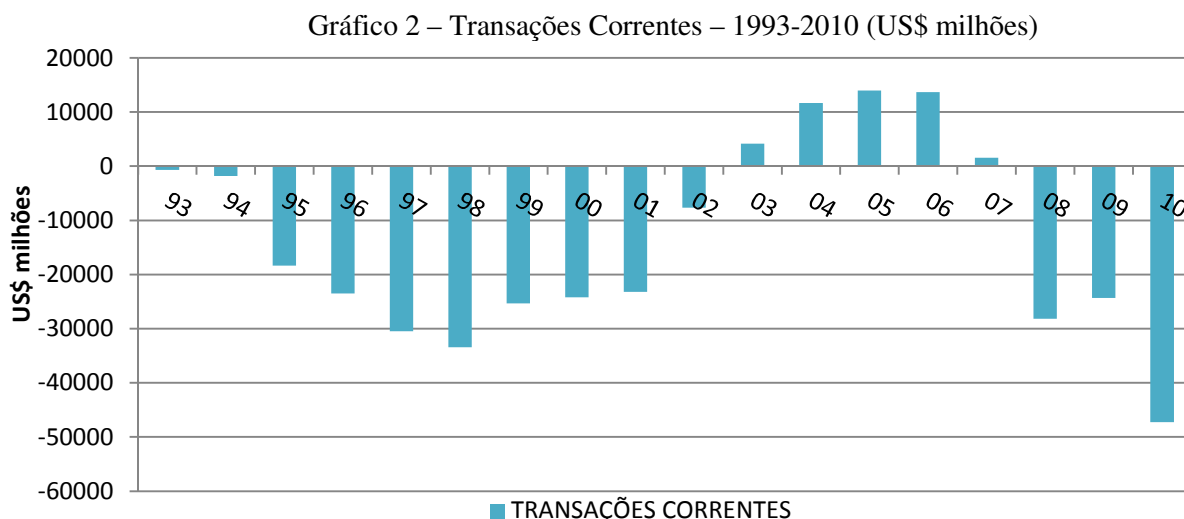
A partir de 1997, a atração do fluxo de capitais foi expressiva, sendo que nesse ano a receita de privatizações foi maior que a soma das receitas do período 1991/1996. O investimento estrangeiro para privatização teve seu auge em 1999 passando a cair a partir do ano 2000.

3.2.2 Os ajustes a partir de 1999

O alto índice de dívida pública acumulado até então, associado a outros desequilíbrios macroeconômicos forçaram o governo a realizar consideráveis ajustes na economia brasileira. Sobre isso Giambiagi (2005, p. 175) ressalta:

A política econômica baseada na combinação de déficits em conta corrente e de taxas de juros reais elevadas poderia ser sustentada enquanto houvesse espaço para a ampliação do endividamento, tanto externo como público. Entretanto, com o passar do tempo – e diante das crises que sacudiram os mercados internacionais no primeiro governo FHC – esse espaço foi progressivamente se fechando e praticamente deixou de existir no decorrer do segundo semestre de 1998, quando o resto do mundo deixou de financiar o Brasil e a rolagem da dívida interna passou a ser feita a taxas de juros proibitivas.

De fato, a âncora cambial foi fundamental no combate à inflação. Entretanto, conforme o Gráfico 2, o custo dessa política levou à deterioração do Saldo em Conta Corrente do Balanço de Pagamentos.



Fonte: Banco Central do Brasil – Economia e finanças – Indicadores de conjuntura (2013)

Os recorrentes déficits nas Transações Correntes estavam esgotando as reservas internacionais, que em 1996 chegavam a US\$ 60 bilhões e em 1999 atingiram o patamar de US\$ 36 bilhões, uma queda de 40% em três anos.

A elevada taxa de juros oferecida no mercado para atrair capitais externos gerava despesas financeiras significativas nas contas do governo. Isso contribuía para piorar a trajetória da relação dívida pública/PIB.

Além disso, desde a entrada do Plano Real o mercado financeiro internacional havia passado por três crises internacionais importantes. Primeiramente no México, em 1994. Em 1997 os países da Ásia se abalaram fortemente. Em terceiro lugar, foi a Rússia, em 1998. O Brasil durante todas essas crises foi afetado pelo “efeito contágio”. Com a moratória da dívida russa, houve uma drástica queda no crédito internacional a partir do segundo semestre de 1998, que se relutava mesmo com as crises anteriores.

Na segunda metade de 1998, o governo começou as negociações com o FMI para obter um pacote de ajuda externa na base de US\$42 bilhões, sendo US\$18 bilhões do FMI e o restante de outros organismos multilaterais. Em contrapartida o governo tinha que manter uma política de austeridade fiscal rigorosa, a fim de alcançar superávits primários na ordem de 2,60% do PIB em 1999, 2,80% em 2000 e 3% do PIB em 2001.

Tais metas melhoravam a imagem do país no exterior, dando a entender que cessaria a fuga de capitais. Mas o acordo encontrou alguns obstáculos e não se formalizou. A cobrança previdenciária dos servidores públicos inativos, medida que fazia parte do pacote de ajuda, foi rejeitada pelo Congresso. Somando-se a isso, em janeiro de 1999 veio à tona a moratória da dívida interna do estado de Minas Gerais, gerando ceticismo no mercado internacional. A

perda de divisas se acentuou, e a âncora cambial, instrumento básico da política econômica, estava desgastada.

De acordo com Carvalho *et al.* (2007, p. 373), “A introdução do regime de câmbio flutuante no Brasil não foi fruto de uma opção planejada. Ao contrário, foi uma imposição dos fatos.”. Em 15 de janeiro de 1999 o governo foi obrigado a deixar o câmbio flutuar, representando, na prática, uma maxidesvalorização.

Naquele momento, 20% da dívida em títulos públicos federais eram indexados ao dólar. A desvalorização cambial representou um salto de mais de 5,5% do PIB de 1998 para 1999 na DLSP, passando de 38,9% do PIB para 44,5%.

Com uma dívida pública maior causada pela desvalorização cambial, um novo acordo com o FMI foi concretizado com metas de superávit primário que passaram para 3,10%, 3,25 e 3,35% do PIB para os anos de 1999 a 2001 respectivamente.

Apesar dos esforços fiscais, dois fatores ainda contribuía para o endividamento. O País percebeu baixo crescimento econômico e as taxas de juros permaneciam elevadas.

O crescimento do PIB entre 1995 e 1998 foi de 2,6%, baixando para 2,1% de 1999 a 2002. Em que pese esse baixo dinamismo, a melhora na balança comercial foi crucial para o alcance do superávit primário desejado, sem, no entanto, refletir na queda da razão dívida/PIB.

O outro problema recaiu na política monetária rígida. Ao adotar o regime de metas de inflação, o Banco Central deixou o câmbio flutuar e as taxas de juros passaram a cumprir o papel de balizador da inflação, agindo também para apreciar o Real. Por isso em 1999 a taxa de juros reais foi de 15%, com uma taxa SELIC de quase 26%.

Como se pode ver na Tabela 3, os juros durante todo o período FHC permaneceram altos. Nesse sentido, Vale (2011, p. 94) conclui da seguinte forma:

Os mecanismos que prenderam a economia aos juros altos durante o governo FHC foram essencialmente três: a remuneração da caderneta de poupança, que atua como piso para a taxa básica de juros da economia em momentos de política monetária expansionista; o sistema de gestão da dívida pública, sustentado pelas LFTs, que para eximir os credores do risco de emprestar ao governo mantém o expediente de rolar a dívida diariamente e de trocar papéis pré-fixados por pós-fixados ou vice-versa, de acordo com a conveniência dos detentores de títulos; e o arranjo macroeconômico baseado no mandato único para o Banco Central (estabilidade de preços), abertura comercial e financeira, câmbio flutuante e ajuste fiscal via superávit primário. A Soma desses três condicionantes fez com que a economia ficasse literalmente presa aos juros altos durante todo o governo FHC.

As consequências negativas da alta taxa de juros formaliza seu ciclo ao desestimular as decisões de investimento, comprometendo o crescimento econômico.

Carvalho *et al.*(2007) denomina esse problema como uma *dominância monetária*. Ou seja, a política monetária afeta de forma negativa as contas públicas. O impacto fiscal das políticas monetária e cambial anula o esforço do setor público em reduzir a expansão do endividamento por meio de política fiscal.

Por isso, Araújo e Gentil (2011, p. 54) apontam que “O Superávit primário é, assim, pouco eficiente para conter o processo de elevação do endividamento público[...]”, esses autores explicam que o crescimento da dívida é, fundamentalmente, consequência do pagamento de juros e da valorização cambial. Assim, o superávit primário só surtirá efeito se for excessivamente elevado.

Ainda diante da necessidade de buscar os equilíbrios fiscal e externo, algumas reformas estruturais precisaram ser aprovadas. Em primeiro lugar as reformas administrativa e previdenciária tiveram o papel de conter o elevado gasto público.

Mas o principal mecanismo de ajuste elaborado por FHC foi a Lei Complementar nº 101, aprovada pelo Congresso Nacional no ano 2000. A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) impõe uma série de diretrizes que devem balizar as autoridades na gestão das finanças públicas em nível federal, estadual e municipal.

Dentre outros dispositivos, nessa norma constam limites de gastos com pessoal, limites para o endividamento público e definições de regras para gasto com pessoal em final de mandato.

Com efeito, a nova postura fiscal provocou um recuo nas NFSP. Os ajustes quanto aos estados e municípios já haviam sido consolidados com a assunção da federalização da dívida dos estados e de mais de uma centena de municípios. Verificou-se, assim, a elevação no superávit primário nas três esferas de governo já em 1999 e permanecendo nos anos posteriores.

Tabela 6 – Necessidades de financiamento do setor público – NFSP 1998-2002 (% PIB)

<i>Composição</i>	1998	1999	2000	2001	2002
NFSP	6,97	5,28	3,37	3,29	4,42
Governo Central	4,61	2,47	2,12	1,94	0,68
Estados e Municípios	1,88	2,87	1,95	1,86	3,48
Empresas Estatais	0,48	-0,06	-0,69	-0,51	0,26
Superávit Primário/a	0,01	2,92	3,24	3,38	3,21
Governo Central/a	0,51	2,13	1,73	1,69	2,16
Gov. Federal e BC/a	1,24	3,03	2,59	2,67	3,31
INSS/a,b	-0,73	-0,90	-0,86	-0,98	-1,15
Estados e Municípios/a	-0,17	0,20	0,51	0,80	0,72
Empresas Estatais/a	-0,33	0,59	1,00	0,89	0,33
Juros Nominais	6,98	8,20	6,61	6,67	7,63
Governo Central	5,12	4,60	3,85	3,63	2,84
Estados e municípios	1,71	3,07	2,45	2,66	4,20
Empresas Estatais	0,15	0,53	0,31	0,38	0,59

Fonte: Giambiagi e Além (2011, p. 176) adaptado pelo autor

/a (-) = Déficit

/b Arrecadação líquida do INSS – Benefícios previdenciários

Tabela 7 - Resultado Primário do Governo Central 1999/2002 (% PIB)

<i>Discriminação</i>	1999	2000	2001	2002
Receita total	19,66	19,93	20,77	21,66
Tesouro/BC	15,06	15,21	15,97	16,85
INSS	4,60	4,72	4,80	4,81
(-) Transferências a estados e municípios	3,28	3,42	3,53	3,80
Receita líquida	16,38	16,51	17,24	17,86
Despesas não financeiras	14,49	14,71	15,56	15,71
Pessoal	4,47	4,57	4,80	4,81
Benefícios previdenciários	5,50	5,58	5,78	5,96
Demais despesas	4,52	4,59	4,98	4,94
Despesas FAT	0,52	0,47	0,51	0,54
LOAS/RMV	0,14	0,17	0,21	0,23
Subsídios e subvenções	0,24	0,31	0,35	0,16
Relacionamento TN-BC	0,08	0,08	0,08	0,08
OCC	3,54	3,56	3,83	3,93
Discrepância estatística	0,24	-0,04	0,01	0,01
Superávit primário	2,13	1,73	1,69	2,16

Fonte: Giambiagi e Além (2011, p. 181) adaptado pelo autor

(a) Critério de pagamento efetivo pelos órgãos.

(b) Diferença entre os dados “acima” e “abaixo” da linha.

No que tange ao mercado de títulos públicos, foram promovidas modificações na estratégia de financiamento utilizada pelo governo no período. Nesse sentido procurou-se alongar o prazo médio e qualificar a composição da carteira de títulos. De fato, face ao sucesso da estabilização econômica o volume de LTNs foi elevado, assim como os prazos ofertados em leilão, que até o momento eram de um mês e chegaram a dois e três meses de prazo. A partir de 1996 passaram a ser ofertadas no mercado somente LTNs de seis meses de prazo, e ao final de 1997 o governo passou a ofertar no mercado títulos prefixados com prazo de dois anos. Em consequência disso, a dívida interna mobiliária teve seu estoque elevado.

4 DESEMPENHO DA DÍVIDA NOS GOVERNOS DE LUIZ INÁCIO LULA DA SILVA

A ascensão de Lula à Presidência da República, nas eleições de 2002, teve um importante significado político e econômico na história do país. O Brasil elegia uma liderança sindical legítima, o que significava um marco em um país tradicionalmente governado por representantes das classes dominantes. Os mercados abarcaram considerável temor quanto aos rumos que seriam tomados pelo novo gestor em relação às políticas monetária e cambial e à responsabilidade fiscal.

Nesse capítulo será mostrado como evoluiu a trajetória da dívida pública durante o mandato do Presidente Lula, e por que foi observada uma melhora na contas públicas durante seu mandato. Para isso o capítulo está dividido em duas partes. Na Primeira parte será abordada a questão política, os motivos da queda na trajetória do endividamento, como o setor externo, e a taxa de juros. Serão expostos também as questões relativas ao PIB, e ao superávit primário. A segunda parte, o capítulo se deterá à mudança no perfil da dívida pública, com base no pagamento da dívida externa. Por fim será visto o Fundo Soberano do Brasil.

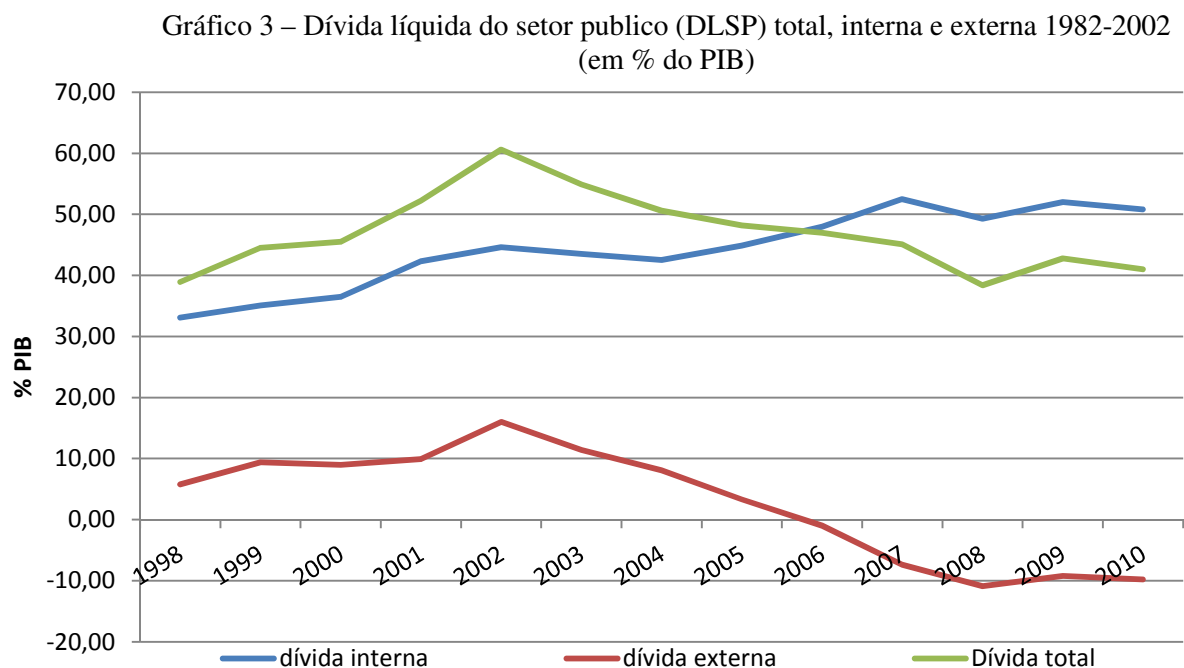
4.1 NOVA PERCEPÇÃO QUANTO AOS RUMOS DA ECONOMIA

Em termos político-ideológicos Lula representou a ascensão da esquerda ao poder nas eleições de 2002. Durante aquele ano os mercados foram tomados pela desconfiança quanto às medidas econômicas que seriam tomadas pelo novo governo. Tal receio se devia ao discurso dos governos anteriores em realizar as mudanças estruturais e até que ponto esse compromisso seria assumido pela nova gestão. A defesa da estabilidade implicava a continuidade da austeridade fiscal, indo de encontro às promessas de cunho social do novo presidente. Por isso os analistas na época não foram facilmente convencidos, haja vista os altos prêmios de risco e as taxas de juros no período pré-eleitoral.

Para dar continuidade à agenda de reformas e convencer o mercado de que as transformações eram permanentes, o governo anunciou a reforma previdenciária dos servidores públicos e a reforma tributária que modificaria a carga tributária em favor do crescimento econômico.

Em que pese o discurso em defesa da manutenção do ajuste fiscal e de outras transformações, a realidade encontrada ao início de 2003 não foi diferente dos anos anteriores.

Como se pode ver no Gráfico 3, ao final do governo FHC a dívida líquida do setor público chegou a atingir 60% do PIB. Esse quadro determinaria uma das prioridades da nova gestão.



Fonte: Giambiagi e Além (2011, p. 225), elaborado pelo autor

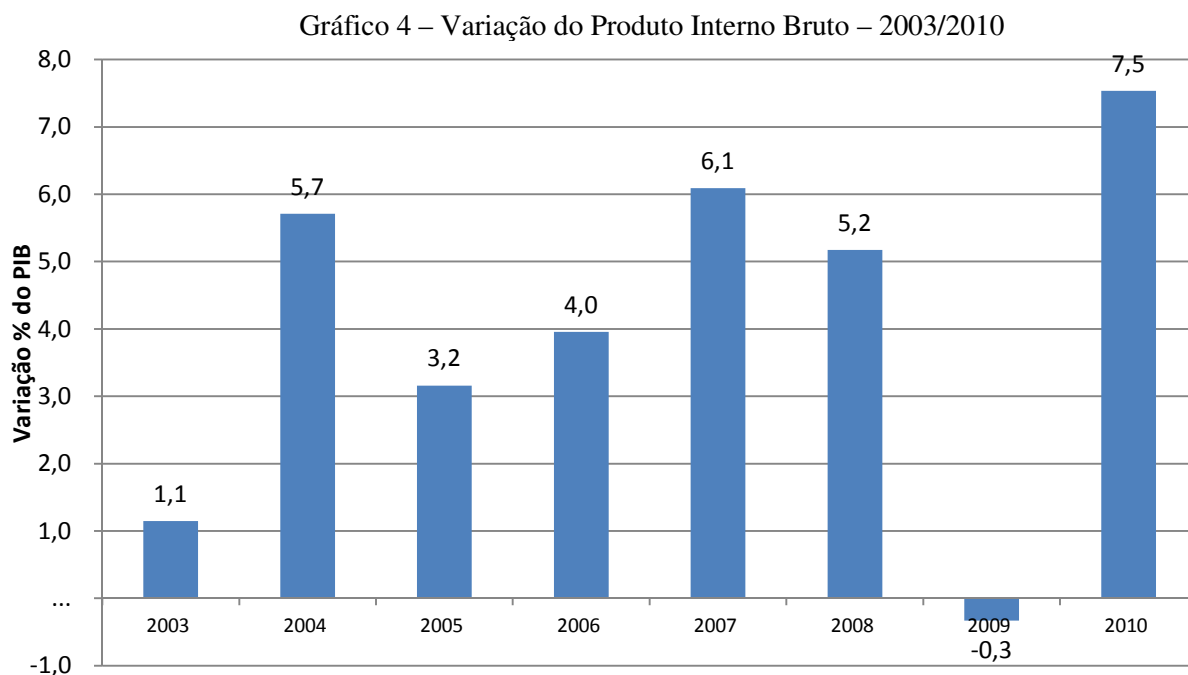
Notou-se, porém, uma expressiva queda na trajetória do endividamento já no início do mandato de Lula. Com o efeito ainda defasado das reformas introduzidas no governo FHC, o grande catalizador da melhora nas contas públicas foi o setor externo. Mesmo com a crise econômica de 2008/2009, considerada um “ponto fora da curva” a taxa média de crescimento da economia mundial foi de 3,3% entre os anos de 2001 e 2010, cujo pico se deu entre 2003/2007, atingindo a média de 4,6%. (GIAMBIAGI; ALÉM, 2011).

O Brasil experimentava naquele momento um salto nas exportações em termos absolutos, a melhora no preço das *commodities* e uma abundância de liquidez internacional. Fatores resultantes da baixa taxa de juros do Tesouro dos EUA e do extraordinário crescimento da economia chinesa.

Tal combinação, somada ao aumento do índice de preços externos em geral, determinou a melhora nas transações correntes a partir de 2003, conforme se observa no Gráfico 2. Os sucessivos superávits foram acompanhados da entrada de fluxos de investimento estrangeiro direto, permitindo ao país reduzir seus coeficientes de endividamento externo.

Giambiagi e Além (2011, p. 196) destacam que entre dezembro de 2002 e dezembro de 2009 a dívida externa bruta foi reduzida em US\$13 bilhões, enquanto as reservas internacionais aumentavam em US\$201 bilhões. Esse processo levou as reservas do Banco Central a excederem à soma da dívida externa bruta do governo central, estados e municípios e das empresas estatais. Com isso o setor público brasileiro tornou-se credor líquido.

O ajuste fiscal iniciado na gestão anterior contou com a contribuição do expressivo crescimento econômico observado nos oito anos do governo Lula. Entre 2003 e 2010 a média de crescimento do PIB brasileiro foi de 4%. Essa taxa só foi comprometida no ano de 2009, influenciada pela crise internacional de 2008.



Fonte: Banco central do Brasil

O dinamismo econômico exposto no Gráfico 4, não foi refletido em aumento de investimento por parte do governo central. Enquanto a média de investimento durante o governo Lula foi de 0,8% do PIB, os oito anos do governo anterior apresentaram a mesma média, dado um crescimento econômico relativamente menor (2,3%). Esse fator contribuiu substancialmente para o elevado superávit primário entre 2003 e 2010.

O outro fator que contribuiu para a redução do endividamento público foi a queda nas taxas de juros. A taxa SELIC nominal foi em média 19,8% nos quatro anos 1999/2002, entre 2003 e 2006 foi de 18,4%, mas nos anos 2007/2010 teve média de 11,0%.

A Tabela 6 expõe as despesas do setor público com juros entre os anos de 2002 e 2006. Cotejando com a Tabela 7, fica clara a redução desse gasto durante o segundo mandato do governo Lula.

Tabela 6 – Necessidades de financiamento do setor público – NFSP 2002-2006 (% PIB)

<i>Composição</i>	2002	2003	2004	2005	2006
NFSP	4,42	5,13	2,79	3,38	3,54
Governo Central	0,68	3,66	1,39	3,41	3,14
Estados e Municípios	3,48	1,59	1,75	0,26	0,71
Empresas Estatais	0,26	-0,12	-0,35	-0,29	-0,31
Superávit Primário/a	3,21	3,34	3,80	3,93	3,24
Governo Central/a	2,16	2,28	2,70	2,60	2,17
Gov. Federal e BC/a	3,31	3,84	4,35	4,35	3,95
INSS/a,b	-1,15	-1,56	-1,65	-1,75	-1,78
Estados e Municípios/a	0,72	0,81	0,90	0,99	0,83
Empresas Estatais/a	0,33	0,25	0,20	0,34	0,24
Juros Nominais	7,63	8,47	6,59	7,31	6,78
Governo Central	2,84	5,94	4,09	6,01	5,31
Estados e municípios	4,20	2,40	2,65	1,25	1,54
Empresas Estatais	0,59	0,13	-0,15	0,05	-0,07

Fonte: Giambiagi e Além (2011, p. 176) adaptado pelo autor

/a (-) = Déficit

/b Arrecadação líquida do INSS – Benefícios previdenciários

Analisando os números fiscais do governo Lula, nota-se que um déficit de 5,13% em 2003 foi reduzido para uma média de menos de 3% do PIB nos anos 2007/2010. Além disso, nota-se que os aumentos reais no poder aquisitivo do salário mínimo refletiram no déficit permanente da Previdência Social.

Tabela 7 – Necessidades de financiamento do setor público – NFSP 2006-2010 (% PIB)

<i>Composição</i>	2006	2007	2008	2009	2010
NFSP	3,54	2,69	1,90	3,33	2,55
Governo Central	3,14	2,24	0,83	3,42	1,55
Estados e Municípios	0,71	0,48	1,17	-0,07	1,10
Empresas Estatais	-0,31	-0,03	-0,10	-0,02	-0,10
Superávit Primário/a	3,24	3,37	3,54	2,05	2,85
Governo Central/a	2,17	2,23	2,37	1,35	2,10
Gov. Federal e BC/a	3,95	3,92	3,57	2,72	3,35
INSS/a,b	-1,78	-1,69	-1,20	-1,37	-1,25
Estados e Municípios/a	0,83	1,13	1,02	0,67	0,65
Empresas Estatais/a	0,24	0,01	0,15	0,03	0,10
Juros Nominais	6,78	6,06	5,44	5,38	5,40
Governo Central	5,31	4,47	3,20	4,77	3,65
Estados e municípios	1,54	1,61	2,19	0,60	1,75
Empresas Estatais	-0,07	-0,02	0,05	0,01	0,00

Fonte: Giambiagi e Além (2011, p. 176) adaptado pelo autor

/a (-) = Déficit

/b Arrecadação líquida do INSS – Benefícios previdenciários

4.2 MUDANÇA DE PERFIL E CONSOLIDAÇÃO DA ESTABILIDADE

A manutenção da estabilidade econômica e a percepção de que o governo empossado em 2003 manteria a responsabilidade fiscal e as políticas monetária e cambial moldaram o terreno em direção aos avanços na administração da dívida pública. Dessa forma, passou-se a adotar os procedimentos dos mercados mais desenvolvidos.

Ao final de 2002 a participação na dívida interna de títulos indexados à SELIC era de aproximadamente 60%, enquanto a de prefixados era de quase 2,5%. Essa composição tinha um peso de refinanciamento perverso para a economia. Por isso o Tesouro Nacional passou a realizar leilões de compra antecipada de títulos prefixados e indexados à inflação, buscando dar dinamismo ao mercado. Também iniciou a emissão de NTN-B, título indexado ao IPCA.

A fim de modificar o perfil da dívida interna, procurou-se reduzir a tributação no mercado de títulos. Em 2006 o governo passou a isentar de imposto de renda os ganhos de capital de investidores estrangeiros, uma vez que possuem um perfil de aplicação mais longo.

Outro problema que foi praticamente solucionado durante o governo Lula diz respeito à participação de títulos indexados ao câmbio, os quais provocavam alta oscilação no estoque da dívida.

Tabela 8 - Dívida pública mobiliária federal em poder do público
Composição por indexador 2002/2010

<i>Indexador</i>	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 (setembro)
Câmbio	9,0	4,3	1,5	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Selic	63,9	61,6	56,1	51,0	37,0	32,7	35,8	35,8	32,8
Índice de preços	10,4	11,4	13,2	14,5	21,6	25,6	28,3	27,7	27,3
Prefixados	2,4	13,1	20,4	28,0	36,1	37,2	32,2	33,7	37,5
Outros	14,3	9,6	8,8	5,9	5,2	4,4	3,7	2,8	2,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Giambiagi e Além (2011, p. 204)

Segundo Pedras (2009), o ano de 2006 marcou o fim de um longo ciclo de endividamento externo brasileiro. A mudança do perfil da dívida teve início ainda em 2005, quando operou-se um processo de troca dos títulos oriundos do Plano Brady, os *Brady Bonds*, extintos em 2006. A estratégia de consolidar uma curva externa em moeda doméstica teve seus primeiros passos com a emissão nos mercados internacionais dos títulos BRL 2016, com vencimento em 2016.

Ainda em 2006, com a redução de necessidades de financiamento externo, o Brasil deixa de realizar emissões externas como fonte de financiamento. Além disso, realizou diversas operações de redução da dívida mobiliária com pré-pagamentos na base de US\$ 35,7 bilhões. Quanto à dívida contratual, o Brasil havia quitado a dívida com o Fundo Monetário Internacional, no valor de US\$ 20,4 bilhões, ainda em 2005, e com o Clube de Paris, no valor de US\$ 1,7 bilhões, em 2006. Naquele mesmo ano, foi emitido mais um instrumento denominado em moeda doméstica, o BRL 2022, com prazo de 15 anos, e no ano seguinte, o BRL 2028, com vencimento em vinte anos.

A mudança no perfil da dívida foi consolidada em 2007 com um programa de recompras de títulos da dívida externa. Porém, com a queda na liquidez dos mercados em 2008 o volume de recompras foi reduzido, mas sem abrir mão da estratégia de reduzir a exposição externa do endividamento.

Essa política de construção de uma curva externa eficiente e líquida foi determinante na redução da exposição cambial e de choques externos. Entretanto, a combinação desses fatores pressionou para a elevação da dívida interna, haja vista o balanço dos oito anos do governo Lula, que reduziu a dívida externa em 20% do PIB gerando, em contrapartida, um aumento de 7% na dívida interna.

Em que pese o mau momento do balanço de pagamentos no ano de 2008, fechando com saldo em torno de US\$ 28 bilhões negativos, o país acumulava reservas de US\$ 200 bilhões e era credor na dívida externa. No entanto o governo via necessidade de melhorar nos instrumentos de proteção à economia do Brasil.

Nesse sentido, durante a crise financeira internacional de 2008, em meio ao pacote de medidas destinadas a proteger o país, acelerou-se o debate sobre a criação de um fundo de investimentos controlado pelo governo. Esse fundo teria o objetivo de prover recursos para o Brasil em momentos de turbulência econômica. Em 24 de dezembro daquele ano foi aprovada no Congresso Nacional a Lei nº 11.887 que criou o Fundo Soberano do Brasil (FSB), medida que só foi possível devido aos bons resultados primários e às perspectivas das reservas de petróleo.

Esse instrumento financeiro tem a responsabilidade de gerir recursos provenientes de superávits do governo e de *royalties* da exploração mineral, aplicando tais recursos para utilizá-los em medidas anticíclicas. O artigo 1º da Lei 11.887/2008 cita que o FSB é um “[...] fundo especial de natureza contábil e financeira, vinculado ao Ministério da Fazenda, com as finalidades de promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior, formar poupança

pública, mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico do País localizados no exterior.”.

Com princípios de transparência e gestão que seguem as melhores práticas internacionais, o FSB teria o mesmo perfil de fundos já criados em outros países, ou seja, investir em empresas nacionais no exterior e captar recursos da exploração de reservas de petróleo. O Conselho Deliberativo do Fundo Soberano do Brasil (CDFSB) é o responsável pela gestão e aplicação dos recursos. O fundo pode comprar ativos no Brasil e no exterior, mas não é autorizado a financiar despesas correntes do governo. O aporte inicial ao Fundo foi de R\$14 bilhões, por intermédio de títulos de emissão do Tesouro Nacional.

A criação de um Fundo Soberano só é possível na medida em que um país obtém os condicionantes para isso. Atingir o equilíbrio fiscal e externo determinaram tais condições.

Por isso Giambiagi e Além (2011) concluem da seguinte forma:

Há condições para que, na segunda década do século XXI, o Brasil ingresse na “terceira fase” do processo de ajuste fiscal, na caracterização que se pode fazer à luz das diversas experiências de ajustamento verificadas em diversos países no passado. Na primeira fase, que a rigor precede o ajustamento, a dívida pública cresce aceleradamente, a desconfiança é enorme e o país corre sério risco de acabar tendo que decretar uma moratória da dívida pública. Foi, tipicamente, a situação em que o Brasil se encontrava até 1998.

Na segunda fase, adotam-se medidas de ajustamento, o superávit primário aumenta ano após ano, mas as resistências ao ajuste são ainda grandes, a desconfiança persiste em parte, as taxas de juros demoram a ceder e a dívida pública cresce menos, deixa de crescer ou passa a diminuir lentamente, mas sem que o país possa ainda, porém, cantar vitória no campo fiscal. Foi claramente o caso do Brasil entre o final dos anos 1990 e boa parte da década de 2000. Finalmente, na terceira fase, o risco de *default* desaparece, a confiança aumenta, e as taxas de juros reais caem muito, a dívida passa a diminuir a um ritmo mais rápido e, na bonança, o país pode se dar ao luxo de relaxar parcialmente a política fiscal, diminuindo o tamanho do superávit primário.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o objetivo de avaliar o comportamento da dívida pública a partir da entrada em vigor do Plano Real até o ano de 2010, este trabalho abordou o tema de forma a privilegiar o contexto histórico do país com ênfase nas medidas adotadas por seus governantes na condução da política fiscal e seus desdobramentos.

Os sucessivos problemas nas contas públicas, causados por políticas baseadas em diagnósticos imprecisos, se deviam também ao fato de que inexistiam os mesmos mecanismos de aferição dos dados de que se dispõe hoje.

Conforme demonstrado, o problema da dívida pública remonta à época do Império. Às vésperas da entrada do Plano Real, a dívida pública tinha uma tendência decrescente, em razão dos elevados superávits primários e, principalmente, da alta taxa de inflação.

O início do Plano Real em 1994 pôs fim a um contexto de imprevisibilidade que marcava o cotidiano dos agentes econômicos. No entanto, apesar do sucesso da estabilização, a dívida pública apresentou uma trajetória de elevação durante todo o primeiro mandato de FHC.

Quanto à inflexão apresentada na trajetória da dívida, Levy (2010) relata que o período a partir de 1995, compreendendo os dois mandatos de FHC, pode ser dividido em dois subperíodos distintos: no primeiro, logo após a estabilização, os superávits primários caíram abruptamente e permaneceram com baixo nível até 1998. Além disso, as taxas reais de juros elevadas e o reconhecimento de dívidas não registradas (esqueletos) proporcionaram o aumento dos déficits nominais e da razão dívida/PIB. No segundo subperíodo, os superávits primários retornaram aos níveis anteriores à estabilização, mas sem a ajuda da inflação, e apesar da desvalorização cambial, as taxas de juros também começaram a declinar, levando a déficits nominais mais baixos e a dívida líquida, apesar de menor intensidade, ainda cresce, devido aos ajustes patrimoniais.

A crise no Balanço de pagamentos refletiu na queda de reservas e no fim da âncora cambial. A dívida pública externa chegou a 10% do PIB no ano de 1999.

A crise fiscal dos estados e municípios também auxiliou ainda mais o endividamento, com problemas previdenciários e dívidas passadas. Por isso no ano 2000 foi promulgada a Lei Complementar número 101, Lei de Responsabilidade fiscal. Esse dispositivo foi fundamental para conter o descontrole dos gastos públicos.

Os desafios enfrentados por FHC foram encontrados também pelo Presidente Lula, que assumia após quase quatro décadas de representantes das classes dominantes.

Mesmo quando necessária, qualquer mudança gera desconforto. No caso das eleições de 2002, a iminente vitória de Lula nas urnas gerou incerteza nos mercados, haja vista o pico atingido na série histórica da dívida pública daquele ano.

Durante os oito anos em que Lula ficou na presidência, o país foi extremamente beneficiado pelo setor externo. Apesar da apreciação do Real, a elevação do preço das *comodities* e a liquidez internacional foram cruciais para determinar a inflexão da curva da dívida pública brasileira. Essa inflexão se deu principalmente na dívida externa.

Foi adotada a estratégia de modificar a composição da dívida para reduzir a exposição externa. No entanto houve uma concentração na dívida interna.

O histórico da inflação brasileira dificulta o alongamento da dívida e o aumento dos instrumentos prefixados. Quebrar os paradigmas de uma estrutura de dívida ligada à SELIC é essencial para assemelhar-se aos mercados de países desenvolvidos. Por isso se viu que a taxa de juros sempre foi ligada ao alto grau de endividamento. Durante o governo Lula verificou-se uma queda substancial da taxa SELIC. Os encargos de curto prazo e o alto custo com juros sempre obrigaram o governo a promover a rolagem da dívida, o que impõe limites à queda dos juros. Esse componente cíclico comprova a extrema relação entre o equilíbrio fiscal e a política monetária

A composição e os prazos da dívida apresentaram extrema melhora a partir do ano de 2005. O Tesouro Nacional passou a emitir títulos em moeda doméstica com prazos de até 20 anos, a resgatar títulos que mantinham a vulnerabilidade da economia brasileira. No ano de 2006 o Brasil tornou-se credor externo após quitar dívidas contratuais com o FMI, e mesmo com a crise financeira internacional, o alto estoque de reservas permitiu que fosse criado um Fundo Soberano.

Esses fatores e as perspectivas para o futuro dão luz a uma agenda que tende a reduzir ainda mais a incerteza quanto à atitude fiscal dos novos governantes. Os condicionantes para manutenção do equilíbrio fiscal de longo prazo com uma dívida pública sustentável foram determinados.

Por fim este trabalho permite afirmar que não houve mudanças substanciais na gestão da dívida pública que gerassem desequilíbrios com a troca de governo. Aliás, as inflexões observadas a partir de 2003 no estoque da dívida e em 2006 na dívida externa refletem o compromisso do governo em confirmar que o Brasil manterá a postura de adotar as melhores práticas internacionais. Nesse sentido, ideologias políticas não ficam acima das necessidades

do país. Por isso o Brasil tende a seguir o atual modelo, em que o paradigma vigente é o liberalismo econômico determinado por um mundo cada vez mais globalizado.

REFERÊNCIAS

ABREU, M. P. **Brasil, 1824-1957: bom ou mau pagador?** Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica – Departamento de Economia, 1999. (Texto para discussão, 403).

_____. Crise, crescimento e modernização autoritária: 1900-1930. In: ABREU, M. *et al.* (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana.** Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. p. 73-104.

ARAÚJO, V. L.; GENTIL, D. L. Uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional. **Revista Soc. Bras. Economia Política**, São Paulo, n. 28, p. 36-70, fev. 2011.

BAGHDASSARIAN, W. Indicadores estocásticos de risco no processo de planejamento estratégico da dívida pública. In: BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Finanças públicas: VII prêmio Tesouro Nacional – 2003: coletânea de monografias.** Brasília: Universidade de Brasília, 2004. p. 267-336.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas técnicas do Banco Central do Brasil.** Brasília, n. 42, nov. 2003. Disponível em: <www.bacen.gov.br>. Acesso em: 27 ago. 2013.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Finanças públicas: sumário dos planos brasileiros de estabilização e glossário de instrumentos e normas relacionadas à política econômico-financeira.** Brasília, jun. 2008. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/finpub/manualfinpublp.pdf>>. Acesso em: 05 set. 2013.

BARROS DE CASTRO, L. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90. In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (Org.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004).** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 141-165.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia.** São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.

BRASIL. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Sistema nacional de índices de preços ao consumidor.** Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/precos/inpc_ipca/defaultinpc.shtm>. Acesso em: 17 maio 2014.

_____. Secretaria do Tesouro Nacional. **Programas de ajuste fiscal.** Brasília, 2013. Disponível em: <<https://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt/prefeituras-governos-estaduais/programas-ajuste-fiscal>>. Acesso em: 19 out. 2013.

_____. Lei Complementar nº 101 de 04 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências, Brasília, 05 maio 2000. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm>. Acesso em: 13 jun. 2013

_____. Lei nº 9.279, de 14 de maio de 1996. Regula direitos e obrigações relativos à propriedade industrial. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 15 maio 1996. Seção 1, p. 8353. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9279.htm>. Acesso em: 12 dez. 2013.

_____. Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008. Cria o Fundo Soberano do Brasil - FSB. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, 26 dez 2008. Seção 1, p. 1. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-010/2008/Lei/L11887.htm>. Acesso em: 25 maio 2014.

CARVALHO, F. J. *et. al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CARVALHO, M. A. **Privatização, dívida e déficit público no Brasil**. Rio de Janeiro, 2001. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_0847.pdf>. Acesso em: 11 out. 2013.

CASTRO, P.; PASSOS, A. O orçamento e a dívida pública federal. In: SILVA, A.C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de (Org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. p. 219-241.

COSTA, C. E. Sustentabilidade da dívida pública. In: SILVA, A.C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. de (Org.). **Dívida pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. p. 81-99.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

FRITSCH, W. Apogeu e crise na primeira república: 1900-1930. In: ABREU, M. *et al.* (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. p. 31-72.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. C. **Finanças públicas: teoria e prática no Brasil**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2011.

GIAMBIAGI, F. **Do déficit de metas às metas de déficit**: a política fiscal do governo Fernando Henrique Cardoso – 1995/2002. Rio de Janeiro: BNDS, 2002.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômico: os anos FHC. In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (Org.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 166-195.

GIAMBIAGI, F. Rompendo com a ruptura: o governo Lula. In: GIAMBIAGI, F. *et al.* (Org.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 196-222

LAGO, L. A. C. A retomada do crescimento e as distorções do “milagre”: 1967-1973. In: ABREU, M. *et al.* (Org.). **A ordem do progresso**: cem anos de política econômica republicana. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. p. 233-294.

LEVY, P. A política fiscal no período pós-Real: desempenho e instituições. In: Sampaio de Sousa, M. C. *et al.* (Org.). **Economia pública brasileira**. Brasília: Escola de administração fazendária, 2010. p. 21-52.

MANKIW, N. G. **Macroeconomia**. Rio de Janeiro: LCT, 2010.

MEDEIROS, O.; SILVA, A. Conceitos e estatísticas da dívida pública. In: Silva, A.C. *et al.* (Org.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. p. 101-128.

ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI A. C. Democracia com desenvolvimento: 1956-1961 In: ABREU, M. *et al.* (Org.). **A ordem do progresso**: cem anos de política econômica republicana. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. p. 171-195.

PASSOS, A.; CASTRO, P. O orçamento e a dívida pública federal. In: SILVA, A.C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. p. 219-241.

PEDRAS, G. História da dívida pública no Brasil: de 1964 até os dias atuais. In: SILVA, A.C.; CARVALHO, L. O. de; MEDEIROS, O. L. (Org.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. p. 57-80.

RESENDE, A. L. Estabilização e reforma: 1964-1967. In: ABREU, M. *et al.* (Org.). **A ordem do progresso**: cem anos de política econômica republicana. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990. p. 213-231.

SANDRONI, P. **Novíssimo dicionário de economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SACHS, J. D.; LARRAIN, F. **Macroeconomia**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.

SILVA, A. Origem e história da dívida pública no Brasil até 1963. In: Silva, A.C. *et al.* (Org.). **Dívida Pública: A experiência Brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. p. 33-56.

TOURINHO, O.; MERCÊS, G.; COSTA, J. Dívida pública no Brasil: sustentabilidade e suas implicações. *Revista da ANPEC*, v. ?, n. ?, ano?. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/revista/aprovados/Sustentabilidade.pdf>>. Acessado em: 01 out. 2013.

VALE, P. M. Era FHC: as três amarras dos juros. **Leituras de Economia Política**, Campinas, n. 18, p. 77-98, jul. 2011.

VIEIRA, L. M. **Marcos regulatórios e auditoria governamental da dívida pública**. In: Silva, A.C. *et al.* (Org.). **Dívida Pública: A experiência Brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. p. 243-278.